

二季度规模边际改善符合预期产能扩张重启聚焦造纸主业，维持推荐

核心观点：

1. 事件摘要

2020年上半年公司实现营业总收入136.00亿元，同比增长1.88%；实现归母净利润5.16亿元，同比增长1.28%；实现归母扣非净利润0.68亿元，同比下滑77.61%；经营现金流量净额为23.27亿元，同比下降13.81%。

2. 我们的分析与判断

（一）二季度营收规模环比改善，扣非前后业绩受拆迁尾款与业务结构变动差异较大预计下半年业绩有望持续回暖

2020年上半年公司实现营业收入136.00亿元，较上年同期增加2.51亿元，实现同比增长1.88%。按行业拆分，公司主营业务中机制纸/电力及热力/化工用品/建筑材料/酒店/融资租赁业务分别实现115.58/0.78/0.66/1.79/0.07/5.23亿元，较去年同期增加-0.03/-0.13/0.10/0.53/-0.06/-4.24亿元，较上年同期同比增长-0.02%/-14.23%/17.41%/41.70%/-44.77%/-44.77%。截止2020年上半年，公司主营业务中建筑材料以及化工产品贡献的营收增量部分抵消了受疫情影响出现轻微下滑的机制纸业务以及由于公司主动调整业务结构而出现规模下滑的融资租赁与酒店业务所带来的负面影响，二者分别贡献20.93%/3.89%的总营收增量；公司其他业务上半年共计实现11.89亿元，较去年同期增加6.35亿元，实现114.51%的同比增长，贡献营收增量的252.63%，由此可见公司总营业收入的增量主要来自于其他业务；按地区拆分，2020年上半年公司在大陆/海外分别实现营收119.58/16.42亿元，相较去年同期分别增加7.08/-4.57亿元，同比增长6.29%/-21.76%，其中公司境内地区业务贡献281.80%的总营收增量，占公司营业总收入的87.92%，较去年同期增加3.64个百分点。按季度拆分，公司2020年Q1/Q2季度分别实现总营收60.85/75.14亿元，较去年同期分别增加-0.74/3.26亿元，同比实现-1.21%/4.53%增长，可见公司在二季度国内疫情得以控制后实现了一定幅度的边际改善。考虑到二季度全社会复工复产进度尚未实现下游纸张积压库存的去化，预计下半年在文化用纸与包装用纸分别进入需求旺季后，将实现库存加速去化以及新订单的增加开启的补库存周期，保障公司总营收规模全年实现正增长。综合来看，尽管上半年公司主营业务表现不及其他业务，但考虑到公司主营业务中融资租赁与酒店等主动调整对象营收占比进一

晨鸣纸业(000488.SZ)

推荐 维持评级

分析师

李昂

☎：(8610)83574538

✉：liang_zb@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S0130517040001

甄唯董

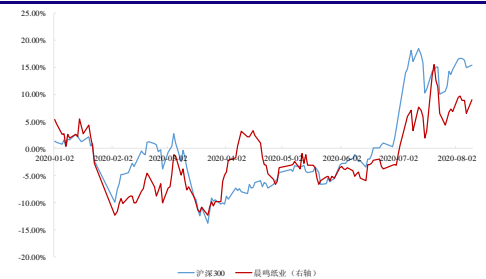
✉：zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S0130520050002

特此鸣谢：

章鹏

行业数据时间 2020.08.10



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

【中国银河研究院_李昂团队】公司2019年报点评_轻工造纸_晨鸣纸业(000488.SZ)_聚焦主业配合浆纸一体化项目全面落地助力规模与业绩持续增长，维持推荐_20200328

【中国银河研究院_李昂团队】公司2019半年报点评_轻工造纸_晨鸣纸业(000488.SZ)_上游成本压力暂缓，林浆纸体系完备助力二季度业绩回暖_20190816

步降低，二者占总营收比重分别为 0.05%/3.85%，较去年同期分别降低 0.05/3.25 个百分点，预计下半年伴随着文化用纸与包装用纸行业整体大概率将在需求旺季的推动下完成需求去库存向需求补库存的轮动，公司主营业务中机制纸、电力及热力等造纸相关业务的表现将逐季加速回暖，加快公司业务结构调整的步伐。

