

晨鸣纸业 (000488)

证券研究报告

2023年03月02日

造纸产业先驱，静待盈利拐点

晨鸣集团成立于1958年，2021年公司在山东、广东、湖北、江西、吉林等地建有6个生产基地，年浆纸产能达1100多万吨。

营收端：分纸种，2013-2021年公司双胶纸、白卡纸、静电纸营收占机制纸营收比重呈上升趋势，铜版纸、其他机制纸营收占机制纸营收比重呈减少趋势。2021年营收占总较大的纸种为白卡纸（32.95%）和双胶纸（25.07%）。22Q1-3归母净利润2.41亿，同比减少89%。**公司预告22年归母净利润1.6-2.0亿，同比减少92.25%~90.32%**。主要系毛利率同比减少，疫情导致机制纸销量同比减少；原材料及能源价格大幅上涨。

毛利端：22Q1-3毛利率和归母净利率分别为14.6%、0.95%，分别同比减少11.13pct、7.52pct。18-19年底造纸行业毛利率减少主要系需求疲弱所致。20年造纸行业毛利率减少主要系疫情所致。21年造纸行业毛利率回升主要系消费回暖所致。

造纸行业的景气度有望逐步回升，主要系浆价有望下行；随着国内疫情防控的优化及国家稳增长政策的落实，内需有望改善。

公司是国内首家基本实现木浆自给自足的现代化大型造纸企业。公司坚定实施浆纸一体化战略，目前在寿光、湛江、黄冈等主要生产基地均配有化学浆生产线，截止22年6月底，木浆总产能达430万吨。成本端表现出较强的竞争优势。

造纸行业是典型的资金密集和技术密集型行业，遵循规模经济规律。公司在全国华南、华中、华北、东北主要市场均设有大型生产基地，年浆纸产能达1,100多万吨，**合理的生产规模造就了企业的边际成本优势**。同时，公司依托规模优势配套建设国际化物流中心及配套铁路专用线、码头，打造了集装运输、保税仓储、中转及场站储存等综合性物流服务平台，

公司紧紧围绕浆纸一体化战略整合资源，将生产基地植根于核心目标市场，推动各区域协调联动共同发展。目前，公司以市场为导向，在山东、广东、湖北、江西、吉林等地建有6个生产基地，全部产品实现近距离销售，在提升服务效率的同时大大降低了运输成本，实现企业与用户的“双赢”。

公司物流成本2013-2019年长期保持稳定，且2021年机制纸业务的运费占营业成本的比重同比减少0.78pct。经测算，2013-2019年公司运输费/销售费用极差为6%，较太阳纸业低8pct，较华泰股份低23pct，较岳阳林纸低3pct。目前公司以市场为导向，全部产品实现近距离销售，在提升服务效率的同时降低了运输成本。

首次覆盖，给予“买入”评级

公司是造纸行业内产品品种最多、最齐全的企业，产品系列涵盖文化纸、白卡纸、铜版纸、复印纸、生活纸、热敏纸等，主要产品市场占有率均位于全国前列。公司坚持以市场需求为导向，通过技术革新和工艺流程优化助力产品精耕细作，不断提高产品附加值，提升品牌价值和效益。我们选取造纸行业太阳纸业、岳阳林纸、山鹰国际作为可比，据可比公司均值，给予晨鸣纸业23年PE为12.65x，对应目标市值200.86亿元，目标价6.74元。

风险提示：宏观经济政策风险；环保风险；市场竞争加剧风险；原材料价格波动风险；融资租赁业务风险。

投资评级

行业	轻工制造/造纸
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	5.39元
目标价格	6.74元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,745.05
流通A股本(百万股)	1,682.43
A股总市值(百万元)	9,405.83
流通A股市值(百万元)	9,068.29
每股净资产(元)	6.10
资产负债率(%)	71.79
一年内最高/最低(元)	7.25/4.60

作者

孙海洋 分析师
SAC执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

尉鹏洁 分析师
SAC执业证书编号：S1110521070001
weipengjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《晨鸣纸业-年报点评报告:业绩符合预期，2018年将享受木浆价格上涨红利》2018-03-29
- 《晨鸣纸业-公司专题研究:晨鸣纸业A、B、H股合理空间分别还有多少?》2018-02-12
- 《晨鸣纸业-公司点评:2017年业绩符合预期，主营基本面有望继续上行，“维持买入评级”》2018-01-18

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	30,736.52	33,019.81	33,802.38	34,948.28	36,486.01
增长率(%)	1.12	7.43	2.37	3.39	4.40
EBITDA(百万元)	8,027.50	8,559.29	4,538.43	5,858.57	6,676.43
归属母公司净利润(百万元)	1,712.03	2,065.51	199.65	1,587.72	2,426.76
增长率(%)	3.35	20.65	(90.33)	695.25	52.85
EPS(元/股)	0.57	0.69	0.07	0.53	0.81
市盈率(P/E)	9.38	7.78	80.44	10.12	6.62
市净率(P/B)	0.66	0.84	0.70	0.69	0.65
市销率(P/S)	0.52	0.49	0.48	0.46	0.44
EV/EBITDA	4.48	4.74	6.32	4.44	3.32

资料来源: wind, 天风证券研究所

内容目录

1. 造纸龙头历史悠久，产品丰富	4
2. 业绩短暂承压，静待需求回暖毛利恢复	6
3. 木浆自给率行业最高之一，研发费用占营收比重较高	12
4. 边际成本较低，物流成本稳中有降	12
5. 盈利预测与估值	13
6. 风险提示	14

