

晨鸣纸业 (000488): 浆纸一体化实力彰显, 回归主业造纸龙头再度起航

2020年04月02日

推荐/首次

晨鸣纸业 公司报告

浆纸一体化产能释放, 强化企业盈利水平及抗风险能力。晨鸣纸业拥有湛江、黄冈、寿光三大浆厂, 木浆产能 420 万吨, 基本实现浆纸产能完全匹配。制浆原料木片价格稳定, 大宗物资采购和配套物流服务大幅降低原材料及产成品的运输成本。成本端优势明显, 纸品毛利率维持行业领先地位。随着下游需求复苏, 木浆价格有望进入上行周期, 浆纸一体化优势将进一步体现。

文化用纸供需格局改善, 市场集中度持续提升。随着国内疫情的缓解, 复工情况日益改善, 中小学陆续开学。被递延的教辅类需求及党建书籍需求有望释放, 文化用纸需求将迎来快速反弹。近年来环保政策持续收紧, 中小产能大量退出。行业供需格局改善, 文化用纸市场集中度有望进一步提升。

限塑令提升白卡纸市场空间。当前白卡纸行业 CR4 超过 90%, 龙头话语权加强。限塑令提升了白卡纸的长期需求。白卡纸产品将对塑料餐盒及塑料袋进行替代, 外卖市场存在巨大的替换空间。当前市场白卡纸新增产能较少; 需求方面受消费升级影响, 白卡纸同样对白板纸形成替代。随着国内疫情的好转, 下游需求复苏或将带来新一轮提价, 企业盈利水平有望持续改善。

融资租赁业务规模不断压缩, 降低企业经营风险。公司融资租赁业务规模降至 136 亿元, 进一步控制业务风险。19 年公司计提信用减值损失 10.33 亿元, 其中, 融资租赁坏账损失 5.24 亿元。公司债务压力有所缓解, 19 年短期借款 369 亿元, 同比减少 33 亿元; 资产负债率为 73.11%, 较去年下降 2.32 个百分点。晨鸣同样对矿业、房地产业务进行重新规划, 进一步整合公司资源, 集中优势聚焦造纸主业。

盈利预测及投资评级: 预计公司 20-22 年实现营收 316.18/335.45/357.49 亿元, EPS 0.71/0.79/0.93 元, 对应的 PE 6.85x/6.16x/5.22x。首次推荐给予公司“推荐”评级。

风险提示: 纸浆价格波动, 融资租赁坏账风险, 纸价下跌等。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	28,875.76	30,395.43	31,618.29	33,545.09	35,749.13
增长率(%)	-2.02%	5.26%	4.02%	6.09%	6.57%
归母净利润(百万元)	2,509.83	1,656.57	2,053.26	2,283.76	2,692.56
增长率(%)	-31.77%	-31.64%	22.63%	10.72%	17.17%
净资产收益率(%)	10.02%	6.58%	10.58%	10.69%	11.36%
每股收益(元)	0.51	0.33	0.71	0.79	0.93
PE	9.49	14.67	6.85	6.16	5.22
PB	0.56	0.56	0.72	0.66	0.59

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

晨鸣集团是中国造纸龙头企业, 世界纸业 10 强, 中国企业 500 强, 是一家拥有 A、B、H 三种股票上市公司。成立于 1958 年, 历经 60 多年创新发展, 现已成为以制浆、造纸为主的现代化大型综合企业集团。目前在山东、广东、湖北、江西、吉林等地均建有生产基地, 总资产 1100 多亿元, 年浆纸产能 1100 多万吨。

未来 3-6 个月重大事项提示:

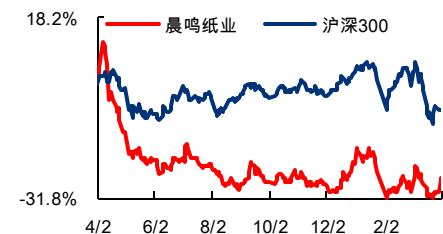
2020-04-21 一季报预计披露

2020-05-15 股东大会召开

交易数据

52 周股价区间(元)	7.28-4.46
总市值(亿元)	140.58
流通市值(亿元)	80.31
总股本/流通 A 股(万股)	290,461/165,934
流通 B 股/H 股(万股)	70,639/52,831
52 周日均换手率	1.27

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 张凯琳

010-66554087

zhangkl@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480518070001

研究助理: 王长龙

010-66554045

wangcl@dxzq.net.cn

研究助理: 常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

目录

1. 浆纸一体化产能释放，造纸龙头盈利水平有望持续提升	4
1.1 晨鸣纸业：深耕文化用纸行业	4
1.2 国际龙头浆纸一体化已成趋势	6
1.3 晨鸣浆纸一体化占先机，强化企业盈利水平及抗风险能力	6
2. 文化用纸供需关系改善，限塑令提升白卡纸市场空间	8
2.1 文化用纸：供需关系改善，国内疫情缓解有望带动需求反弹	8
2.2 白卡纸：行业整合提升市场集中度，限塑令推升白卡纸长期需求	12
3. 融资租赁业务规模持续压缩，降低企业经营风险	13
3.1 融资租赁业务规模持续压缩，缓解公司债务压力	13
3.2 资源整合，集中优势聚焦主业	15
4. 投资建议与投资评级	15
4.1 投资建议	15
4.2 投资评级	16
5. 风险提示	16
相关报告汇总	18

插图目录

图 1：晨鸣纸业股权结构	5
图 2：晨鸣纸业营业收入及增速情况	6
图 3：晨鸣纸业归母净利润及增速情况	6
图 4：晨鸣纸业早期布局浆纸一体化项目情况	7
图 5：同行业双胶纸毛利率对比情况	7
图 6：同行业铜版纸毛利率对比情况	7
图 7：铜版纸产量及消费量情况	8
图 8：未涂布纸产量及消费量情况	8
图 9：人均购书量与人均购书金额情况	9
图 10：双胶纸厂商产能分布情况	10
图 11：铜版纸厂商产能分布情况	10
图 12：文化用纸分产品营收情况	11
图 13：文化用纸分产品营收占比情况	11
图 14：文化用纸分产品毛利率情况	11
图 15：近年来国内外浆价走势情况	11
图 16：白卡纸市占率情况	12
图 17：白卡纸价格变化情况	12
图 18：白卡纸市占率情况	13
图 19：同行业白卡纸毛利率对比情况	13
图 20：晨鸣纸业融资租赁规模变化情况	14

图 21：晨鸣纸业短期贷款情况	14
图 22：晨鸣纸业总负债情况	14
图 23：晨鸣纸业的财务费用及财务费用率情况	15
图 24：晨鸣纸业的现金流情况	15
图 25：海城海鸣矿业有限责任公司情况	15
图 26：晨鸣纸业投资性房地产资产情况	15