按产品拆分公司机制纸业务，公司上半年机制纸产品中双胶纸/铜版纸/白卡纸/静电纸/防粘原纸/其他机制纸分别实现营收 31.32/17.91/31.89/18.69/4.80/10.96 亿元，各产品相较去年同期贡献的营收增量分别为-0.81/2.35/-5.24/7.48/-1.39/-2.41 亿元，分别实现同比增长-2.51%/ 15.08% /-14.11%/66.68% /-22.49% /-18.04%。其中，双胶纸、白卡纸、铜版纸分别占机制纸业务收入的 27.10%/27.59%/15.50%，合计占机制纸业务收入的 70.19%。尽管双胶纸与白卡纸受制于学讯大幅延迟与下游高端可选消费品市场复苏缓慢以及库存水平过高等因素影响营收出现较大幅度下滑，但铜版纸业务得益于二季度需求复苏后的供给紧平衡实现一定的营收增量，并且公司的静电纸业务受益于高档文化纸项目投产实现了十分可观的高速增长。**综合来看**，公司机制纸业务的核心产品双胶纸与白卡纸在上半年出现规模同比下滑的条件下，依靠产能释放实现营收增量的静电纸以及市场竞争略有缓解实现营收增长的铜版纸大幅降低了两大主力产品营收规模萎缩带来的负面影响，并促成公司机制纸业务基本与去年同期基本持平。考虑到下半年学讯将至对文化用纸实现去库存至补库存轮动起到的加速作用，以及下半年 5G 手机、化妆品、高档烟酒等高单价或高毛利的消费品得益于促销旺季与新技术周期出现需求大幅回暖对包装用纸库存去化与补库存周期起到的推动作用，预计 2020 年全年公司机制纸业务有望在下半年主力产品回暖与尚处于高速增长阶段的静电纸业务的拉动下呈现出逐季加速回暖的趋势。

从公司业绩表现角度来看，截止 2020 年上半年，公司实现归母净利润 5.16 亿元，较上年同期增加 0.07 亿元，同比增长 1.28%；归母扣非净利润实现 0.68 亿元，同比减少 2.35 亿元，同比下降 77.61%。非经常损益为 4.48 亿元，较去年同期增加 2.42 亿元，同比增长 117.01%，其中主要包括来自于政府补助 7.67 亿元，较去年同期增加 5.39 亿元，可见公司 2020 年上半年非经常性损益变动较大的主要原因是由于公司于上半年确认武汉晨鸣汉阳纸业股份有限公司拆迁补偿尾款 5.33 亿元所致。**按季度拆分来看**，2020 年 Q1/Q2 分别实现归母净利润 2.03/3.14 亿元，较去年同期分别变化 1.65/-1.58 亿元，分别实现 430.55%/-33.51% 的同比增长；2020 年 Q1/Q2 季度分别实现归母扣非净利润 1.44/-0.76 亿元，较去年同期分别变动 1.68/-4.03 亿元，分别实现 708.79%/-123.29% 的同比增长。**由此可见**，造成公司 2020 年上半年归母净利润与归母扣非净利润差异巨大的原因一方面是由于公司在二季度进一步压缩高毛利的融资租赁业务致使毛利额在机制纸这一核心业务表现欠佳的情况下较去年同期出现明显下降以及毛利率出现巨幅萎缩的其他业务激增导致公司营业利润率较去年同期出现大幅下滑，另一方面是由于公司于二季度确认拆迁补偿款尾款致使非经常性损益激增。我们预计下半年公司机制纸规模端将进一步复苏回暖，并且受益于木浆库存在全球需求受疫情影响尚未企稳的情况下维持低位震荡以及公司自建浆纸厂投入使用对成本端起到的正面影响，公司业绩端表现下半年将有所回暖，但大概率将继续受高毛利融资租赁业务持续走低形成的压制难以实现巨幅提升。

(二) 2020 年上半年综合毛利率下降 1.82pct，期间费用率降低 0.88pct

公司 2020 年上半年综合毛利率为 25.11%，相较去年同期减少 1.82 个百分点。从主要产品和行业的角度看，今年上半年双胶纸/铜版纸/白卡纸/静电纸/防粘原纸/融资租赁业务毛利率分别为 23.41%/23.31%/22.64%/24.78%/27.91%/89.50%，相较去年同期分别增加 0.03/ 2.85 /6.41 /-1.90 /-1.39/0.40 个百分点。鉴于公司大部分机制纸业务与融资租赁业务毛利率均较去年同期实现正增长，那么造成公司综合毛利率较去年同期下滑的主要原因是由于高毛利的融资租赁业务营收占比下滑并且其他业务营收占比提升的同时出现毛利率巨幅下降，最终致使公司综合毛利率在营收结构向整体向低毛利业务倾斜的情况下出现小幅下滑。

公司 2020 年上半年销售净利率为 4.87%，较去年同期上升 0.85 个百分点。2020 年上半年公司期间费用率为 22.35%，相比去年下滑 0.88 个百分点。销售/管理（包含研发）/研发/财务费用率分别为 4.80%/7.65%/4.03%/9.90%，相比去年同期变化 0.38/0.20/0.80/-1.46 个百分点。公司销售费用率的提升主要是由于公司员工工资与运输费用增长显著高于公司规模端同比增长所致（YOY10.52%）；公司管理费用率的上升主要是公司研发费用提升（YOY27.13%）完全抵消了公司管理费用受益于折旧费用同比减少而实现的降低（YOY-12.52%）；公司财务费用总额（YOY-11.25%）在融资租赁业务规模压缩后利息支出同比减少，致使财务费用率较去年同期有所降低。

