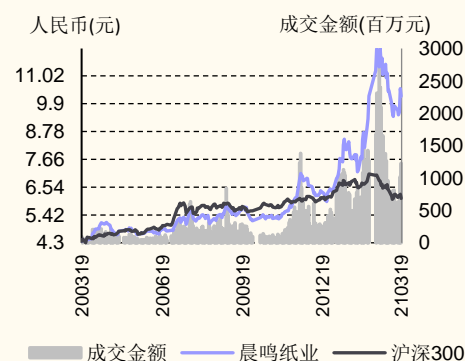


市场价格(人民币): 10.20元
 目标价格(人民币): 15.80-15.80元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	29.84
已上市流通A股(亿股)	16.59
流通港股(亿股)	5.28
总市值(亿元)	304.39
年内股价最高最低(元)	12.12/4.34
沪深300指数	5007
深证成指	13606



浆纸一体龙头，高业绩弹性标的

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	28,876	30,395	30,583	36,814	37,803
营业收入增长率	-2.02%	5.26%	0.62%	20.37%	2.69%
归母净利润(百万元)	2,510	1,657	2,110	3,637	3,712
归母净利润增长率	-33.41%	-34.00%	27.34%	72.41%	2.06%
摊薄每股收益(元)	0.864	0.570	0.707	1.219	1.244
每股经营性现金流净额	4.81	3.77	1.11	3.15	3.22
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.02%	6.58%	9.50%	14.92%	13.95%
P/E	6.49	8.92	14.43	8.37	8.20
P/B	0.65	0.59	1.37	1.25	1.14

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

■ 短期受益文化纸&白卡纸景气度上行。成本推动型涨价潮下，短期需求预期、细分赛道的竞争格局优劣是决定下游涨价弹性、成本传导强度的关键因素。从细分纸种来看：文化纸和白卡纸最为受益。

①文化纸：需求边际向好+产业链补库驱动 2021 吨盈利上行。3 月教材招标+党政印刷需求（预计增量 6%-8%）催化短期景气度抬升，当前双胶纸均价较 1 月初提涨 2000 元/吨，涨幅达 37%，预计上半年景气度保持较好。中长期伴随全球经济复苏带来的出口需求恢复，预计未来三年文化纸供需较稳定。公司当前文化纸产能超 400 万吨，预计 2021 年增厚毛利 15 亿元。

②白卡纸：优秀格局下高价保持维稳，2021 吨盈利有望进一步扩大。受益供需格局改善及行业集中度较高（CR4 超 80%），年内纸价有望保持高位，当前白卡纸均价较 1 月初+2700 元/吨，涨幅达 38%，预计行业白卡吨毛利超 2000 元/吨。白板替代、出口增长、以纸代塑将保障白卡行业长期需求高景气度。公司当前白卡纸产能近 200 万吨，预计 2021 年增厚毛利 9 亿元。

■ 浆价上行周期下，浆纸一体化布局提高业绩弹性。当前产业链利润正由下游向上游转移，晨鸣作为拥有 430 万吨浆产能的造纸龙头，有望借助资源优势充分享受造纸环节提价红利，进一步增厚利润。公司当前木浆自供比率 72%，相较同业头部公司低于 60%的自供率优势凸显。根据测算，在商品浆、纸均提价 400-600 元/吨（税后）的假设下，公司净利率同比提升 +5.6~9pct，比无自供浆企业净利率提升幅度高 5-7pct。

■ 压缩融资租赁规模，聚焦造纸主业，财务与经营风险逐渐出清。2019 年公司新签订融资租赁合同金额仅 20 亿元，剩余本金余额 137 亿元，至 1H2020 融资租赁资产占总资产比重降至 19.4%。此外，公司采取债转股、出售债权等一系列措施加快剥离进程，有息负债逐期降低，资本结构持续优化，财务与经营风险有望边际弱化，强化整体盈利能力稳定性。

投资建议与估值

■ 我们预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.71、1.22 和 1.24 元，当前股价对应 PE 为 14.4/8.4/8.2 倍，公司是国内林浆纸一体化龙头，聚焦造纸主业，我们采用市盈率相对估值法，给晨鸣 2021 年 13X 估值，对应目标价 15.8 元，给予“买入评级”。

风险提示

■ 纸品提价不及预期的风险；原材料价格大幅波动风险；融资租赁坏账风险；现金流恶化的风险

姜浩 分析师 SAC 执业编号: S1130520040003
 jianghao@gjzq.com.cn

尹新悦 联系人

投资要件

■ 关键假设

1. 收入端

1) 白卡纸业务:

当下白卡供需关系紧张，吨价已创新高，高集中度下年内纸价高位有望保持，考虑未来三年以纸代塑和消费升级拓展白卡市场空间，供求有望长期维稳。我们预测白卡纸 2020/2021/2022 年均价同比 +200/+700/-50 元。2020/2021/2022 年营收同比 13.2%/+14.9%/-0.9%。

2) 双胶纸业务:

考虑建党 100 周年带来 2021 年党政类刊物集中释放推升行业上半年行业景气度，后续综合考虑全球经济回暖，产能释放等因素，我们预测双胶纸 2020/2021/2022 年均价同比+160/+350/-40 元，2020/2021/2022 年营收同比-4.1%/+38.3%/-0.7%。

3) 铜版纸业务:

考虑纸浆提涨拉高铜版纸定价，铜版纸高集中度下供应格局较优，我们预测铜版纸 2020/2021/2022 年均价同比+40/+340/-70 元，预计 2020/2021/2022 年营收同比+3.8%/+6.7%/+22.6%。

4) 融资租赁业务:

考虑到公司聚焦主业，后续有望持续压缩融资租赁业务规模，我们预计 2020/2021/2022 年融资租赁业务营收同比-40%/-13%/-10%。

2. 毛利率

木浆价格持续攀升，公司木浆自给率稳步提升，已基本实现浆纸一体化，成本优势明显。考虑较高的集中度给予龙头议价空间，我们预计 2020/2021/2022 年白卡纸业务毛利率为 22.2%/29.5%/28.3%；双胶纸业务毛利率为 26.3%/+28.1%/+28.5%；铜版纸业务毛利率为 27.4%/29.5%/27.5%。考虑融资租赁业务高毛利模式，预计 2020/2021/2022 年该项业务毛利率为 90%/90%/90%。

3. 费用预测:

1) 2020-2022 年销售费用率预测：考虑到公司配套物流服务的投入使用，我们预计 2020/2021/2022 年销售费用率为：4.5%/4.3%/4.3%。

2) 2020-2022 年管理费用率预测：伴随公司聚焦主业，管理资源投放更加合理有效，预计 2020/2021/2022 年管理费用率为 3.7%/3.6%/3.5%。

3) 2020-2022 年研发费用率预测：4.0%/4.0%/3.8%，研发费用绝对值分别为 12.20/14.59/14.26 亿元。

4) 考虑到公司融资租赁业务每年计提减值损失的不确定性，我们预测公司 2020/2021/2022 年资产减值损失项目为 4/3/3 亿元。

■ 估值和目标价格

我们选取相对估值法，并结合公司自身浆纸一体化前瞻的战略布局，认为 2021 年公司合理的市盈率为 13 倍，对应目标价 15.8 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

内容目录

投资要件	2
1、深耕造纸行业六十年，成就林浆纸一体化领军企业	6
1.1、坚定执行林浆纸一体化战略，纸、浆产能稳步提升	8
1.2、股权激励计划促进公司长远发展	9
2、短期文化+白卡纸景气度上行，中长期供需格局平稳	10
2.1、文化纸：短期建党 100 周年提振需求，中长期供需格局平稳	10
2.2、白卡纸：供需紧张下提价加速，高集中度下高价有望维稳	14
3、浆价上行周期下，浆纸一体化布局提高业绩弹性	19
3.1、全国化产能布局，未来扩产路径清晰	19
3.2、一体化战略凸显成本优势，提价带动业绩弹性释放	20
4、压缩融资租赁业务，报表质量改善预期显著	24
4.1、积极剥离融资租赁业务，缓解财务风险	24
4.2、资本结构逐步优化，有息负债降低	27
盈利预测和投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级	28
盈利预测	28
投资建议	30
风险提示	31

图表目录

图表 1：晨鸣纸业自创立以来的发展历程	6
图表 2：2019 年重点造纸企业产量前 10 名企业	6
图表 3：2001-2020-3Q 晨鸣纸业营收及增速	7
图表 4：2001-2020-3Q 晨鸣纸业净利润及增速	7
图表 5：晨鸣纸业业务横向发展过程	7
图表 6：晨鸣纸业产品种类及营收分布	8
图表 7：2019 年晨鸣纸业营收结构	8
图表 8：2019 年晨鸣纸业毛利润结构	8
图表 9：晨鸣纸业造纸产能与制浆产能	9
图表 10：晨鸣与同业公司人均创收（万元/人）比较	9
图表 11：晨鸣与同业公司人均创利（万元/人）比较	9
图表 12：限制性股票解除限售业绩条件	10
图表 13：公司按照股权激励需要达到的净资产收益率与毛利率水平	10
图表 14：重点文化纸企业 2019 年毛利率逐季提升	11
图表 15：2019 年 3 月起文化纸景气度回暖且全年景气度保持较好	11
图表 16：双胶纸企业库存天数	11
图表 17：2019 年起造纸业固定投资完成额累计同比持续为负	12
图表 18：美国、欧元区制造业 PMI 环比持续修复	12

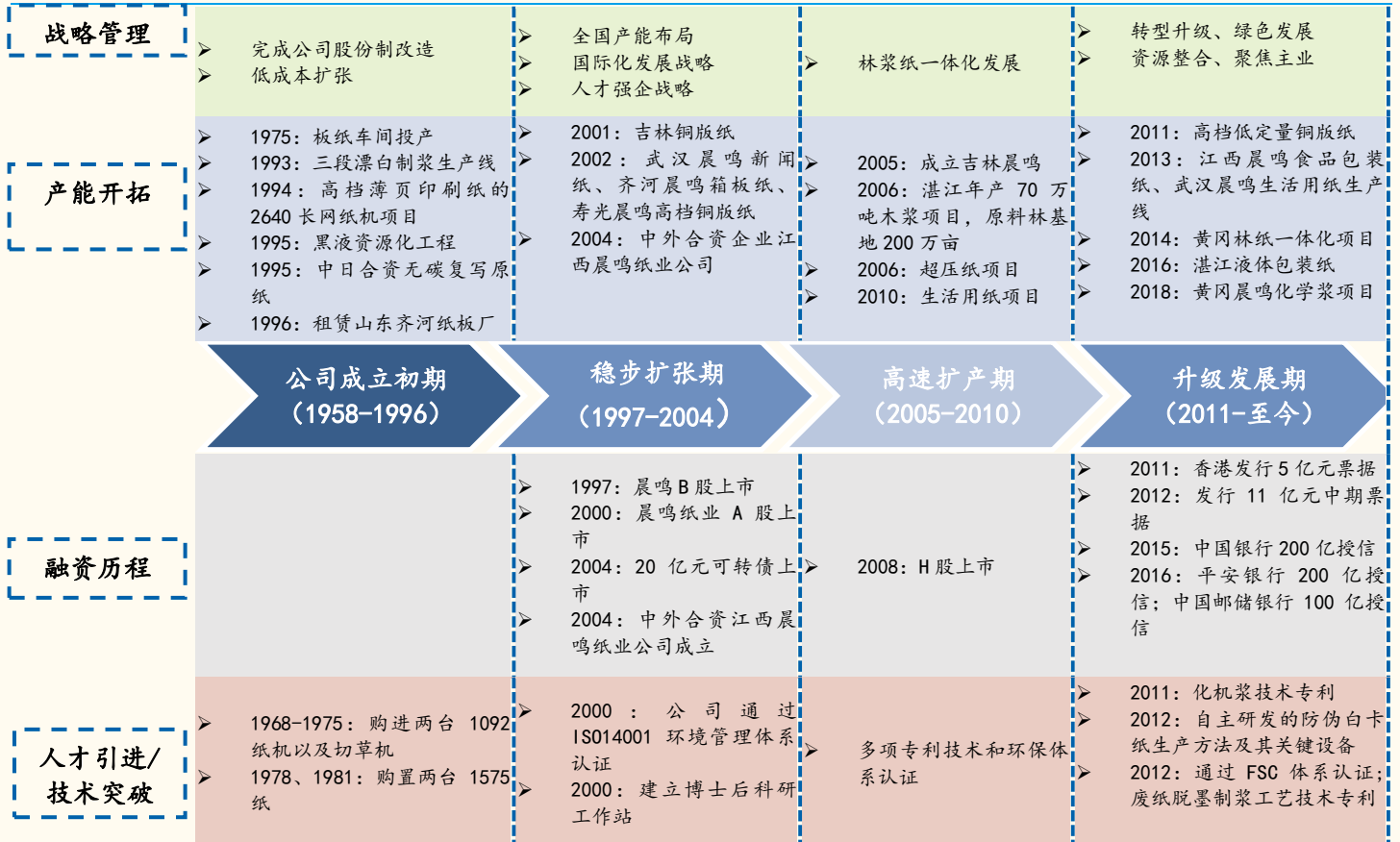
图表 19: 2021-2023 重点纸企文化纸新增产能分布	12
图表 20: 当前双胶纸企业竞争格局.....	13
图表 21: 当前铜版纸企业竞争格局.....	13
图表 22: 2021-2023 年双胶纸供需格局推演	13
图表 23: 2020 年 4 月开始双胶纸进口量攀升	14
图表 24: 2020H2 以来, 从印尼占双胶纸进口比例超 80%	14
图表 25: 2020 年双胶纸由净出口转为净进口	14
图表 26: 2020 年 9 月以来白卡纸吨纸毛利超 2000 元/吨	15
图表 27: 2020 年 4 月以来白卡纸开工负荷率整体保持高位	15
图表 28: 国内白卡纸库存天数进入下行区间	16
图表 29: 白卡纸月度企业库存量 (万吨)	16
图表 30: 白卡纸表观消费量呈上升态势	16
图表 31: 过去 5 年白卡纸需求复合增速居各纸种首位	16
图表 32: 白卡纸下游细分行业需求分布	17
图表 33: 白卡纸年度净出口量及增速.....	17
图表 34: 白卡纸行业集中度为各纸种最高.....	18
图表 35: 白卡纸行业 CR4 超过 80%.....	18
图表 36: 2021-2023 年白卡纸供需格局推演	19
图表 37: 公司主要造纸及自供浆产能分布.....	19
图表 38: 晨鸣木浆自供率超过 70%.....	20
图表 39: 晨鸣上游资源优势相较同业公司更为显著	20
图表 40: 2023 年公司自制浆产能有望达 510 万吨.....	20
图表 41: 当前浆价仍处于上行区间.....	21
图表 42: 晨鸣自制浆相较外购浆拥有更低的成本.....	21
图表 43: 晨鸣毛利率中枢高于其他浆纸系企业	21
图表 44: 低成本自制浆每年可为企业节约 30 亿以上	21
图表 45: 晨鸣机制纸毛利率表现出较强韧性	22
图表 46: 晨鸣文化纸毛利率处于行业领先水平	22
图表 47: 晨鸣铜版纸业务毛利率优势明显.....	22
图表 48: 14-18 年晨鸣白卡纸毛利率优势明显	22
图表 49: 公司净利率敏感性分析	23
图表 50: 无自制浆条件下企业净利率敏感性分析.....	23
图表 51: 晨鸣单吨人工成本较博汇、太阳更低	23
图表 52: 公司财务费用率处于高位.....	24
图表 53: 信用减值损失风险加大	24
图表 54: 筹资活动现金流入增加	25
图表 55: 2018 年以前公司经营活动净现金流不稳定	25
图表 56: 近年融资租赁公司合同签订与投放规模显著减少	25
图表 57: 公司融资租赁合同本金余额逐步压缩	25

