

晨鸣纸业（000488）：22年业绩承压，关注销量回升与盈利能力改善

2023年4月12日

推荐/维持

晨鸣纸业 公司报告

事件：公司发布2022年业绩，全年实现收入320.04亿元，同比-3.08%；归母净利润1.89亿元，同比-90.84%；扣非归母净利润-3.61亿元，同比-120.73%。其中Q4实现收入66.48亿元，同比-8.40%；归母净利润-0.51亿元，同比亏损收窄（去年同期-1.17亿元）；扣非归母净利润-5.17亿元，同比亏损扩大（去年同期-2.11亿元）。

22年业绩受弱需求与高成本影响，预期23年迎来销量与吨利回升。公司主要业务机制纸（收入占比89%）全年销量515万吨，同比-5.50%，主要系国内需求疲软影响；吨毛利767元/吨，同比-38.30%，主要系吨纸成本上涨（+17%），部分产品虽然提价但幅度有限（整体均价+4%）。**2023年预计销量将随国内需求修复而回升，成本回落的同时纸价相对坚挺，吨纸毛利迎来改善。**

- **成本端：**（1）原材料方面，公司木浆自给率约80%，阔叶浆基本自产，针叶浆仍需采购。2022年阔叶木片涨价（进口均价+27%）推升自制木浆成本，同时针叶浆市场价同比+12%。2023年海外需求偏弱，阔叶木片2月进口均价较去年12月回调6%，年初至今针叶浆价回调20%。展望全年，木片价格有望进一步调整，针叶浆价预计持续承压，公司吨纸原料成本逐步回落。（2）能源化工方面，2022年动力煤、烧碱等价格高企（同比+26%、+54%），2023年初以来均出现回调；展望全年，公司吨纸能源化工成本有望同比下降。
- **价格端：**主要产品中，双胶纸/铜版纸/白卡纸2022年市场价同比分别+1%/-5%/-20%。双胶纸、铜版纸价格2023年预期保持坚挺，吨毛利同比回升。其中双胶纸需求偏刚性，旺季提价能力相对较强；铜版纸行业产能稳定、集中度高，需求改善下纸价有望提振。白卡纸行业前期释放与预计投产产能较多，仍对纸价与吨毛利构成一定压力，改善程度取决于下游需求修复强度。

财务费用控制良好，信用减值损失同比减少。2022年公司管理/研发/财务费用率分别为2.35%/4.03%/6.71%，同比分别-0.51/-0.37/-0.52个百分点。公司控制负债规模、优化负债结构，财务费用同比减少2.41亿元，预计2023年仍将严控财务费用。此外公司持续压缩融资租赁规模，坏账损失同比减少1.83亿元。

加强海外布局，强化采购成本控制，龙头地位稳固。2022年公司加速“出海”，把握海外纸企能源成本高企、供应缩减的机遇，外销收入同比+97.39%至81.44亿元，未来计划进一步优化海外布局。同时公司计划加强原料渠道建设，对内深入国产替代挖掘成本潜力，对外与澳洲、泰国、越南等优质供货商合作确保优质原料稳定供应。公司在建和规划项目包括年产18万吨特种纸、年产30万吨针叶化学浆、黄冈二期项目（年产150万吨纸+52万吨纸浆），具备优化产品结构、增强成本优势、扩张经营规模的基础。公司作为高度浆纸一体化、产能规模领先的造纸企业，具备规模效应与成本优势，长期龙头地位稳固。

公司简介：

公司是以制浆、造纸为主的现代化大型企业集团，在山东、广东、江西、湖北、吉林等地建有生产基地，年浆纸产能达1100多万吨。公司机制纸产品涵盖文化纸、铜版纸、白卡纸、复印纸、工业用纸、特种纸、生活纸等7个系列200多个品种，同时是国内首家实现制浆与造纸产能相平衡的造纸企业。

资料来源：公司公告、同花顺

未来3-6个月重大事项提示：

2023-04-29 披露2023年一季度报

发债及交叉持股介绍：

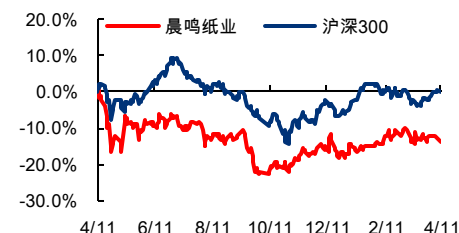
2017-07-11 发行10亿元中期票据17鲁晨鸣MTN001

资料来源：同花顺、东兴证券研究所

交易数据

52周股价区间（元）	6.06-4.65
总市值（亿元）	154.95
流通市值（亿元）	87.55
总股本/流通A股（万股）	297,974/174,505
流通B股/H股（万股）	70,639/52,831
52周日均换手率	1.24

52周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521010001

分析师：常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521080005

研究助理：沈逸伦

010-66554044

shenyi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480121050014

盈利预测与投资评级：预计公司2023-2025年归母净利润为12.33、21.04、24.87亿元人民币，增速分别为296%、70%、18%，目前股价对应PE分别为13、7、6倍。维持“推荐”评级。

风险提示：经济回暖不及预期，行业竞争加剧，原材料供应端扰动。

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	33,019.81	32,004.37	33,271.41	34,188.69	35,016.79
增长率(%)	7.43%	-3.08%	3.96%	2.76%	2.42%
归母净利润(百万元)	2,065.51	189.29	1,232.95	2,103.55	2,487.38
增长率(%)	9.62%	-84.81%	296.38%	69.60%	18.27%
净资产收益率(%)	10.82%	0.99%	6.19%	9.83%	10.72%
每股收益(元)	0.69	0.06	0.41	0.71	0.83
PE	7.51	81.86	12.57	7.37	6.23
PB	0.81	0.81	0.78	0.72	0.67

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	32870	32719	32400	32176	32008	营业收入	33020	32004	33271	34189	35017
货币资金	14120	14000	14307	14701	15057	营业成本	25222	27374	27448	27517	28048
应收账款	2657	3212	3339	3431	3515	营业税金及附加	284	243	253	260	266
其他应收款	2253	1717	1785	1835	1879	营业费用	294	242	252	259	265
预付款项	891	788	685	581	475	管理费用	942	751	780	802	821
存货	5283	6822	6768	6785	6916	财务费用	2387	2147	1991	1800	1603
其他流动资产	1904	1181	981	781	581	研发费用	1454	1290	1341	1378	1411
非流动资产合计	49971	51582	50016	48779	48057	资产减值损失	-29.59	-15.02	-10.00	-10.00	-10.00
长期股权投资	1867	4277	4277	4277	4277	公允价值变动收益	-77.07	-25.25	0.00	0.00	0.00
固定资产	35653	33528	32335	31649	30075	投资净收益	-69.58	-76.04	-76.04	-76.04	-76.04
无形资产	1593	1831	1787	1743	1701	加:其他收益	220.60	242.22	242.22	242.22	242.22
其他非流动资产	1207	1952	1952	1952	1952	营业利润	2281	156	1363	2329	2759
资产总计	82841	84301	82416	80954	80065	营业外收入	71.69	77.25	74.47	74.47	74.47
流动负债合计	50535	51899	49151	46183	43444	营业外支出	46.97	51.20	49.09	49.09	49.09
短期借款	33523	36385	33523	30367	27314	利润总额	2306	182	1388	2355	2785
应付账款	3871	4115	4070	4080	4159	所得税	216	-135	130	221	261
预收款项	1421	1320	1487	1658	1833	净利润	2090	317	1258	2134	2523
一年内到期的非流动负债	6601	4674	4674	4674	4674	少数股东损益	24	128	25	30	36
非流动负债合计	9760	8674	8674	8674	8674	归属母公司净利润	2066	189	1233	2104	2487
长期借款	5276	3982	3982	3982	3982	主要财务比率					
应付债券	155	0	0	0	0		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
负债合计	60295	60573	57825	54857	52118	成长能力					
少数股东权益	3457	4644	4669	4699	4735	营业收入增长	7.43%	-3.08%	3.96%	2.76%	2.42%
实收资本(或股本)	2984	2980	2980	2980	2980	营业利润增长	43.97%	-93.15%	772.43%	70.90%	18.47%
资本公积	5283	5361	5361	5361	5361	归属于母公司净利润增长	20.65%	-90.84%	551.36%	70.61%	18.25%
未分配利润	9210	9391	10476	12328	14518	获利能力					
归属母公司股东权益合计	19090	19085	19922	21398	23211	毛利率(%)	23.61%	14.47%	17.50%	19.51%	19.90%
负债和所有者权益	82841	84301	82416	80954	80065	净利率(%)	6.33%	0.99%	3.78%	6.24%	7.21%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	2.49%	0.22%	1.50%	2.60%	3.11%
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE(%)	10.82%	0.99%	6.19%	9.83%	10.72%
经营活动现金流	8582	3450	6196	6755	7062	偿债能力					
净利润	2090	317	1258	2134	2523	资产负债率(%)	73%	72%	70%	68%	65%
折旧摊销	2421.41	2314.88	#####	2447.16	2531.90	流动比率	0.65	0.63	0.66	0.70	0.74
财务费用	2387	2147	1991	1800	1603	速动比率	0.55	0.50	0.52	0.55	0.58
应收帐款减少	-672	-556	-127	-92	-83	营运能力					
预收帐款增加	369	-100	166	171	175	总资产周转率	0.38	0.38	0.40	0.42	0.43
投资活动现金流	166	-2445	-1002	-1152	-1752	应收账款周转率	14	11	10	10	10
公允价值变动收益	-77	-25	0	0	0	应付账款周转率	8.35	8.02	8.13	8.39	8.50
长期投资减少	0	0	800	700	700	每股指标(元)					
投资收益	-70	-76	-76	-76	-76	每股收益(最新摊薄)	0.69	0.06	0.41	0.71	0.83
筹资活动现金流	-9940	-1981	-4888	-5208	-4953	每股净现金流(最新摊薄)	-0.40	-0.33	0.10	0.13	0.12
应付债券增加	-1382	-155	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.40	6.40	6.69	7.18	7.79
长期借款增加	-2801	-1294	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	-4	0	0	0	P/E	7.50	81.70	12.54	7.35	6.22
资本公积增加	-39	78	0	0	0	P/B	0.81	0.81	0.78	0.72	0.67
现金净增加额	-1193	-976	306	394	356	EV/EBITDA	6.62	10.08	6.48	6.06	5.28

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	【东兴轻工】轻工制造行业 2023 年策略报告：需求的回暖，盈利的修复	2022-12-02
公司普通报告	晨鸣纸业（000488）：浆纸一体化优势显著，关注旺季行业回暖	2021-08-30
公司普通报告	晨鸣纸业（000488）：浆纸一体化龙头受益浆价上行，资本结构优化主业发展动能增强	2021-03-26

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019 年 1 月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2 年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019 年加入东兴证券研究所，现任轻工制造行业分析师，研究方向为造纸、包装、电子烟。

研究助理简介

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021 年加入东兴证券研究所，轻工制造行业研究助理，主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526