（三）产能扩张周期重启，巩固产能领先优势的同时加速业务结构调整

2020 年 8 月 10 日，公司发布公告称公司控股子公司黄冈晨鸣浆纸有限公司将与湖北黄冈市政府签订《黄冈晨鸣二期项目建设协议书》，计划投资 128 亿元建设 4 条年产 150 万吨生产线（包括文化用纸、白卡纸等，该项目全部采用原生浆造纸），并配套建设年产 52 万吨机械浆生产线、污水处理、热电联产项目及码头等，预计与 2020 年 12 月开工建设。在“寿光美伦 51 万吨文化纸”等项目于 2019 年二季度陆续投入生产并正常运转后，公司浆纸年产能便已超过 1100 万吨，成为全国首家木浆自产自足、浆纸产能完全匹配的浆纸一体化企业，而此次的“黄冈二期浆纸一体化”项目将助力公司浆纸产能超过 1250 万吨，巩固自身造纸业龙头的地位。公司依托自身优势在国内造纸行业中占据较高地位，在行业政策制定、原材料采购、产品定价等方面都具有很强的市场影响力。同时，为提质增效，公司进行了产品结构的调整，重点生产高效益产品，通过优化浆料配比，降低化学品用量的方式实现产品质量升级，并积极建设了数条高档纸生产线，努力提高高端纸占比，开发出超过 20 个高利润产品，有效地增强了公司盈利水平并提升综合竞争力。此外，公司融资租赁板块持续压缩业务规模，2020 年上半年实现净回收 10.56 亿元，融资租赁规模降低至 125 亿元左右，既使得公司财务费用得到有效控制，又降低了公司的金融风险。我们预计公司未来将在浆纸一体化战略布局方向上继续加大投入力度，努力降低公司成本端压力，使得公司机制纸业务毛利率水平呈现出稳中有升的良好发展趋势，增厚公司业绩。

（四）疫情下逆势加大研发投入，积累技术优势的同时推动盈利空间持续扩大

截止 2020 年上半年，公司研发费用占总营收的比重达到 4.03%，较去年同期增加 0.80 个百分点，凸显出公司面对疫情对经营造成的暂时阻碍仍能坚定不移地加大研发投入支出的决心。尽管公司身处于传统制造业，但是这并未使公司放松对技术研发的重视。截止 2020 年上半年公司已经拥有国家级技术中心、博士后科研工作站、国家认定 CNAS 浆纸检测中心等科研机构，获得国家授权专利 232 余项，其中发明专利 19 项，获得国家新产品 7 项，省级以上科技进步奖 14 项，承担国家科技项目 5 项，省技术创新项目 62 项，且在全国同行业率先通过 ISO9001 等多个质检认证。除了公司本部具备强大的科研实力外，公司旗下子公司寿光本部、湛江晨鸣、寿光美伦、江西晨鸣、吉林晨鸣及海鸣矿业均为高新技术企业，依托国家级企业技术中心和博士后科研工作站，不断加大技术创新能力和科研开发力度，积极开发科技含量高、附加值高的新产品和企业专有技术。同时，公司现已拥有全球规模最大、工艺装备最先进的林浆纸一体化工程和数十条国际尖端水平的制浆造纸生产线，采用的造纸工业技术装备也都达到了国际先进水平，是造纸行业内产品品种最多、最齐全的企业，机制纸主要产品市场占有率均位于全国前列。

3. 投资建议

公司作为中国造纸企业的龙头企业，纸类产品种类齐全，生产系统稳定向好，融资租赁等非造纸业务持续降低助力公司重新聚焦造纸主业，充分发挥自身优势。造纸领域内，公司机制纸业务产能规模处于行业领先地位，并在此基础上公司积极通过往上游制浆业务的拓展，成为全国首家木浆自产自足、浆纸产能完全匹配的浆纸一体化企业，大幅降低了生产成本，提升公司核心竞

争力，为公司未来发展提供强有力的支持与保障。至于 2020 年初的新冠疫情对公司规模端造成的影响正逐步消散，公司二季度单季依靠产能得以释放的静电纸与其他业务已经实现较为明显的环比改善，考虑到下半年即将到来的大学讯以及多个重要促消费时点对公司文化用纸与包装用纸需求端起到的提振作用，叠加全球疫情尚未得以控制致使纸浆维持低位区间的成本优势，我们预测公司 2020 /2021 /2022 年分别实现营收 309.06/333.39/353.65 亿元，净利润 13.77/17.37/23.42 亿元；对应 PS 0.54/0.50/0.47 倍，对应 PE 13/10/8 倍，维持“推荐评级”。