表格目录

表 1：晨鸣纸业公司发展历程	4
表 2：中国在校人数情况	9
表 3：中国考研报名人数情况	10
表 4：中国共产党员数量情况（单位：万）	10
表 5：晨鸣纸业近年来投产情况	错误!未定义书签。

1. 浆纸一体化产能释放，造纸龙头盈利水平有望持续提升

1.1 晨鸣纸业：深耕文化用纸行业

晨鸣纸业深耕造纸行业，是国内文化用纸行业龙头。晨鸣纸业成立于1958年，历经了半个世纪的发展，现已发展成为以纸浆、造纸为主导，金融、矿业、林业、物流、建材等协同发展的大型企业集团。公司是全国唯一一家A、B、H三种股票上市公司，拥有通畅的融资渠道。通过引进国际先进的制浆造纸技术，晨鸣建成了全球规模最大、工艺装备最先进的浆纸一体化工程。公司的产品覆盖了高档胶版纸、白卡纸、铜版纸、轻涂纸、生活纸、静电复印纸、热敏纸、格拉辛纸等，是造纸行业内产品种类最多的企业，主要产品市场占有率位于全国前列。目前晨鸣纸业在山东、广东、湖北、江西、吉林、武汉等地均建有生产基地，年浆纸产能1100多万吨。

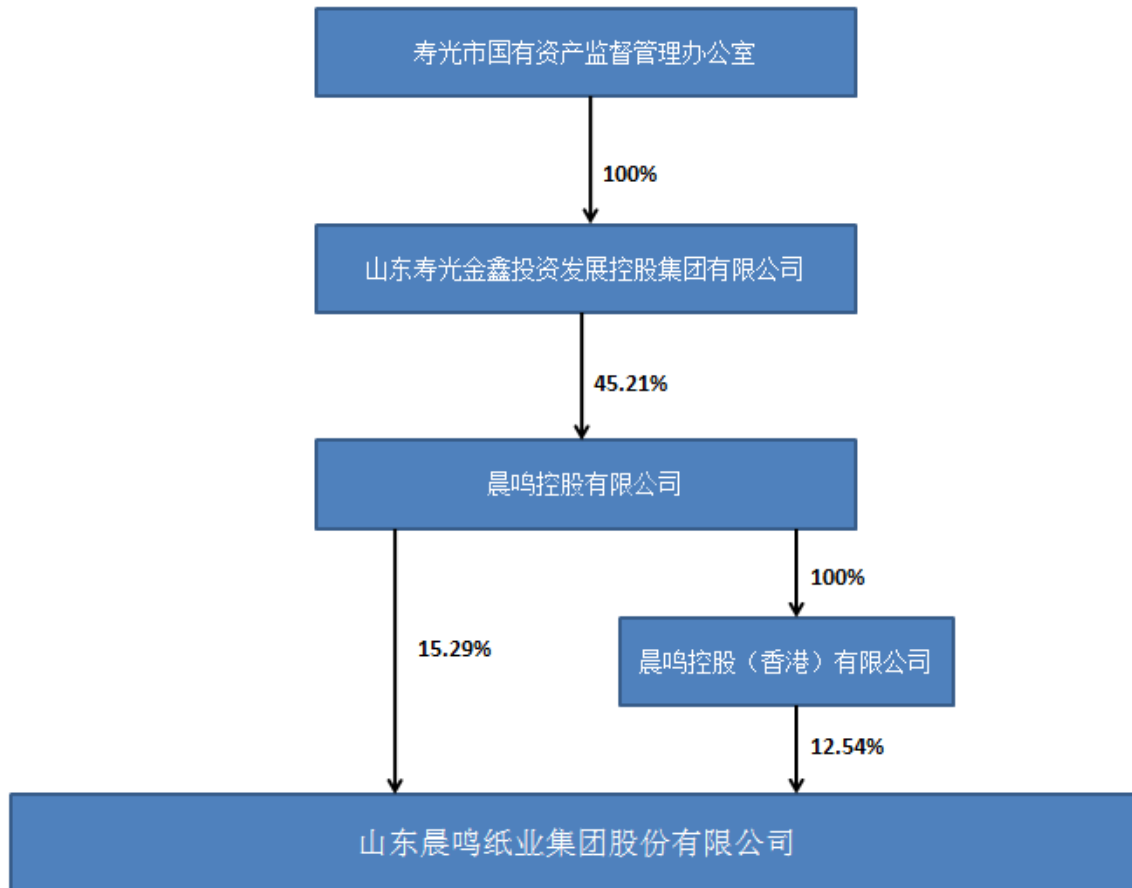
表1：晨鸣纸业公司发展历程

年份	事件
1958年	寿光造纸厂成立
1993年	公司股份制改造
1996年	成功租赁经营山东齐河板纸厂，迈出了实施低成本扩张战略的步伐
1997年	成功发行B股；组建山东晨鸣热电公司、武汉晨鸣汉阳纸业公司
2000年	晨鸣A股上市
2001年	陈洪国任公司董事长，将晨鸣推向国际化发展的轨道
2002年	武汉晨鸣15万吨新闻纸、齐河晨鸣18万吨箱板纸、寿光晨鸣15.3万吨高档铜版纸项目相继建成投产
2004年	成功发行20亿元可转换债券；成立中外合资企业江西晨鸣纸业公司
2008年	晨鸣纸业在香港联交所主板挂牌上市
2010年	晨鸣生活用纸项目试车成功
2016年	总投资55亿元的湛江晨鸣60万吨液体包装纸生产线成功投产
2017年	总投资200多亿元的黄冈晨鸣工业项目建设协议正式签署

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

股权结构：公司实际控制人为寿光市国有资产监督管理委员会，属于地方国资管理机构。实际控制人的国有资产背景是公司稳定经营的良好保障和基础。

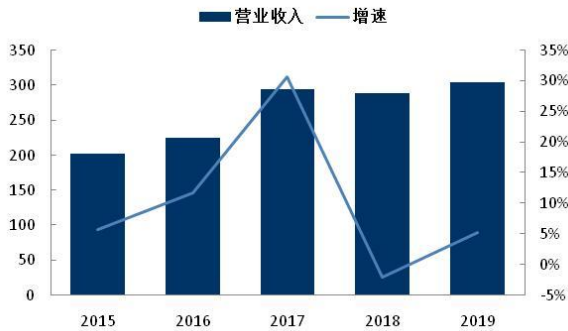
图1: 晨鸣纸业股权结构



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

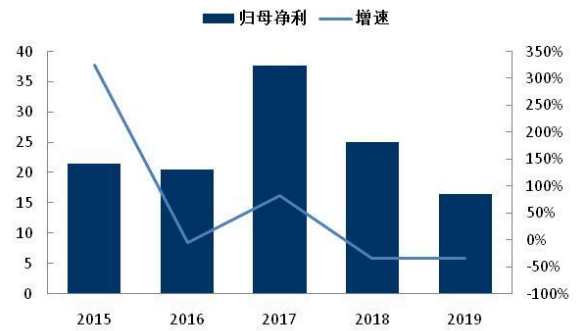
回归造纸主业, 公司业绩改善。2019年晨鸣纸业完成机制纸产量501万吨, 同比增长9.63%, 销量达525万吨, 同比增长21.53%。公司实现营业收入303.95亿元, 同比增长5.26%; 实现归母净利16.57亿元, 同比减少34%。融资租赁规模降至136亿元, 进一步控制融资租赁业务风险。报告期内公司计提信用减值损失10.33亿元, 其中融资租赁坏账损失5.24亿元; 资产减值损失1.21亿元。同时, 公司计划向普通股东每10股派发现金红利人民币1.5元(含税), 股息率3.27%。