图表目录

图 1: 2021 年公司产品、收入及占比 (亿元)	4
图 2: 公司发展历程	4
图 3: 公司股权结构 (截至 2023 年 2 月 21 日) 及部分控股公司	5
图 4: 22Q1-3 营收 253.56 亿元, 同比-1.57%	6
图 5: 22Q1-3 归母净利润 2.41 亿元, 同比-88.98%	6
图 6: 2013-2021 年公司营收按产品分 (亿元)	6
图 7: 2013-2021 年营收按地区分 (亿元)	7
图 8: 2013-2021 年各地区营收占比 (%)	7
图 9: 公司 20-21 年直销与经销收入 (亿元)	8
图 10: 2013-2022Q1-3 公司毛利率及归母净利率	8
图 11: 2013-2022Q1-3 造纸行业各公司毛利率	8
图 12: 2014-2022 年双胶纸价格走势 (元/吨)	9
图 13: 2014-2022 年铜版纸价格走势 (元/吨)	10
图 14: 2013-2022 年白卡纸价格走势 (元/吨)	10
图 15: 2020/1/1-2023/2/16 针叶浆、阔叶浆价格 (元/吨)	11
图 16: 2013-2022Q1-3 公司销售费率、管理费率、财务费率、研发费率	11
图 17: 2017-2022Q1-3 各公司毛利率对比	12
图 18: 2017-2022Q1-3 各公司研发费用/营业总收入对比	12
图 19: 2013-2019 年公司运输费占销售费用比例稳定且呈较低水平	12
图 20: 公司产能布局情况	13
图 21: 2020-2021 年公司机制纸业务的运费/营业成本 (%)	13
表 1: 公司部分高管人员简介	5
表 2: 公司 2013-2021 年各纸种营收占机制纸营收比重 (%)	7
表 3: 2021 年造纸行业 6 家公司收入结构对比 (%)	9
表 4: 2022-2024 年公司收入预测 (亿元)	14
表 5: 可比公司 PE (截至 2023/03/02)	14

1. 造纸龙头历史悠久，产品丰富

晨鸣集团成立于 1958 年。2021 年公司在山东、广东、湖北、江西、吉林等地建有 6 个生产基地，年浆纸产能达 1100 多万吨。公司是造纸行业内同时拥有财务公司和融资租赁公司的企业。公司坚定不移地实施林、浆、纸一体化战略，引进国际一流的制浆造纸技术，拥有数条国际尖端水平的制浆造纸生产线。机制纸产品涵盖文化纸、铜版纸、白卡纸、复印纸、工业用纸、特种纸、生活纸等 7 个系列 200 多个品种，拥有“碧云天”、“金铭洋”、“晨鸣云镜”、“晨鸣云狮”、“晨鸣雪鲨”、“晨鸣雪鹰”、“晨鸣共好”、“星之恋”等知名品牌。

图 1：2021 年公司产品、收入及占比（亿元）

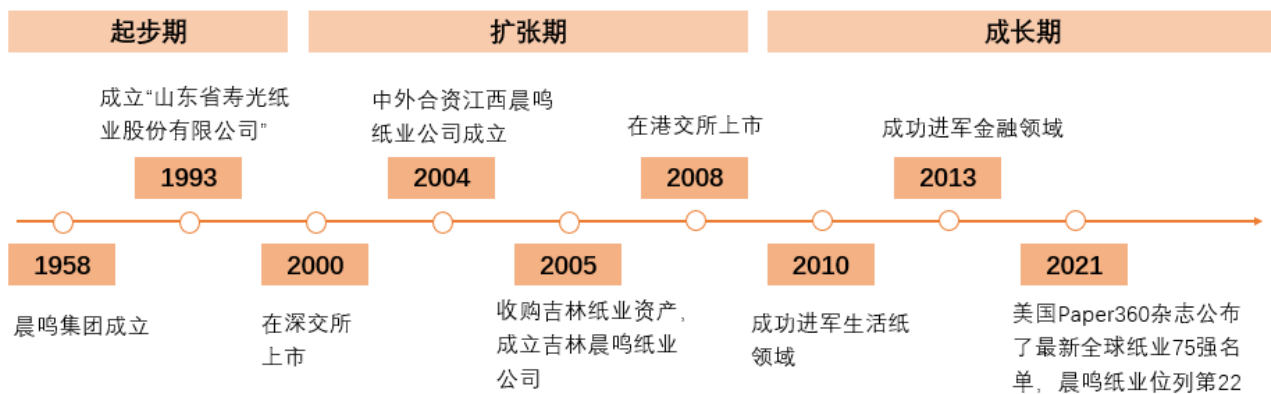
包装纸	文化纸			工业纸		生活纸及其他
白卡纸	双胶纸	静电纸	铜版纸	防粘原纸	热敏纸	其他机制纸
						
高档礼盒、中高档烟包印刷、奶茶杯、面碗	书刊、课本、教材教辅、笔记本		高档画册、高档杂志、高档书籍内页、高档烟标	生产剥离纸或防粘原纸的纸基部分	电子、医药、食品、洗涤用品、超市标签	日常卫生用品、其他工业用纸
95.80	72.87	38.57	43.11	11.68	5.41	23.28
29.01%	22.07%	11.68%	13.06%	3.54%	1.64%	7.05%

资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

公司历经多个发展时期，业务体量逐步上升：

- 1) 起步期（1958-1999）：**1993 年成立“山东省寿光纸业股份有限公司”。
- 2) 扩张期（2000-2008）：**2000 年，晨鸣纸业 A 股在深交所上市，公司成为全国造纸行业首家同时拥有 A、B 股的上市公司；2006 年，公司总投资 24.56 亿元的年产 30 万吨超压纸项目试车成功；2008 年，晨鸣纸业在港交所主板挂牌上市，标志着国内第一家同时拥有 A 股、B 股、H 股三种股票的上市公司诞生。
- 3) 成长期（2009-至今）：**2009 年，动工建设了年产 80 万吨高档低定量铜版纸、9.8 万吨高档生活用纸；2010 年公司成功进军生活纸领域；2011 年 80 万吨高档低定量铜版纸项目试车成功；2012 年公司对生产经营管理体制实行重大改革，成立文化纸、铜版纸、白卡纸、新闻纸、涂布牛卡纸等 5 个独立经营、独立运作的产品公司；2013 年，江西晨鸣年产 35 万吨高档食品包装纸项目正式开工；同年，公司正式介入金融领域，成为全国造纸行业第一家拥有财务公司的企业；2014 年，湛江晨鸣 18 万吨纸杯原纸生产线顺利开机；2016 年，湛江晨鸣 60 万吨液体包装纸生产线成功投产；2018 年，黄冈晨鸣年产 30 万吨化学浆项目开机投产；2022 年，美国 Paper360 杂志公布了最新的全球纸业 75 强名单，晨鸣纸业位列第 22，跻身纸和纸板产量全球前 10 强。