图表 58: 1Q-3Q2020 公司投资活动净现金流转正	26
图表 59: 公司采取多举措聚焦主业、去债务化	26
图表 60: 公司融资租赁业务资产逐渐收缩	27
图表 61: 有息负债呈下降趋势	28
图表 62: 公司负债结构逐渐改善	28
图表 63: 公司主要业务营收及毛利率预测	30
图表 64: 可比公司估值	31

1、深耕造纸行业六十年，成就林浆纸一体化领军企业

晨鸣纸业成立于 1958 年，历经六十余年的发展，现已成为以造纸为主业，金融、矿业、林业、物流等协同发展的大型企业集团。公司造纸业务涵盖高档胶版纸、白卡纸、铜版纸、生活纸等系列，截至 2019 年底公司拥有造纸产能 680 万吨，自制木浆产能 430 万吨。其中双胶纸产能居全国首位，铜版纸、白卡纸产能居全国第二、第三名。2001 至 2019 年，公司营收规模从 24 亿元提升至 304 亿元，复合增速为 15.12%；净利润从 2 亿元提升至 18 亿元，复合增速达到 13.47%。

图表 1：晨鸣纸业自创立以来的发展历程



来源：公司官网，国金证券研究所

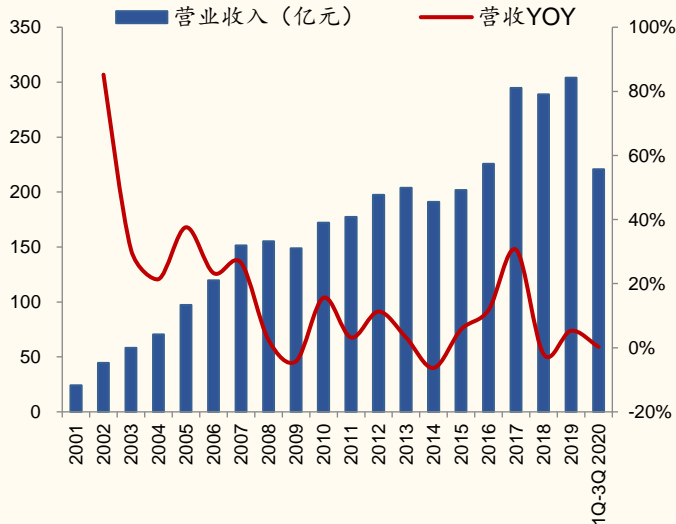
图表 2：2019 年重点造纸企业产量前 10 名企业

序号	单位名称	产量（万吨）		
		2018 年	2019 年	同比 %
1.	玖龙纸业（控股）有限公司	1394.00	1502.00	7.75
2.	理文造纸有限公司	563.17	593.00	5.30
3.	山东晨鸣纸业集团股份有限公司	456.72	515.00	12.76
4.	山东太阳控股集团有限公司	459.73	499.40	8.63
5.	山鹰国际控股股份公司	463.21	473.59	2.24
6.	华泰集团有限公司	313.64	307.70	-1.89
7.	中国纸业投资有限公司	290.00	277.50	-4.31

8.	宁波中华纸业有限公司(含宁波亚洲浆纸业有限公司)	252.11	261.86	3.87
9.	江苏荣成环保科技股份有限公司	220.97	252.00	14.04
10.	山东博汇集团有限公司	175.22	235.26	34.27

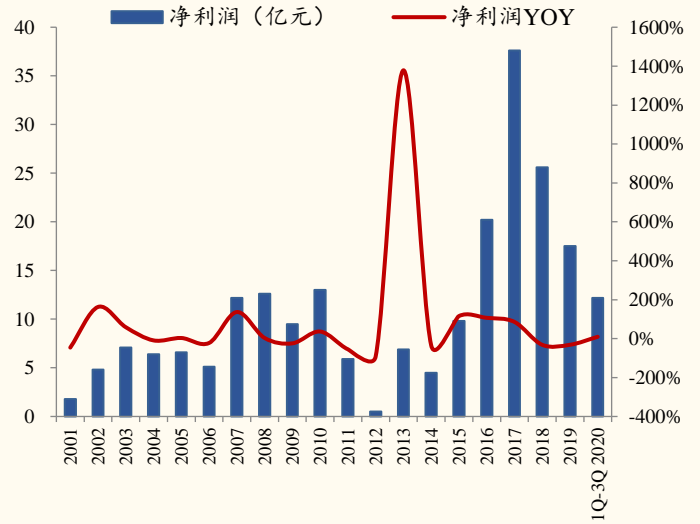
来源：中国造纸协会，国金证券研究所

图表 3: 2001-2020-3Q 晨鸣纸业营收及增速



来源：国金证券研究所

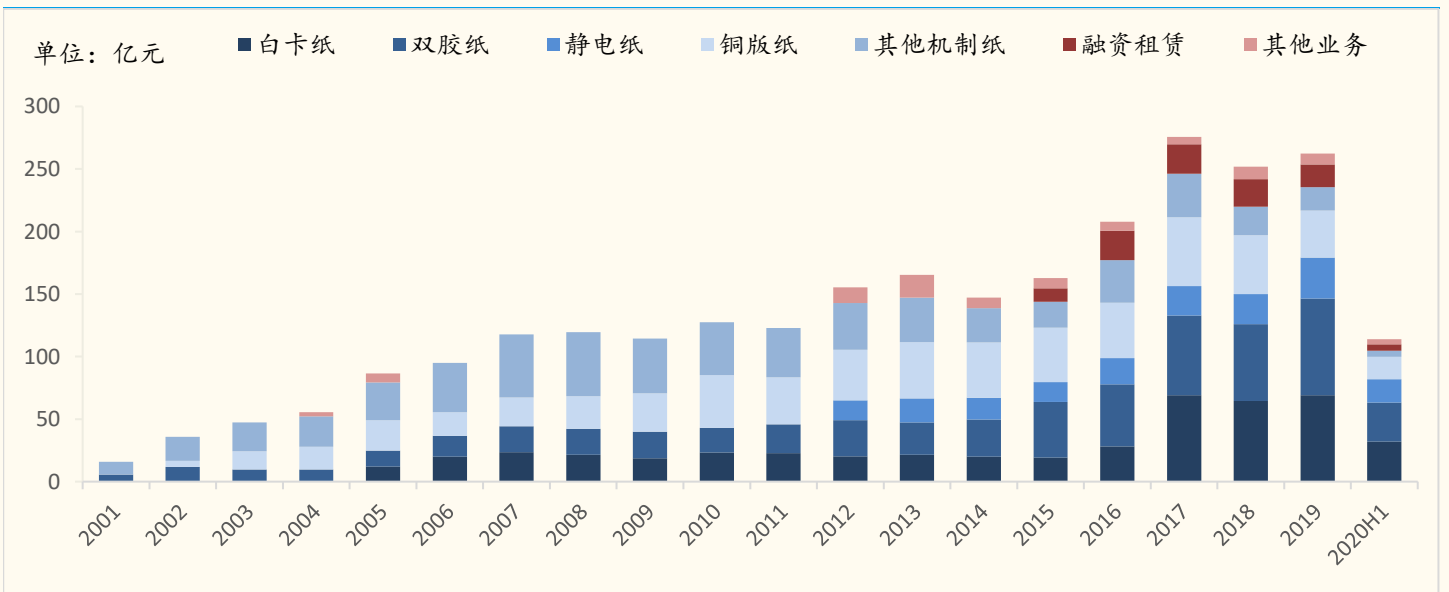
图表 4: 2001-2020-3Q 晨鸣纸业净利润及增速



来源：国金证券研究所

从多元化布局到聚焦造纸主业，稳步推进内生增长。晨鸣以造纸业务起家，2012年起开启融资租赁、镁矿、化工等多元化布局，2018年起公司开始聚焦造纸主业，主攻双胶纸、白卡纸、铜版纸等高品质纸种，市场份额不断提升。2020年H1机制纸业务营收115.6亿元，占比84.99%。

图表 5: 晨鸣纸业业务横向发展过程



来源：公司公告，国金证券研究所

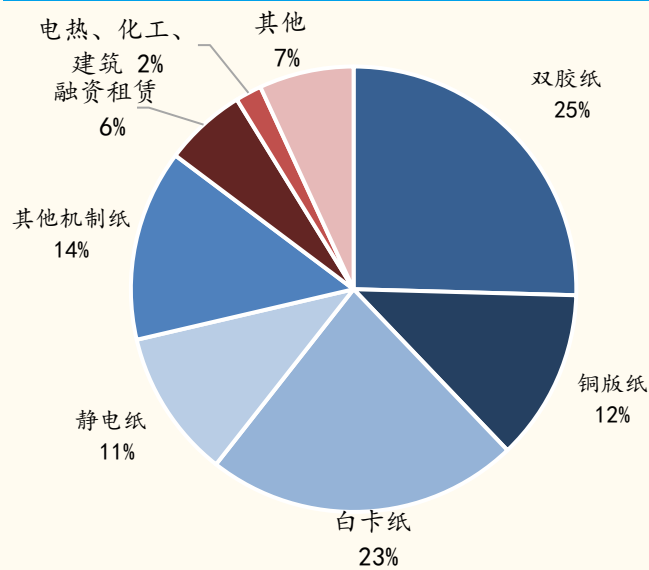
图表 6: 晨鸣纸业产品种类及营收分布

产品类别	主要产品	用途	2019 产能 (万吨)	2020H1 营收 (亿元)	2020H1 营收占比
双胶纸	高档双胶纸 松厚度纯质 静电高档双胶纸	用于杂志、期刊、儿童画册、教科书、彩色画报、广告宣传画、封面、商标等印刷	183	31.32	23.03%
铜版纸	单面铜版纸 双面铜版纸 亚光铜版纸	用于印刷高级书刊封面和插页、彩色画片、各种商品广告、商品包装、商标等	128	17.91	13.17%
白卡纸	铜版卡纸 晨鸣烟卡 液包卡纸	用于制造高档礼盒、化妆品盒、中高档烟包印刷、吊牌、手提袋、饮料包等	196	31.89	23.45%
静电纸	—	—	97	18.69	13.74%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

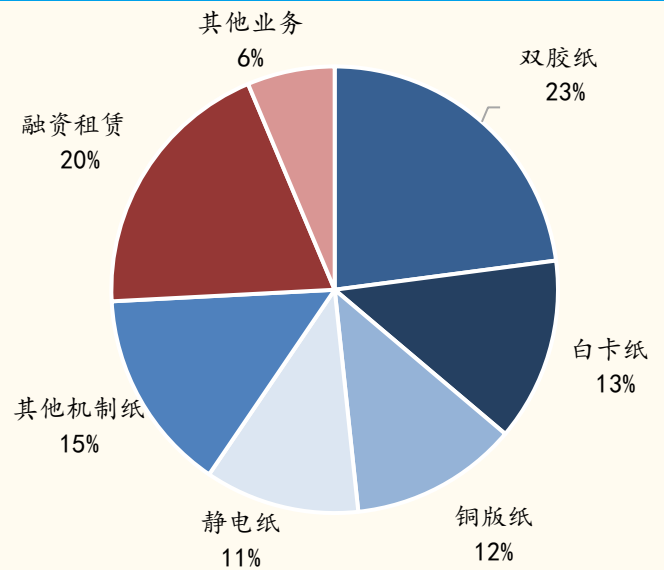
文化纸、白卡纸为主要利润来源。拆分收入及毛利润结构, 双胶纸、铜版纸、白卡纸是公司主营纸种, 2019 年, 文化纸(双胶+铜版)、白卡纸营收占比分别为 37%、23%, 毛利润占比分别为 35%、13%。融资租赁业务占比逐年递减, 2019 年营收占比为 6%, 毛利润占比为 20%。

图表 7: 2019 年晨鸣纸业营收结构



来源: WIND, 国金证券研究所

图表 8: 2019 年晨鸣纸业毛利润结构

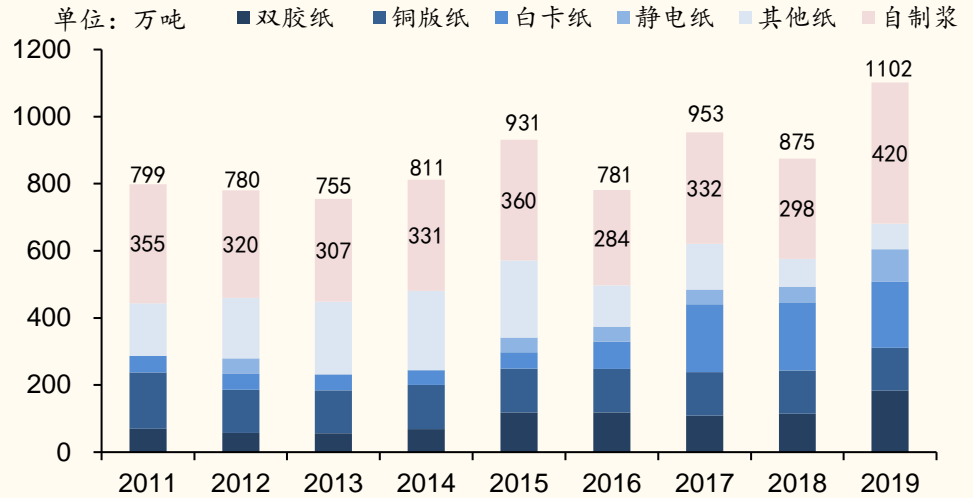


来源: WIND, 国金证券研究所

1.1、坚定执行林浆纸一体化战略, 纸、浆产能稳步提升

- **造纸产能:** 造纸产能从 2011 年的 472 万吨提升至 2019 年的 681 万吨, 复合增速 4.7%。其中, 静电纸、白卡纸的生产销售主要分布于广东, 铜版纸、文化纸等的生产销售分布于寿光美伦。
- **制浆产能:** 制浆产能从 2011 年的 355 万吨提升至 2019 年的 420 万吨, 复合增速为 2.1%。随着湛江、黄冈、寿光等制浆生产线布局的完善, 公司自供浆产能不断增加, 不断夯实上游资源基础。

图表 9: 晨鸣纸业造纸产能与制浆产能

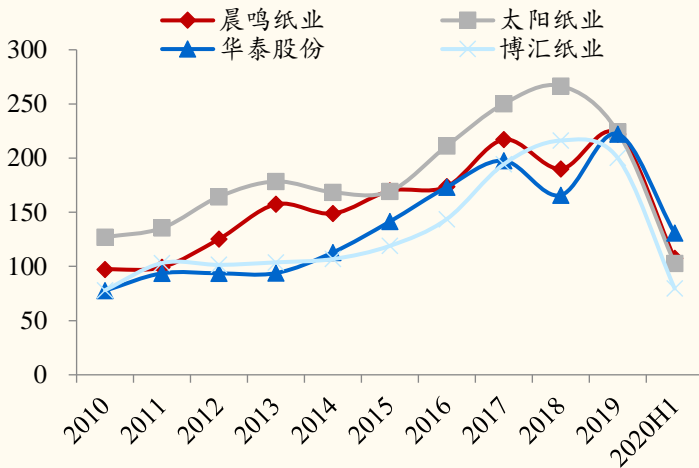


来源: 公司公告, 国金证券研究所

1.2、股权激励计划促进公司长远发展

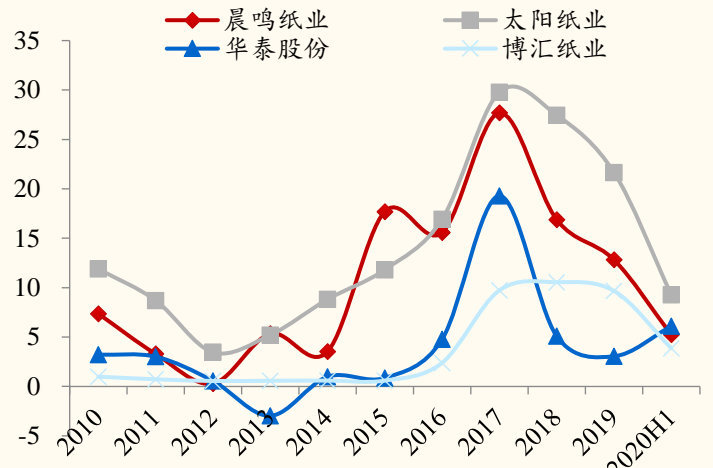
公司人均创收从 2010 年的 97 万元/人提升至 2019 年的 222 万元/人, 复合增速 9.6%; 人均创利从 2010 年的 7 万元/人提升至 2019 年的 13 万元/人, 复合增速 6.3%。

图表 10: 晨鸣与同业公司人均创收 (万元/人) 比较



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 11: 晨鸣与同业公司人均创利 (万元/人) 比较



来源: 公司公告, 国金证券研究所

股权激励聚焦盈利能力考核, 明确公司中期发展路径。2020 年 3 月, 晨鸣纸业拟向公司高管及核心技术骨干共 120 人实施股权激励计划。限制性股票解除限售业绩条件为: 2021-2023 年净资产收益率分别不低于 5.5%/ 6%/ 6.5%, 销售毛利率分别不低于 22%/ 23%/ 24%, 主营业务收入占营业收入比重不低于 90%。此次股权激励聚焦于对企业盈利能力的考核, 将更加充分调动员工积极性, 释放运营潜力。

图表 12: 限制性股票解除限售业绩条件

解除限售期	业绩考核条件
第一个解除限售期	①2021 年度净资产收益率不低于 5.5%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平②2021 年销售毛利率不低于 22%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平③2021 年度主营业务收入占营业收入比重不低于 90%。
第二个解除限售期	①2022 年度净资产收益率不低于 6.0%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平②2022 年销售毛利率不低于 23%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平③2022 年度主营业务收入占营业收入比重不低于 90%。
第三个解除限售期	①2023 年度净资产收益率不低于 6.5%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平②2023 年销售毛利率不低于 24%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平③2023 年度主营业务收入占营业收入比重不低于 90%。

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 13: 公司按照股权激励需要达到的净资产收益率与毛利率水平

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
净资产收益率 (%)	15.0	9.5	6.6	7.3	5.5	6.0	6.5
毛利率 (%)	33	31	28	30	22	23	24

来源：公司公告，国金证券研究所

2、短期文化+白卡纸景气度上行，中长期供需格局平稳

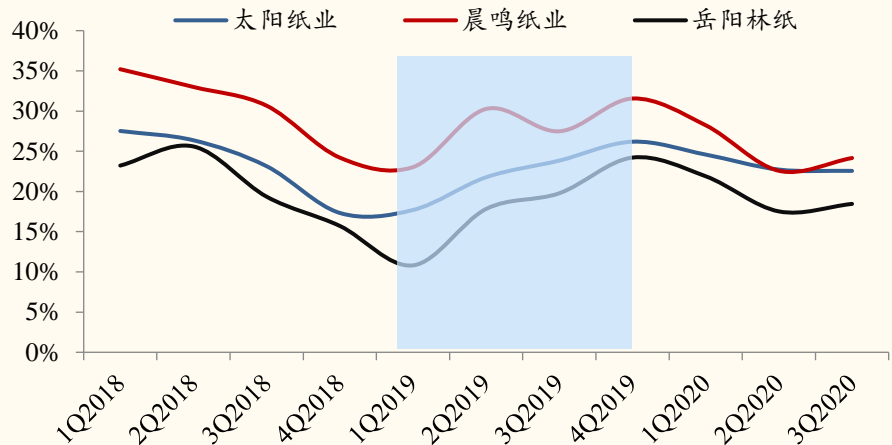
2.1、文化纸：短期建党 100 周年提振需求，中长期供需格局平稳

文化纸需求边际向好+产业链补库驱动 2021 吨盈利上行。3 月教材招标+党政印刷需求（预计增量 6%-8%）催化短期景气度抬升，当前双胶纸均价较 1 月初提涨 2000 元/吨，涨幅达 37%，预计上半年景气度保持较好。中长期伴随全球经济复苏带来的出口需求恢复，预计未来三年文化纸供需较稳定。公司当前文化纸产能超 400 万吨，预计 2021 年增厚毛利 15 亿元。

2.1.1 短期：建党 100 周年催化 2021H1 文化纸景气度持续向上

回溯 2019 年建国 70 周年之际，文化纸价格自 2019 年 3 月起顺利拉涨，从 5900 元/吨提涨至 6 月的 6300 元/吨，需求端的高景气叠加良好的供给格局下，企业库存天数呈下滑趋势，6 月起在上游原料木浆价格下跌的情况下纸价仍较为坚挺，11 月提涨至 6550 元/吨，全年文化纸景气度呈向上态势。

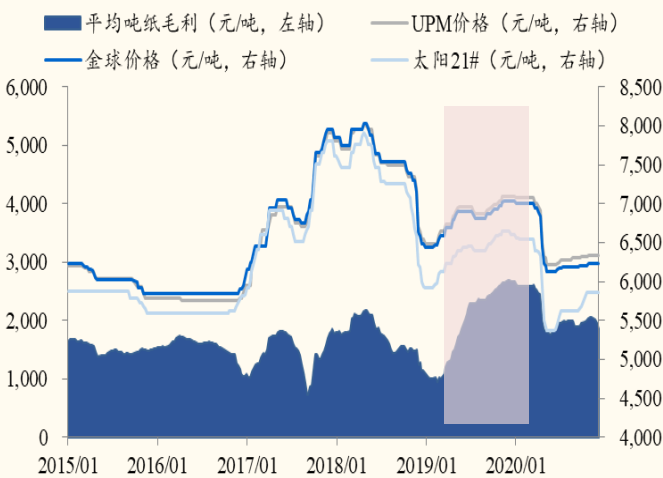
图表 14: 重点文化纸企业 2019 年毛利率逐季提升



来源: WIND, 国金证券研究所

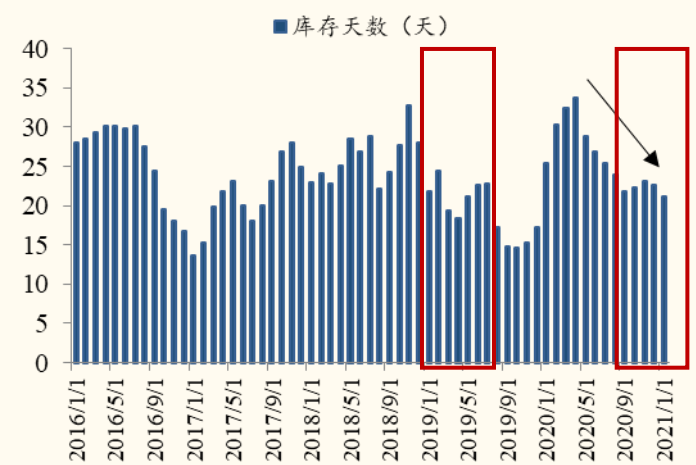
2021 年建党 100 周年+教材招标提振上半年景气度。党政类刊物出版预计全年带来增量需求 50-70 万吨左右, 占文化纸中的双胶纸表观消费量的 6-8%。考虑到党政类出版物需求有望于 3-5 月份集中释放, 叠加 3 月教材招标订单的集中到来, 短期需求催化推动 2021 年上半年文化纸景气度加速回暖。2020 年 6 月下旬以来, 双胶纸价格开始企稳回升, 吨纸毛利平稳提升, 当前双胶纸均价 7400 元/吨, 较 1 月初+2000 元/吨, 涨幅达 37%。

图表 15: 2019 年 3 月起文化纸景气度回暖且全年景气度保持较好



来源: RISI, 国金证券研究所

图表 16: 双胶纸企业库存天数



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

2.1.2 中长期: 未来三年文化纸供需格局平稳

2019 年以来造纸行业固定资产投资持续下滑。2019 年国内造纸行业固定资产投资完成额同比-11.4%, 2020 年国内造纸固定资产投资完成额同比持续下滑 5.1%, 预示 2021-2022 年国内造纸新增产能较少, 整体供给端压力较小。

图表 17: 2019 年起造纸业固定资产投资完成额累计同比持续为负

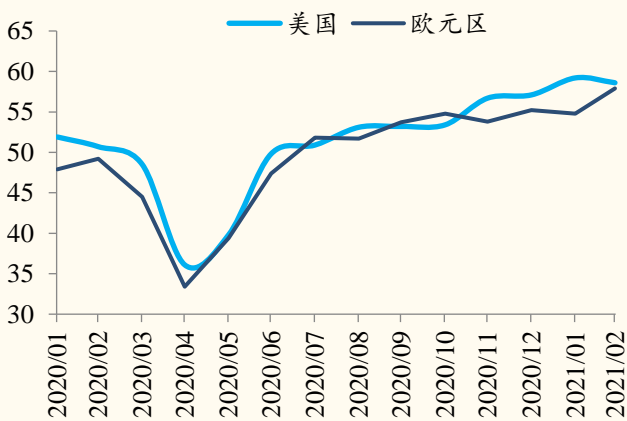


来源: Wind, 国金证券研究所

从三年供需视角来看，双胶纸供需格局较为平稳。根据纸业联讯统计，预计 2021-2023 年双胶纸新增产能 434 万吨，考虑到落后产能的退出淘汰，未来三年新增供给增量预计达 112 万吨。从出口角度，2019 年及之前中国是文化纸净出口国家，2019 年未涂布印刷书写纸与涂布印刷纸净出口量分别为 31/138 万吨。2020 年我国双胶纸/铜版纸净出口分别为 -33/44 万吨，同比下降 106%/53.7%。2020 年 11 月双胶纸进口量占表观消费量达 15%，显著高于历史 5% 的平均水平。

进口文化纸主要来自印度尼西亚的金光纸业，金光在东南亚的主要出口产能过去销往欧美地区，2020 年由于欧美疫情爆发，欧美文化纸需求减少，而中国二季度宏观经济开始修复，部分低价进口纸流入国内。我们预计伴随疫苗的接种，欧美疫后经济加速恢复，美国、欧元区制造业 PMI 恢复情况较好，欧美文化纸需求预计逐步修复，这部分海外产能有望重新流回欧美地区，从进口角度进一步减轻中国文化纸的供给端压力。同时伴随海外需求的修复，预计未来三年文化用纸净出口有望逐步恢复，假设未来 3 年双胶纸出口量净增加 100 万吨。综合来看，预计未来三年国内文化纸仍将保持相对良性的供求关系。

图表 18: 美国、欧元区制造业 PMI 环比持续修复



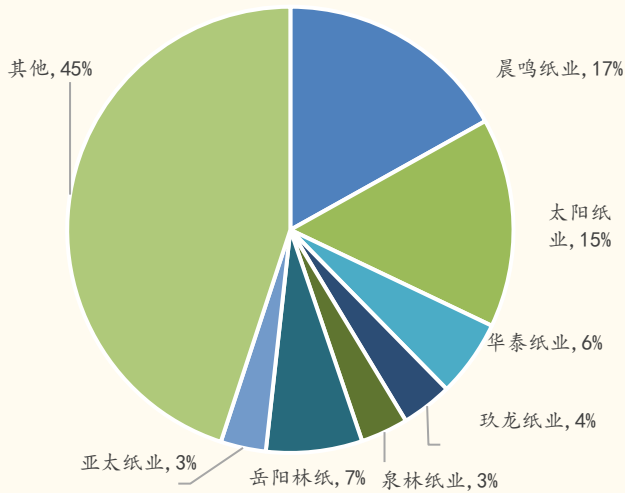
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 19: 2021-2023 重点纸企文化纸新增产能分布

企业	规模 (万吨)	预计投产时间	地点
博汇纸业	45	2021 上半年	山东淄博
太阳纸业	55	2021 下半年	广西北海
天和纸业	16	2021 年	山东泰安
奥海纸业	20	2021 下半年	山东日照
亚太森博	45	2022 年	山东日照
	90	2022 年	广东江门
泰盛集团	30	2021 下半年	福建南平
	20	2021 及以后*	四川乐山
岳阳林纸	45	2022 下半年	湖南岳阳
联盛纸业	40	2023 上半年	福建漳浦
晨鸣纸业	35	2022 及以后*	湖北黄冈
	18	2022 及以后*	

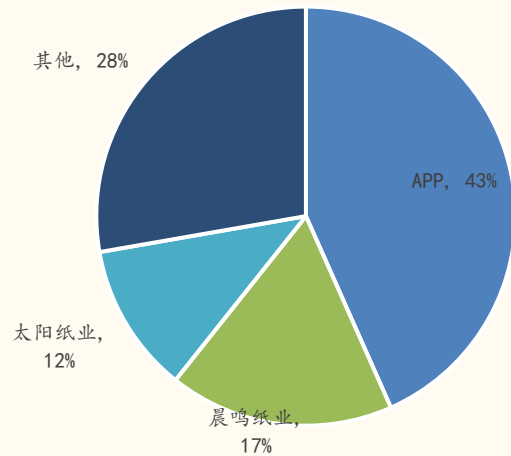
来源: RISI, 国金证券研究所

图表 20: 当前双胶纸企业竞争格局



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所整理

图表 21: 当前铜版纸企业竞争格局



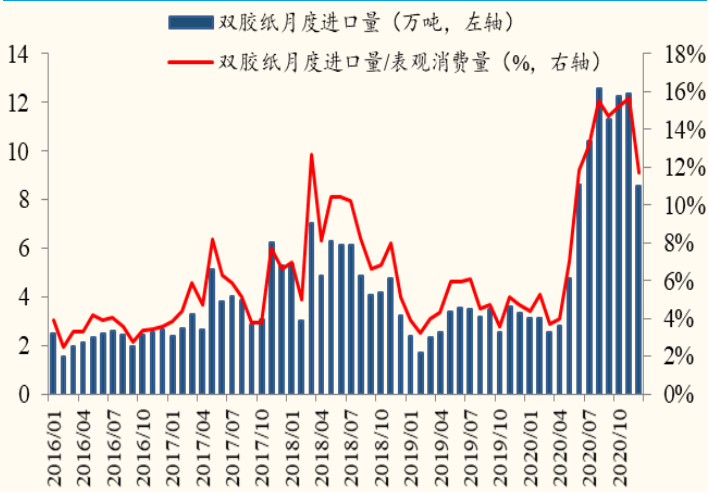
来源: 卓创资讯, 国金证券研究所整理

图表 22: 2021-2023 年双胶纸供需格局推演

供给端 (三年口径):	
2021-2023 理论新增产能 (万吨)	434
开工率	75%
2021-2023 有效新增产能 (万吨)	326
减: 落后产能淘汰 (万吨)	213.6
△供给量 (万吨)	112
需求端 (三年口径):	
自然增长需求量 (万吨)	0
△净出口量 (万吨)	100
△需求量 (万吨)	100
△(供给-需求) (万吨)	12

