

晨鸣纸业 (000488.SZ)

强烈推荐-A (维持)

消费品/轻工时尚
目标估值: NA
当前股价: 6.4 元

基本面逐步触底回升，林浆纸一体化持续推进

事件: 公司公布 2021 年年度报告, 全年实现营业总收入 330.20 亿元, 同比增长 7.43%; 实现归母净利润 20.66 亿元, 同比增长 20.65%。基本每股收益 0.56 元。

□ 21 全年收入端增长符合预期, Q4 利润短暂承压。从全年来看, 公司机制纸产量 550 万吨 (-4.68%) 和销量 545 万吨 (-2.85%), 实现营业总收入 330.20 亿元, 同比增长 7.43%; 归母净利润为 20.66 亿元, 同比增长 20.65%。分季度来看, 2021 年四个季度公司分别实现营收 102.06/69.67/85.89/72.58 亿元, 同比 +67.71%/-7.28%/+1.36%/-16.22%; 归母净利润为 11.79/8.42/1.61/-1.17 亿元, 同比 +481.42%/+168.56%/-71.22%/-118.38%。上半年行业需求旺盛且浆价上涨提供支撑, 下半年纸价转跌导致盈利水平下滑, 整体稳中有升。分产品看, 全年白卡纸/双胶纸/铜版纸/静电纸营收分别为 95.80/72.87/43.11/38.57 亿元, 同比分别 21.25%/5.91%/4.26%/-4.82%, 占比分别为 29.01%/22.07%/13.06%/11.68%, 同比分别 +3.31/-0.32/-0.39/-1.50pcts。此外, 融资租赁业务收入为 3.27 亿元, 同比减少 65.03%, 占比总收入同比下滑 2.05pcts 至 0.99%。

□ 全年盈利能力整体表现平稳, 融资租赁业务规模全年压降 22 亿元。全年来看, 毛利率为 23.61%, 同比增长 0.54pct, 其中 21Q4 毛利率为 16.20%, 同比下滑 2.61pcts。分产品来看, 机制纸毛利率为 23.50%, 同比增长 2.71pcts, 白卡纸/双胶纸/铜版纸/静电纸毛利率分别为 31.72%/17.60%/27.38%/18.67%, 同比 +4.68/-0.16/+6.07/-2.56pcts。销售/管理/研发/财务费用率分别同比 -0.08/-0.49/+0.25/-1.11pcts 至 0.89%/2.85%/4.40%/7.23%。全年净利率为 6.33%, 同比增长 0.13pct; 21Q4 下游需求转弱叠加成本压力增加, 净利率同比转亏-0.53%。同时, 公司 2021 年融资租赁业务规模压降 22 亿元, 持续压缩融资租赁业务规模, 降低公司资产负债率。

□ 坚持浆纸一体化的战略布局, 未来行业增长空间较大。截至 2021 年底, 公司机制纸产能达 680 万吨, 自制木浆产能约 430 万吨, 浆纸一体化持续推进, 有利于逐步强化成本端优势, 同时公司自身周期属性或逐步弱化。黄冈晨鸣二期项目已开工建设, 建成后预计新增造纸产能 150 万吨/年 (文化纸、白卡纸), 以及机械浆产能 52 万吨/年, 将夯实公司浆系纸龙头地位。我们预估 2022 年、2023 年归母净利分别为 20.59 亿元、22.10 亿元, 同比分别增长 0%、7%, 目前股价对应 2022 年 PE 为 9X, 维持“强烈推荐-A”评级。

□ 风险提示: 消费端需求放缓, 市场竞争加剧风险, 新冠疫情反复。

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	34572	35375	38375
同比增长	1%	7%	5%	2%	8%
营业利润(百万元)	1585	2281	2275	2445	2768
同比增长	0%	44%	-0%	7%	13%
归母净利润(百万元)	1712	2066	2059	2210	2500
同比增长	3%	21%	-0%	7%	13%
每股收益(元)	0.57	0.69	0.69	0.74	0.84
PE	11.2	9.2	9.3	8.6	7.6
PB	0.8	1.0	0.9	0.8	0.8