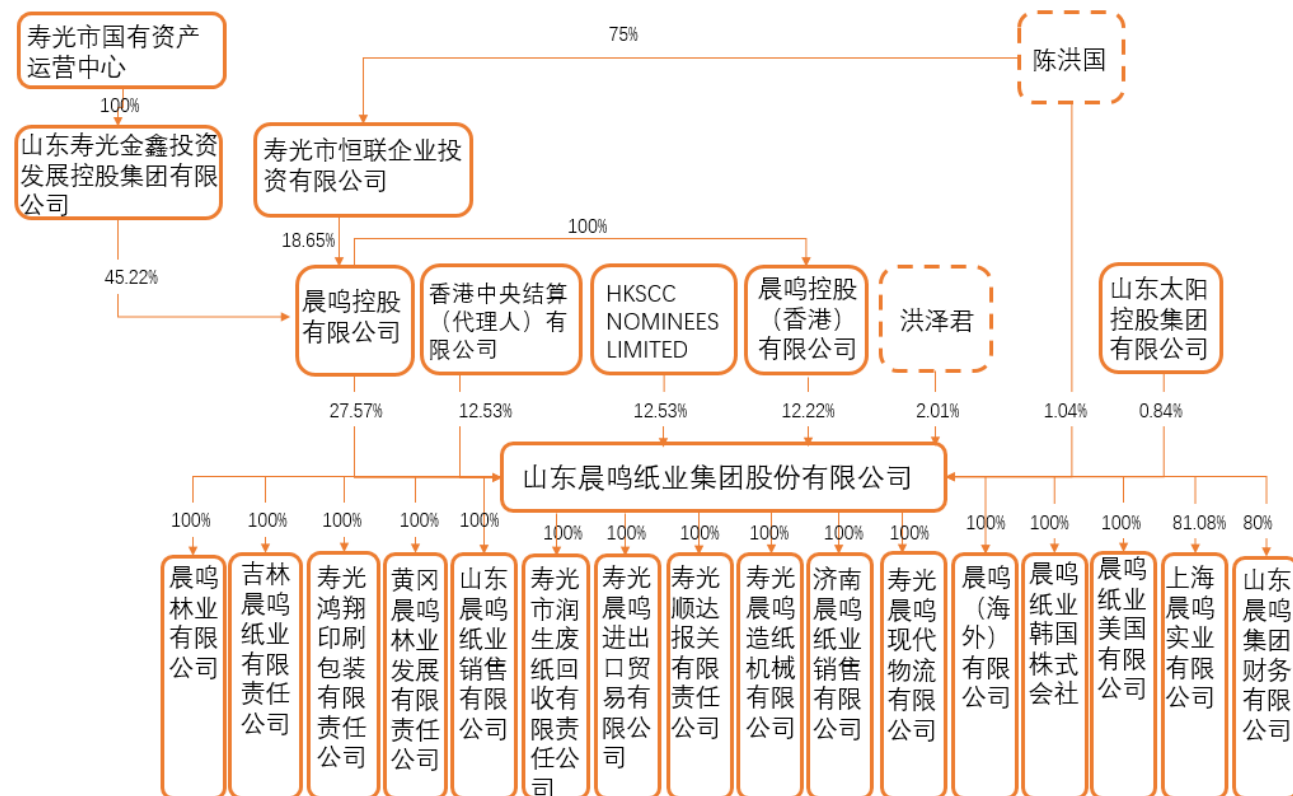
图 2：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司股权较为集中。截至 2023 年 2 月 21 日，寿光市国有资产监督管理局为公司实际控制人，陈洪国为最终受益人，直接或间接持有公司 6.61% 股权。晨鸣纸业主要控股公司业务包含造纸、金融、浆纤、地产、林业、物流等。

图 3：公司股权结构（截至 2023 年 2 月 21 日）及部分控股公司



资料来源：wind，天风证券研究所

核心管理层稳定，从业经验丰富。公司核心团队稳定，内部企业文化结合具有行业特点的管理经验，能够较准确把握行业发展趋势和方向。

表 1：公司部分高管人员简介

人员	职位	履历简介
陈洪国	董事长、总经理、执行董事	中共党员，高级经济师；全国轻工系统十佳杰出青年岗位能手；1987 年加入公司，历任车间主任、分厂厂长、副总经理、公司董事、武汉晨鸣董事长等职务。
胡长青	副董事长、执行董事	中共党员，本科学历；1988 年加入公司，历任公司技改部

		长、分厂厂长、副总经理等职务。
李兴春	副董事长、执行董事	南京大学工程管理学院金融工程博士、上海金融学院客座教授；曾先后就职于携程旅行网、富友证券有限责任公司和西部发展控股有限公司等，在实业、证券、信托等领域拥有30年以上的从业经验。现任利得科技有限公司董事长、西部利得基金管理有限公司董事、华电国际电力股份有限公司独立董事、昆朋资产管理股份有限公司董事长、公司副董事长。
李峰	执行董事、金融事业部董事长	中共党员，本科学历；1992年加入公司，历任公司车间主任、总经理助理、武汉晨鸣汉阳纸业股份有限公司董事长、营销总监、副总经理、总经理等职务。