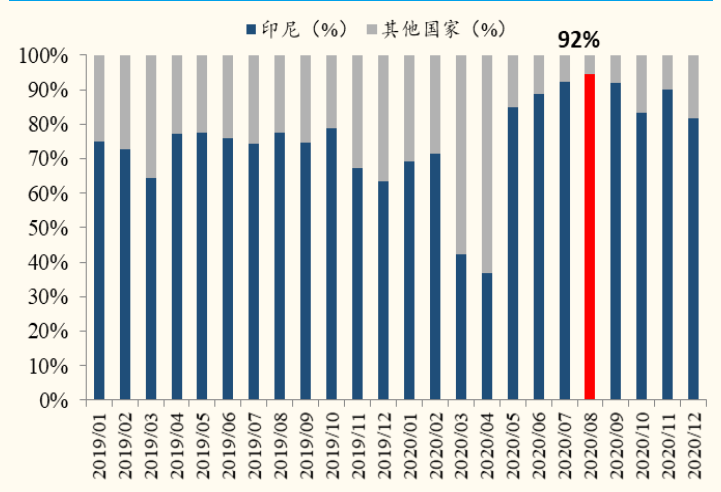
来源: 国金证券研究所测算; 假设: 落后产能每年淘汰量=每年产量/折旧年限平均数, 双胶纸折旧平均年限 25 年; 自然增长需求量 0 万吨

图表 23: 2020 年 4 月开始双胶纸进口量攀升



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

图表 24: 2020H2 以来, 从印尼占双胶纸进口比例超 80%



来源: 海关总署, 国金证券研究所

图表 25: 2020 年双胶纸由净出口转为净进口

净出口量	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
未涂布印刷书写纸	86.0	65.0	81.0	46.0	-1.0	31.0	-33.0
涂布印刷纸	150.0	128.0	146.0	131.0	101.0	138.0	
铜版纸	98.0	84.0	100.0	90.0	74.0	95.0	44.0

来源: 国金证券研究所; 注: 2020 年未涂布印刷书写纸进出口数据仅包括双胶纸, 不含其它非涂布印刷书写纸。

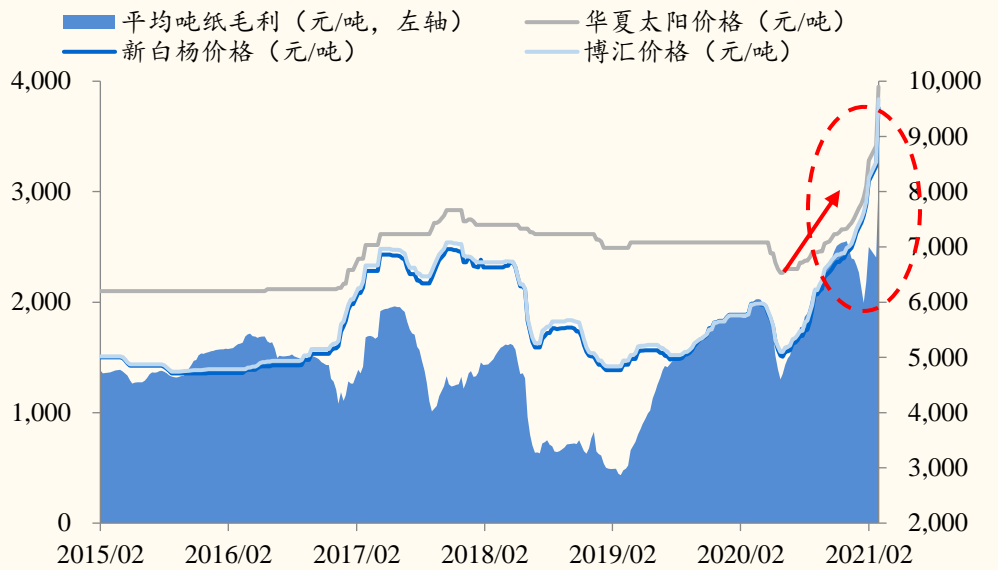
2.2、白卡纸: 供需紧张下提价加速, 高集中度下高价有望维稳

白卡纸优秀格局下高价保持维稳, 2021 吨盈利有望进一步扩大。受益供需格局改善及行业集中度较高 (CR4 超 80%), 年内纸价有望保持高位, 当前白卡纸均价较 1 月初+2700 元/吨, 涨幅达 38%, 预计行业白卡吨毛利超 2000 元/吨。白板替代、出口增长、以纸代塑将保障白卡行业长期需求高景气度。公司当前白卡纸产能近 200 万吨, 预计 2021 年增厚毛利 9 亿元。

2.2.1 成本端浆价上行, 催化白卡提价加速落地

根据 RISI 产业数据, 3 月初白卡纸价格进一步上调 1800 元/吨, 目前 250-400g 主流白卡到货价 10010 元/吨。白卡吨盈利已再次创新高。以晨鸣为代表的白卡纸企业由于使用自产化机浆, 并且前期已进行充足的木浆储备, 预计可以更大的享受提价带来的红利。我们预计当前白卡吨毛利超 2000 元/吨, 吨纸净利预计已超 1000 元/吨。

图表 26: 2020 年 9 月以来白卡纸吨纸毛利超 2000 元/吨

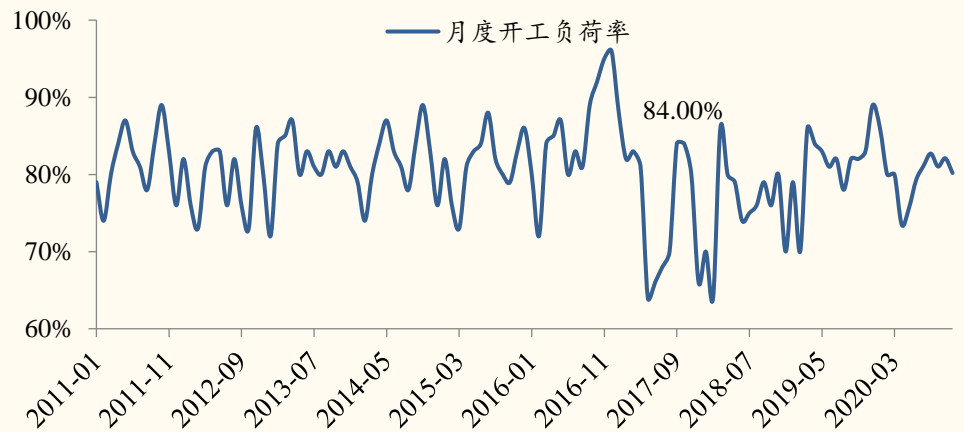


来源: RISI、国金证券研究所

2.2.2 高位开工率，库存降至平均水平，供应端弹性偏低

白卡目前开工率已接近峰值，供给端缺乏弹性。2020 年白卡纸企业开工负荷率于 4 月见底，5-6 月持续环比提升，7-12 月份开工率一直保持在 80% 以上。2021 年 2 月白卡纸行业开工负荷率 82.4%。回溯 2017 年白卡景气高峰之时，行业开工负荷率为 84%，当前开工率已接近峰值，白卡产能供给端已缺乏弹性。

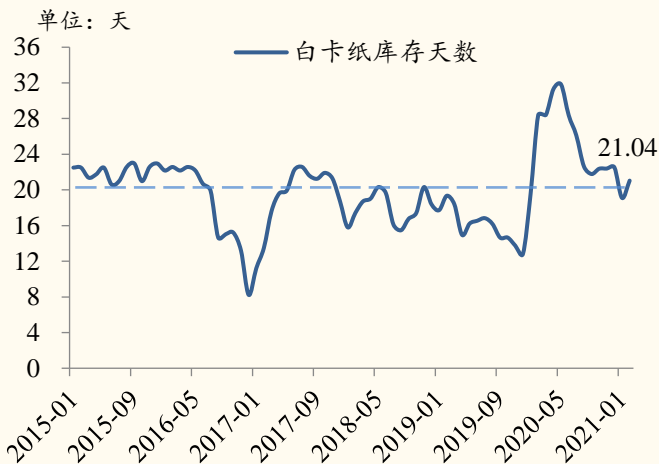
图表 27: 2020 年 4 月以来白卡纸开工负荷率整体保持高位



来源: 卓创资讯、国金证券研究所

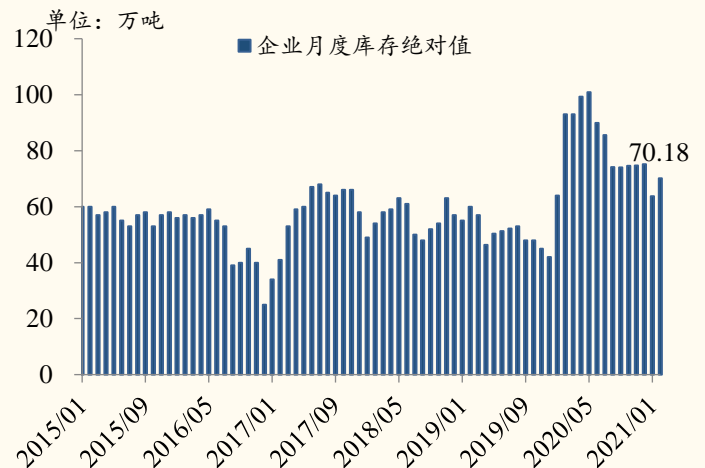
白卡库存已降至往期平均水平。库存角度，2 月白卡纸企业库存天数为 21 天，月度企业库存量为 70 万吨，已回落至历史均值附近。我们判断随着下游需求恢复，行业库存已处于下行周期底部，未来向上补库需求预期下，白卡纸提价有望加速落地。

图表 28: 国内白卡纸库存天数进入下行区间



来源: 卓创资讯、国金证券研究所

图表 29: 白卡纸月度企业库存量 (万吨)



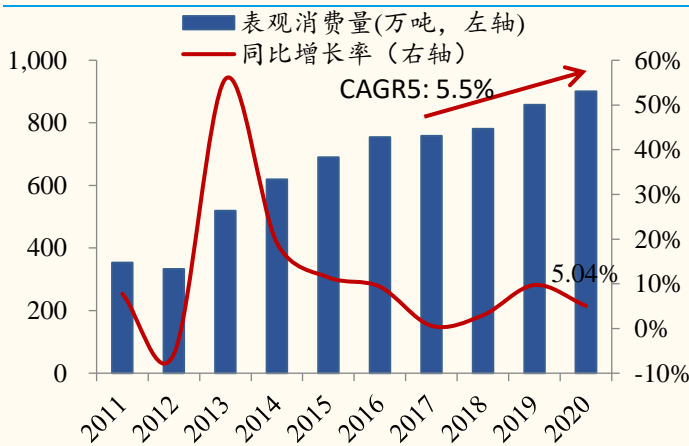
来源: 卓创资讯、国金证券研究所

2021 年上半年白卡纸价格创历史新高, 吨纸盈利有望持续保持上升趋势, 白卡供求关系边际上更为趋紧。目前 APP 位于宁波的 60 万吨白卡纸产能已经停机, 即 2021 年白卡行业实际产能将减少, 2021 年 4Q 白卡纸供给端新增产能 90 万吨 (太阳母公司 90 万吨), 假定按照 90 万吨生产线投产即满产的假设, 4Q 贡献产能 23 万吨, 预计 2021 年白卡行业整体产能净减少 37 万吨。因此 2021 年白卡供求关系边际变化大概率朝着更加紧张的方向发展, 涨价有望贯穿全年。

2.2.3 消费升级、出口增长、以纸代塑驱动需求端高景气

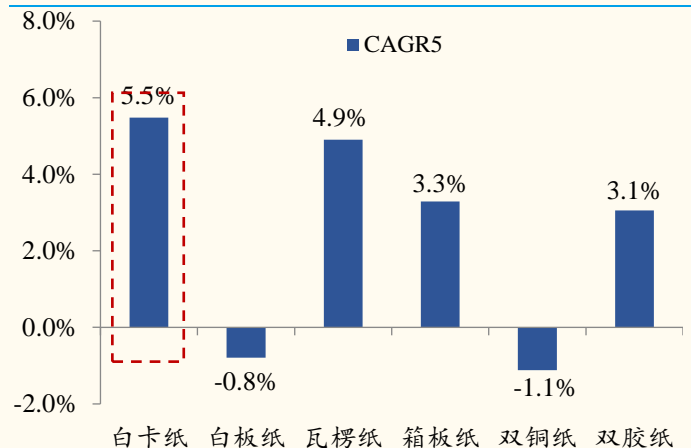
需求端来看, 过往 5 年, 白卡纸是成长性最好的大宗细分纸种。2020 年白卡的表观消费量为 900.7 万吨, 同比+5.0%, 过往 5 年的 CAGR 为 5.5%, 复合增速强于其他大宗纸种。我们认为令白卡保持良好成长性的核心驱动因素是国内的消费升级、出口增长、以纸代塑。

图表 30: 白卡纸表观消费量呈上升态势



来源: 卓创资讯、国金证券研究所

图表 31: 过去 5 年白卡纸需求复合增速居各纸种首位



来源: 卓创资讯、国金证券研究所

驱动力一: 高端消费占比的提升带动以白卡为基材的高档纸质包装需求快速增长。白卡下游主要分为三类:

- ① 刚需稳健型需求: 如药品 (35.5%)、食品包装 (13.9%)、香烟 (14.1%)
- ② 处于成长期的可选型需求: 如各类电子家用电器具 (1.0%)、化妆品 (1.2%)、具有替换趋势的餐饮包装类需求。
- ③ 处于成熟期的可选型需求: 如服装 (6.4%), 传统餐饮包装需求等。