资料来源: 公司数据、招商证券

基础数据

总股本(万股)	298421
已上市流通股(万股)	166478
总市值(亿元)	191
流通市值(亿元)	107
每股净资产(MRQ)	6.4
ROE(TTM)	10.8
资产负债率	72.8%
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	-6	-17	-36
相对表现	2	-4	-19



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

赵中平 S1090521080001
 zhaozhongping@cmschina.com.cn
 毕先磊 研究助理
 bixianlei@cmschina.com.cn

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	29250	28291	28671
现金	17760	14120	9439	7793	6420
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	2932	3176	3445
其它应收款	2417	2253	2359	2414	2618
存货	5135	5283	5558	5733	6239
其他	8392	8448	8851	9064	9836
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	79383	78801	79857
流动负债	51046	50535	47493	46994	47883
短期借款	32794	33523	33526	33526	33526
应付账款	7041	6961	7334	7565	8234
预收账款	1051	1421	1497	1544	1680
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	54753	52553	51743
股本	2984	2984	2984	2984	2984
资本公积金	10569	6052	6052	6052	6052
留存收益	10724	10054	12113	13705	15541
少数股东权益	1523	3457	3481	3507	3536
归属于母公司所有者权益	24277	19090	21149	22741	24578
负债及权益合计	91575	82841	79383	78801	79857

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	11260	8582	6258	6287	6050
净利润	1712	2066	2059	2210	2500
折旧摊销	2320	2421	2473	2458	2465
财务费用	2140	2648	2228	2103	2041
投资收益	(173)	70	(23)	(123)	(123)
营运资金变动	5253	1377	(506)	(389)	(866)
其它	8	0	27	28	32
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)	(8326)	(5220)	(4404)
借款变动	(1569)	631	(6098)	(2500)	(1700)
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	(618)	(663)
其他	(5695)	(4563)	(2228)	(2103)	(2041)
现金净增加额	1485	(1193)	(4681)	(1646)	(1373)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	30737	33020	34572	35375	38375
营业成本	23646	25222	26576	27414	29836
营业税金及附加	251	284	298	305	331
营业费用	298	294	311	318	384
管理费用	1025	942	1106	1132	1228
研发费用	1274	1454	1521	1521	1650
财务费用	2562	2387	2228	2103	2041
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	2275	2445	2768
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	2292	2455	2778
所得税	266	216	209	219	249
少数股东损益	194	24	24	26	29
归属于母公司净利润	1712	2066	2059	2210	2500

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	1%	7%	5%	2%	8%
营业利润	0%	44%	-0%	7%	13%
归母净利润	3%	21%	-0%	7%	13%
获利能力					
毛利率	23.1%	23.6%	23.1%	22.5%	22.3%
净利率	5.6%	6.3%	6.0%	6.2%	6.5%
ROE	7.1%	10.8%	9.7%	9.7%	10.2%
ROIC	4.9%	6.2%	6.4%	6.5%	6.9%
偿债能力					
资产负债率	71.8%	72.8%	69.0%	66.7%	64.8%
净负债比率	52.5%	54.8%	49.5%	46.7%	44.0%
流动比率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
速动比率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5
存货周转率	4.8	4.8	4.9	4.9	5.0
应收账款周转率	13.6	14.2	12.4	11.6	11.6
应付账款周转率	3.7	3.6	3.7	3.7	3.8
每股资料(元)					
EPS	0.57	0.69	0.69	0.74	0.84
每股经营净现金	3.77	2.88	2.10	2.11	2.03
每股净资产	8.14	6.40	7.09	7.62	8.24
每股股利	0.50	0.00	0.21	0.22	0.25
估值比率					
PE	11.2	9.2	9.3	8.6	7.6
PB	0.8	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	10.1	9.2	9.3	9.2	8.9

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

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

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。