资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

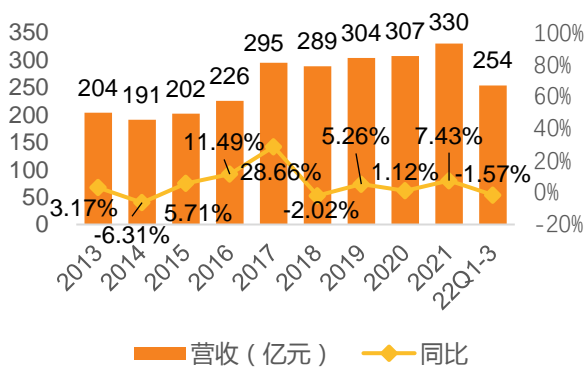
2. 业绩短暂承压，静待需求回暖毛利恢复

21年公司营收330.20亿元，同比增长7.43%，主要系21年上半年受上游原材料成本助推、下游需求回暖影响，纸制品价格上涨所致。1)原料端：疫情促使煤炭、化学品等大宗商品价格大幅上涨，公司成本承压；2)需求端：纸制品需求在21H1快速增长后出现了一个阶段性调整，于21Q4筑底回升。

22Q1-3营收253.56亿元，同比减少1.57%；22Q1-3归母净利润2.41亿元，同比减少88.98%。

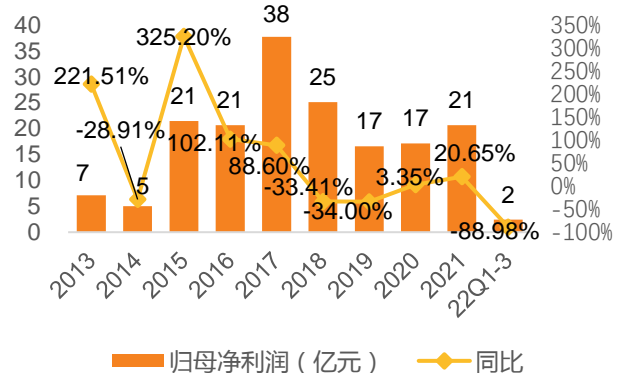
公司22年业绩预告显示，22年预计归母净利润1.6亿-2.0亿元，同比减少92.25%~90.32%。主要系毛利率同比减少所致。1)疫情影响，国内市场需求不足，机制纸销量同比减少；2)木片、化工、原煤等原材料及能源价格大幅上涨，生产成本同增较大。

图4：22Q1-3营收253.56亿元，同比-1.57%



资料来源：wind，天风证券研究所

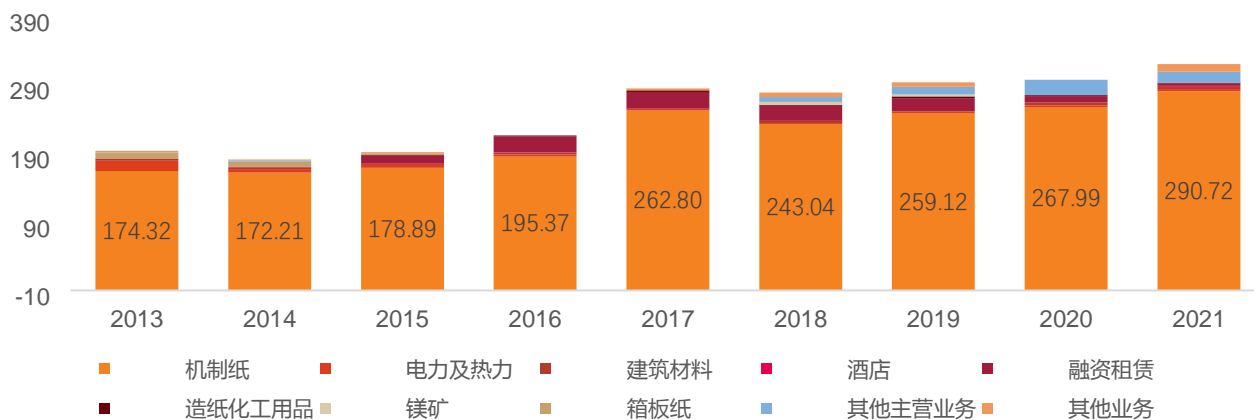
图5：22Q1-3归母净利润2.41亿元，同比-88.98%



资料来源：wind，天风证券研究所

营收端：分产品看，主要以机制纸(2021年占总88.04%)为主且营收占比较稳定。2013-2021年机制纸营收占比均在84%以上。21年机制纸销售收入290.72亿元，同比+8.48%。

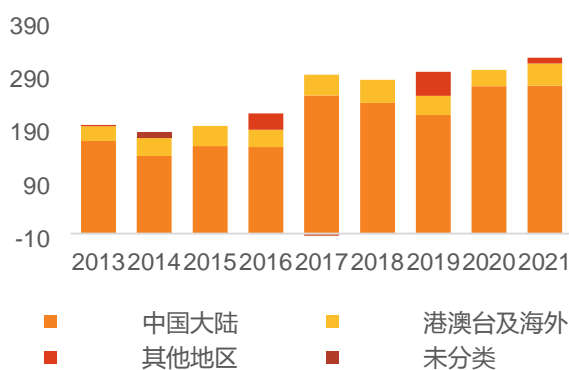
图6：2013-2021年公司营收按产品分(亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

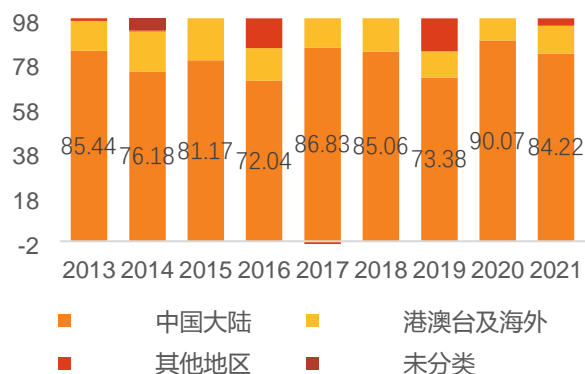
分地区看, 主要以我国大陆 (2021 年占总 84.22%) 为主。2013-2021 年我国大陆营收占比均在 70% 以上。21 年我国大陆营收 278.08 亿元, 同比+0.45%。