图2：晨鸣纸业营业收入及增速情况



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图3：晨鸣纸业归母净利润及增速情况



资料来源：WIND，东兴证券研究所

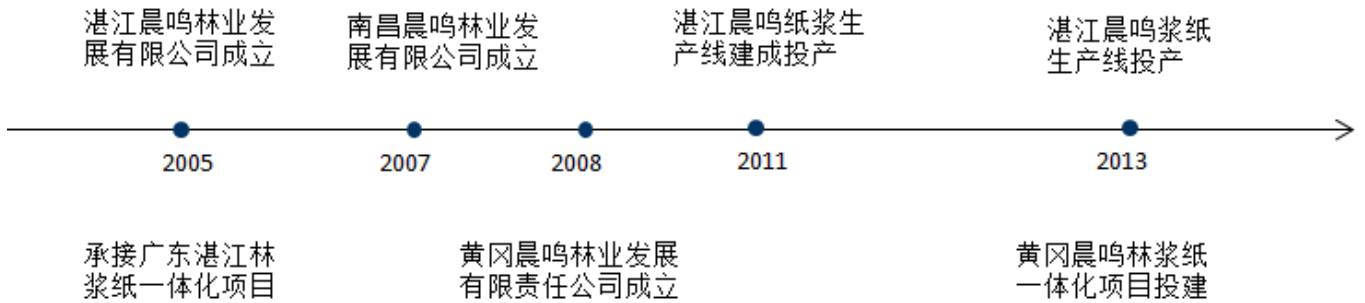
1.2 国际龙头浆纸一体化已成趋势

从海外龙头的发展情况来看，浆纸一体化是行业的必然发展趋势。造纸企业的主要原材料为木浆，周期属性较强，市场价格波动较大。原材料的价格波动深刻影响着企业生产成本，对企业业绩影响较深。同时随着社会的发展，海内外各地区环保政策不断趋严，造纸行业的生产条件日益苛刻，中小产能迅速出清。为了打破原材料和环保政策的制约，实现可持续发展，造纸行业龙头通过浆纸一体化项目向上游延伸，平抑成本周期波动。

- ◆ **国际纸业：**国际纸业是全球造纸和包装行业的龙头企业。在美国本土拥有 27 家纸浆、造纸和包装纸工厂，166 家加工和包装车间，16 家回收车间；在加拿大、欧洲、印度、北美洲和拉丁美洲一共拥有 16 家纸浆、造纸和包装生产工厂，43 家加工和包装工厂以及 2 家回收厂。同时，公司还拥有 376 万公顷的森林，在美国拥有 13 个大兴苗圃，21 个种子园，每年优质松树苗 3 亿株，阔叶树苗 8000 多万株。国际纸业实现浆纸一体化的同时，也向下延伸到了下游回收环节。
- ◆ **斯道拉恩索：**斯道拉恩索集团在全球 30 多个国家拥有 26000 名员工，年销售额达 105 亿欧元。2018 年斯道拉恩索完成了对林业资产的重组，目前在瑞典拥有林地达 140 万公顷。林地的直接所有权让集团能够进一步提升可持续的森林管理战略，增强原材料自给自足的能力。集团于 2002 年投资建设广西浆纸一体化项目，在广西建立 16 万公顷的桉树人工林基地。同时，斯道拉恩索积极开展包装业务、生物质材料业务以及消费纸板业务，始终坚实多元化业务发展模式。
- ◆ **芬欧汇川：**芬欧汇川集团是世界领先的跨国森林工业集团之一，在全球拥有 54 个生产基地，覆盖 12 个国家，拥有 193000 名员工。作为新型森林工业的引导者，芬欧汇川非常重视可持续发展战略。目前，芬欧汇川拥有 110 万公顷自营森林并管理者超过 150 万公顷的私人林地和种植林。同时，芬欧汇川集团非常重视回收利用，是全球最大的使用回收废纸生产印刷用纸的企业，1/3 的原材料来自于回收纤维。

1.3 晨鸣浆纸一体化占先机，强化企业盈利水平及抗风险能力

晨鸣浆纸一体化战略布局较早，产能释放实现自给自足。晨鸣纸业浆纸一体化布局较早，20 世纪初期，晨鸣就启动了浆纸一体化发展战略，2005 年晨鸣就着手投建了湛江浆纸一体化项目，先后成立了多家林业公司实施造林工程。随着公司投建的寿光美伦 51 万吨高档文化纸项目、寿光本部文化纸改造项目、寿光美伦 100 万吨化学浆项目、黄冈晨鸣化学浆项目的投产，晨鸣纸业浆纸一体化战略布局已基本完成。晨鸣纸业拥有湛江、黄冈、寿光三大浆厂，成为国内首家浆纸产能完全匹配的造纸企业。

图4：晨鸣纸业早期布局浆纸一体化项目情况


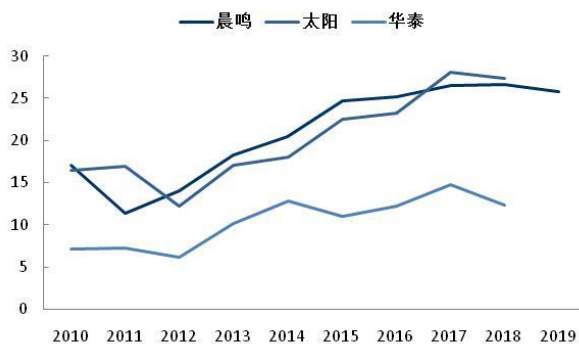
资料来源：中国纸业网、东兴证券研究所

表2：晨鸣纸业近年来投产情况

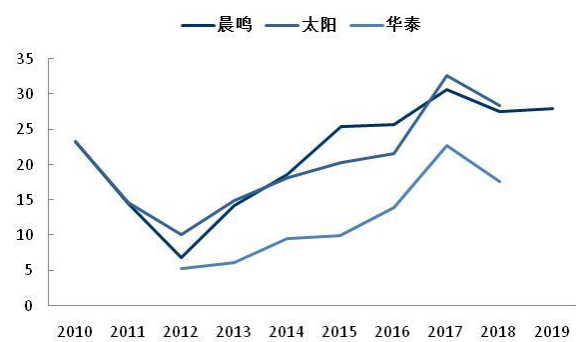
时间	部门	产能	状态
2011	湛江晨鸣	70万吨木浆项目	投产
2017	寿光本部	40万吨化学木浆	投产
2018.11	黄冈晨鸣	30万吨化学木浆项目	投产
2019Q2	寿光本部	文化纸改造项目	投产
2019Q2	寿光美伦	100万吨化学浆项目	投产
2019Q2	寿光美伦	51万吨高档文化纸项目	投产