4. 风险提示

原材料价格波动风险；产能过剩与需求放缓的风险；环保政策变动风险。

附：1.盈利预测和估值对比

表 1: 盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(单位:百万元)	28876	30395	30906	33339	35365
增长率(%)	-2.02%	5.26%	1.68%	7.87%	6.08%
归属母公司股东净利润(单位:百万元)	2510	1657	1377	1737	2342
增长率(%)	-33.41%	-34.00%	-16.90%	26.19%	34.81%
EPS(元/股)	0.51	0.57	0.42	0.57	0.73
销售毛利率	31.27%	28.36%	25.71%	26.23%	27.48%
净资产收益率(ROE)	10.02%	6.58%	5.16%	6.25%	8.02%
市盈率(P/E)	4	13	13	10	8
市净率(P/B)	0.65	0.59	0.44	0.40	0.44
市销率(P/S)	0.52	0.54	0.54	0.50	0.47

资料来源:公司财务报表,中国银河证券研究院整理及预测(股价为2020年8月10日收盘价)

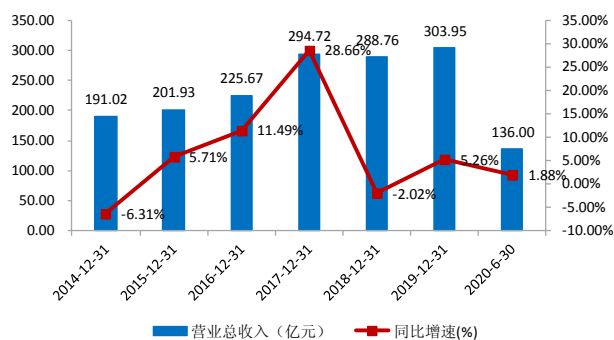
表 2: 可比公司最新估值情况

	境内可比公司						均值	中位数
	太阳纸业	山鹰纸业	博汇纸业	华泰股份	景兴纸业			
PE	10	6	(90)	9	18	11	9	
PB	1.50	0.99	1.92	0.59	0.78	1.16	0.99	
PS	1.00	0.60	1.24	0.36	0.65	0.77	0.65	
	境外可比公司						均值	中位数
	国际纸业	WESTROCK	DOMTAR	PH 格拉特 费尔	美世国际			
PE	21	9	129	-37	4	25	9	
PB	2.02	0.64	0.53	1.31	0.80	1.06	0.80	
PS	0.63	0.40	0.23	0.76	0.28	0.46	0.40	

资料来源:Wind,中国银河证券研究院整理

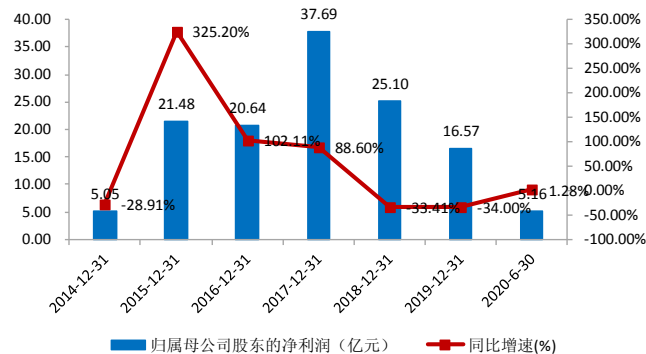
2.公司整体经营运行状况跟踪

图 1: 2014-2020H1 营业收入(亿元)及同比(%)



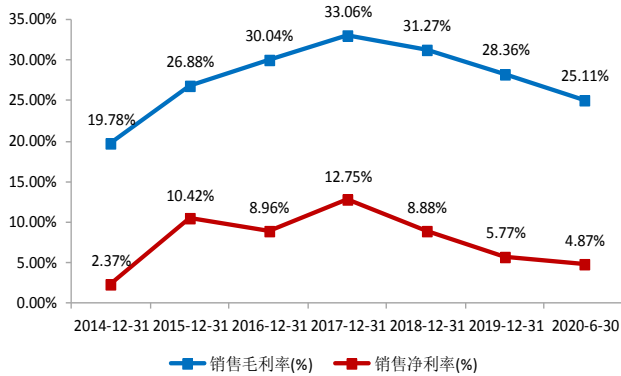
资料来源:公司公告,中国银河证券研究院整理

图 2: 2014-2020H1 归母净利润(亿元)及同比(%)