图 7: 2013-2021 年营收按地区分 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 8: 2013-2021 年各地区营收占比 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

分纸种看, 2013-2021 年公司双胶纸、白卡纸、静电纸营收占机制纸营收比重呈上升趋势, 铜版纸、其他机制纸营收占机制纸营收比重呈减少趋势。2021 年营收占总较大的纸种为白卡纸 (32.95%) 和双胶纸 (25.07%)。

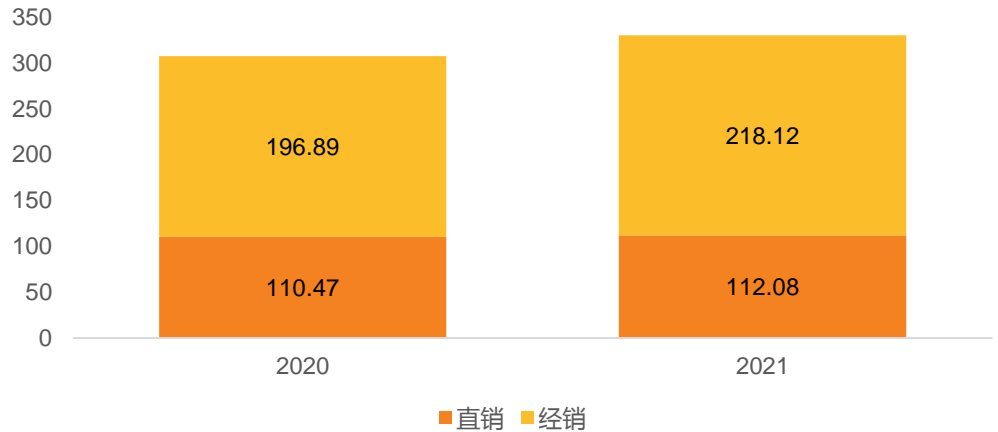
表 2: 公司 2013-2021 年各纸种营收占机制纸营收比重 (%)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
轻涂纸	5.26%	3.86%	3.39%	2.37%	1.96%	0.82%			
双胶纸	14.10%	16.51%	24.68%	25.42%	24.23%	25.33%	29.83%	25.67%	25.07%
书写纸	1.69%	1.18%	1.60%	1.40%	1.05%	0.49%			
铜版纸	24.69%	24.64%	24.16%	22.67%	20.89%	19.33%	14.59%	15.43%	14.83%
新闻纸	8.23%	6.07%	5.37%	5.10%	3.02%	0.04%			
箱板纸	4.45%	4.20%	1.02%						
白卡纸	11.85%	11.08%	10.60%	14.41%	26.28%	26.50%	26.66%	29.48%	32.95%
静电纸	10.45%	9.69%	8.75%	10.79%	9.02%	9.89%	12.62%	15.12%	13.27%
其他机制纸	19.28%	22.78%	20.44%	9.29%	6.33%	9.59%	9.13%	8.14%	8.01%
防粘原纸				5.17%	4.60%	4.97%	4.78%	4.18%	4.02%
生活纸				3.38%	2.62%	3.08%	2.40%	1.98%	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分销售模式看，经销占比较大且呈高速增长。21 年经销收入 218.12 亿元（占总 66.06%），同比+10.78%；直销收入 112.08 亿元（占总 33.94%），同比+1.45%。

图 9：公司 20-21 年直销与经销收入（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

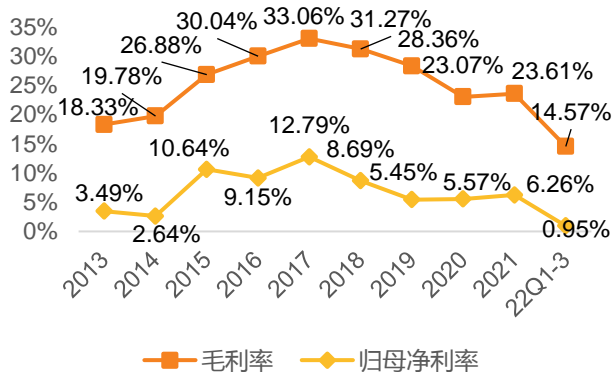
毛利端：2022Q1-3 公司毛利率和归母净利率分别为 14.57%、0.95%，分别同比-11.13pct、-7.52pct。根据公司的业务和规模，我们选择晨鸣纸业（白卡纸、双胶纸为主）、太阳纸业（箱板纸、非涂布文化纸为主）、华泰股份（文化纸、包装纸为主）、山鹰纸业（箱板纸为主）、博汇纸业（白纸板为主）、岳阳林纸（文化纸为主）作为造纸行业的代表公司。观察各公司 2013-2022Q1-3 的毛利率数据可知，2013-2017 年各公司毛利率整体均呈上升趋势，2017-2022Q1-3 各公司除博汇纸业在 2021 年毛利率达较高水平外，其他各公司毛利率整体均呈减少趋势。

2018-2019 年底造纸行业毛利率减少主要系需求疲弱所致。1、价格方面：2018 年毛利减少主要系纸制品供给大于需求。由于造纸行业下游包装行业较分散，库存水平可用来衡量需求情况。前瞻经济学人显示，从 2018 年 3 月开始库存不断增长，表明造纸行业需求疲弱。从纸种价格走势图可以看出，2018-2019 年双胶纸、铜版纸、白卡纸价格均降幅较大；2、成本方面：成本上升幅度不大。和大幅减少的纸制品价格相比，2018 年晨鸣纸业纸制品吨成本增加额仅为 254.85 元。