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

浆纸一体化优势明显，产品毛利率水平明显提升。晨鸣浆纸一体化优势明显，是目前国内唯一实现造纸与纸浆产能相平衡的造纸企业。截至目前，晨鸣拥有自制木浆产能420万吨，国内木浆总产能为1100多万吨，晨鸣一家占比高达40%。同外购木浆相比，自制浆的成本优势显著，保障了公司纸品的毛利率水平持续同业领先，2019年晨鸣双胶纸、铜版纸毛利率分别为25.8%和27.97%，近年来持续提升。另一方面，制浆原料木片的价格相对稳定，大宗物资采购优势和配套物流服务的投入使用，大幅降低原材料及产成品的物流运输成本，使公司的成本优势和质量稳定性大幅提升。

图5：同行业双胶纸毛利率对比情况


资料来源：WIND，东兴证券研究所

图6：同行业铜版纸毛利率对比情况


资料来源：WIND，东兴证券研究所

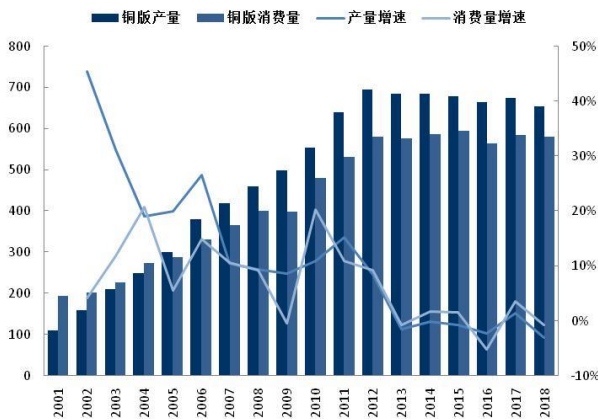
成本端优势强化企业盈利水平和抗风险能力。由于目前国内外木浆库存较高且下游需求疲弱，浆价处于低位，浆纸一体化优势并未完全体现。随着下游需求的复苏以及木浆库存的消耗，木浆价格有望进入上行周期，届时晨鸣成本端优势将进一步体现，企业的盈利水平和抗风险能力将进一步强化。

2. 文化用纸供需关系改善，限塑令提升白卡纸市场空间

2.1 文化用纸：供需关系改善，国内疫情缓解有望带动需求反弹

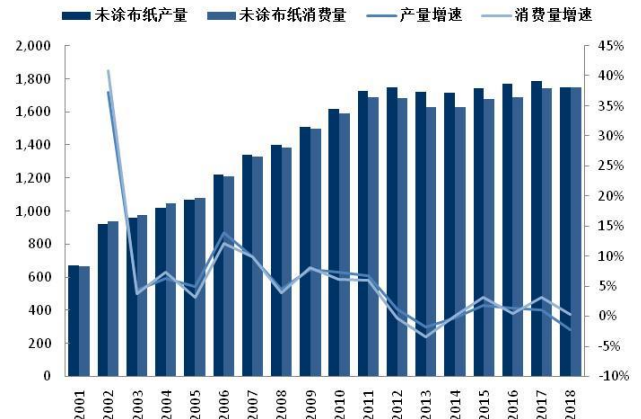
产销量基本稳定，文化用纸供需关系改善。从近年来铜版纸和非涂布印刷纸的生产量和销售量情况来看，基本维持稳定，增速趋近于零。由于环保政策的持续趋严，大量中小产能退出，文化纸的供需状况改善。铜版纸供过于求的情况有所缓解，非涂布印刷纸基本实现供需平衡。

图7：铜版纸产量及消费量情况



资料来源：wind，东兴证券研究所

图8：未涂布纸产量及消费量情况



资料来源：中国造纸年鉴，东兴证券研究

文化用纸需求有韧性，国内疫情缓解下游需求有望反弹。随着国内疫情的缓解，复工情况日益改善，中小学也陆续开学。被递延的教辅类需求及党建书籍需求有望释放，文化用纸需求有望迎来快速反弹。近年来，由于教辅材料以及党建书籍等产品的相关需求，文化用纸需求体现了一定的韧性。据统计，2018年全国人均购书5.52册，同比增长5.34%，创2001年以来新高，连续三年保持正增长；人均图书消费70.42元，同比增长7.64%，同样也是历史新高，首次突破70元。

图9: 人均购书量与人均购书金额情况



资料来源: Wind、东兴证券研究所

教辅材料方面, 在校生数量增速保持稳定, 高等教育申请人数高速增长, 是教辅类需求的稳定保障。

- ◆ 以小学、初中、高中为代表, 教辅资料使用量较高的阶段, 在校生人数保持了较高的增速。同时, 自 2011 年 11 月实施全面二孩政策以来, 12、13 年的新生小朋友当前正值入学年纪, 二孩带来的婴儿潮, 同样将是入学人数的稳定保障。
- ◆ 高等教育方面, 从最新公布的考研报考数据来看, 2020 年报考人数 341 万人, 同比增长 17.6%, 虽然增速较去年有小幅下行, 但仍然连续三年保持了高于 15% 的增速; 2019 年高考人数时隔十年再次突破万亿, 同比增速创 2010 年以来新高; 高等教育申请的高增也将带动相关教辅材料的需求。

表3: 中国在校生人数情况

指标\日期	2018-12	2017-12	2016-12	2015-12	2014-12	2013-12	2012-12	2011-12
研究生在校生数	273	264	198	191	185	179	172	165
同比增长 (%)	3.47%	33.24%	3.65%	3.45%	2.99%	4.31%	4.50%	6.98%
高等学校在校大学生数	2,831	2,754	2,696	2,625	2,548	2,468	2,391	2,309
同比增长 (%)	2.81%	2.14%	2.69%	3.05%	3.23%	3.21%	3.59%	3.44%
普通高中在校学生数	2,375	2,375	2,367	2,374	2,400	2,436	2,467	2,455
同比增长 (%)	0.03%	0.33%	-0.33%	-1.09%	-1.45%	-1.27%	0.50%	1.13%
普通初中在校学生数	4,668	4,455	4,357	4,346	4,431	4,488	4,826	5,121
同比增长 (%)	4.79%	2.23%	0.27%	-1.92%	-1.28%	-7.00%	-5.76%	-4.14%
普通小学在校学生数	10,339	10,094	9,913	9,692	9,451	9,361	9,696	9,926
同比增长 (%)	2.43%	1.82%	2.28%	2.55%	0.97%	-3.46%	-2.32%	-0.14%
幼儿园在园人数	4,656	4,600	4,414	4,265	4,051	3,895	3,686	3,424
同比增长 (%)	1.22%	4.22%	3.49%	5.29%	4.01%	5.67%	7.63%	15.04%