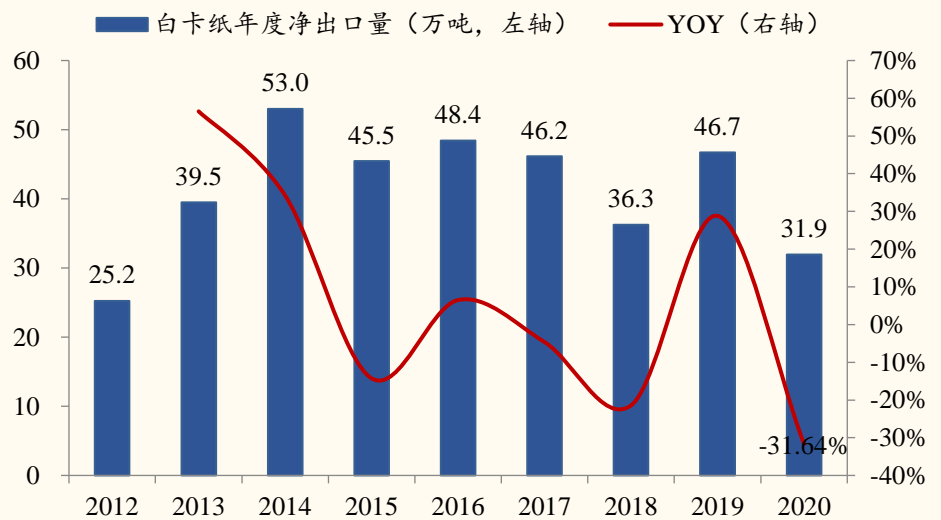
图表 32: 白卡纸下游细分行业需求分布

终端行业	社会卡	食品卡	烟卡
扑克牌纸	3.9%		
服装(包括吊牌等)	6.4%		
乳制品(液包等)		9.1%	
酒精类饮料	1.1%		
药品	35.5%		
香烟			14.2%
饮料(不包含酒精)		2.6%	
各类器具(电子类, 家用小电器类等)	1.0%		
化妆品	1.2%		
出版印刷	0.2%		
纸袋/购物袋类	1.5%		
食品包装类(方便面碗, 糕点, 冷饮等)	9.9%	4.0%	
餐饮服务类(汉堡盒, 咖啡杯等)		9.5%	
合计	60.6%	25.2%	14.2%

来源: 中国产业信息网, 国金证券研究所

驱动力二: 2021 年出口边际转暖进一步提振白卡需求。中国作为白卡纸净出口国家, 2020 年受疫情影响, 白卡纸年净出口 31.9 万吨, 同比下滑 31.6%。我们判断随着疫苗的推出和海外疫情后经济的修复, 2021 年白卡纸出口有望恢复增长。

图表 33: 白卡纸年度净出口量及增速



来源: 卓创资讯、国金证券研究所; 净出口量=出口量-进口量

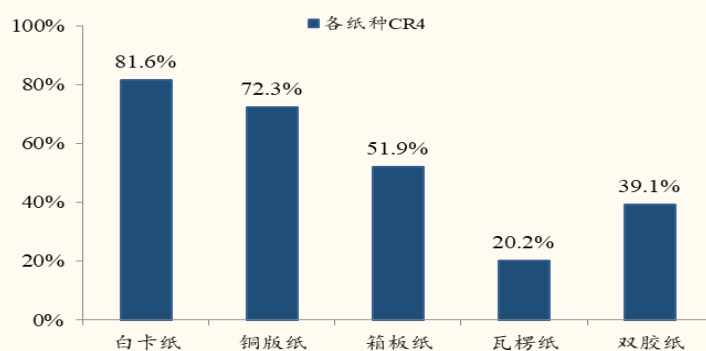
驱动力三: 充分受益以纸代塑。随着限塑令相关细化要求的落地实施, 加上人们环保意识的提升, 纸将会作为经济型、环保型的基材, 应用在终端消费端的包装中, “以纸代塑”成为行业发展的主要驱动。白卡性能优异, 将在纸塑取代中扮演重要角色, 需求前景广阔。

2.2.4 格局展望: 长期供需基本平衡, 价格战无虞

从供给格局来看, 白卡纸行业集中度在各细分纸种赛道中居于首位, CR4 超过 80%, 且前两名 APP 和博汇为同一实控人。良好的竞争格局决定了头部企业具有更强的定价权, 在行业旺季阶段具有更好的价格弹性, 同时在行业淡季阶段

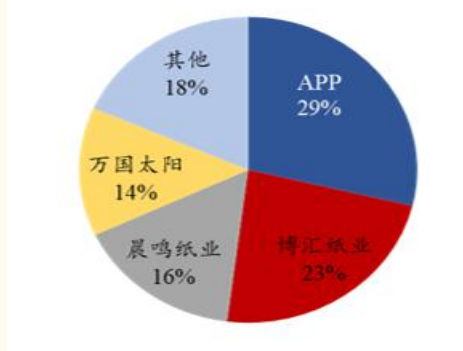
行业协同成本更低，带领行业限产保价，降低行业周期波动，不断抬高价格底部。

图表 34：白卡纸行业集中度为各纸种最高



来源：卓创资讯、国金证券研究所

图表 35：白卡纸行业 CR4 超过 80%



来源：卓创资讯、国金证券研究所

目前，市场对于 2022 年及以后的供求关系甚为担忧，主要基于行业高盈利之下的扩产带来新一轮的价格战。我们现在跟市场观点不同之处在于：以三年的视角，进行供求关系测算，我们认为 2021-2023 年白卡行业的供求关系将基本保持平衡，行业不会出现较为严重的产能过剩。

中长期供需格局推演：

供给端：基于我们对白卡纸需求驱动因素的假设判断，供给端看，我们预计 2021-2023 年白卡纸理论新增产能 560 万吨，（太阳 90 万吨、APP 180 万吨（2022 年广西）、APP 150 万吨（2023 年 9 月宁波，我们算 2023 年有效为 40 万吨）、仙鹤 30 万吨、新亚新乡 20 万吨、亚太森博 100 万吨、福建联盛 100 万吨，剔除 APP 宁波 60 万吨白卡迁回印尼，实际净增产能 500 万吨，按照 80% 的开工率计算，实际贡献产量 400 万吨。

需求端：我们假设白卡纸每年自然需求增量为 150 万吨，以纸代塑带来的增量需求以及白卡对白板纸替代带来的增量需求分别为 50 万吨、100 万吨，净出口增量 50 万吨，销量总计新增 350 万吨。

根据供需，综合测算的结果是 2023 年白卡供给端新增总量将超过需求端新增总量大致 50 万吨，即过剩 50 万吨，但按照 2023 年行业大致 1600 万吨的总产能计算，行业开工率只需要降低 3 个百分点，即可实现供求平衡，即行业整体开工率从 80% 降低至 77%，就能令行业保持良性的供求关系，实现共赢，我们认为这个产能利用率水平对于所有原有以及新进的白卡企业而言，都完全可以接受。

事实上，即便 APP 位于宁波的 150 万吨产能目前仍未确定将新建，即便确定新建，预计将于 2023 年 9 月投产，其实际的产能利用率在 4Q2023 年也无法达到 80%，因此 2021-2023 年我们认为白卡行业完全有望处于供求基本平衡的状态。2021 年往后看，白卡行业不存在引发价格之争的必要，这是从行业供求层面分析的结论。

图表 36: 2021-2023 年白卡纸供需格局推演

供给端（三年口径）：	
2021-2023理论新增产能（万吨）	560
减：落后产能淘汰	0
APP迁往印尼产能（2020年底）	60
开工率	80%
△供给量（万吨）	400
需求端（三年口径）：	
△自然增长需求量（万吨）	150
白卡对白板替代需求（万吨）	100
以纸代塑增量需求（万吨）	50
△净出口量（万吨）	50
△需求量（万吨）	350
△（供给-需求）（万吨）	50

来源：国金证券研究所测算；假设每年自然需求增长量 50 万吨

3、浆价上行周期下，浆纸一体化布局提高业绩弹性

浆价上行周期下，浆纸一体化布局提高业绩弹性。当前产业链利润正由下游向上游转移，晨鸣作为拥有 430 万吨浆产能的造纸龙头，有望借助资源优势充分享受造纸环节提价红利，进一步增厚利润。公司当前木浆自供比率 72%，相较同业头部公司低于 60% 的自供率优势凸显。根据测算，在商品浆、纸均提价 400-600 元/吨（税后）的假设下，公司净利率同比提升+5.6~9pct，较无自供浆的企业净利率提升幅度高 5~7pct。中长期角度，成本端波动性有望降低，进而提升估值中枢。

3.1、全国化产能布局，未来扩产路径清晰

全国化产能布局优势突出。公司当前拥有造纸产能 680 余万吨，预计随着黄冈项目的投产，公司造纸产能有望突破 1000 万吨。产能分布于华北、华中、华南等经济发达地区，有效降低运输成本。

图表 37: 公司主要造纸及自供浆产能分布

基地位置	产品名称	纸产能（万吨）	浆产能（万吨）
寿光	双胶纸	95.69	
	铜版纸	128	
	白卡纸	48.5	化学浆：112
	静电纸	2.8	化机浆：64
	其他机制纸	36.84	
黄冈	双胶纸	18	
	其他机制纸	5.4	化学浆：51
江西	轻涂纸	8	
	双胶纸	12	
	白卡纸	35	化机浆：25
	其他机制纸	15	
吉林	双胶纸	23.5	
	铜版纸	0.5	
	其他机制纸	6	化机浆：20
湛江	双胶纸	57	
	白卡纸	120	化学浆：90
	静电纸	43.5	化机浆：67
	其他机制纸	4.5	
	产能总计	680	430
在建项目	产品名称	新增纸产能（万吨）	新增浆产能（万吨）

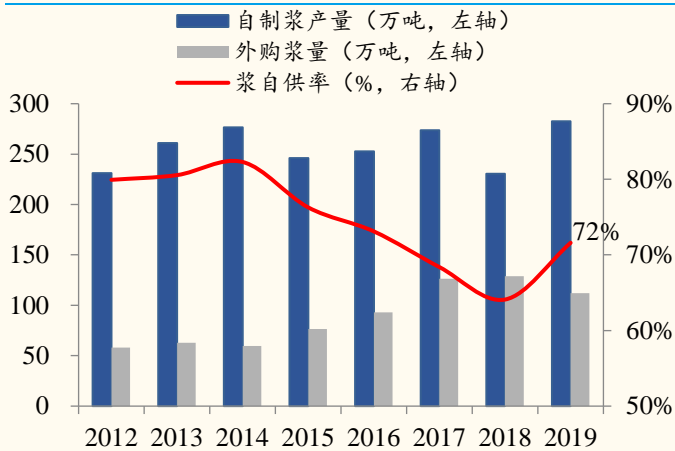
黄冈林纸一体化项目- 一期 (预计 2023 年投 产)	白卡纸 138 万吨 灰底白板纸 120 万吨 文化纸 35 万吨	293	化机浆: 80
黄冈林纸一体化项目- 二期	白卡纸 36 万吨 文化纸 18 万吨	54	化机浆: 25
	预计总产能	1027	535

来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.2、一体化战略凸显成本优势, 提价带动业绩弹性释放

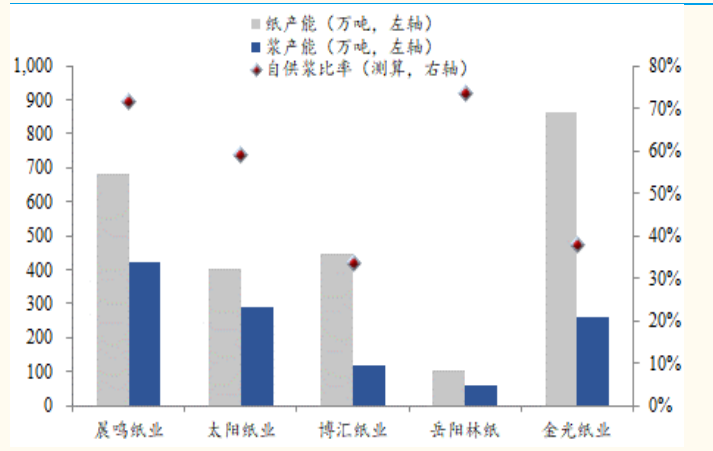
配套自供浆产能 430 万吨, 自供浆比例 72%。截至 2020 年底, 晨鸣拥有林地面积 85 万余亩, 自制浆产能达到 430 万吨, 木浆自供率达到 72%, 居于行业领先地位。未来伴随着黄冈项目投产, 企业还将增加 80 万吨化机浆产能, 木浆总产能有望超 500 万吨。

图表 38: 晨鸣木浆自供率超过 70%



来源: 公司公告, 国金证券研究所; 注: 2019 年外购量为根据自供率推算得出

图表 39: 晨鸣上游资源优势相较同业公司更为显著



来源: 公司公告, 国金证券研究所;

图表 40: 2023 年公司自制浆产能有望达 510 万吨

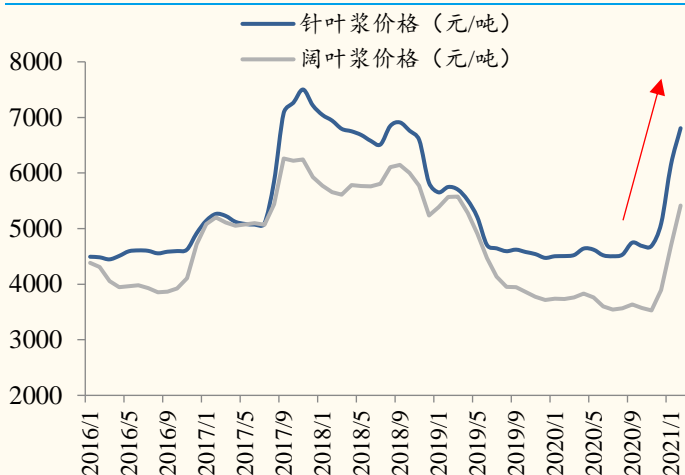
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2023E
供给端:										
自制浆产能 (万吨)	320	307	331	360	284	332	298	430	430	510
自制浆产量 (万吨)	231	261	276.6	246.0	252.8	273.5	230.4	282.5	322.5	382.5
自制浆产能利用率	72.2%	85.0%	83.7%	68.3%	88.9%	82.3%	77.3%	65.7%	75%	75%
外购浆量 (万吨)	58.0	63.0	59.5	76.5	93.0	126.4	129.0	112.0	89.9	134.8
木浆总需求量 (万吨)	289.0	324.0	336.1	322.5	345.8	400.0	359.4	394.5	412.4	517.3
浆自给率 (%)	79.9%	80.6%	82.3%	76.3%	73.1%	68.4%	64.1%	71.6%	78.2%	73.9%
需求端:										
造纸产能 (万吨)	511.00	448.00	480.97	571.48	496.93	620.93	577.23	680	680	853
造纸产量 (万吨)	380.75	410.00	426.43	450.51	436.48	510.48	456.72	500.90	523.6	656.8
造纸产能利用率	74.5%	91.5%	88.7%	78.8%	87.8%	82.2%	79.1%	73.7%	77%	77%
吨纸耗浆量 (万吨)	0.76	0.79	0.79	0.72	0.79	0.78	0.79	0.79	0.79	0.79

来源: 公司公告, 国金证券研究所

自制浆带来更强成本控制能力。受全球经济复苏预期、国际海运费上扬以及浆厂迫切改善盈利的刺激, 近期浆价连续上涨。当前阔叶浆/针叶浆均价 5830/7197 元/吨, 较 11 月底拉涨 2293/2425 元/吨, 我们预计 1Q-3Q2021 期间, 浆价有望保持升势或呈现高位震荡的局面, 但随着 4Q 巴西和智利合计 410 万吨阔叶浆产能释放, 浆价大概率将呈现回落的走势。