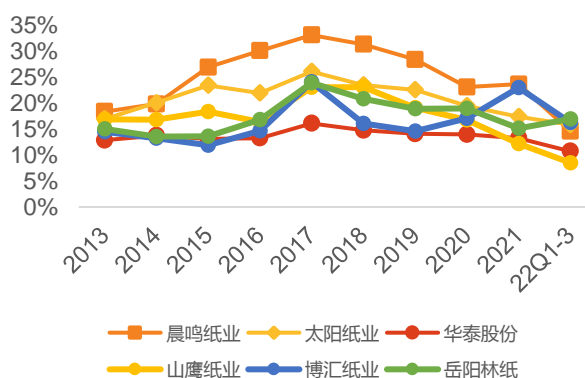
2020 年造纸行业毛利率减少主要系疫情所致。2021 年造纸行业毛利率回升主要系消费回暖所致。根据中华纸业网，2020 年 3 月受疫情影响，许多造纸厂处于半停工状态。随着国家加大疫情防控措施及“六保六稳”政策落实，国内经济逐渐进入快速复苏通道，消费需求逐步回升，造纸行业保持了较好增长态势。根据中国产业研究院，2021 年 1-3 月份造纸和纸制品业利润同比+112.7%；2021 年 1-3 月份，规模以上工业企业实现营业收入 27.48 万亿元，同比+38.7%；发生营业成本 22.91 万亿元，增长 36.5%；营业收入利润率为 6.64%，同比+2.76pct。

图 10：2013-2022Q1-3 公司毛利率及归母净利率

图 11：2013-2022Q1-3 造纸行业各公司毛利率



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

表 3: 2021 年造纸行业 6 家公司收入结构对比 (%)

	晨鸣纸业	太阳纸业	华泰股份	山鹰纸业	博汇纸业	岳阳林纸
新闻纸			10.64%			
包装纸			18.32%			9.51%
箱板纸		30.85%		41.25%	9.77%	
瓦楞原纸		0.12%		12.59%	0.07%	
白纸板			0.00%		76.85%	
文化纸			21.91%		9.67%	52.14%
非涂布文化用纸		27.10%				
铜版纸	13.06%	12.81%	13.10%			
淋膜原纸		5.03%				
生活用纸		2.68%				
溶解浆		10.17%				
白卡纸	29.01%					
双胶纸	22.07%					
纸浆		6.18%	3.14%			
化学浆		0.47%				
化机浆		5.71%				
其他纸	23.91%			10.45%	3.22%	3.75%
其他业务	11.95%	5.06%	32.89%	35.71%	0.43%	34.60%

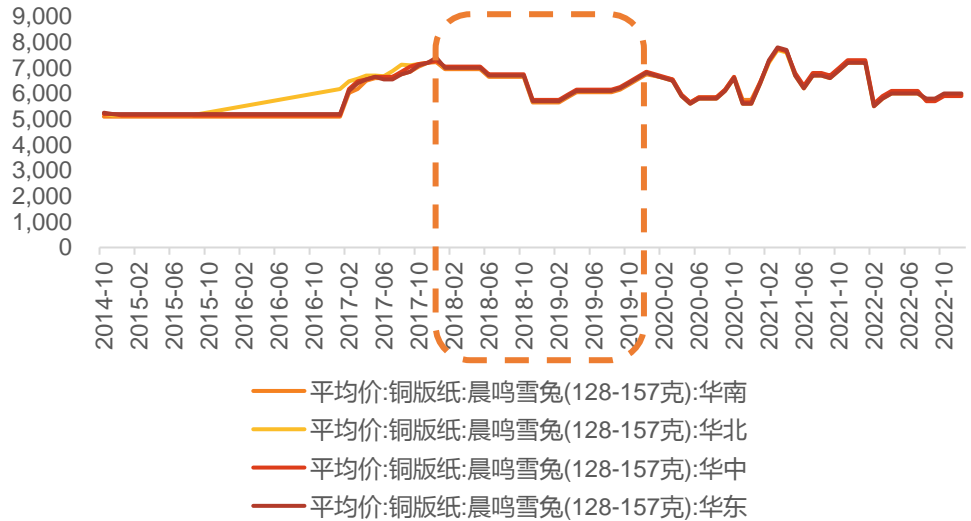
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 12: 2014-2022 年双胶纸价格走势 (元/吨)



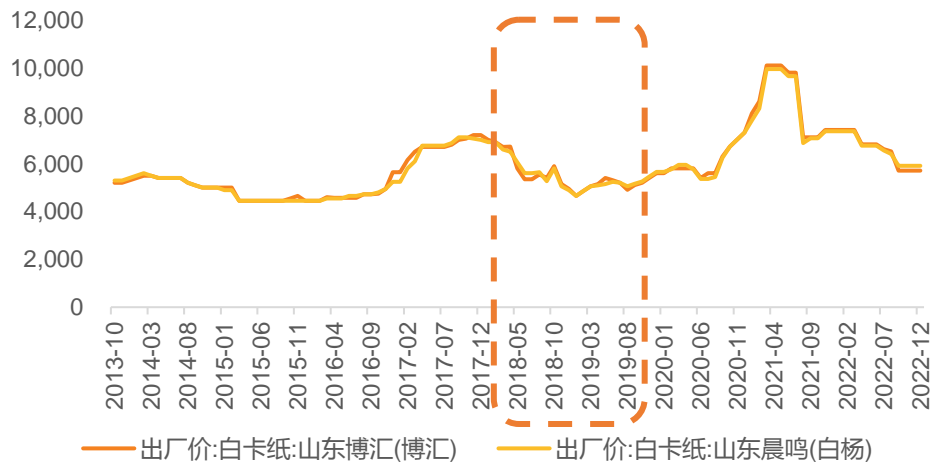
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 13: 2014-2022 年铜版纸价格走势 (元/吨)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 14: 2013-2022 年白卡纸价格走势 (元/吨)