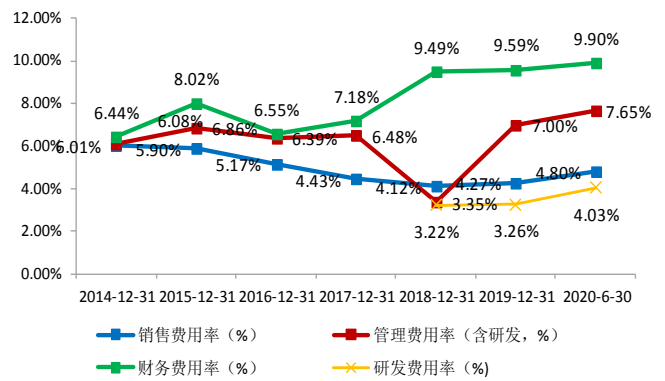
资料来源:公司公告,中国银河证券研究院整理

图 3: 2014-2020H1 毛利率(%)和净利率(%)变动情况



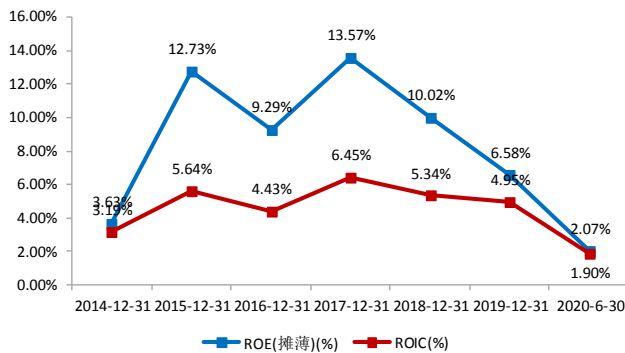
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 4: 2014-2020H1 费用率(%)变动情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 5: 2014-2020H1 ROE(%)及 ROIC(%)变动情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

3. 重大事项进展跟踪

表 3: 晨鸣纸业 2020 年第一季度至今重大事项进展

事件类型	内容
关于子公司收到政府补助的公告	<p>2020 年 5 月 28 日, 公司子公司寿光美伦纸业有限责任公司收到寿光市财政局《关于拨付专项资金的通知书》, 为支持企业发展, 寿光市财政局拨付寿光美伦补助资金人民币 2,000 万元。截至公告披露日, 上述补助资金已经全部到账。</p> <p>2020 年 7 月 2 日, 公司及下属公司上海晨鸣融资租赁有限公司于 6 月 30 日收到四笔政府补助, 分别为:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1、根据寿财预指(2020)670 号文件, 寿光市财政局向公司拨付专项资金 4,415 万元, 以助推企业发展。 2、根据潍财工指(2019)13 号文件, 寿光市财政局、商务局针对公司前期培育利用外资新优势项目专项奖励 500 万元。 3、根据公司与寿光市羊口镇人民政府签订的合作协议以及寿财预(2014)29 号文件, 羊口镇人民政府向公司拨付补助金 1,998 万元。 4、上海晨鸣租赁收到上海财政局拨付的专项扶持资金 1,130 万元。 <p>截至公告披露日, 上述补助资金 8,043 万元已经全部到账。</p>
关于收到政府补助的公告	
关于控股子公司收到环保迁建补偿款的进展公告	<p>2020 年 7 月 3 日, 为推进武汉经济技术开发区转变经济发展方式, 实现节能减排, 公司控股子公司“武汉晨鸣汉阳纸业股份有限公司”与武汉经济技术开发区管委会、湖北省汉阳造纸厂、武汉工业国有控股集团控股公司签订《武汉晨鸣老厂环保迁建协议书》及《武汉晨鸣老厂搬迁补偿协议书》, 公司分别于 2012 年 12 月 5 日、2013 年 12 月 25 日分别</p>

披露了《关于控股子公司淘汰落后产能的公告》及《关于控股子公司收到迁建补偿款的提示性公告》。近期，武汉市土地储备中心武汉经济技术开发区分中心与武汉晨鸣签订了《武汉晨鸣老厂搬迁补偿补充协议》，按照补充协议约定，5.33 亿元补偿款已拨付到公司账户中。

2020 年 7 月 6 日，为肯定公司下属子公司湛江晨鸣浆纸有限公司在节水减排和气味治理方面的卓越表现，表彰湛江晨鸣在促进广东省经济高质量发展和污染防治工作中所做出的突出贡献，湛江市人民政府近期对湛江晨鸣给予两笔环保奖励资金共计 2,936 万元。分别为：

关于湛江晨鸣收到环保奖励的公告

- 1、湛江市工业和信息化局关于 2020 年省级促进经济高质量发展专项支持企业奖励资金 2,836 万元。
- 2、湛江市工业和信息化局关于 2020 年省级打好污染防治攻坚战专项资金奖励 100 万元。截至公告披露日，上述奖励资金已经全部到账。