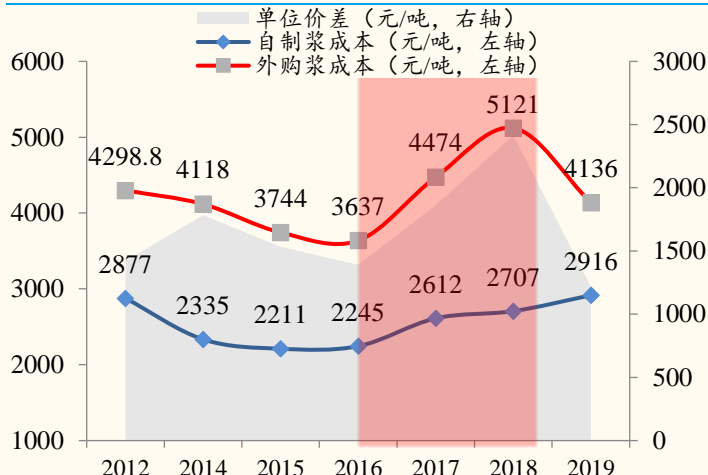
从历史成本看, 公司自制浆和外购浆的单吨价差在 1200~2400 元之间。相比于木浆市场价的大幅波动, 企业的自制浆成本较为稳定, 且在技术、设备上更容易发挥规模效应。当前浆价处于上行期, 有望助力企业化资源优势为成本优势, 带来更大的利润弹性。

图表 41: 当前浆价仍处于上行区间



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

图表 42: 晨鸣自制浆相较外购浆拥有更低的成本

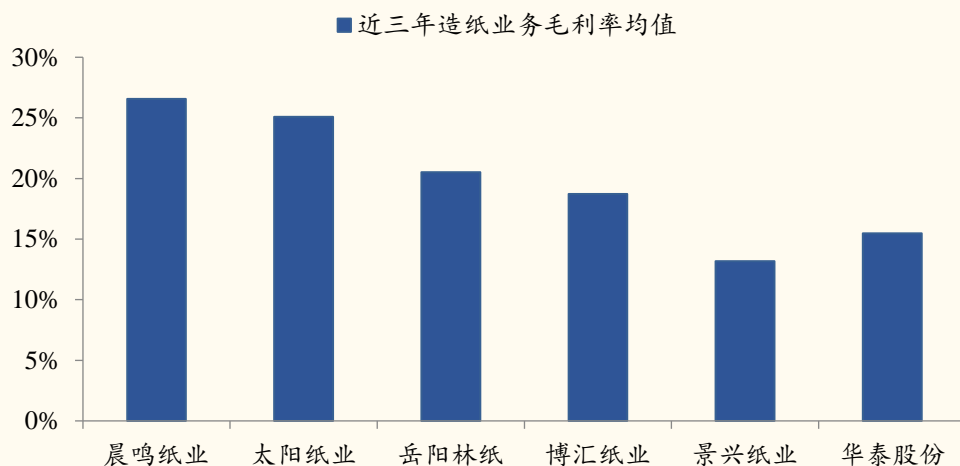


来源: 公司公告, 国金证券研究所

低成本自制浆抬升毛利率, 降低成本端波动。公司浆成本历史波动区间为 2200-2900 元/吨。与无自制浆企业相比, 公司单吨浆成本可节约 1200-2400 元/吨。按公司每年浆产量测算, 自制浆可为企业节约 34~55 亿元/年的原材料成本。企业近三年机制纸毛利率均值 27%, 相较其他浆纸系企业拥有高 3-10pcts。

自制浆布局进一步提升毛利率韧性。以 2018 年为例, 受浆价大幅上行+下游需求释放不及预期的影响, 2018 年造纸行业整体毛利率下滑, 但公司机制纸毛利率表现出了较强的韧性, 毛利率仅同比下滑 4.4pct。

图表 43: 晨鸣毛利率中枢高于其他浆纸系企业



来源: WIND、国金证券研究所

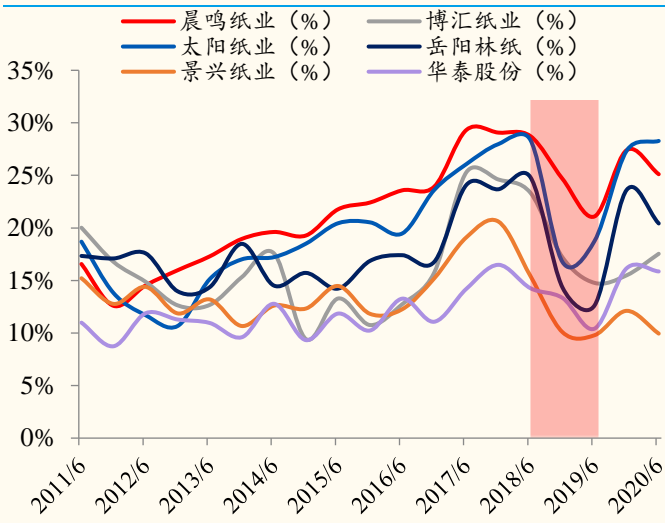
图表 44: 低成本自制浆每年可为企业节约 30 亿以上

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
自制浆产量 (万吨)	276.55	246	252.78	273.52	230.37	282.45
自制浆成本 (元/吨)	2335	2211	2245	2612	2707	2916
平均采购价格 (元/吨)	4118	3744	3637	4474	5121	4136
单位价差 (元/吨)	1783	1533	1392	1862	2414	1220
成本节约测算 (亿元)	49.31	37.71	35.19	50.93	55.61	34.46

来源: 公司公告, 国金证券研究所; 注: 成本节约额=自制浆产量*(采购价格-自制浆成本)

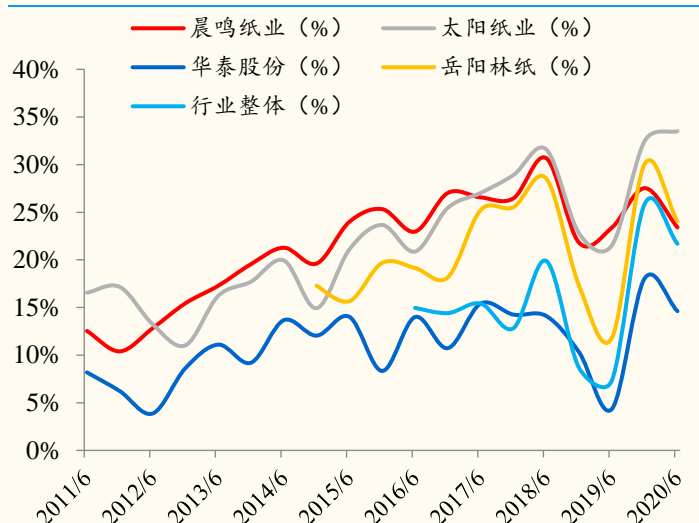
分纸种来看，晨鸣纸业和太阳纸业在铜版纸和双胶纸领域的毛利率表现高于行业平均水平，而其二者的共性是均拥有不俗的自制浆产能。在白卡纸领域，晨鸣白卡毛利率在 14-18 年间的表现也优于同业，2017 年曾达到 32% 的历史高点。

图表 45: 晨鸣机制纸毛利率表现出较强韧性



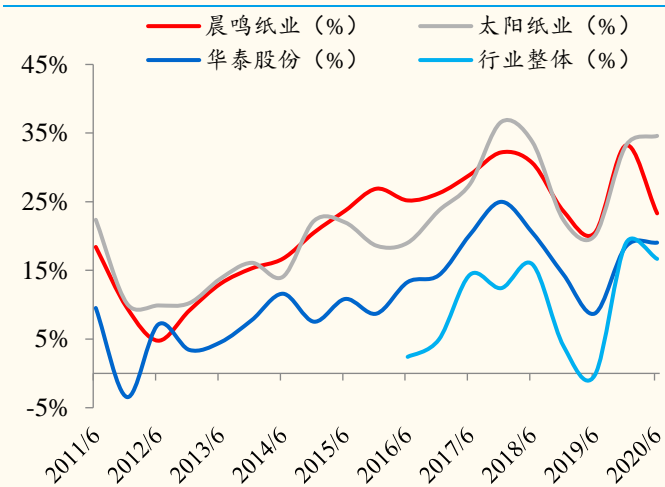
来源: WIND, 国金证券研究所

图表 46: 晨鸣文化纸毛利率处于行业领先水平



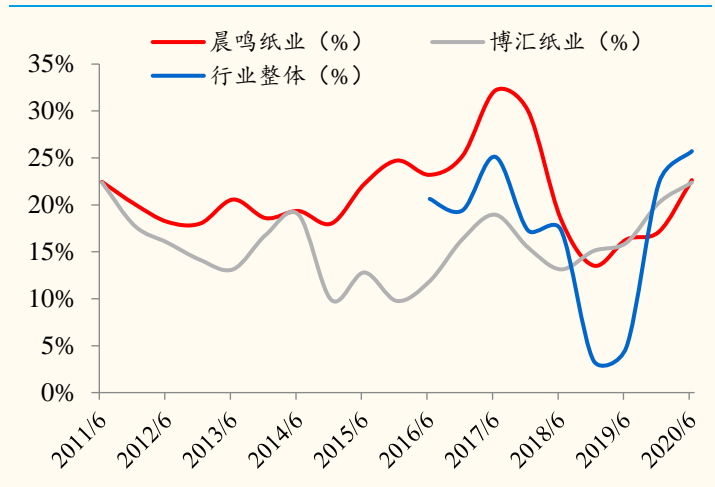
来源: WIND, 国金证券研究所

图表 47: 晨鸣铜版纸业务毛利率优势明显



来源: WIND, 国金证券研究所

图表 48: 14-18 年晨鸣白卡纸毛利率优势明显



来源: WIND, 国金证券研究所

敏感性分析: 浆价上行周期抬升企业业绩弹性。假设商品浆未来价格提高 400-600 元/吨 (税后), 机制纸出厂价提涨 400-600 元/吨 (税后), 则企业净利率同比提升 +5.6~9pct。控制其他变量保持不变, 无自制浆产能的企业净利率同比变化为 -1.8%~+4.1pct。

图表 49: 公司净利率敏感性分析

净利率弹性 (%)	机制纸出厂价涨价幅度 (元/吨, 税后)					
	200	400	600	800	1000	1200
外购商品浆涨价幅度 (元/吨, 税后)						
200	4.5%	7.3%	9.8%	12.2%	14.4%	16.4%
400	3.7%	6.4%	9.0%	11.4%	13.6%	15.7%
600	2.8%	5.6%	8.2%	10.6%	12.9%	15.0%
800	1.9%	4.8%	7.4%	9.9%	12.1%	14.3%
1000	1.1%	3.9%	6.6%	9.1%	11.4%	13.5%
1200	0.2%	3.1%	5.8%	8.3%	10.6%	12.8%

来源: 公司公告, 国金证券研究所; 注: 假设吨纸耗浆量 0.79 万吨; 所得税参考晨鸣过往年份所得税得出; 该测算模型中未考虑财务费用

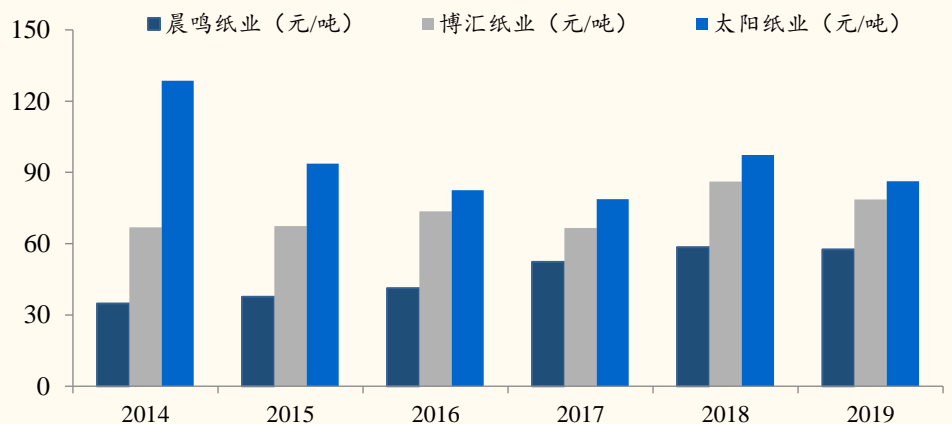
图表 50: 无自制浆条件下企业净利率敏感性分析

净利率弹性 (%)	机制纸出厂价涨价幅度 (元/吨, 税后)					
	200	400	600	800	1000	1200
外购商品浆涨价幅度 (元/吨, 税后)						
200	1.0%	4.1%	7.0%	9.7%	12.2%	14.5%
400	-2.1%	1.1%	4.1%	6.9%	9.5%	12.0%
600	-5.2%	-1.8%	1.3%	4.2%	6.9%	9.4%
800	-8.2%	-4.8%	-1.6%	1.4%	4.2%	6.8%
1000	-11.3%	-7.7%	-4.4%	-1.3%	1.5%	4.2%
1200	-14.4%	-10.7%	-7.3%	-4.1%	-1.1%	1.7%

来源: 公司公告, 国金证券研究所; 注: 假设吨纸耗浆量 0.79 万吨; 所得税参考晨鸣过往年份所得税得出; 该测算模型中未考虑财务费用

除了自制浆带来的成本优势外, 晨鸣还不断提高设备自动化、信息化水平, 通过整合岗位职责、提升企业管理效能、与金融机构及第三方开展供应链合作等方式, 使得企业人工成本处于较优水平。2019 年企业单吨人工成本为 57.6 元/吨, 博汇、太阳分别为 78.6 元/86.2 元/吨。

图表 51: 晨鸣单吨人工成本较博汇、太阳更低



来源: 公司年报, 国金证券研究所

4、压缩融资租赁业务，报表质量改善预期显著

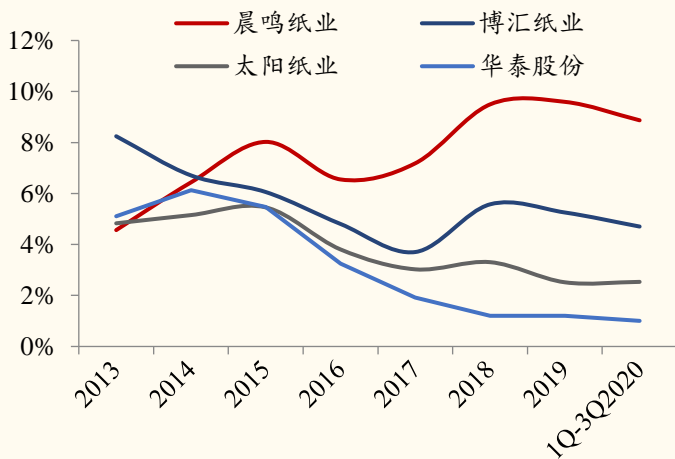
公司聚焦造纸主业，持续压缩融资租赁业务规模，财务与经营风险逐渐出清。2019年公司新签订融资租赁合同金额仅20亿元，剩余本金余额137亿元，至1H2020融资租赁资产占总资产比重降至19.4%。此外，公司采取债转股、出售债权等一系列措施加快剥离进程，有息负债逐期降低，资本结构持续优化，财务与经营风险进一步弱化。