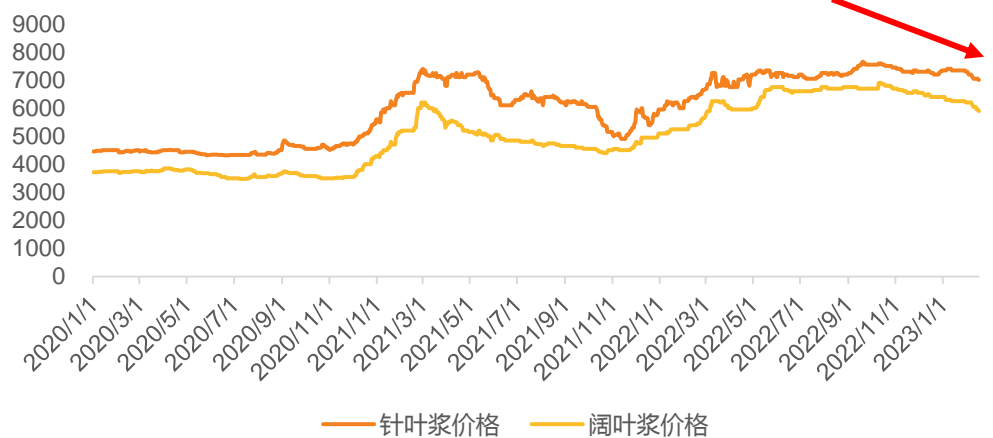
资料来源: wind, 天风证券研究所

造纸行业的景气度有望逐步回升，主要系：

1、浆价有望下行。1) 需求端：全球针叶浆和阔叶浆年增约 151 万吨。根据我们测算，2023 年中国市场的阔叶和针叶浆需求量增加 54.36 万吨。2) 供应端：木浆供应紧张状态有望缓解。Arauco 宣布 MAPA 项目已正式投产，MAPA 包括 156 万吨漂阔浆产能，以及原有针叶浆产能改造。同时，UPM 乌拉圭 PasodelosToros 计划 2023 年一季度投产，设计产能 210 万吨桉木浆，但能否落地有待浆厂证实。保守计算 2023 年新产能投放对中国市场的阔叶和针叶浆投放量增加 100 万吨。2023 年我们预计浆供应量远大于供应量，中期浆价或将回落。

2、随着国内疫情防控的优化及国家稳增长政策的落实，内需有望改善。

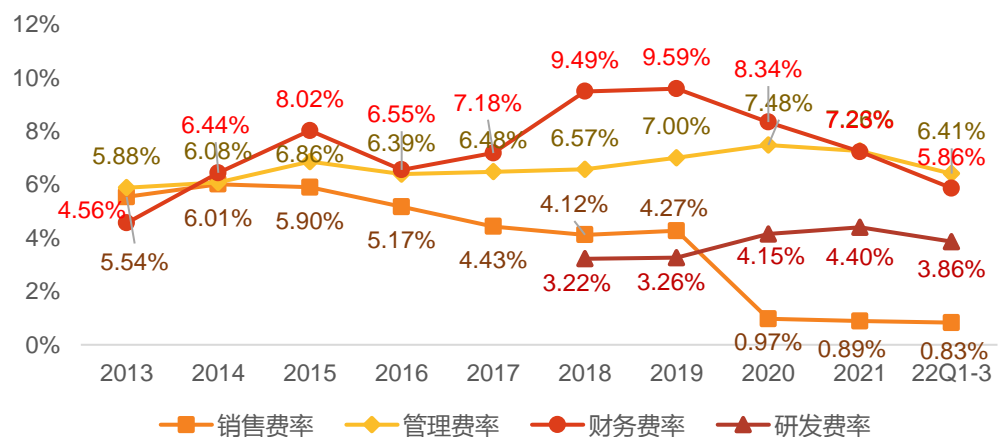
图 15：2020/1/1-2023/2/16 针叶浆、阔叶浆价格（元/吨）



资料来源: 隆众资讯, 天风证券研究所

费用端：公司费控能力良好。2017-2021 年公司管理费率和财务费率比较稳定。2020 年销售费率减少显著，主要系工资及差旅费同比减少。22Q1-3 销售费率 0.83%，同比-0.02pct；管理费率 6.41%（管理费用包含研发费用），同比-0.80pct；财务费率 5.86%，同比-1.95pct，研发费率 3.86%，同比-0.38pct。

图 16：2013-2022Q1-3 公司销售费率、管理费率、财务费率、研发费率



资料来源: wind, 天风证券研究所

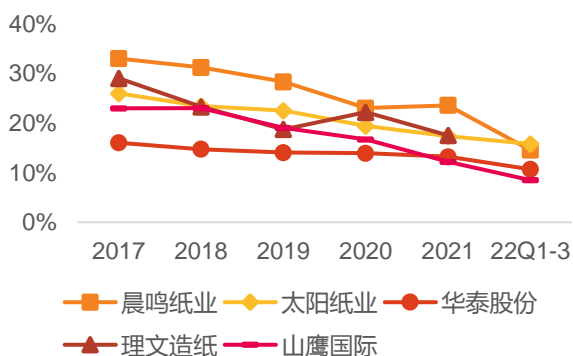
(注：管理费用包含研发费用)

3. 木浆自给率行业最高之一，研发费用占营收比重较高

公司是行业内木浆自给率最高的造纸企业之一，也是国内首家基本实现木浆自给自足的现代化大型造纸企业。公司坚定实施浆纸一体化战略，目前在寿光、湛江、黄冈等主要生产基地均配有化学浆生产线，截止 22 年 6 月底，木浆总产能达 430 万吨。完整的供应链在为公司构筑成本优势的同时也保障了上游原料端的安全性、稳定性、优质性，成本端表现出较强的竞争优势。