关于 2020 年 A 股限制性股票激励计划授予登记完成的公告

2020 年 7 月 9 日，公司完成了 2020 年 A 股限制性股票激励计划限制性股票的授予登记工作。1、授予日：限制性股票的授予日为 2020 年 5 月 29 日；2、授予价格：2.85 元/股；3、授予人数及数量：本激励计划授予的激励对象共计 111 人，授予限制性股票数量共计为 7,960 万股。

关于控股子公司增资扩股暨引进战略投资者的公告

2020 年 7 月 18 日，为积极稳妥地降低公司资产负债率，优化资本结构，增强公司整体资本实力和竞争力，公司控股子公司寿光美伦纸业有限责任公司拟引进东兴证券投资有限公司进行增资扩股，增资金额为人民币 3 亿元。本次增资完成后，山东晨鸣纸业集团股份有限公司/潍坊晨融新旧动能转换股权投资基金 合伙企业（有限合伙）/东兴证券投资有限公司分别持有寿光美伦纸业有限责任公司 87.40%/7.60%/5% 的股份。

关于黄冈晨鸣建设二期项目的公告

2020 年 8 月 10 日，公司发布公告称将控股子公司黄冈晨鸣浆纸有限公司项目产业发展规划调整为浆纸一体化项目，与黄冈市人民政府签订《黄冈晨鸣二期项目建设协议书》。黄冈晨鸣二期项目计划总投资 128 亿元，拟建设 4 条年产 150 万吨纸生产线（包含文化纸、白卡纸等品种，该项目全部采用原生浆造纸）、配套建设年产 52 万吨机械浆生产线、污水处理、热电联产项目及码头等，计划于 2020 年 12 月开工建设。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

4. 公司发展战略与经营计划情况跟踪

表 4: 晨鸣纸业 2018-2019 年年报中发展战略与经营计划情况跟踪(战略规划)

	2018 年对于 2019 年的规划	2019 年对于 2020 年的规划
发展战略	<p>晨鸣集团坚持绿色、低碳、循环、可持续发展的总基调，以《中国制造 2025 规划》为指导，以科学发展为主题，以提质增效为中心，以促进工业化与智能化深度融合为主线，进一步转方式、调结构，全面提升质量效益，全面提升管理水平，全面提升科技含量，全面提升幸福指数，全面提升品牌形象，推进公司做强做优做大，建成最具成长性的世界一流企业集团。</p> <p>(1) 转型升级战略：全面优化产业结构和区域布局，着力发展制浆、造纸、纤纺、林业、矿产等主导产业，构建协同高效的产业体系。</p> <p>(2) 绿色发展战略：坚持“林、浆、纸、纤、纱一体化”的经营思想，依靠技术进步、先进装备和严细管理，抓好清洁生产，发展循环经济，建设资源节约型、环境友好型企业标杆，在保护环境中谋</p>	<p>晨鸣集团坚持绿色、低碳、循环、可持续发展的总基调，以《中国制造 2025 规划》为指导，以科学发展为主题，以提质增效为中心，以促进工业化与智能化深度融合为主线，进一步转方式、调结构，全面提升质量效益，全面提升管理水平，全面提升科技含量，全面提升幸福指数，全面提升品牌形象，推进公司做强做优做大，建成最具成长性的世界一流企业集团。</p> <p>转型升级战略：全面优化产业结构和区域布局，着力发展制浆、造纸、林业等主导产业，构建协同高效的产业体系。</p> <p>绿色发展战略：坚持浆纸一体化的经营思想，依靠技术进步、先进装备和严细管理，抓好清洁生产，发展循环经济，建设资源节约型、环境友好型企业标杆，在保护环境中谋求发展，在科学发</p>

求发展，在科学发展中提高环保水平，实现经济效益与环境效益的“双赢”。

(3) 国际化经营战略：立足中国，辐射全球，依托中国“一带一路”战略，加快“走出去”步伐，深化国际交流合作，逐步扩大海外市场。

(4) 卓越运营战略：以“高效管理、调整结构、开创市场、严控风险”为管理方针，不断强化生产运营、市场营销、财务成本和项目建设的全过程管理，有效整合系统资源，不断提高企业管理水平和盈利能力。

(5) 人才强企战略：健全人才培养、引进、使用、激励机制，积极培养高端型、复合型、创新型、国际化人才队伍，为把晨鸣建设为最具成长性的世界一流企业提供支撑。

(6) 和谐发展战略：全面加强企业文化建设，全心全意关爱员工，积极履行企业社会责任，提升经济、社会、环境综合价值创造能力，塑造晨鸣良好形象，努力建设和谐企业。

经营计划

2019年工作的总体要求是：牢牢贯彻“高效管理、调整结构、开创市场、严控风险”的新十六字工作方针，充分发扬“发现问题、迅速解决”的企业作风，以经济效益为中心，全面提高企业管理水平，推动企业高质量发展。具体措施如下：

