

晨鸣纸业 (000488.SZ)

强烈推荐 (维持)

消费品/轻工纺服
目标估值: NA
当前股价: 4.75 元

Q3 整体业绩承压, 看好中长期浆纸一体化

事件: 公司发布 2022 年三季报: 2022 年 1-9 月实现营业收入 253.56 亿元, 同比减少 1.57%; 归母净利润 2.41 亿元, 同比减少 88.98%; 扣非净利润 1.55 亿元, 同比减少 92.07%。基本每股收益为 0.06 元。

□下游需求不及预期, 22Q3 整体业绩承压。公司 2022 年前三季度实现营业收入 253.56 亿元, 同比减少 1.57%; 归母净利润 2.41 亿元, 同比减少 88.98%; 扣非净利润 1.55 亿元, 同比减少 92.07%。其中, 单 Q3 实现营业收入 86.80 亿元, 同比增长 1.06%; 归母净利润 1043.44 万元, 同比下降 93.53%; 扣非净利润-1827.26 万元; 基本每股亏损 0.004 元。受上游原材料价格抬升、下游疫情致经济活动及需求疲软影响, 行业景气度不高, 公司业绩依然承压。

□原料价格上涨, 盈利能力下滑。2022 前三季度公司机制纸售价同比下滑, 叠加原材料价格同比上涨, 公司盈利能力持续下滑。公司 22Q3 毛利率 12.36%, 同比下滑 2.89pcts, 环比 22Q2 同样下滑 2.87pcts, 盈利能力下滑。费用率方面, 公司三季度销售/管理/研发/财务费用率分别同比变动 +0.02/-0.59/-0.51/-2.72pcts 至 0.85%/2.59%/3.40%/5.35%, 整体费用率呈下滑趋势, 在外部环境动荡情况下内部控制有所成效。综合来看, 22Q3 公司净利率为 0.32%, 同比下降 0.40pct。我们预计, 公司盈利修复仍需持续关注上游原料价格, 以及经济恢复及下游需求情况。

□产能持续扩张, 坚定推进浆纸一体化。公司持续推进浆纸一体化战略, 提升木浆自给率以强化成本端优势、弱化自身周期属性, 目前木浆总产能约 430 万吨。黄冈晨鸣二期项目仍在推进, 建成后预计新增造纸产能 150 万吨/年 (白卡纸、文化纸), 以及机械浆产能 52 万吨/年, 将夯实公司浆系纸龙头地位。2022 年 9 月, 寿光美伦生活纸项目建成试运行, 全自动生产线可生产各规格生活用纸, 年产能 4.9 万吨, 预计将进一步优化公司资源配置, 加快新旧动能转换, 促进产业升级转型。预计后续需求及供需错配逐步好转、行业景气度提升, 叠加成本端压力缓解, 中期业绩水平有望持续改善。

□盈利预测与投资建议。我们预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 3.94/9.12/12.20 亿元, 分别同比变动-81%/+132%/+34%, 对应 22 年 PE 为 36X, PB 为 0.7X, 维持“强烈推荐”投资评级。

□风险提示: 原材料价格波动风险, 下游需求增长不及预期, 项目投产不及预期。

基础数据

总股本 (万股)	297974
已上市流通股 (万股)	168243
总市值 (亿元)	142
流通市值 (亿元)	80
每股净资产 (MRQ)	6.4
ROE (TTM)	0.6
资产负债率	71.8%
主要股东	晨鸣控股有限公司
主要股东持股比例	15.32%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-0	-8	-33
相对表现	8	2	-5



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《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 研究助理
✉ bixianlei@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	30737	33020	32876	35235	37568
同比增长	1%	7%	-0%	7%	7%
营业利润(百万元)	1585	2281	418	998	1341
同比增长	0%	44%	-82%	139%	34%
归母净利润(百万元)	1712	2066	394	912	1220
同比增长	3%	21%	-81%	132%	34%
每股收益(元)	0.57	0.69	0.13	0.31	0.41
PE	8.3	6.9	36.0	15.5	11.6
PB	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7

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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	35882	32870	27670	26227	25714
现金	17760	14120	8430	5464	3613
交易性投资	193	111	111	111	111
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1985	2657	2788	3163	3373
其它应收款	2417	2253	2243	2404	2563
存货	5135	5283	5624	6006	6379
其他	8392	8448	8474	9078	9675
非流动资产	55693	49971	50133	50510	51186
长期股权投资	3906	1867	1867	1867	1867
固定资产	37652	35653	35702	36056	36683
无形资产商誉	1808	1620	1458	1312	1181
其他	12328	10831	11107	11276	11456
资产总计	91575	82841	77803	76738	76900
流动负债	51046	50535	47598	47428	48330
短期借款	32794	33523	33526	33526	33750
应付账款	7041	6961	7421	7926	8419
预收账款	1051	1421	1515	1618	1718
其他	10160	8631	5136	4358	4443
长期负债	14729	9760	7260	5560	3860
长期借款	8077	5276	2776	1076	(624)
其他	6652	4483	4483	4483	4483
负债合计	65775	60295	54858	52987	52190
股本	2984	2984	2984	2984	2984
资本公积金	10569	6052	6052	6052	6052
留存收益	10724	10054	10448	11242	12188
少数股东权益	1523	3457	3462	3472	3487
归属于母公司所有者权益	24277	19090	19484	20278	21224
负债及权益合计	91575	82841	77803	76738	76900

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	11260	8582	5253	4482	4984
净利润	1712	2066	394	912	1220
折旧摊销	2320	2421	2473	2458	2465
财务费用	2140	2648	2232	2116	2068
投资收益	(173)	70	(23)	(123)	(123)
营运资金变动	5253	1377	171	(896)	(663)
其它	8	0	6	14	17
投资活动现金流	(181)	166	(2613)	(2713)	(3018)
资本支出	(254)	(633)	(2350)	(2659)	(2955)
其他投资	73	798	(263)	(54)	(63)
筹资活动现金流	(9594)	(9940)	(8330)	(4734)	(3818)
借款变动	(1569)	631	(6098)	(2500)	(1476)
普通股增加	80	0	0	0	0
资本公积增加	(1984)	(4517)	0	0	0
股利分配	(426)	(1492)	0	(118)	(274)
其他	(5695)	(4563)	(2232)	(2116)	(2068)
现金净增加额	1485	(1193)	(5690)	(2966)	(1852)

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	30737	33020	32876	35235	37568
营业成本	23646	25222	26892	28721	30505
营业税金及附加	251	284	283	304	324
营业费用	298	294	296	317	376
管理费用	1025	942	1052	1128	1202
研发费用	1274	1454	1447	1515	1615
财务费用	2562	2387	2232	2116	2068
资产减值损失	(665)	(280)	(280)	(260)	(260)
公允价值变动收益	6	(77)	(77)	(77)	(77)
其他收益	364	221	50	100	100
投资收益	200	(18)	50	100	100
营业利润	1585	2281	418	998	1341
营业外收入	600	72	72	80	80
营业外支出	13	47	55	70	70
利润总额	2172	2306	434	1008	1351
所得税	266	216	36	85	116
少数股东损益	194	24	5	11	14
归属于母公司净利润	1712	2066	394	912	1220

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	1%	7%	-0%	7%	7%
营业利润	0%	44%	-82%	139%	34%
归母净利润	3%	21%	-81%	132%	34%
获利能力					
毛利率	23.1%	23.6%	18.2%	18.5%	18.8%
净利率	5.6%	6.3%	1.2%	2.6%	3.2%
ROE	7.1%	10.8%	2.0%	4.5%	5.7%
ROIC	4.9%	6.2%	3.9%	4.7%	5.1%
偿债能力					
资产负债率	71.8%	72.8%	70.5%	69.1%	67.9%
净负债比率	52.5%	54.8%	50.5%	48.0%	45.9%
流动比率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
速动比率	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
存货周转率	4.8	4.8	4.9	4.9	4.9
应收账款周转率	13.6	14.2	12.1	11.8	11.5
应付账款周转率	3.7	3.6	3.7	3.7	3.7
每股资料(元)					
EPS	0.57	0.69	0.13	0.31	0.41
每股经营净现金	3.77	2.88	1.76	1.50	1.67
每股净资产	8.14	6.40	6.53	6.80	7.11
每股股利	0.50	0.00	0.04	0.09	0.12
估值比率					
PE	8.3	6.9	36.0	15.5	11.6
PB	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	9.4	8.6	11.8	10.9	10.3

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。

宋盈盈：CFA，清华大学环境工程本硕，北京大学国发院经济学双学士。2018-2020年，任招商证券环保公用事业行业分析师。2020年起任美妆时尚分析师。

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。