4.1、积极剥离融资租赁业务，缓解财务风险

4.1.1 融资租赁业务压制利润表现，提高整体财务风险

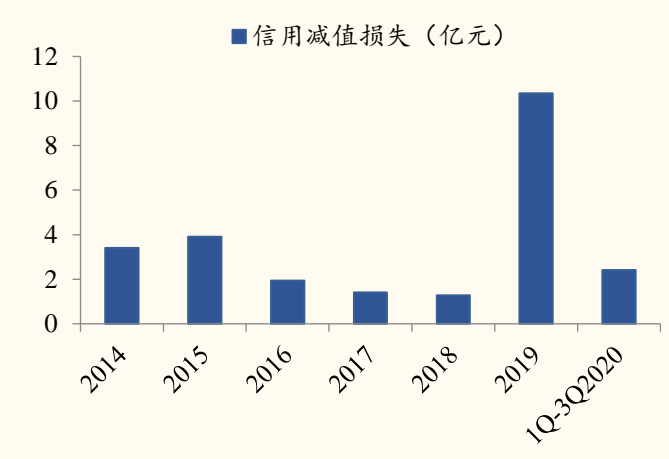
财务费用高杠杆+减值损失，拖累利润表。2014年公司切入融资租赁业务。虽然该业务具有较高毛利率，但使得资金需求加大，财务费用大幅增加，2013年公司财务费用率为4.6%，控费水平相对优秀，但2015年起在行业整体去杠杆的环境下财务费用率大幅提升，2019年达到峰值9.6%，远高于同业公司。在减值损失方面，由于公司采取售后回租方式开展融资租赁业务，近年逾期还款风险加大，2019/1Q-3Q2020计提信用减值损失分别为10.34/2.41亿元，压制公司利润表现。

图表 52：公司财务费用率处于高位



来源：公司公告，国金证券研究所

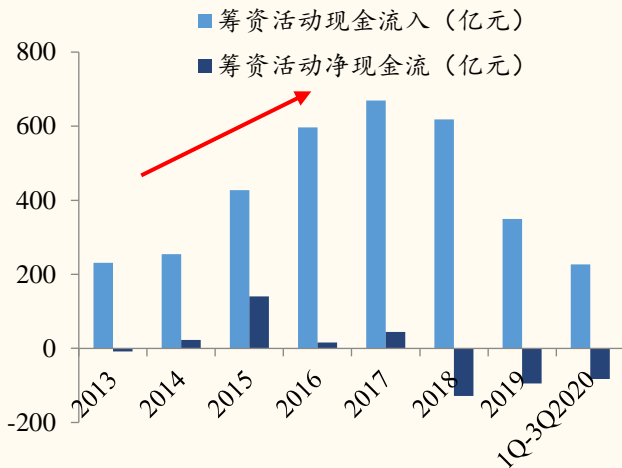
图表 53：信用减值损失风险加大



来源：公司公告，国金证券研究所（注：2017年度及以前信用减值损失数据取自资产减值损失中“坏账损失”项目）

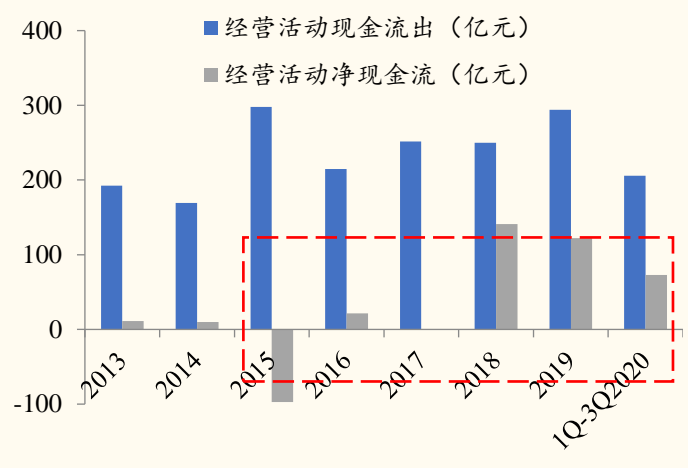
融资租赁业务需大幅放款，弱化现金流表现。由于融资租赁业务的本质是借贷业务，2014-2017年筹资活动现金流入由255亿元增至669亿元，2018年公司筹融资规模开始收缩。并且由于下游还款节奏的不确定性，企业经营性现金流的波动性加剧。

图表 54: 筹资活动现金流入增加



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 55: 2018 年以前公司经营活动净现金流不稳定



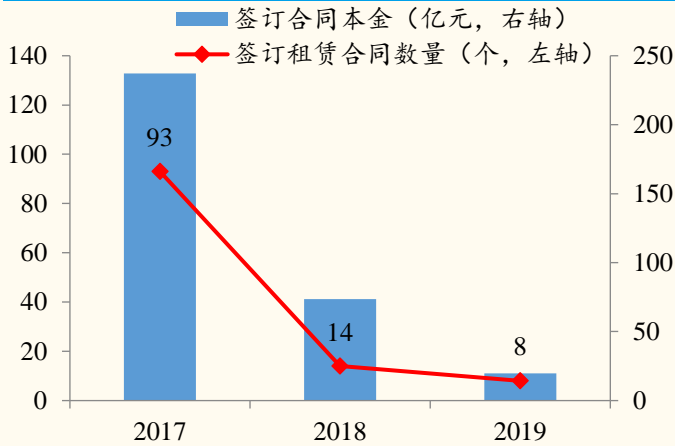
来源: 公司公告, 国金证券研究所

4.1.2 改变总体经营策略, 压缩融资租赁业务规模

2018 年起逐步压缩融资租赁业务。从增量看, 近年来公司合同签订数量回落, 签订合同本金由 2017 年 237 亿元下降至 2019 年 20 亿元。从存量角度, 融资租赁合同本金余额逐步压缩, 从 2017 年的 330 亿元压缩至 2019 年的 137 亿元。

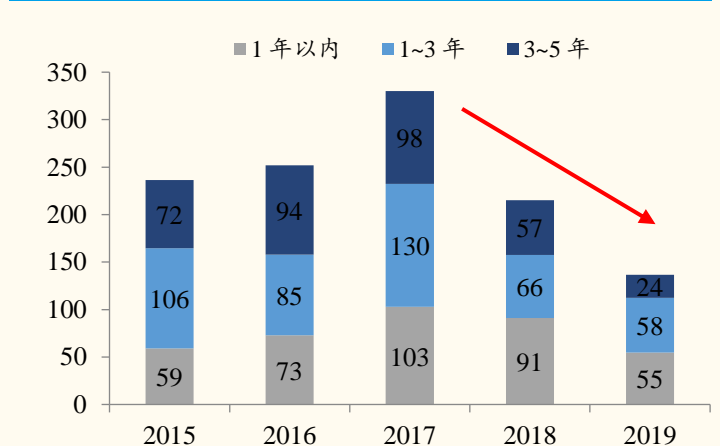
同时, 公司也在积极压缩与融资租赁相关投资, 如 2019 年出售广东德骏投资有限公司股权, 1Q-3Q2020 投资活动现金流由净流出转为净流入, 投资活动净现金流持续改善。

图表 56: 近年融资租赁公司合同签订与投放规模显著减少



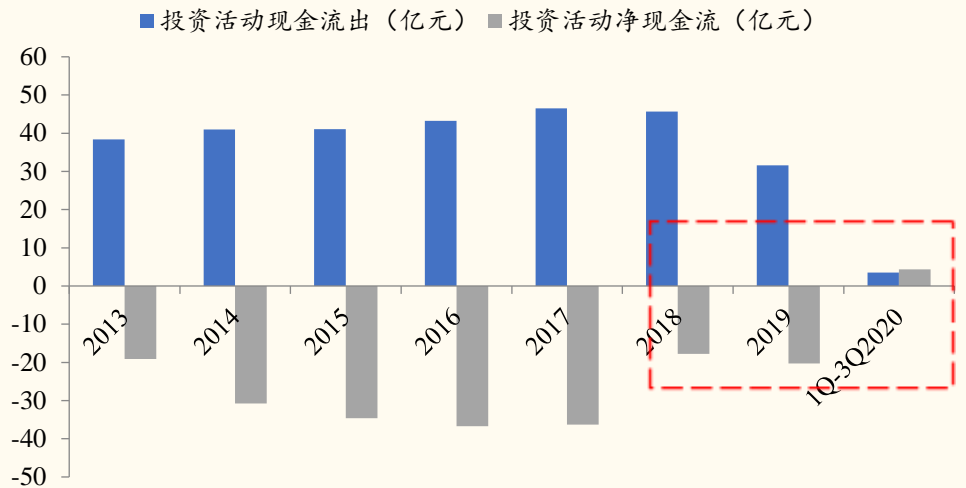
来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: 数据为晨鸣纸业合并口径)

图表 57: 公司融资租赁合同本金余额逐步压缩



来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: 数据为融资租赁公司口径。非合并口径)

图表 58: 1Q-3Q2020 公司投资活动净现金流转正



来源: 公司公告, 国金证券研究所

聚焦造纸主业, 拟剥离融资租赁业务。2019年1月, 公司与长城国瑞签署战略合作协议, 协议内容包括但不限于对融资租赁公司资产及各项业务的实质性整合; 对融资租赁公司租赁资产的逐步剥离、整合, 达到完全市场化运作; 资产证券化安排等。据公司公告, 目前该事项尚在进行中。2019年下半年以来公司相继出售海鸣债权、青岛物流债权、工业物流债权等债务资本, 我们判断公司未来有望通过抛售债权等形式加速剥离进程, 解除融资租赁业务对主业发展的压制。

图表 59: 公司采取多举措聚焦主业、去债务化

时间	事项	性质
2018年10月	与工银金融投资公司签署债转股合作框架协议, 实施债转股规模不低于人民币30亿元	债转股
2018年1月	上海晨鸣将广东德骏50%股权转让给上海中能, 溢价回购款及投资收益款合计为人民币26亿元	出售非主营业务股权
2018年6月	武汉晨鸣出售万兴置业40%股权	出售非主营业务股权
2018年12月	江西晨鸣与浙商银行债转股业务, 由浙商银行的合作实施机构西部信托对江西晨鸣增资为人民币5亿元	增厚股本
2018年9月	与招商证券签署战略合作协议, 双方将在资产证券化项目开发、产品设计及销售等方面开展深度合作, 意向规模不高于100亿元	合作协议
2019年1月	拟引入长城国瑞证券为战略合作方, 深度开展与其在剥离融资租赁业务、资产证券化、综合投融资等业务方面的合作	合作协议
2015年5月	拟以下属子公司上海鸿泰所持有的物业资产设立浦江国际金融广场资产支持专项计划, 开展资产证券化融资工作	出售非主营业务股权
2019年8月	出售海城海鸣矿业合共60%的股权及公司拥有其15亿元的债权, 代价合计约20亿元	出售非主营业务股权、债券
2020上半年	出售青岛物流债权	出售债权
2020上半年	出售工业物流债权	出售债权

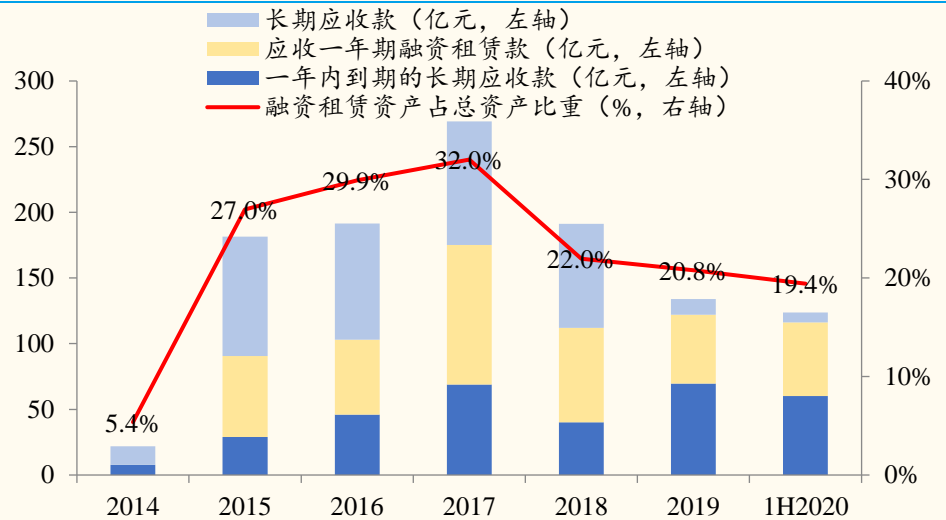
2020年12月	山东晨鸣受让上海水岚持有的上海和睿100%股权转，抵偿债券约6亿元	债转股
----------	-----------------------------------	-----

来源：公司公告，国金证券研究所

4.2、资本结构逐步优化，有息负债降低

融资租赁业务资产收缩，资产结构优化。从报表口径，公司融资租赁资产列示于一年内到期的非流动资产（其中：一年内到期的长期应收款）、其他流动资产（其中：应收一年期融资租赁款）和长期应收款三个科目。2018年起，公司融资租赁业务收缩，截至3Q2020融资租赁资产规模减少184亿元，较2017年高点下滑45.6%。融资租赁资产占总资产比重亦不断下降，由2017年32%收窄至19.4%，资产结构逐步优化。

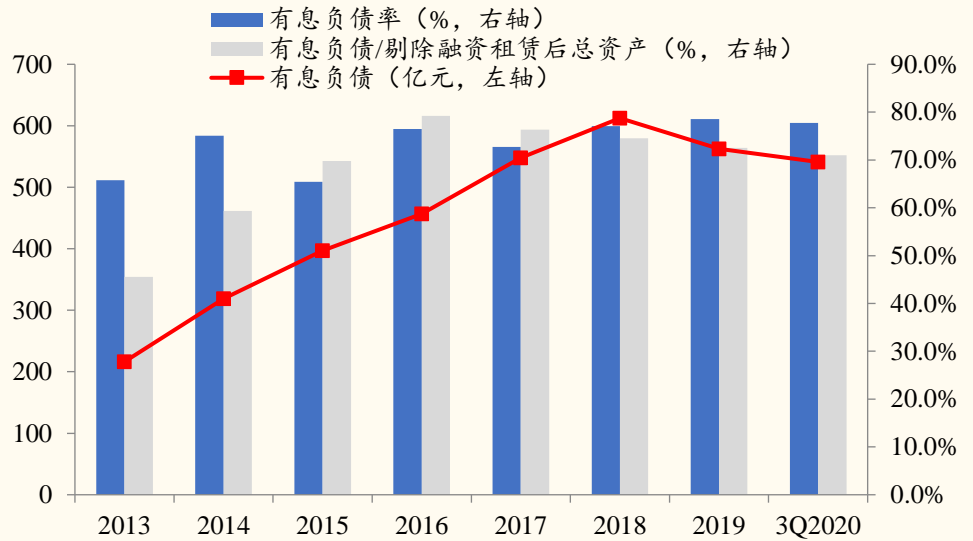
图表 60：公司融资租赁业务资产逐渐收缩



来源：WIND，国金证券研究所

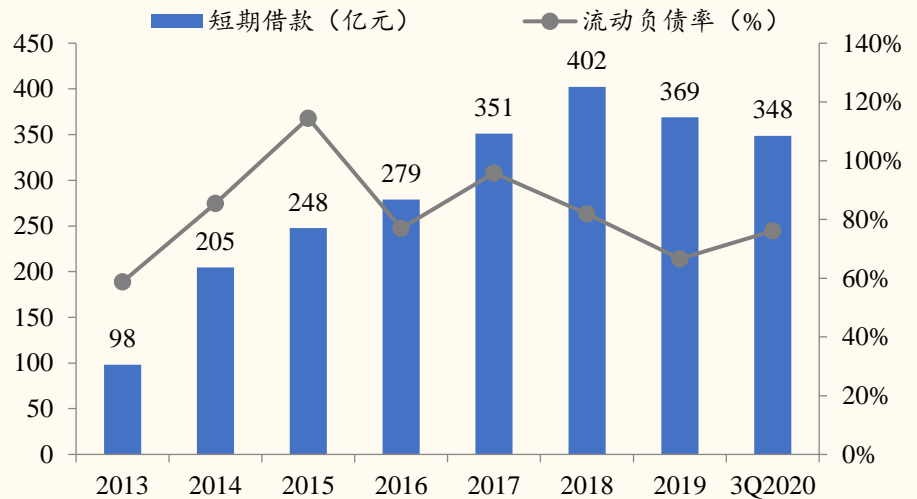
有息负债降低，资本结构持续优化。2018年降杠杆以来，公司有息负债总额已下降71亿元，至3Q2020有息负债余额541亿元。我们使用公司有息负债/剔除融资租赁资产计算公司真实有息负债率，公司真实有息负债水平逐年降低。负债结构角度，公司短期借款持续收缩，流动负债率呈下降趋势，短长债错配情况得到缓解，资本结构不断优化。

