

轻工制造

2019 年 10 月 28 日

晨鸣纸业 (000488)

——2019 年三季报点评：文化纸盈利能力提升，业绩持续环比改善

报告原因：有业绩公布需要点评

增持（维持）

市场数据：2019 年 10 月 25 日

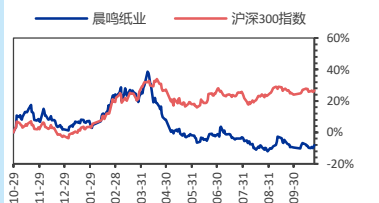
收盘价（元）	4.84
一年内最高/最低（元）	7.77/4.57
市净率	0.6
息率（分红/股价）	4.96
流通 A 股市值（百万元）	8018
上证指数/深证成指	2954.93/9660.44

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019 年 09 月 30 日

每股净资产（元）	8.43
资产负债率%	75.81
总股本/流通 A 股（百万）	2905/1657
流通 B 股/H 股（百万）	706/528

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《晨鸣纸业（000488）点评：2019 年中报点评：19Q2 盈利能力大幅改善，集中优势聚焦主业》2019/08/18

《晨鸣纸业（000488）点评：19Q2 业绩环比明显改善，新项目投产贡献业绩增量》2019/07/04

证券分析师

周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com
屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com

研究支持

柴程森 A0230118070016
chaics@swsresearch.com

联系人

丁智艳
(8621)23297818×7580
dingzy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司公告 2019 年三季报，业绩环比改善，基本符合预期。**公司公布 2019 年三季报：2019 年 1-9 月实现收入 220.14 亿元，同比降低 6.3%；实现归母净利 10.68 亿元，同比降低 57.0%；其中 Q3 单季实现收入 86.66 亿元，同比增长 9.1%，环比增长 20.5%；Q3 归母净利 5.58 亿元，同比下滑 19.9%，环比增长 18.3%。
- **Q3 纸价环比提升，浆价持续下行，文化纸盈利能力环比改善。**公司文化纸产能接近 300 万吨，文化纸盈利能力提升，驱动业绩环比改善。**Q3 纸价环比提升：**进入 7 月，文化纸下游需求进入传统淡季，但由于产业链库存低位，叠加社会需求边际增加影响，纸价淡季平稳；进入 9 月进入需求旺季，纸价进入新一轮上涨周期。根据卓创资讯数据，双胶纸 Q3 均价较 Q2 环比增加 33 元/吨；铜版纸 Q3 均价较 Q2 环比增加 83 元/吨。**纸浆价格回落：**受港口纸浆库存持续高位影响，外盘纸浆报价持续走低，外盘针叶浆银星报价由 3 月 730 美元/吨逐步下调至 8 月 580 美元/吨，下调 20.5%；外盘阔叶浆明星报价由 3 月 720 美元/吨逐步下调至 9 月 475 美元/吨，下调 34.0%，纸厂用浆成本回落。
- **公司四大项目落地，木浆自给率进一步提升。**寿光美伦 51 万吨文化纸项目、寿光本部 50 万吨文化纸改造项目、寿光美伦 100 万吨化学浆项目、黄冈晨鸣化学浆项目等，在二季度陆续投产并正常运转，逐步开始发挥效益。此轮新增产能投产，公司纸浆自给率将进一步提升、实现阔叶浆与化机浆 100%自给；文化纸龙头地位得到进一步巩固。林浆纸一体化发展，有利于公司对造纸行业景气度波动风险。
- **融资租赁、矿业剥离持续推进，回归造纸主业。**2019 年 1 月公司公告拟引入长城国瑞证券为战略合作方，对晨鸣融资租赁公司资产逐步剥离、整合，达到完全市场化运作；融资租赁规模逐步收缩，预计截止 9 月末融资租赁规模收缩至 160-170 亿元。2019 年 8 月公司公告向江苏富达转让其所持控股子公司海城海鸣矿业有限责任公司 60%股权，实现矿业公司出表。公司逐步剥离非造纸业务，回归造纸主业，集中优势聚焦主业。
- **新产能全面落地，纸浆自给率进一步提升；融资租赁剥离持续推进，浆纸一体化龙头再起航。**公司计划剥离融资租赁业务，新建项目达产，未来资本开支大幅减少，公司资金压力有望得到缓解。造纸主业新增产能落地，浆、纸产能加码，全面布局林浆纸一体化，龙头地位不断巩固。由于白卡纸价格淡季下滑，我们下调公司 2019-2021 年归母净利润的盈利预测为 17 亿元、22 亿元和 25 亿元（原为 21 亿元、26 亿元和 30 亿元），目前股价（4.84 元/股）对应 PE 分别为 8 倍、6 倍和 6 倍，对应 PB 仅 0.6 倍，维持增持评级。

财务数据及盈利预测

	2018	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E
营业总收入（百万元）	28,876	22,014	28,497	30,336	31,689
同比增长率（%）	-2.0	-6.3	-1.3	6.5	4.5
归母净利润（百万元）	2,510	1,068	1,697	2,172	2,470
同比增长率（%）	-33.4	-57.0	-32.4	27.9	13.7
每股收益（元/股）	0.86	0.37	0.58	0.75	0.85
毛利率（%）	31.3	27.2	27.4	29.1	29.5
ROE（%）	10.0	4.4	8.8	10.1	10.3
市盈率	6		8	6	6

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

财务摘要

百万元, 百万股	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	29,472	28,876	28,497	30,336	31,689
其中：营业收入	29,472	28,876	28,497	30,336	31,689
减：营业成本	19,729	19,846	20,686	21,509	22,351
减：税金及附加	219	250	228	273	285
主营业务利润	9,524	8,780	7,583	8,554	9,053
减：销售费用	1,304	1,190	1,168	1,244	1,299
减：管理费用	892	968	969	1,031	1,077
减：研发费用	1,017	930	912	971	1,014
减：财务费用	2,117	2,741	2,870	2,908	2,872
经营性利润	4,193	2,950	1,664	2,400	2,791
减：资产减值损失	141	165	-118	0	0
减：信用减值损失	0	128	0	0	0
加：投资收益及其他	161	249	249	249	249
营业利润	4,418	2,906	2,146	2,765	3,154
加：营业外净收入	118	300	0	0	0
利润总额	4,536	3,206	2,146	2,765	3,154
减：所得税	778	642	412	546	630
净利润	3,759	2,565	1,734	2,219	2,524
少数股东损益	-10	55	37	48	54
归属于母公司所有者的净利润	3,769	2,510	1,697	2,172	2,470
全面摊薄总股本	1,936	2,905	2,905	2,905	2,905
每股收益（元）	1.13	0.51	0.58	0.75	0.85

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swwhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swwhysc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swwhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swwhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。