资料来源: 网络公开资料整理、东兴证券研究所

表4：中国考研报名人数情况

年份	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
考研报名人数（万人）	341	290	238	201	177	165	172	176	166	151	141
同比增长（%）	17.60%	21.80%	18.40%	13.60%	7.30%	-4.10%	-2.30%	6.30%	9.60%	7.50%	12.80%
高考人数（万人）		1031	975	940	940	942	939	912	915	933	946
同比增长（%）		5.74%	3.72%	0.00%	-0.21%	0.32%	2.96%	-0.33%	-1.93%	-1.37%	-7.25%

资料来源：网络公开资料整理、东兴证券研究所

党建书籍方面，党建工作的蓬勃开展也将是相关文化用纸需求的稳定保障。2021年即将迎来建党一百周年，随着国内疫情的稳定，党建工作亟待展开。截止2018年，我国共产党员人数共9059.4万名，相比2017年净增加103.0万名；当年发展党员数量205.5万名，相比2017年净增加7.3万人。

表5：中国共产党员数量情况（单位：万）

年份	党员数量	净增长	发展党员数量	净增长
2016	8944.7	68.9	191.1	-5.4
2017	8956.4	11.7	198.2	7.1
2018	9059.4	103.0	205.5	7.3

资料来源：网络公开资料整理、东兴证券研究所

长期来看，供需格局调整下，头部企业逆市产能投放或将受益。受环保等政策的影响，行业落后产能大量退出。行业供需格局的调整中，文化用纸的集中度进一步提升。龙头企业逆市产能投放，将在行业供需格局调整中，分得更大的市场份额。

- ◆ 双胶纸产业集中度仍有提升空间，当前CR4为56%。从各企业产能分布来看，晨鸣纸业占比26%，太阳纸业占比13%，亚太纸业占比9%，华泰股份占比8%，其他占比44%。
- ◆ 铜版纸格局较优，CR4高达81%。从各企业产能分布来看，APP占比40%，晨鸣纸业占比18%，太阳纸业占比13%，华泰股份占比10%，其他占比19%。

行业集中度提高，马太效应强者恒强。龙头企业在逆市中仍然有产能投放计划，太阳纸业拟投产的45万吨文化纸项目即将开工，博汇纸业拟投产45万吨静电复印纸。随着环保政策的持续收紧，文化用纸行业结构有望进一步分化，大厂商将进一步吞噬小厂商份额，龙头企业持续占优。

图10：双胶纸厂商产能分布情况

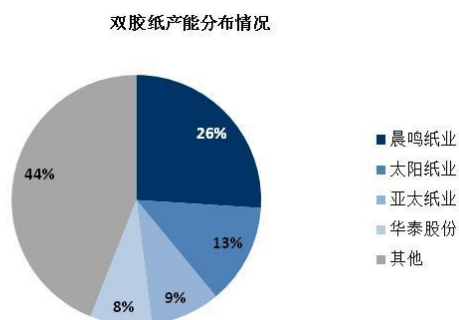
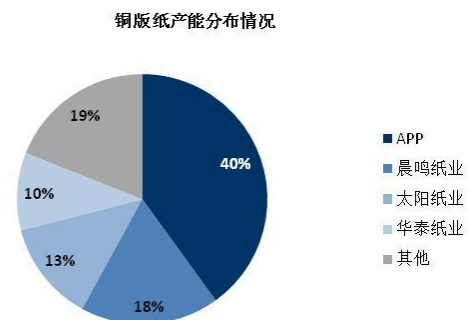


图11：铜版纸厂商产能分布情况

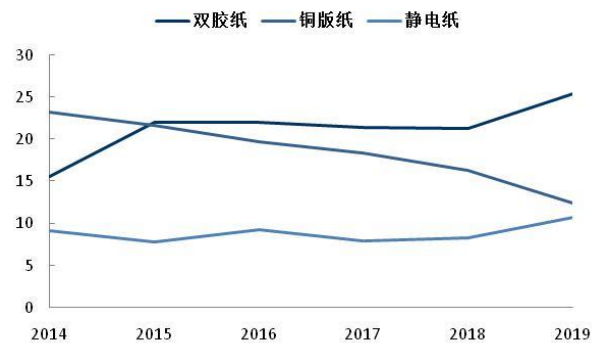


资料来源: 中国造纸年鉴, 东兴证券研究所

资料来源: 中国造纸年鉴, 东兴证券研究所

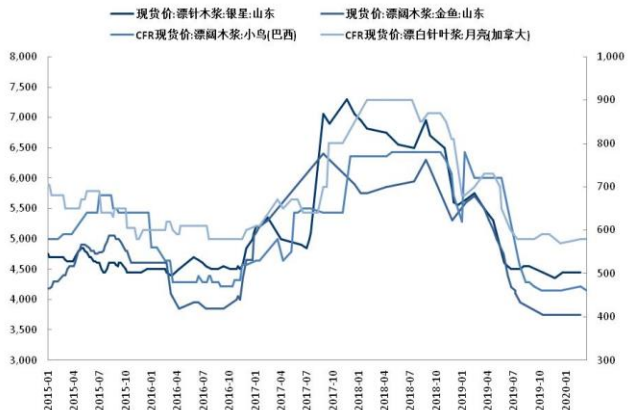
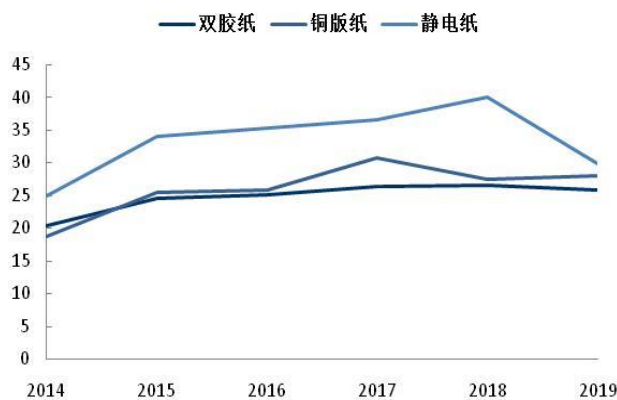
晨鸣文化用纸产品畅销海内外。晨鸣纸业作为中国造纸行业的龙头企业, 拥有的纸种在行业内最多、最齐全, 文化纸、静电纸、白卡纸、铜版纸等主要产品市场占有率均位居全国前列。文化用纸作为公司传统优势业务, 旗下拥有“云狮”、“云鹤”、“雪鹰”、“雪兔”、“金铭洋”、“金晨鸣”等全国知名品牌, 产品远销英国、日本、美国、南非等 50 多个国家和地区。2007 年“晨鸣”商标被认定为“中国驰名商标”。

