

证券研究报告 / 公司点评报告

三季度业绩改善&现金流亮眼, 继续推动负债结构优化

买入

上次评级: 买入

事件:

公司发布 2020 年三季报, 前三季度实现营收 220.73 亿元, 同比增长 0.27%; 实现归母净利润 10.77 亿元, 同比增长 0.82%; 实现扣非后归母净利润 5.31 亿元, 同比减少 29.23%。Q3 实现营收 84.73 亿元, 同比降低 2.22%; 实现归母净利润 5.60 亿元, 同比增加 0.41%, 扣非后实现净利润 4.63 亿元, 同比增长 3.5%。

点评:

三季度业绩改善显著, 现金流表现亮眼。①收入端看, 三季度环比二季度增长 12.8%, 我们预计主要得益于销量的环比增长, 出厂价整体变动不大 (双胶纸/铜版纸/白卡纸纸厂报价三季度均价分别环比变动 -3.56%/+1.77%/-2.13%)。②从毛利率看, 三季度毛利率环比提升 1.6pct 至 24.2%, 预计主要得益于三季度人民币升值以及浆价外盘报价小幅下滑。③公司现金流持续改善, 前三季度实现经营活动净现金流 72.69 亿元, 同比增长 11.84%; 投资活动现金流净额为 4.32 亿元, 去年同期为 -16.21 亿元。现金流持续向好助力公司改善负债水平, 短期借款较 2020H1 减少 37.1 亿元至 348.44 亿元。

行业景气稳步回升, 看好公司资产负债结构优化。①纸浆系成品纸价格从 6 月中旬陆续外发提价函, 近期逐步落地, 考虑到目前浆价仍处底部, 成品纸吨纸利润迎来回升。明年看, 全球经济边际复苏, 需求恢复有望推动纸价稳步修复, 行业景气回升。②公司继续推进融资租赁业务压缩, 并通过子公司增资扩股引进战投等形式实现多渠道融资, 实现资产负债表优化, 降低杠杆水平。

盈利预测与估值: 三季报业绩改善明显, 上调盈利预测, 预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.60、0.78、0.92 元, 对应 PE 分别为 8.93X、6.93X、5.84X, 给予“买入”评级。

风险提示: 纸价下跌; 融资租赁坏账风险; 财务压缩不及预期。

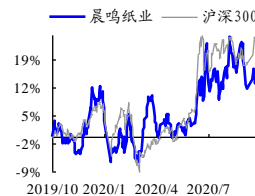
财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	28,876	30,395	31,493	35,653	39,361
(+/-)%	-2.02%	5.26%	3.61%	13.21%	10.40%
归属母公司净利润	2,510	1,657	1,756	2,265	2,685
(+/-)%	-33.41%	-34.00%	5.98%	29.01%	18.53%
每股收益 (元)	0.86	0.57	0.60	0.78	0.92
市盈率	6.49	9.47	8.93	6.93	5.84
市净率	0.65	0.62	0.58	0.54	0.49
净资产收益率 (%)	10.02%	6.58%	6.52%	7.76%	8.42%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	2,905	2,905	2,984	2,984	2,984

股票数据

2020/10/22

6 个月目标价 (元)	6.90
收盘价 (元)	5.40
12 个月股价区间 (元)	4.41 ~ 6.01
总市值 (百万元)	16,115
总股本 (百万股)	2,984
A 股 (百万股)	1,750
B 股/H 股 (百万股)	706/528
日均成交量 (百万股)	18

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-4%	-3%	16%
相对收益	-7%	-4%	-7%