图表 61: 有息负债呈下降趋势



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 62: 公司负债结构逐渐改善



来源: 公司公告, 国金证券研究所

盈利预测和投资建议: 首次覆盖, 给予“买入”评级

我们预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.71、1.22 和 1.24 元, 当前股价对应 PE 为 14.4/8.4/8.2 倍, 公司是国内林浆纸一体化龙头, 聚焦造纸主业, 稳步推进内生增长, 主营造纸业务扩产路径清晰, 我们采用市盈率相对估值法, 给晨鸣 2021 年 13X 估值, 对应目标价 15.8 元, 给予“买入评级”。

盈利预测

■ 核心假设

1. 收入端

1) 白卡纸业务:

当下白卡供需关系紧张, 吨价已创新高, 高集中度下年内纸价高位有望保持, 考虑未来三年以纸代塑和消费升级拓展白卡市场空间, 供求有望长期维稳。

我们预测白卡纸 2020/2021/2022 年均价同比 +200/+700/-50 元。2020/2021/2022 年营收同比 13.2%/+14.9%/-0.9%。

2) 双胶纸业务:

考虑建党 100 周年带来 2021 年党政类刊物集中释放推升行业上半年行业景气度, 后续综合考虑全球经济回暖, 产能释放等因素, 我们预测双胶纸 2020/2021/2022 年均价同比+160/+350/-40 元, 2020/2021/2022 年营收同比-4.1%/+38.3%/-0.7%。

3) 铜版纸业务:

考虑纸浆提涨拉高铜版纸定价, 铜版纸高集中度下供应格局较优, 我们预测铜版纸 2020/2021/2022 年均价同比+40/+340/-70 元, 预计 2020/2021/2022 年营收同比+3.8%/+6.7%/+22.6%。

4) 融资租赁业务:

考虑到公司聚焦主业, 后续有望持续压缩融资租赁业务规模, 我们预计 2020/2021/2022 年融资租赁业务营收同比-40%/-13%/-10%。

2. 毛利率

木浆价格持续攀升, 公司木浆自给率稳步提升, 已基本实现浆纸一体化, 成本优势明显。考虑较高的集中度给予龙头议价空间, 我们预计 2020/2021/2022 年白卡纸业务毛利率为 22.2%/29.5%/28.3%; 双胶纸业务毛利率为 26.3%/+28.1%/+28.5%; 铜版纸业务毛利率为 27.4%/29.5%/27.5%。考虑融资租赁业务高毛利模式, 预计 2020/2021/2022 年该项业务毛利率为 90%/90%/90%。

图表 63: 公司主要业务营收及毛利率预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
造纸业务						
白卡纸						
营业收入 (百万元)	6906.08	6440.25	6908.90	7823.31	8991.89	8908.42
YOY	145.3%	-6.7%	7.3%	13.2%	14.9%	-0.9%
毛利率	30.9%	16.2%	16.7%	22.2%	29.5%	28.3%
双胶纸						
营业收入 (百万元)	6368.90	6155.64	7728.88	7415.83	10258.55	10189.08
YOY	17.4%	-3.3%	25.6%	-4.1%	38.3%	-0.7%
毛利率	26.5%	26.6%	25.8%	26.3%	28.1%	28.5%
静电纸						
营业收入 (百万元)	2371.44	2404.37	3270.06	3742.06	5191.80	5184.01
YOY	162.0%	1.4%	36.0%	14.4%	38.7%	-0.1%
毛利率	36.6%	40.1%	29.8%	28.0%	28.4%	28.3%
铜版纸						
营业收入 (百万元)	5489.86	4697.18	3779.49	3922.58	4184.11	5131.15
YOY	49.7%	-14.4%	-19.5%	3.8%	6.7%	22.6%
毛利率	30.7%	27.5%	28.0%	27.4%	29.5%	27.5%
防粘原纸						
营业收入 (百万元)	1207.95	1208.19	1238.58	1191.48	1260.17	1253.30
YOY	20.3%	0.0%	2.5%	-3.8%	5.8%	-0.5%
毛利率	34.1%	39.7%	31.6%	31.2%	33.2%	33.2%
生活纸						
营业收入 (百万元)	689.57	749.15	620.99	378.86	636.79	679.55
YOY	-8.2%	8.6%	-17.1%	-39.0%	68.1%	6.7%
毛利率	8.0%	6.1%	16.9%	17.8%	19.1%	19.0%
其他机制纸						
营业收入 (百万元)	1662.94	2322.65	2364.67	2294.05	2379.65	2379.65
YOY	77.5%	39.7%	1.8%	-3.0%	3.7%	0.0%
毛利率	29.7%	39.1%	33.0%	30.4%	31.1%	30.5%
融资租赁业务						
营业收入 (百万元)	2347.17	2202.06	1815.46	1089.28	947.67	852.90
YOY	-15.0%	-6.2%	-17.6%	-40.0%	-13.0%	-10.0%
毛利率	88.0%	92.4%	93.4%	90.0%	90.0%	90.0%
其他业务 (除造纸与融资租赁)						
营业收入 (百万元)	820.46	2343.95	2668.41	2725.67	2963.61	3225.35
YOY	23.6%	185.7%	13.8%	2.1%	8.7%	8.8%
毛利率	0.0%	30.9%	22.3%	15.2%	15.1%	15.1%

来源: 公司公告, 国金证券研究所预测

综合来看, 我们预测 2020-2022 年公司总体营收同比 +0.6%/+20.4%/+2.7%, 毛利率为 27.3%/29.4%/28.6%。

费用预测:

- 1) 2020-2022 年销售费用率预测: 考虑到公司配套物流服务的投入使用, 我们预计 2020/2021/2022 年销售费用率为: 4.5%/4.3%/4.3%。
- 2) 2020-2022 年管理费用率预测: 伴随公司聚焦主业, 管理资源投放更加合理有效, 预计 2020/2021/2022 年管理费用率为 3.7%/3.6%/3.5%。
- 3) 2020-2022 年研发费用率预测: 4.0%/4.0%/3.8%, 研发费用绝对值分别为 12.20/14.59/14.26 亿元。
- 4) 考虑到公司融资租赁业务每年计提减值损失的不确定性, 我们预测公司 2020/2021/2022 年资产减值损失项目为 4/3/3 亿元。

投资建议

2021-2022 年, A 股可比公司的 PE 相对估值的平均值分别为 13、11 倍, 考虑到公司作为国内林浆纸一体化龙头, 聚焦造纸主业, 稳步推进产能扩张, 并且

有望借助上游资源优势进一步提升业绩弹性。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 21.11/36.37/37.12 亿元，同比增速+27.3%/72.4%/2.1%；EPS 分别为 0.71、1.22 和 1.24 元。我们给予晨鸣 2021 年 13X 估值，对应目标价 15.8 元。首次覆盖，给予“买入评级”。

图表 64：可比公司估值

代码	公司简称	收盘价 (元)	总股本 (百万股)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
					19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
000488.SZ	晨鸣纸业	10.20	2,984	304.39	0.33	0.71	1.22	1.24	15.42	14.43	8.37	8.20
可比公司												
002078.SZ	太阳纸业	15.85	2,625	416.01	0.84	0.76	1.19	1.38	11.71	20.86	13.32	11.49
600963.SH	岳阳林纸	5.86	1,805	105.78	0.23	0.23	0.36	0.45	19.26	25.48	16.47	12.94
600966.SH	博汇纸业	15.01	1,337	200.66	0.10	0.63	1.45	1.75	53.05	23.83	10.35	8.56
中位数									19.26	23.83	13.32	11.49
平均值									28.01	23.39	13.38	10.99

来源：WIND，国金证券研究所

风险提示

纸品提价不及预期的风险：年初以来木浆系纸种提价较快，若上涨行情结束，后续纸价提涨效果不及预期，则可能导致公司业绩不及预期。

原材料价格大幅波动风险：公司木浆原料占比较高，若木浆价格大幅增长，则会导致公司成本上涨，进而导致产品毛利率的下滑，导致公司业绩不达预期。

融资租赁坏账风险：公司过往出现过大额计提融资租赁业务信用减值损失，导致净利润大幅下滑的情况，若整体融资租赁业务款回收不及预期，信用减值损失或进一步扩大，对净利润产生不利影响。

现金流恶化的风险：当前公司整体负债率较高，面临较大的偿债压力和较高的财务成本支出，若公司未来缩表进度不及预期，财务杠杆高居不下，会导致现金流进一步恶化，并且阻碍公司造纸业新项目投产进度。

单击或点击此处输入文字。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	29,472	28,876	30,395	30,583	36,814	37,803	货币资金	14,443	19,293	19,307	12,183	14,409	14,847
增长率	-2.0%	5.3%	0.6%	20.4%	2.7%		应收款项	8,425	6,751	5,185	5,586	6,623	6,556
主营业务成本	-19,729	-19,846	-21,774	-22,247	-25,986	-26,978	存货	6,023	6,771	4,774	5,851	6,835	7,133
%销售收入	66.9%	68.7%	71.6%	72.7%	70.6%	71.4%	其他流动资产	20,527	15,153	15,687	20,040	18,489	16,929
毛利	9,743	9,030	8,622	8,336	10,828	10,825	流动资产	49,418	47,968	44,952	43,660	46,356	45,464
%销售收入	33.1%	31.3%	28.4%	27.3%	29.4%	28.6%	%总资产	46.8%	45.5%	45.9%	45.0%	45.9%	45.3%
营业税金及附加	-219	-250	-276	-266	-331	-340	长期投资	17,055	13,359	10,037	11,237	11,417	11,577
%销售收入	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	35,911	39,785	39,916	38,970	39,968	40,220
销售费用	-1,304	-1,190	-1,297	-1,376	-1,583	-1,607	%总资产	34.0%	37.8%	40.7%	40.2%	39.6%	40.1%
%销售收入	4.4%	4.1%	4.3%	4.5%	4.3%	4.3%	无形资产	2,219	2,080	1,835	1,917	2,024	2,040
管理费用	-1,909	-968	-1,135	-1,132	-1,307	-1,323	非流动资产	56,207	57,351	53,006	53,318	54,537	54,937
%销售收入	6.5%	3.4%	3.7%	3.7%	3.6%	3.5%	%总资产	53.2%	54.5%	54.1%	55.0%	54.1%	54.7%
研发费用	0	-930	-992	-1,223	-1,473	-1,437	资产总计	105,625	105,319	97,959	96,978	100,893	100,402
%销售收入	0.0%	3.2%	3.3%	4.0%	4.0%	3.8%	短期借款	38,722	47,444	42,546	44,200	43,263	39,835
息税前利润 (EBIT)	6,310	5,691	4,921	4,339	6,135	6,118	应付款项	6,804	10,147	8,460	10,825	12,535	12,891
%销售收入	21.4%	19.7%	16.2%	14.2%	16.7%	16.2%	其他流动负债	11,722	3,824	1,692	1,924	2,397	2,421
财务费用	-2,117	-2,741	-2,916	-2,524	-2,586	-2,450	流动负债	57,249	61,415	52,699	56,949	58,195	55,147
%销售收入	7.2%	9.5%	9.6%	8.3%	7.0%	6.5%	长期贷款	7,646	7,799	9,140	9,140	9,140	9,140
资产减值损失	-141	-292	-1,155	-400	-300	-300	其他长期负债	10,456	10,233	9,780	7,388	7,721	7,871
公允价值变动收益	73	-115	27	-10	30	30	负债	75,351	79,447	71,619	73,478	75,057	72,158
投资收益	161	249	174	280	290	290	普通股股东权益	27,779	25,049	25,170	22,196	24,378	26,605
%税前利润	3.5%	7.8%	8.5%	10.6%	6.5%	6.3%	其中：股本	1,936	2,905	2,905	2,905	2,905	2,905
营业利润	4,418	2,906	1,584	1,971	3,789	3,909	未分配利润	8,867	9,107	9,306	10,572	12,754	14,981
营业利润率	15.0%	10.1%	5.2%	6.4%	10.3%	10.3%	少数股东权益	2,496	823	1,170	1,305	1,458	1,638
营业外收支	118	300	465	670	670	670	负债股东权益合计	105,625	105,319	97,959	96,978	100,893	100,402
税前利润	4,536	3,206	2,048	2,641	4,459	4,579	比率分析						
利润率	15.4%	11.1%	6.7%	8.6%	12.1%	12.1%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-778	-642	-295	-396	-669	-687	每股指标						
所得税率	17.1%	20.0%	14.4%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	1.947	0.864	0.570	0.707	1.219	1.244
净利润	3,759	2,565	1,753	2,245	3,790	3,892	每股净资产	14.345	8.624	8.665	7.438	8.169	8.915
少数股东损益	-10	55	97	135	153	180	每股经营现金净流	0.012	4.810	3.772	1.108	3.148	3.224
归属于母公司的净利润	3,769	2,510	1,657	2,110	3,637	3,712	每股股利	0.000	0.000	0.150	0.291	0.501	0.511
净利率	12.8%	8.7%	5.5%	6.9%	9.9%	9.8%	回报率						
							净资产收益率	13.57%	10.02%	6.58%	9.50%	14.92%	13.95%
							总资产收益率	3.57%	2.38%	1.69%	2.18%	3.60%	3.70%
							投入资本收益率	6.63%	5.47%	5.31%	4.72%	6.56%	6.63%
							增长率						
							主营业务收入增长率	30.60%	-2.02%	5.26%	0.62%	20.37%	2.69%
							EBIT增长率	60.97%	-9.81%	-13.53%	-11.83%	41.38%	-0.26%
							净利润增长率	82.62%	-33.41%	-34.00%	27.34%	72.41%	2.06%
							总资产增长率	28.36%	-0.29%	-6.99%	-1.00%	4.04%	-0.49%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	47.3	44.7	35.6	34.0	35.0	35.0
							存货周转天数	100.7	117.7	96.8	96.0	96.0	96.5
							应付账款周转天数	71.6	75.1	71.3	73.0	72.0	72.0
							固定资产周转天数	349.6	352.8	413.6	455.8	378.7	366.4
							偿债能力						
							净负债/股东权益	112.40%	147.06%	127.71%	180.48%	151.93%	125.29%
							EBIT利息保障倍数	3.0	2.1	1.7	1.7	2.4	2.5
							资产负债率	71.34%	75.43%	73.11%	75.77%	74.39%	71.87%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	5	6	10
增持	0	1	1	1	18
中性	2	3	6	11	18
减持	0	0	0	0	0
评分	3.00	2.17	2.08	2.28	2.17

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5% - 15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402