文化用纸毛利率优势明显, 纸浆自给自足盈利有望进一步提升。当前, 文化用纸业务仍然是晨鸣纸业的主要业务, 文化用纸整体营收占比接近 50%。分产品来看, 双胶纸 19 年实现营收 77.29 亿元, 同比增速 25.55%, 营收占比 25.43%, 近年来持续提升; 铜版纸实现营收 37.79 亿元, 同比下滑 19.54%, 营收占比 12.43%, 近年来比例持续下降; 静电纸实现营收 32.7 亿元, 同比增速 36.02%, 营收占比 10.76%, 近年来稳中有升。从产品毛利率上来看, 文化用纸在晨鸣纸业的所有业务中, 保持了较高的毛利率。19 年双胶纸毛利率为 25.80%, 铜版纸毛利率为 27.97%, 静电纸毛利率为 29.80%。晨鸣纸业浆纸一体化战略布局较早, 目前已经基本实现纸浆自给, 成本端优势相对明显。未来木浆价格有望进入上行周期, 成本端优势将进一步凸显。

图12: 文化用纸分产品营收情况
图13: 文化用纸分产品营收占比情况


资料来源: WIND, 东兴证券研究所

资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图14: 文化用纸分产品毛利率情况
图15: 近年来国内外浆价走势情况


资料来源: WIND, 东兴证券研究所

资料来源: WIND, 东兴证券研究所

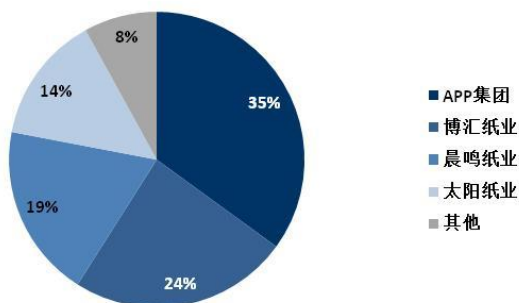
2.2 白卡纸：行业整合提升市场集中度，限塑令推升白卡纸长期需求

白卡纸市场集中度大幅提升，行业竞争格局持续改善。APP 集团收购博汇纸业后，二者白卡纸产能市占率高达 59%，为白卡纸行业绝对龙头。晨鸣纸业、太阳纸业，产能占比分别为 19%和 14%，行业 CR4 占比超过 90%。近两年随着环保政策的持续高压，中小产能不断退出，白板纸行业集中度将再次提升，行业竞争格局持续改善，龙头话语权有望加强。

限塑令的推行提升了白卡纸的长期需求。2020 年 1 月 19 日发改委发布了新版限塑令，指出“到 2020 年底，我国将率先在部分地区、部分领域禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用”。白卡纸将通过纸餐盒、纸袋等产品形式，对塑料餐盒及塑料袋进行替代，外卖市场存在巨大的替换空间。当前无论是外卖平台、还是超市卖场，行业集中度都在提升过程之中，有利于限塑令的落地实施。

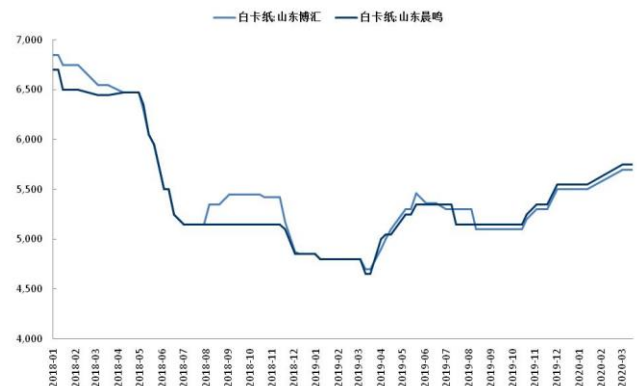
供需相对平衡，白卡纸提价凸显韧性。短期来看，股权转让对白卡纸产业供给并无太大影响。当前市场白卡纸新增产能较少，计划新增产能仅为太阳纸业 350 万吨浆纸一体化项目二期的 90 万吨白卡纸广西生产车间；需求方面，受消费升级影响，白卡纸同样对白板纸形成替代。尤其是富阳地区的 100 万吨白板纸产能关停，白卡纸的替代需求凸显。供需弱平衡下，提价平稳落地。19 年初至今，白卡纸价格涨幅在 700-800 元之间。随着国内疫情的好转，下游需求有望改善。从成本端来看，浆价今年仍然有望维持低位。当前国际、国内木浆库存仍处于相对高位；海外疫情的爆发削弱了海外需求，预期今年上半年浆价仍将维持低位。国内白卡纸行业集中度有望持续提升，龙头企业话语权加强。需求的复苏或将带来新一轮提价，企业盈利水平有望持续改善。

图 16：白卡纸市占率情况



资料来源：中国造纸年鉴，东兴证券研究所

图 17：白卡纸价格变化情况

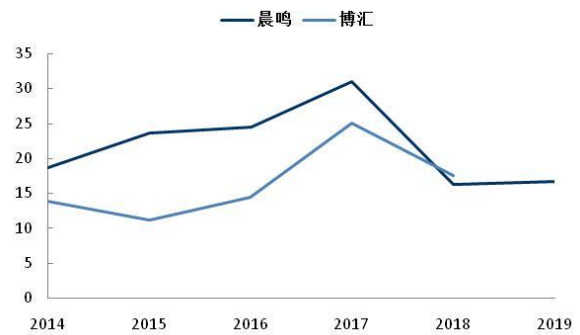


资料来源：WIND，东兴证券研究

晨鸣白卡纸业务稳定，盈利水平有望改善。近年来晨鸣纸业不断加大白卡纸研发力度，白卡纸业务提升较快。19 年白卡纸业务实现营收 69.09 亿元，同比增长 7.28%。目前，白卡纸业务营收占比 22.7%，近三年来稳定在 23%左右，仅次于双胶纸营收占比，是晨鸣的第二大业务品类。从产品毛利率上来看，与同行业企业相比，晨鸣白卡纸同样保持了较高的毛利率水平。公司 18 年白卡纸毛利率下滑主要是由于白卡纸市场价格下行导致。随着行业竞争格局的逐步改善，头部集团话语权加强，白卡纸价格重回上行期间，产品毛利率有望持续改善。

图18：白卡纸市占率情况


资料来源：中国造纸年鉴，东兴证券研究所

图19：同行业白卡纸毛利率对比情况


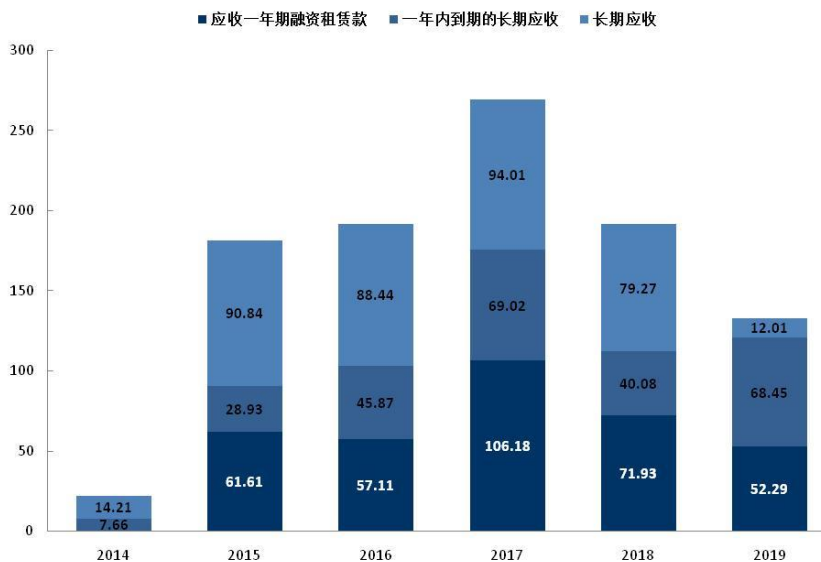
资料来源：WIND，东兴证券研究

3. 融资租赁业务规模持续压缩，降低企业经营风险

融资租赁业务规模持续压缩，缓解公司债务压力

融资租赁业务规模下降，晨鸣回归造纸主业。晨鸣纸业持续压缩融资租赁业务规模，19年业务实现净回收59亿元，融资租赁规模降至136亿元，进一步控业务风险。同时，公司19年计提信用减值损失10.33亿元，其中，融资租赁坏账损失5.24亿元。在财务报表中，公司融资租赁业务规模通过“一年期融资租赁款”、“一年内到期的长期应收款”和“长期应收款”来反映。19年晨鸣应收一年期融资租赁款为52亿元，一年内到期的长期应收为68亿元，长期应收为12亿元，结构持续改善。自14年晨鸣纸业开展融资租赁业务以来，业务规模扩张迅速。2017年，晨鸣纸业融资租赁业务规模高达270亿元，其中应收一年期融资租赁款高达106亿元。2018年起，公司改变融资租赁业务经营策略，压缩融资租赁业务，业务规模得到有效控制。目前晨鸣纸业融资租赁业务剥离仍在运行之中。公司于2019年1月与长城国瑞签署战略合作协议，剥离融资租赁业务，以降低经营风险。当前，公司仍然在积极的寻求方法以缓解公司财务压力。

图20：晨鸣纸业融资租赁规模变化情况



资料来源：WIND、东兴证券研究所

短期借款大幅下降，债务压力有所缓解。从公司负债情况来看，2019年晨鸣短期借款规模为368.83亿元，较去年大幅减少33.45亿元，同比下降8%，是自2014年以来首次回落。2019年资产负债率为73.11%，较去年下降2.32个百分点，相比行业均值为65%左右。虽然资产负债率仍处于高位，但是一定程度上缓解了公司的债务压力。从财务费用来看，自晨鸣开展融资租赁以来，公司债务增加导致财务费用率大幅提升。2019年财务费用率为9.59%，较去年同期上涨了0.1个百分点，延缓了近年来的上升趋势。基本维持了去年水平。

图21：晨鸣纸业短期贷款情况



资料来源：WIND、东兴证券研究所

图22：晨鸣纸业总负债情况

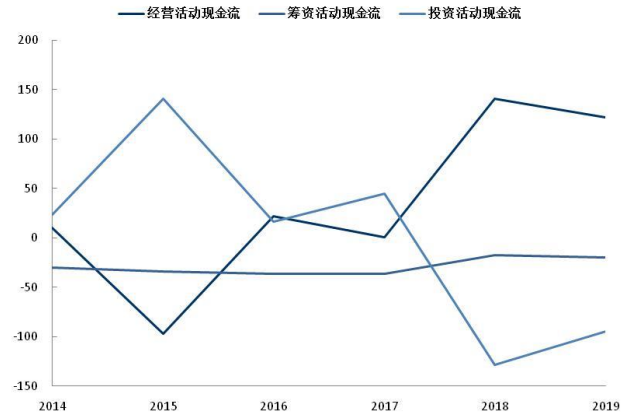


资料来源：WIND、东兴证券研究所

融资租赁业务净回收，现金流状况持续改善。随着行业景气度回暖以及融资租赁业务持续净回款，晨鸣的经营活动现金流净额持续增长，2019年录得经营活动现金流净额122.33亿元，连续两年实现大额净流入；而自2018年以来，融资租赁业务不断压缩规模，晨鸣的筹资活动现金流净额也有所回落，同时加大还款力度，2019年录得筹资活动现金流净额-94.97亿元，连续两年实现大额净流出。

图23：晨鸣纸业的财务费用及财务费用率情况


资料来源：WIND，东兴证券研究所

图24：晨鸣纸业的现金流情况


资料来源：WIND，东兴证券研究所

资源整合，集中优势聚焦主业

晨鸣进一步整合公司资源，集中优势聚焦主业。晨鸣纸业回归造纸主业，除去对融资租赁业务的压缩，公司同样对矿业、房地产业务进行重新规划。2019年8月，晨鸣纸业与江苏富达企业投资有限公司订立股权及债权转让协议，出售其控股子公司海城海鸣矿业有限责任公司60%的股权和债权，合计19.48亿元，晨鸣不再持有海鸣矿业的股权。房地产业务方面，公司自2017年跨界开启房地产业务，投资性房地产资产目前基本保持稳定，2019年投资性房地产为50.82亿元，规模基本维持稳定。

图25：海城海鸣矿业有限责任公司情况


资料来源：网络资料整理，东兴证券研究所

图26：晨鸣纸业投资性房地产资产情况


资料来源：WIND，东兴证券研究所

4. 投资建议与投资评级

4.1 投资建议

浆纸一体化产能释放，强化企业盈利水平及抗风险能力。晨鸣纸业拥有湛江、黄冈、寿光三大浆厂，成为国内首家浆纸产能完全匹配的造纸企业。截至目前，晨鸣拥有自制木浆产能420万吨，国内木浆总产能为1100

多万吨。另一方面，制浆原料木片的价格相对稳定，大宗物资采购优势和配套物流服务的投入使用，大幅降低原材料及产成品的物流运输成本，使公司的成本优势和质量稳定性大幅提升。晨鸣在成本端拥有绝对的竞争力，纸品毛利率维持行业领先地位，双胶纸、铜版纸毛利率分别为 25.8%和 27.97%，近年来持续提升。随着未来下游需求的复苏以及库存的消耗，木浆价格有望进入上行周期，届时晨鸣成本端优势将进一步体现。