相关报告

《晨鸣纸业 (000488) 中报业绩承压, 行业景气修复带动基本面触底回升》

20200811

《晨鸣纸业 (000488): 融资租赁持续推进压缩, 关注资产负债表修复》

20200421

《晨鸣纸业 (000488): 20Q1 利润回升明显, 融资租赁盈利能力或有所下滑》

20200414

证券分析师: 唐凯

执业证书编号: S0550516120001
021-20363260 Tangkai@nesc.cn

证券分析师: 钟天皓

执业证书编号: S0550520070002
021-20363260 zhongth@nesc.cn

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	19,307	17,646	19,611	20,863
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	2,525	5,360	4,910	5,130
存货	4,774	6,680	7,437	7,648
其他流动资产	18,346	18,576	19,047	19,319
流动资产合计	44,952	48,262	51,005	52,959
可供出售金融资产				
长期投资净额	3,606	3,606	3,606	3,606
固定资产	34,440	32,770	31,090	29,270
无形资产	1,781	1,281	781	281
商誉	6	6	6	6
非流动资产合计	53,006	50,836	48,656	46,336
资产总计	97,959	99,099	99,662	99,295
短期借款	36,883	34,738	31,676	27,047
应付款项	5,866	7,411	7,968	8,961
预收款项	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	5,663	5,663	5,663	5,663
流动负债合计	52,699	51,980	50,146	46,938
长期借款	9,140	9,140	9,140	9,140
其他长期负债	9,780	9,780	9,780	9,780
长期负债合计	18,920	18,920	18,920	18,920
负债合计	71,619	70,901	69,067	65,859
归属于母公司股东权益合计	25,170	26,925	29,190	31,875
少数股东权益	1,170	1,273	1,405	1,562
负债和股东权益总计	97,959	99,099	99,662	99,295

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	30,395	31,493	35,653	39,361
营业成本	21,774	23,147	26,276	29,009
营业税金及附加	276	286	324	357
资产减值损失	-121	640	490	410
销售费用	1,297	1,449	1,676	1,811
管理费用	1,135	1,102	1,177	1,378
财务费用	2,916	2,633	2,380	2,340
公允价值变动净收益	27	-24	15	17
投资净收益	174	157	178	197
营业利润	1,584	1,516	2,558	3,172
营业外收支净额	465	750	365	380
利润总额	2,048	2,266	2,923	3,552
所得税	295	408	526	710
净利润	1,753	1,858	2,397	2,841
归属于母公司净利润	1,657	1,756	2,265	2,685
少数股东损益	97	103	132	157

现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	1,753	1,858	2,397	2,841
资产减值准备	121	640	490	410
折旧及摊销	1,914	2,120	2,230	2,390
公允价值变动损失	-27	24	-15	-17
财务费用	3,074	2,633	2,380	2,340
投资损失	-539	-157	-178	-197
运营资本变动	5,158	-4,013	110	439
其他	-256	-753	-369	-384
经营活动净现金流量	11,199	2,351	7,045	7,823
投资活动净现金流量	-2,026	767	362	398
融资活动净现金流量	-9,487	-4,778	-5,442	-6,970
企业自由现金流	2,108	9,982	6,092	6,261

财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标				
每股收益 (元)	0.57	0.60	0.78	0.92
每股净资产 (元)	8.67	9.27	10.05	10.97
每股经营性现金流量 (元)	3.86	0.81	2.43	2.69
成长性指标				
营业收入增长率	5.3%	3.6%	13.2%	10.4%
净利润增长率	-34.0%	6.0%	29.0%	18.5%
盈利能力指标				
毛利率	28.4%	26.5%	26.3%	26.3%
净利率	5.5%	5.6%	6.4%	6.8%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	30.32	39.59	37.65	35.85
存货周转率 (次)	80.03	105.33	103.30	96.22
偿债能力指标				
资产负债率	73.1%	71.5%	69.3%	66.3%
流动比率	0.85	0.93	1.02	1.13
速动比率	0.75	0.77	0.85	0.94
费用率指标				
销售费用率	4.3%	4.6%	4.7%	4.6%
管理费用率	3.7%	3.5%	3.3%	3.5%
财务费用率	9.6%	8.4%	6.7%	5.9%
分红指标				
分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
估值指标				
P/E (倍)	9.47	8.93	6.93	5.84
P/B (倍)	0.62	0.58	0.54	0.49
P/S (倍)	0.52	0.51	0.45	0.41
净资产收益率	6.6%	6.5%	7.8%	8.4%

资料来源：东北证券

分析师简介:

唐凯: 美国纽约州立大学宾汉姆顿分校会计学硕士, 武汉大学经济学学士、数学学士。现任东北证券轻工组组长。曾任尼尔森(上海)分析师, 久谦咨询有限公司咨询师, 东海证券研究员。具有5年证券研究从业经历。

钟天皓: 中国人民大学保险学硕士, 中南财经政法大学保险本科, 现任东北证券轻工行业分析师。2018年以来具有2年证券研究从业经历。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区洗村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouyingl@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozhy@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn