

晨鸣纸业 (000488.SZ)

强烈推荐 (维持)

Q1 盈利承压，成本下行叠加需求恢复业绩有望改善

消费品/轻工纺服
目标估值: NA
当前股价: 5.03 元

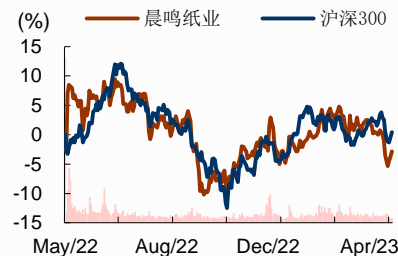
- 公司发布 2023 年一季报。23Q1 公司实现营业收入 61.56 亿元, 同比-27.70%, 归母净利润-2.75 亿元, 同比-341.76%, 毛利率 10.52%, 同比-5.67pct。23Q1 公司销量、收入及归母净利润出现不同程度下滑主要因为: 1) 23 年 1-2 月受春节及国家对公共卫生事件政策转变, 需求恢复不及预期; 2) 原辅材料及能源价格同比上涨。随着 3 月份之后木片、原煤及化学品等价格不同程度下降, 国内需求逐步恢复, 预计公司经营情况将逐步向好。
- 强化成本控制, 提高供应链管理。23Q1 公司期间费用率 15.94%, 同比+2.08pct, 销售费用率 0.83%, 同比-0.05pct, 管理费用率 3.17%, 同比+0.93pct, 净利率-4.35%, 同比-5.90pct。23 年公司将加强原料源头渠道建设, 与澳洲、泰国、越南等优质供货商深入合作, 进一步推行寄售模式, 降低资金占用, 实现供应链管理增效。
- 依托规模优势降低物流成本, 努力提高产品附加值。公司在华南、华中、华北、东北主要市场均设有大型生产基地, 年浆、纸产能达 1,100 万吨, 依托规模优势配套建设国际化物流中心、铁路专用线及码头, 提升物流效率并降低物流成本。公司坚持技术革新和工艺流程优化, 开发出一系列科技含量高、附加值高的新产品, 实现产品结构优化, 扩大品牌效益。
- 坚定浆纸一体化战略, 高木浆自给率构筑成本优势。公司是国内首家实现制浆与造纸产能相平衡的造纸企业, 主要生产基地均配有木浆生产线, 木浆总产能达 430 万吨, 基本实现阔叶浆自给, 同时公司也在规划建设针叶浆产能, 进一步完善原料自给结构, 健全上游供应链。完整的供应链在降低成本的同时也保障了上游原料的安全性、稳定性和优质性, 为企业保持长期竞争力提供有力支撑。
- 盈利预测与投资建议。公司中国造纸行业龙头企业, 依托规模优势及浆纸一体化布局降低生产及物流成本, 随着原材料价格下降及国内需求恢复, 公司盈利能力有望逐步改善。预计公司 2023-2025 年分别实现归母净利润 13.29 亿元、22.85 亿元和 24.88 亿元, 分别同比增长 602%、72%和 9%, 当前股价对应 23 年 PE 为 11.3X, 维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示: 宏观经济政策变动, 原材料价格波动, 市场竞争加剧。

基础数据

总股本 (万股)	297974
已上市流通股 (万股)	168356
总市值 (亿元)	150
流通市值 (亿元)	85
每股净资产 (MRQ)	6.3
ROE (TTM)	-1.1
资产负债率	71.4%
主要股东	晨鸣控股有限公司
主要股东持股比例	15.35%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	3	-3
相对表现	-4	-10	-5



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《晨鸣纸业 (000488) —Q3 整体业绩承压, 看好中长期浆纸一体化》2022-10-31
- 《晨鸣纸业 (000488) —基本面逐步触底回升, 林浆纸一体化持续推进》2022-03-31

赵中平 S1090521080001
✉ zhaozhongping@cmschina.com.cn
毕先磊 S1090523030001
✉ bixianlei@cmschina.com.cn
王月 研究助理
✉ wangyue20@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	33020	32004	34245	35614	36683
同比增长	7%	-3%	7%	4%	3%
营业利润(百万元)	2281	156	1411	2463	2687
同比增长	44%	-93%	803%	74%	9%
归母净利润(百万元)	2066	189	1329	2285	2488
同比增长	21%	-91%	602%	72%	9%
每股收益(元)	0.69	0.06	0.45	0.77	0.83
PE	7.3	79.2	11.3	6.6	6.0
PB	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6