文化用纸供需格局改善，市场集中度有望持续提升。随着国内疫情的缓解，复工情况日益改善，中小学陆续开学。被递延的教辅类需求及党建书籍需求有望释放，文化用纸需求有望迎来快速反弹。近年来，由于教辅材料以及党建书籍等产品的相关需求，文化用纸需求体现了一定的韧性。同时环保政策持续收紧，中小产能大量退出。行业供需格局改善，文化用纸的集中度有望进一步提升。

限塑令提升白卡纸市场空间。当前白卡纸行业 CR4 超过 90%，竞争格局持续改善，龙头话语权加强。同时限塑令提升了白卡纸的长期需求。白卡纸将通过纸餐盒、纸袋等产品形式，对塑料餐盒及塑料袋进行替代，外卖市场存在巨大的替换空间。当前市场白卡纸新增产能较少，计划新增产能仅为太阳纸业 350 万吨浆纸一体化项目二期的 90 万吨白卡纸广西生产车间；需求方面，受消费升级的影响，白卡纸同样对白板纸形成替代。尤其是富阳地区的 100 万吨白板纸产能关停，白卡纸的替代需求凸显。供需弱平衡下，提价平稳落地。19 年初至今，白卡纸价格涨幅在 700-800 元之间。随着国内疫情的好转，下游需求复苏或将带来新一轮提价，企业盈利水平有望持续改善。

4.2 投资评级

随着疫情形势的好转，下游需求有望迎来反弹。长期来看，晨鸣纸业回归造纸主业，资产结构持续改善；浆纸一体化凸显企业成本端优势，限塑令提升白卡纸市场空间。首次覆盖给予公司“推荐”评级。预计公司 20-22 年实现营收 316.18/335.45/357.49 亿元，EPS 0.71/0.79/0.93 元，对应的 PE 6.85x/6.16x/5.22x。

5. 风险提示

纸浆价格波动，融资租赁坏账风险，纸价下跌等。

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		
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	47968	44952	47914	48570	50957	营业收入	28876	30395	31618	33545	35749
货币资金	19293	19307	20592	21904	23337	营业成本	19846	21774	22628	23964	25432
应收账款	3404	2525	3465	3676	3918	营业税金及附加	250	276	285	302	322
其他应收款	1935	2204	2292	2432	2592	营业费用	1190	1297	1581	1677	1787
预付款项	864	604	333	213	468	管理费用	968	1135	1265	1510	1787
存货	6771	4774	6341	5985	6739	财务费用	2741	2916	2656	2546	2372
其他流动资产	10281	8109	8170	8266	8376	研发费用	930	992	961	977	969
非流动资产合计	57351	53006	50726	48453	46187	资产减值损失	164.65	-120.99	120.99	120.99	120.99
长期股权投资	485	3606	3606	3606	3606	公允价值变动收益	-115.46	26.69	26.43	26.16	25.90
固定资产	27914	34440	32274	30107	27941	投资净收益	248.96	174.00	139.20	111.36	89.09
无形资产	1939	1781	1674	1574	1479	加: 其他收益	97.81	561.56	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1522	174	174	174	174	营业利润	2906	1584	2283	2580	3060
资产总计	105319	97959	98640	97023	97144	营业外收入	319.40	493.39	419.35	410.71	441.15
流动负债合计	61415	52699	52559	49622	47882	营业外支出	19.18	28.58	15.00	15.00	15.00
短期借款	40228	36883	36963	33645	31605	利润总额	3206	2048	2687	2976	3487
应付账款	4150	4351	4563	5121	5574	所得税	642	295	537	595	697
预收款项	0	0	0	0	0	净利润	2565	1753	2150	2380	2789
一年内到期的非流动负债	7216	5663	5380	5111	4855	少数股东损益	55	97	97	97	97
非流动负债合计	18032	18920	17943	17211	16624	归属母公司净利润	2510	1657	2053	2284	2693
长期借款	7799	9140	9140	9140	9140	主要财务比率					
应付债券	2098	1258	1007	805	644		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	79447	71619	70502	66833	64506	成长能力					
少数股东权益	823	1170	1267	1363	1460	营业收入增长	-2.02%	5.26%	4.02%	6.09%	6.57%
实收资本(或股本)	2905	2905	2905	2905	2905	营业利润增长	-34.23%	-45.51%	44.17%	13.00%	18.63%
资本公积	5091	5087	5087	5087	5087	归属于母公司净利润增长	-33.41%	-34.00%	23.95%	11.23%	17.90%
未分配利润	9107	9306	11146	13157	15549	获利能力					
归属母公司股东权益合计	25049	25170	19405	21361	23712	毛利率(%)	31.27%	28.36%	28.43%	28.56%	28.86%
负债和所有者权益	105319	97959	98640	97023	97144	净利率(%)	8.88%	5.77%	6.80%	7.10%	7.80%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	10.02%	6.58%	10.58%	10.69%	11.36%
经营活动现金流						偿债能力					
经营活动现金流	14100	12233	4826	7762	6369	资产负债率(%)	75%	73%	71%	69%	66%
净利润	2565	1753	2150	2380	2789	流动比率	0.78	0.85	0.91	0.98	1.06
折旧摊销	1744.01	1913.67	2180.49	2172.99	2166.04	速动比率	0.67	0.76	0.79	0.86	0.92
财务费用	2741	2916	2656	2546	2372	营运能力					
应收帐款减少	261	879	-940	-211	-242	总资产周转率	0.27	0.30	0.32	0.34	0.37
预收帐款增加	-243	0	0	0	0	应收账款周转率	8	10	11	9	9
投资活动现金流	-1779	-2026	612	501	416	应付账款周转率	7.07	7.15	7.09	6.93	6.69
公允价值变动收益	-115	27	26	26	26	每股指标(元)					
长期投资减少	0	0	697	628	565	每股收益(最新摊薄)	0.51	0.33	0.71	0.79	0.93
投资收益	249	174	139	111	89	每股净现金流(最新摊薄)	-0.18	0.25	0.43	0.42	0.46
筹资活动现金流	-12853	-9487	-4193	-7052	-5452	每股净资产(最新摊薄)	8.62	8.67	6.68	7.35	8.16
应付债券增加	-99	-839	-252	-201	-161	估值比率					
长期借款增加	153	1341	0	0	0	P/E	9.49	14.67	6.85	6.16	5.22
普通股增加	968	0	0	0	0	P/B	0.56	0.56	0.72	0.66	0.59
资本公积增加	-1058	-5	0	0	0	EV/EBITDA	7.06	7.45	5.62	5.60	4.87
现金净增加额	-532	720	1245	1212	1333						

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	竞争格局改善, 企业盈利水平有望提升——造纸行业深度报告	2019-12-24

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016年1月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于旅餐饮旅游、免税及教育领域研究。

研究助理简介

研究助理：王长龙

美国南加州大学经济学硕士，本科毕业于西安交通大学，2018年加入东兴证券研究所，从事策略&轻工制造研究。

研究助理：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，从事轻工制造行业研究。

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责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

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（以沪深 300 指数为基准指数）：

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