晨鸣纸业(000488) 造纸/轻工制造

发布时间：2021-02-02

证券研究报告 / 公司点评报告

推动 B 股转 H 股，流动性改善利于价值发现

买入

上次评级：买入

事件：

2021 年 1 月 29 日，公司公告拟将 B 股（7.06 亿股）以转换方式在港交所主板挂牌交易，公司同时为 B 股股东提供现金选择权（现金对价为 3.33 港元/股，较 2021 年 1 月 29 日收盘价溢价 5%）。

点评：

1）B 股转 H 股，有助于提升公司整体流动性。公司目前是“A+H+B”的上市股权结构（A 股为 17.5 亿股，H 股为 5.28 亿股，B 股为 7.06 亿股），但公司 B 股的换手率低，而港股受制于市值规模小，流动性亦相对较差。完成 B 转 H 后，港股市值将大幅增加，有助于增强港股对外资的吸引力，减少 AH 股溢价。

2）造纸景气高助力公司改善资产负债表，自制浆提供业绩弹性。①公司目前拥有机制纸产能 680 万吨，参考目前行业盈利能力，双胶纸/铜版纸吨毛利约 300 元（受原材料涨价影响），白卡纸吨毛利约 2500 元，公司造纸板块盈利能力突出&资产折旧较多（2019 年固定资产折旧额达 18.5 亿元），预计公司造纸板块 2021 年现金流可达 50 亿元以上，良好现金流能有效对冲融资租赁业务带来的营运压力，并助力公司持续降低资产负债率。此外，融资租赁问题有望在未来三年内得到解决，现阶段主要冲击公司利润表，且影响将持续边际减弱。②近期浆价持续上涨，一方面利好成品纸价格上行（从测算角度，无自制浆能力的中小企业吨毛利已有所下滑，涨价意愿强，不会主动扰乱市场），另一方面，公司拥有 420 万吨自制浆产能，木浆自给率可达 90%，浆价波动对公司成本基本无扰动，纸价上涨将释放公司业绩弹性。

盈利预测与估值：新一轮涨价函已外发，静候提价落地，上调目标价，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.64、1.04、1.15 元，对应 PE 分别为 12.07X、7.40X、6.74X，给予“买入”评级。

风险提示：疫情反复；纸价不及预期；融资租赁风险。

财务摘要（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	28,876	30,395	31,733	36,210	39,976
(+/-)%	-2.02%	5.26%	4.40%	14.11%	10.40%
归属母公司净利润	2,510	1,657	1,858	3,032	3,328
(+/-)%	-33.41%	-34.00%	12.15%	63.19%	9.78%
每股收益（元）	0.86	0.57	0.64	1.04	1.15
市盈率	6.49	13.54	12.07	7.40	6.74
市净率	0.65	0.89	0.83	0.75	0.67
净资产收益率(%)	10.02%	6.58%	6.87%	10.09%	9.97%
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	2021/02/02
6 个月目标价（元）	10.10
收盘价（元）	7.68
12 个月股价区间（元）	4.46~8.47
总市值（百万元）	23,157.46
总股本（百万股）	2,984
A 股（百万股）	1,750
B 股/H 股（百万股）	706/0
日均成交量（百万股）	94

历史收益率曲线

涨跌幅（%）	1M	3M	12M
绝对收益	21%	48%	61%
相关收益	17%	32%	26%

相关报告

《晨鸣纸业（000488）：受让股权，加速融资租赁业务压缩》

--20201224

《晨鸣纸业（000488）：纸价温和上涨，吨纸利润持续向上修复》

20201117

《晨鸣纸业（000488）：三季度业绩改善&现金流亮眼，继续推动负债结构优化》

20201023

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	17,714	20,355	22,301
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	2,525	5,401	4,987	5,210
存货	4,774	6,703	7,297	7,567
其他流动资产	18,346	18,594	19,063	19,346
流动资产合计	**44,952**	**48,412**	**51,702**	**54,424**
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**	**99,248**	**100,359**	**100,761**
短期借款	36,883	34,738	31,676	27,047
应付款项	5,866	7,437	7,818	8,866
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**	**52,022**	**49,924**	**46,803**
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**	**70,942**	**68,844**	**65,723**
归属于母公司股东权益合计	25,170	27,028	30,059	33,388
少数股东权益	1,170	1,279	1,456	1,650
负债和股东权益总计	**97,959**	**99,248**	**100,359**	**100,761**

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**30,395**	**31,733**	**36,210**	**39,976**
营业成本	21,774	23,228	25,782	28,703
营业税金及附加	276	288	329	363
资产减值损失	-121	640	490	410
销售费用	1,297	1,460	1,702	1,839
管理费用	1,135	1,111	1,195	1,399
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	159	181	200
营业利润	**1,584**	**1,648**	**3,548**	**4,024**
营业外收支净额	465	750	365	380
利润总额	**2,048**	**2,398**	**3,913**	**4,404**
所得税	295	432	704	881
净利润	1,753	1,966	3,209	3,523
归属于母公司净利润	**1,657**	**1,858**	**3,032**	**3,328**
少数股东损益	97	108	177	194

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	**1,753**	**1,966**	**3,209**	**3,523**
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	-159	-181	-200
运营资本变动	5,158	-4,054	-26	453
其他	-256	-753	-369	-384
经营活动净现金流量	**11,199**	**2,417**	**7,718**	**8,515**
投资活动净现金流量	**-2,026**	**768**	**365**	**401**
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**	**10,129**	**7,035**	**6,924**

财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标				
每股收益（元）	0.57	0.64	1.04	1.15
每股净资产（元）	8.67	9.31	10.35	11.49
每股经营性现金流量（元）	3.86	0.83	2.66	2.93
成长性指标				
营业收入增长率	5.3%	4.4%	14.1%	10.4%
净利润增长率	-34.0%	12.1%	63.2%	9.8%
盈利能力指标				
毛利率	28.4%	26.8%	28.8%	28.2%
净利润率	5.5%	5.9%	8.4%	8.3%
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%	68.6%	65.2%
流动比率	0.85	0.93	1.04	1.16
速动比率	0.75	0.78	0.87	0.98
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%	8.3%	6.6%	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）	13.54	12.07	7.40	6.74
P/B（倍）	0.89	0.83	0.75	0.67
P/S（倍）	0.74	0.73	0.64	0.58
净资产收益率	6.6%	6.9%	10.1%	10.0%

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。

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。	投资评级中所涉及的市场基准: A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	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基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

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
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	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冼村街道黄埔大道西 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（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
周之斌	021-20361111	18054655039	zhouzb@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	zhouying1@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozy@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
		华南地区机构销售	
刘璇（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
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
姜青豆	0755-33975865	18561578188	jiangqd@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
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-20361229	19512216027	wangtg@nesc.cn