1、狠抓企业管理，改变当前局面：①认真落实召开周例会，企业管理中心将发挥统筹协调作用，按时组织、召开各部门周例会并形成会议纪要，重大问题及时汇报，对各部门提出的意见和问题进行有效解决。②发挥部门职能作用，明确各部门检查内容，每周进行检查，对各部门的工作研究整改方案，落实责任考核。③进一步落实创新管理的新做法，确保每个单位落到实处。贯彻落实各层级具体办法和工作措施，并严格执行。将月考核变为周考核，确保见到成效。

2、狠抓经营管理，实现新突破：①强化提升经营管理的应对能力，随时掌握市场信息，学习、研究、运用竞争对手好的做法，并进一步建立完善市场应对的有效机制。加强内部管理，着力抓好各层级每天工作主要措施的落实，严格检查与考核；分层级开好每周会议，研究解决工作中的重点、难点问题。牢牢抓住经营工作的主要指标，重点在主要指标上狠下功夫，确保各项指标全面提高。②加大海外业务的营销能力，进一步完善海外营销架构，新成立多个海外分公司，增加销售人员，增加海外发货量，纳入相关人员的绩效考核范畴。③加强代理商的管理，切实站在代理商的角度，支持代理商做大做强。提升合作的层级，全面提升整个代理商的合作水

展中提高环保水平，实现经济效益与环境效益的“双赢”。

国际化经营战略：立足中国，辐射全球，依托中国“一带一路”战略，加快“走出去”步伐，深化国际交流合作，逐步扩大海外市场。

卓越运营战略：以“高效管理、调整结构、开创市场、严控风险”为管理方针，不断强化生产运营、市场营销、财务成本和项目建设的全过程管理，有效整合系统资源，不断提高企业管理水平和盈利能力。

人才强企战略：健全人才培养、引进、使用、激励机制，积极培养高端型、复合型、创新型、国际化人才队伍，为把晨鸣建设为最具成长性的世界一流企业提供支撑。

和谐发展战略：全面加强企业文化建设，全心全意关爱员工，积极履行企业社会责任，提升经济、社会、环境综合价值创造能力，塑造晨鸣良好形象，努力建设和谐企业。

2020年是公司发展的转折之年，公司上下牢固树立“稳健经营、高质量发展”新的经营理念，秉承“创新管理、强化技能、重点突破、持之以恒”的工作方针，发扬“发现问题、迅速解决”的企业作风，狠抓基础管理，全面提升企业管理水平，努力开创企业高质量发展的新局面。具体措施如下：

1、进一步强化金融板块管理

一是加强授信管理、深化银企合作，重点加大与政策性银行、国有银行、股份银行合作；二是优化融资结构，降低资产负债率，落实好债转股、新旧动能转换基金、持续压缩融资租赁业务规模；三是加强资金计划管理，提高资金的使用效率；四是加强团队建设和学习培训，引进高端人才，拓宽融资渠道，提升整个团队的业务水平，确保各项工作有序推进。

2、进一步提升销售工作质量

坚持“目标到人、时间限定、分清责任、狠抓落实”新的经营管理理念，强化调度职能，提升业务技能，完善考核激励，进一步调动全体人员的积极性。一是强化分配考核，明确考核导向，对重点指标进行考核；二是提升调度水平，把三级调度机制作为提升业绩指标的重要手段；三是狠抓重点业务，进一步推进厂商银业务，加大业务合作量；四是加强团队建设，做好人才考察、使用；五是加强风险及法律知识培训，提升风险控制能力。

3、进一步提高生产管理水平

平。

3、**狠抓生产管理，取得新成效：**①**狠抓结构调整。**生产系统必须全力配合支持经营做好产品结构调整，做好已开发品种的增量，同时继续研究开发其他高效益品种，完成产量既定目标。加大出口纸、高机械浆品种、本色纸、高档特种纸等高利润品种产量，提质增效。②**狠抓基础管理。**全面落实集团研究制定的各层级主要工作措施，每周评价考核。完善好各层级培训教材，由主要负责人组织授课，严格落实考评，切实提升各层级的管理水平和实际操作技能。重新梳理修订生产管理制度、流程，做到简单、有效、易行；全面排查完善生产过程机控报警，提高生产调度、管理和操作的自动化水平，规范管理并提高效率。

③**严抓定岗定员。**对标国际一流同行业，提高设备自动化、信息化程度，强化员工技能提升，完成定岗定员目标。

④**重点抓好新项目的投产工作。**黄冈晨鸣要迅速成为公司新的效益增长点。寿光美伦化学浆项目要精心组织试车，尽快达产达效。寿光美伦要充分利用自制浆成本优势，提高经济效益。海鸣矿业要进一步加强对新项目管理，确保二期项目全面建成投产，迅速提高当前企业的经营管理水平，提高盈利能力。