资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	32870	32719	22956	23188	24416
现金	14120	14000	3297	2845	3414
交易性投资	111	75	75	75	75
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	2657	3212	3416	3553	3659
其它应收款	2253	1717	1838	1911	1969
存货	5283	6822	6990	7181	7442
其他	8448	6893	7340	7624	7858
非流动资产	49971	51582	49591	47737	46011
长期股权投资	1867	4277	4277	4277	4277
固定资产	35653	33798	32003	30325	28756
无形资产商誉	1620	1872	1685	1516	1365
其他	10831	11635	11626	11619	11613
资产总计	82841	84301	72547	70925	70426
流动负债	50535	51899	37364	32311	28326
短期借款	33523	36385	26303	21010	16697
应付账款	6961	7244	7431	7634	7911
预收账款	1421	1320	1354	1391	1442
其他	8631	6950	2276	2276	2276
长期负债	9760	8674	8674	8674	8674
长期借款	5276	3982	3982	3982	3982
其他	4483	4692	4692	4692	4692
负债合计	60295	60573	46038	40985	37000
股本	2984	2980	2980	2980	2980
资本公积金	6052	6228	6228	6228	6228
留存收益	10054	9876	11757	13643	15445
少数股东权益	3457	4644	5543	7089	8772
归属于母公司所有者权益	19090	19085	20965	22851	24654
负债及权益合计	82841	84301	72547	70925	70426

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	8582	3450	5951	7132	7171
净利润	2090	317	2229	3830	4171
折旧摊销	2421	2315	2391	2254	2127
财务费用	2648	2081	2191	1634	1345
投资收益	70	76	(141)	(141)	(141)
营运资金变动	1377	(1114)	(720)	(446)	(332)
其它	(24)	(226)	1	0	0
投资活动现金流	166	(2445)	(259)	(259)	(259)
资本支出	(633)	(885)	(400)	(400)	(400)
其他投资	798	(1560)	141	141	141
筹资活动现金流	(9940)	(1981)	(16395)	(7326)	(6343)
借款变动	(309)	(220)	(14756)	(5293)	(4313)
普通股增加	0	(4)	0	0	0
资本公积增加	(4517)	176	0	0	0
股利分配	(552)	0	551	(399)	(685)
其他	(4563)	(1933)	(2191)	(1634)	(1345)
现金净增加额	(1193)	(976)	(10703)	(453)	569

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	33020	32004	34245	35614	36683
营业成本	25222	27374	28081	28848	29897
营业税金及附加	284	243	260	271	279
营业费用	294	242	259	269	278
管理费用	942	751	803	835	860
研发费用	1454	1290	1381	1436	1479
财务费用	2387	2147	2191	1634	1345
资产减值损失	(228)	57	0	0	0
公允价值变动收益	(77)	(25)	(25)	(25)	(25)
其他收益	221	242	242	242	242
投资收益	(70)	(76)	(76)	(76)	(76)
营业利润	2281	156	1411	2463	2687
营业外收入	72	77	77	77	77
营业外支出	47	51	51	51	51
利润总额	2306	182	1437	2489	2713
所得税	216	(135)	(792)	(1341)	(1459)
少数股东损益	24	128	900	1546	1683
归属于母公司净利润	2066	189	1329	2285	2488

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	7%	-3%	7%	4%	3%
营业利润	44%	-93%	803%	74%	9%
归母净利润	21%	-91%	602%	72%	9%
获利能力					
毛利率	23.6%	14.5%	18.0%	19.0%	18.5%
净利率	6.3%	0.6%	3.9%	6.4%	6.8%
ROE	9.5%	1.0%	6.6%	10.4%	10.5%
ROIC	6.0%	5.1%	8.7%	11.2%	11.3%
偿债能力					
资产负债率	72.8%	71.9%	63.5%	57.8%	52.5%
净负债比率	54.8%	53.4%	41.7%	35.2%	29.4%
流动比率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.9
速动比率	0.5	0.5	0.4	0.5	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
存货周转率	4.8	4.5	4.1	4.1	4.1
应收账款周转率	14.2	10.9	10.3	10.2	10.2
应付账款周转率	3.6	3.9	3.8	3.8	3.8
每股资料(元)					
EPS	0.69	0.06	0.45	0.77	0.83
每股经营净现金	2.88	1.16	2.00	2.39	2.41
每股净资产	6.41	6.40	7.04	7.67	8.27
每股股利	0.00	-0.18	0.13	0.23	0.25
估值比率					
PE	7.3	79.2	11.3	6.6	6.0
PB	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	8.6	13.2	10.0	9.5	9.8

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵中平：香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

刘丽：对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017年8月加入招商证券，2021年起任美妆时尚联席首席。

毕先磊：山东大学金融硕士，吉林大学工学学士，曾就职于德邦证券研究所轻工组，2021年加入招商证券，研究方向为轻工制造。

王鹏：华威商学院金融学硕士，中山大学金融学学士，2020-2021年就职于万联证券，2021年加入招商证券，任研究助理，研究方向为轻工新消费。

王月：香港理工大学运筹学及风险分析硕士，华北电力大学电气工程及其自动化学士，曾就职于基金公司，2021-2023年就职于天风证券研究所轻工组，2023年加入招商证券，研究方向为轻工新消费。

王梓旭：中央财经大学硕士，2022年加入招商证券，任研究助理，研究方向为纺织服装。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。