

晨鸣纸业(000488.SZ/01812.HK)

木浆系纸种价格反弹，季度盈利环比提升

● 文化纸逐步进入补库周期，季度盈利环比提升

公司发布 2019 年三季报，报告期内公司实现主营业务收入 220.14 亿元，同比下滑 6.29%，归母净利润 10.68 亿元，同比下滑 56.97%，其中 19Q3 公司实现营业收入 86.66 亿元，同比增长 9.12%，归母净利润 5.58 亿元，同比下降 19.89%，环比提升 18.32%，季度盈利环比提升。

● 双胶、铜版纸提价持续落地，造纸主业盈利改善

今年二季度后，市场明显好转，主要纸种均落实提价，原材料木浆价格持续下跌，行业盈利整体向好，2018 年以来投资建设的寿光美伦 51 万吨高档文化纸项目、寿光本部文化纸改造项目、寿光美伦 100 万吨化学浆项目、黄冈晨鸣化学浆项目正常运转，木浆自给率提升助力造纸盈利改善。

● 融资租赁业务只放不收，业务规模逐步压缩

2018 年以来公司通过多渠道降低财务风险优化资产负债结构，专注造纸主业，逐步减少或剥离非造纸领域布局。基于总体经营策略变化，持续压缩融资租赁规模，遵循只收不放政策，逐步剥离融资租赁业务。报告期末公司长期应收款较年初减少 51.08%，融资租赁业务规模逐步压缩。

● 林浆纸一体化平滑原材料成本抵御行业周期，四季度有望持续向好

自制浆单位生产成本远低于外购商品浆价格，有助于提升公司成本控制能力并维持稳定生产运营。公司自备浆比例高，具备原材料成本优势。预计公司 19-21 年实现营业收入 279、306、332 亿元，归母净利润为 18、22、26 亿元，当前对 19 年 PE7.94 倍，基于四季度文化纸补库预期，企业盈利有望持续向好，参照公司 2016 年下半年以来 PE (ttm) 均值 9.0x，给予公司 19 年 9xPE，对应 A 股合理价值 5.49 元，考虑 16 年以来 A/H 溢价维持 1.5 左右，降低 H 股合理估值至对应 19 年 6xPE，根据 10 月 25 日汇率折算对 H 股合理价值 4.06 港元，维持 A 股/H 股买入评级。

● 风险提示

宏观经济下滑导致下游需求减弱；行业环保政策趋严影响产能落地进度；原材料价格上涨，纸品价格下跌，融资租赁风控不足。

盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	29,472	28,876	27,941	30,623	33,169
增长率(%)	28.7	-2.0	-3.2	9.6	8.3
EBITDA(百万元)	8,030	7,435	5,859	6,407	6,752
净利润(百万元)	3,769	2,510	1,770	2,159	2,591
增长率(%)	88.6	-33.4	-29.5	22.0	20.0
EPS (元/股)	1.95	0.86	0.61	0.74	0.89
市盈率 (P/E)	8.56	6.49	7.94	6.51	5.43
市净率 (P/B)	1.16	0.65	0.70	0.63	0.57
EV/EBITDA	8.27	7.31	10.07	8.40	7.29

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入-A/买入-H

当前价格 4.84 元/3.28 港元

合理价值 5.49 元/4.06 港元

前次评级 买入/买入

报告日期 2019-10-26

相对市场表现



分析师:

赵中平



SAC 执证号: S0260516070005

SFC CE No. BND271



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

分析师:

汪达



SAC 执证号: S0260517120005



010-59136610



wangda@gf.com.cn

请注意，汪达并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

晨鸣纸业 2019-08-16

(000488.SZ/01812.HK):销售

毛利率探底回升，季度盈利环

比改善

晨鸣纸业 2019-07-04

(000488.SZ/01812.HK):价

稳量增，Q2 业绩触底改善

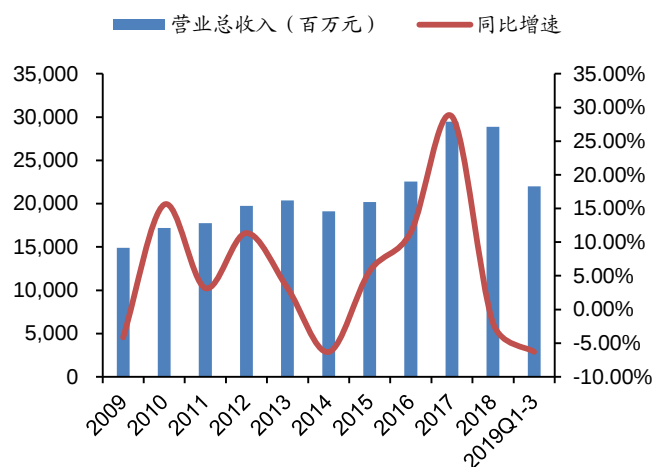
晨鸣纸业 2019-04-30

(000488.SZ/01812.HK):季度

盈利环比改善，白卡纸价格逐

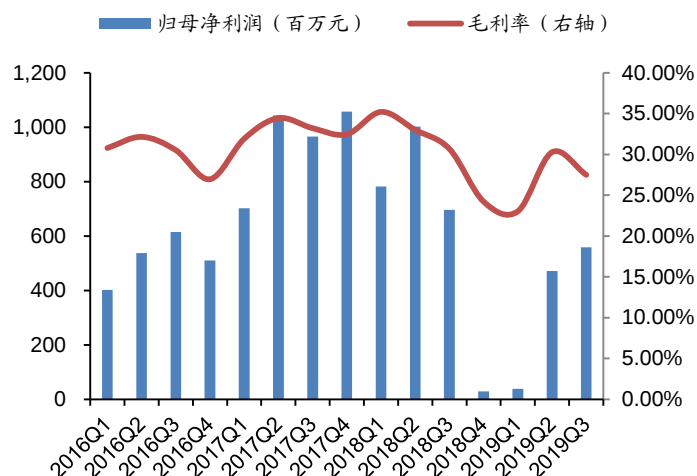
步修复

图1: 2019Q1-3公司主营业务收入同比回落6.29%



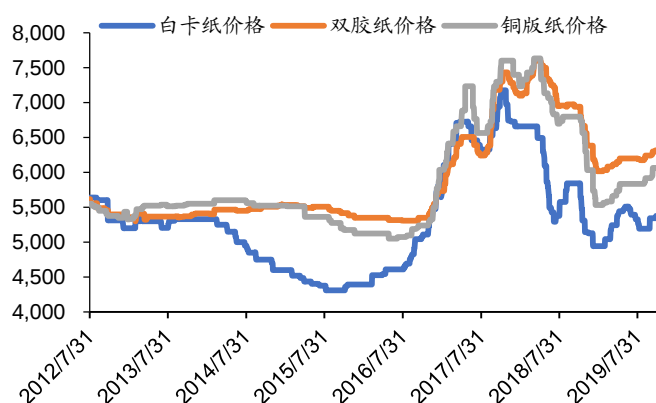
数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

图2: 2019Q3归母净利润环比回升18.32%



数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

图3: 2019Q2以来木浆系纸种价格触底反弹 (元/吨)



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图4: 木浆内盘价格持续下降



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

表 1: 公司单季度主要财务指标

单位: 百万元	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
营业总收入	8,179.97	7,922.54	7,241.81	8,309.52	7,941.43	5,382.99	6,159.84	7,188.81	8,665.53
YOY	37.12%	25.06%	15.42%	11.16%	-2.92%	-32.05%	-14.94%	-13.49%	9.12%
归母净利润	966.00	1,057.81	782.50	1,002.13	696.53	28.67	38.22	471.57	557.96
YOY	57.07%	107.49%	11.38%	-3.92%	-27.90%	-97.29%	-95.12%	-52.94%	-19.89%
毛利率	33.21%	35.70%	35.21%	33.00%	30.67%	24.21%	23.03%	30.27%	27.49%
期间费用率	18.53%	20.72%	21.19%	18.56%	20.71%	24.03%	23.32%	22.46%	18.02%
其中: 销售费用率	4.20%	4.03%	3.74%	4.03%	4.09%	4.84%	4.67%	4.22%	4.31%
管理费用率	6.15%	6.94%	6.84%	5.75%	2.91%	4.50%	4.42%	4.04%	6.00%
财务费用率	8.17%	9.75%	10.61%	8.79%	10.63%	7.41%	11.93%	10.88%	7.71%
归母净利率	11.81%	14.02%	10.81%	12.06%	8.77%	0.53%	0.62%	6.56%	6.44%
ROE	3.91%	3.89%	2.77%	3.55%	2.64%	0.11%	0.15%	1.90%	2.28%

YOY (±)	0.93%	1.58%	-0.35%	-1.02%	-1.27%	-3.78%	-2.62%	-1.65%	-0.36%
资产负债率	72.67%	71.34%	71.92%	72.95%	74.76%	75.43%	75.51%	76.25%	75.81%
YOY (±)	-1.28%	-1.24%	-1.51%	-1.83%	2.09%	4.09%	3.59%	3.30%	1.05%
存货	5,408.15	6,022.81	6,632.67	6,429.32	6,497.16	6,771.49	5,777.03	6,100.36	4,804.14
较上年同期增减	208.54	1,160.14	1,218.42	371.85	1,089.01	748.68	-855.64	-328.96	-1,693.02
存货周转天数	94.74	99.31	121.38	109.23	107.21	116.04	119.09	118.76	97.44
较上年同期增减	-28.45	-15.54	13.12	2.07	12.47	16.73	-2.29	9.53	-9.77
应收票据	4,667.46	4,220.23	3,916.25	3,414.86	1,471.18	1,213.12	1,564.42	750.84	783.62
较上年同期增减	1,748.97	2,629.77	1,876.46	1,169.73	-3,196.28	-3,007.11	-2,351.83	-2,664.02	-687.56
应收账款	3,949.84	3,665.87	3,869.96	3,771.97	3,653.55	3,404.49	3,660.08	3,505.81	3,568.51
较上年同期增减	320.01	-308.20	76.71	4.26	-296.29	-261.38	-209.88	-266.16	-85.04
应收账款周转天数	48.78	46.07	46.83	43.04	42.06	44.07	51.61	46.59	42.76
较上年同期增减	-12.98	-16.21	-8.88	-7.64	-6.72	-2.00	4.78	3.55	0.70
应付账款及应付票据	4,800.85	5,292.33	4,741.44	5,358.70	5,081.70	8,369.20	8,186.75	6,832.06	5,775.87
较上年同期增减	-383.48	1,052.76	281.95	944.97	280.85	3,076.87	3,445.31	1,473.36	694.18
经营性现金流净额	2,499.80	1,636.91	1,267.68	3,477.36	4,328.32	5,026.34	1,424.69	1,275.09	3,799.45
较上年同期增减	2,922.38	-3,636.23	3,067.61	5,790.37	1,828.52	3,389.43	157.01	-2,202.27	-528.87
筹资性现金流净额	-166.36	-381.90	-134.54	-3,443.09	-1,410.89	-7,864.64	104.04	-855.02	-3,705.87
较上年同期增减	360.64	2,686.55	-2,147.67	-6,455.36	-1,244.53	-7,482.74	238.58	2,588.07	-2,294.98
资本开支	1,112.51	393.49	591.97	1,017.08	1,533.80	465.85	176.75	200.18	549.59
较上年同期增减	833.81	-815.14	207.35	654.74	421.29	72.36	-415.22	-816.90	-984.22

数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	49,418	47,968	41,628	43,342	45,893	经营活动现金流	24	14,100	1,237	5,927	5,847
货币资金	14,443	19,293	11,176	12,249	13,268	净利润	3,759	2,565	1,786	2,192	2,623
应收及预付	9,848	5,481	8,515	8,714	9,263	折旧摊销	1,720	1,744	1,612	1,687	1,712
存货	6,023	6,771	6,249	6,734	7,519	营运资金变动	-7,679	6,382	-4,312	-54	-390
其他流动资产	19,103	16,422	15,687	15,645	15,843	其它	2,224	3,409	2,151	2,102	1,902
非流动资产	56,207	57,351	55,054	52,154	49,962	投资活动现金流	-3,631	-1,779	1,007	1,471	797
长期股权投资	392	485	535	585	635	资本支出	-2,251	-3,608	969	1,551	817
固定资产	28,228	27,914	27,550	25,980	24,618	投资变动	-2,396	2,291	-170	-170	-170
在建工程	7,684	11,871	9,871	8,371	7,371	其他	1,016	-462	208	90	150
无形资产	2,059	1,939	1,939	1,939	1,939	筹资活动现金流	4,477	-12,853	-10,361	-6,325	-5,626
其他长期资产	17,845	15,142	15,159	15,279	15,399	银行借款	8,001	4,809	-1,030	-3,910	-3,384
资产总计	105,625	105,319	96,682	95,495	95,856	股权融资	40	500	0	0	0
流动负债	57,249	61,415	57,987	54,809	52,746	其他	-3,564	-18,162	-9,332	-2,414	-2,242
短期借款	35,097	40,228	39,198	35,288	31,904	现金净增加额	870	-532	-8,117	1,073	1,019
应付及预收	5,536	8,369	6,479	6,809	7,814	期初现金余额	1,980	2,804	19,293	11,176	12,249
其他流动负债	16,617	12,818	12,311	12,712	13,028	期末现金余额	2,804	2,382	11,176	12,249	13,268
非流动负债	18,102	18,032	17,832	17,632	17,432						
长期借款	7,646	7,799	7,799	7,799	7,799						
应付债券	2,196	2,098	1,898	1,698	1,498						
其他非流动负债	8,260	8,136	8,136	8,136	8,136						
负债合计	75,351	79,447	75,820	72,441	70,178						
股本	1,936	2,905	2,905	2,905	2,905						
资本公积	6,149	5,091	5,091	5,091	5,091						
留存收益	9,999	10,256	12,026	14,185	16,776						
归属母公司股东权益	27,779	25,049	20,022	22,181	24,772						
少数股东权益	2,496	823	840	873	906						
负债和股东权益	105,625	105,319	96,682	95,495	95,856						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	29,472	28,876	27,941	30,623	33,169
营业成本	19,729	19,846	20,438	22,348	24,271
营业税金及附加	219	250	225	256	272
销售费用	1,304	1,190	1,194	1,286	1,405
管理费用	892	968	937	1,026	1,112
研发费用	1,017	930	900	986	1,068
财务费用	2,117	2,741	2,335	2,214	2,042
资产减值损失	141	165	138	144	178
公允价值变动收益	73	-115	-95	-60	0
投资净收益	161	249	200	150	150
营业利润	4,418	2,906	1,994	2,566	3,086
营业外收支	118	300	200	150	150
利润总额	4,536	3,206	2,194	2,716	3,236
所得税	778	642	408	524	613
净利润	3,759	2,565	1,786	2,192	2,623
少数股东损益	-10	55	17	34	32
归属母公司净利润	3,769	2,510	1,770	2,159	2,591
EBITDA	8,030	7,435	5,859	6,407	6,752
EPS (元)	1.95	0.86	0.61	0.74	0.89

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	28.7%	-2.0%	-3.2%	9.6%	8.3%
营业利润增长	111.3%	-34.2%	-31.4%	28.7%	20.3%
归母净利润增长	88.6%	-33.4%	-29.5%	22.0%	20.0%
获利能力					
毛利率	33.1%	31.3%	26.9%	27.0%	26.8%
净利率	12.8%	8.9%	6.4%	7.2%	7.9%
ROE	13.6%	10.0%	8.8%	9.7%	10.5%
ROIC	8.5%	7.1%	5.3%	6.1%	6.7%
偿债能力(%)					
资产负债率	71.3%	75.4%	78.4%	75.9%	73.2%
净负债比率	46.0%	54.4%	58.0%	54.5%	50.5%
流动比率	0.86	0.78	0.72	0.79	0.87
速动比率	0.72	0.66	0.58	0.64	0.70
营运能力					
总资产周转率	0.31	0.27	0.28	0.32	0.35
应收账款周转率	4.38	4.62	4.06	4.34	4.33
存货周转率	3.62	3.10	3.27	3.32	3.23
每股指标 (元)					
每股收益	1.95	0.86	0.61	0.74	0.89
每股经营现金流	0.01	4.85	0.43	2.04	2.01
每股净资产	14.35	8.62	6.89	7.64	8.53
估值比率					
P/E	8.56	6.49	7.94	6.51	5.43
P/B	1.16	0.65	0.70	0.63	0.57
EV/EBITDA	8.27	7.31	10.07	8.40	7.29

广发造纸轻工行业研究小组

- 赵中平：首席分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 汪达：资深分析师，吉林大学金融学硕士、管理学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 陆逸：资深分析师，亚利桑那州立大学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。
- 徐成：联系人，南京大学管理学学士，北京大学管理学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。