4、**狠抓财务金融管理，实现稳健运营：**①**强化融资管理，降低财务成本。**推动降负债融资工作，降低资产负债率，提高企业的抗风险能力；深化银企合作，重点加大与国有银行、政策性银行的合作，增加授信额度，降低财务费用。②**抓好金融运营，实现提质增效。**财务公司通过对内加大资金归集，对外扩大同业授信规模，提高资金归集率。

生产系统严格落实“稳定运行、提高产能、强化质量、降低成本”的理念，**狠抓基础管理，提高员工技能，确保生产管理水平得到大幅度提升。**一是夯实基础管理，严抓各层级管理，明确工作职责；二是对标一流同行业，通过提高设备自动化、信息化水平，整合岗位职责，降低人工成本；**三是提升业务技能，重点抓好生产操作、成本核算、产品质量及纸张印刷等相关知识培训；四是强化安全环保，加强环保设施运行管理，严格落实隐患排查、整改与考核，确保环保零事故；五是突出效益管理，优化产品结构，生产高附加值产品。**

4、**进一步提升企业管理效能**

针对当前管理中存在的问题，我们坚持“夯实基础、严抓考核、提升技能、协调服务”的管理理念，全面提升企业管理水平。一是**狠抓基础管理**，组织对公司制度进行全面梳理，做到简单、有效；二是**完善考核激励**，组织完善各单位绩效考核办法；三是**强化服务协调**，牢牢树立管理服务协调意识，积极主动、高度负责的开展工作；四是**引进优秀人才**，加强业务培训。

5、**进一步加强供应链管理**

坚持“夯实基础、提升技能、高效服务、降本增效”供应链管理理念，狠抓供应链建设，拓宽业务领域，提升服务质量，创造效益。一是**夯实基础管理**，大力推动采购信息系统建设，有效构建规范采购管理体系；二是**提升业务能力**，强化采购人员综合素养，提升业务水平；三是**创新采购模式**，与金融机构及第三方开展供应链金融业务合作，发挥核心企业规模优势，提升供应链竞争力；四是**抓好重点业务**，重点抓靠源头采购工作，优化供应商队伍及采购渠道，降低采购成本；五是**强化物流管理**，拓展多式联运业务，利用自有资源优势，开发深层次物流合作领域。

风险提示

- 1、政策的风险；
- 2、市场波动的风险；
- 3、产能过剩与需求放缓的风险；
- 4、原材料价格波动的风险；
- 5、环保政策变动的风险；
- 6、融资租赁业务的风险。

- 1、政策的风险；
- 2、市场波动的风险；
- 3、产能过剩与需求放缓的风险；
- 4、原材料价格波动的风险；
- 5、环保政策变动的风险；
- 6、融资租赁业务的风险。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

注：其中删除线内容为相较针对2019年的业务规划，针对2020年不再提及的内容；加粗内容为针对2020年的新补充部分。

5.公司前十大股东情况跟踪

表 5: 晨鸣纸业前十大股东情况 (更新自 2020 年半年报)

排名	股东名称	方向	持股数量 (万股)	持股数量变 动(万股)	占总股本比 例(%)	持股比例变 动(%)	股本性质
1	晨鸣控股有限公司	不变	44539.61	-	14.93	-0.40	国有法人
	HKSCC	减少	37332.56	-3.03	12.51	-0.34	境外法人
2	NOMINEES LIMITED						
3	晨鸣控股(香港) 有限公司	不变	36413.16	-	12.20	-0.34	境外法人
4	中央汇金资产管理 有限责任公司	不变	6020.69	-	2.02	-0.05	国有法人
5	陈洪国	增加	3108.00	2000.00	1.04	0.66	境内自然人
6	香港中央结算有限 公司	增加	2343.41	520.21	0.79	0.33	境外法人
	VANGUARD TOTAL	增加	1460.32	146.32	0.49	0.06	境外法人
7	INTERNATIONAL STOCK INDEX FUND						
8	VANGUARD EMERGING MARKETS STOCK INDEX FUND	减少	1312.19	-5.45	0.44	0.31	境外法人
9	陈穗强	增加	1280.00	52.97	0.43	0.05	境内自然人
10	全国社保基金四一 八组合	新进	1263.39	1263.39	0.42	-0.40	其他
合计			135073.33		45.27		

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

注: 表中出现未增减持股份但持股比例减少的情况是由于公司 2020 年 A 股限制性股票股权激励计划致使公司总股本增加至 29.84 亿股所致。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

李昂，商贸零售行业分析师。2014 年 7 月加盟银河证券研究院从事社会服务行业研究工作，2016 年 7 月转型商贸零售行业研究。英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士。

唯董，商贸零售行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn