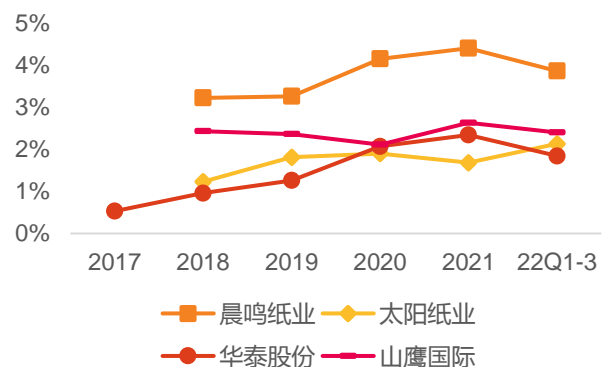
2017-2021 公司毛利率相对于太阳纸业、华泰股份、理文造纸、山鹰国际更高，且研发费用占营收比重最大。2022Q1-3 公司毛利率与太阳基本一样，但研发费用率相对更高。公司是造纸行业内产品品种最多、最齐全的企业，产品系列涵盖文化纸、白卡纸、铜版纸、复印纸、生活纸、热敏纸等，主要产品市场占有率均位于全国前列。公司坚持以市场需求为导向，通过技术革新和工艺流程优化助力产品精耕细作，不断提高产品附加值，提升品牌价值 and 效益。

图 17：2017-2022Q1-3 各公司毛利率对比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 18：2017-2022Q1-3 各公司研发费用/营业总收入对比



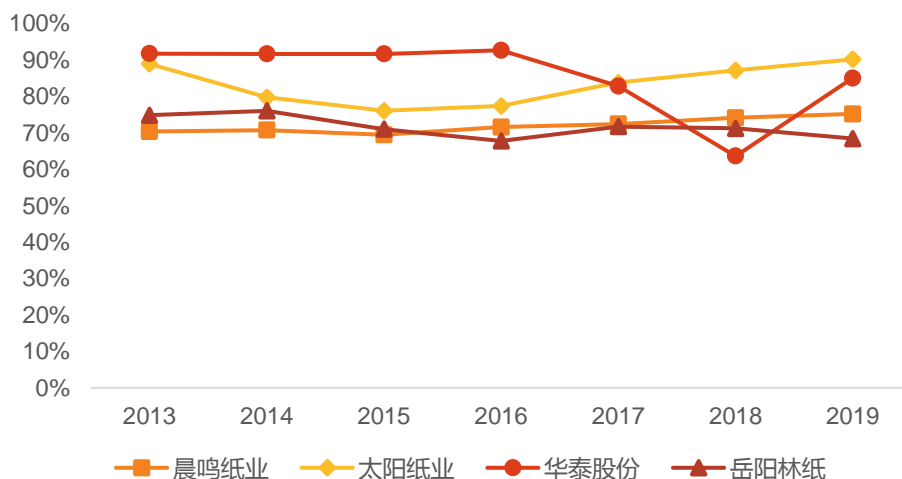
资料来源：wind，天风证券研究所

4. 边际成本较低，物流成本稳中有降

造纸行业是典型的资金密集和技术密集型行业，遵循规模经济规律。公司是中国造纸行业龙头企业，在全国华南、华中、华北、东北主要市场均设有大型生产基地，年浆纸产能达 1100 万吨，合理的生产规模造就了企业的边际成本优势。同时，公司依托规模优势配套建设国际化物流中心及配套铁路专用线、码头，打造了集装运输、保税仓储、中转及场站储存等综合性物流服务平台，实现了物流效率的提升和物流成本的稳定。

使用运输费占销售费用的比例数据，经我们测算，2013-2019 年公司极差为 6%，较太阳纸业低 8pct，较华泰股份低 23pct，较岳阳林纸低 3pct，充分证明公司物流成本稳定性。

图 19：2013-2019 年公司运输费占销售费用比例稳定且呈较低水平



资料来源: wind, 天风证券研究所

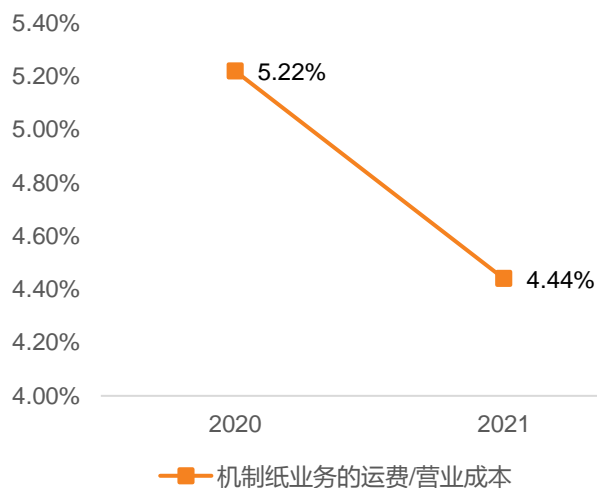
公司围绕浆纸一体化战略整合资源, 将生产基地植根于核心目标市场, 推动各区域协调联动共同发展。目前, 公司以市场为导向, 在山东、广东、湖北、江西、吉林等地建有 6 个生产基地, 全部产品实现近距离销售, 在提升服务效率的同时降低了运输成本。2021 年公司机制纸业务的运费占营业成本的比重为 4.44%, 同比-0.78pct。

图 20: 公司产能布局情况

晨鸣产业	成立时间	图片	所属省份
寿光晨鸣	1958年		山东省
湛江晨鸣	2006年		广东省
吉林晨鸣	2005年		吉林省
江西晨鸣	2002年		江西省
武汉晨鸣	1997年		湖北省
黄冈晨鸣	2020年		湖北省

资料来源: 公司官网, 企查查, 天风证券研究所

图 21: 2020-2021 年公司机制纸业务的运费/营业成本 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

5. 盈利预测与估值

公司的原材料成本优势和较高的研发投入等优势或将继续保持, 包装纸需求或将回暖, 公司机制纸市占率或将提高。我们预计 2022-24 年公司收入分别为 338.02 亿、349.48 亿、364.86 亿, 其中白卡纸收入分别为 100.60 亿、106.63 亿、114.08 亿, 双胶纸收入分别为 74.33 亿、76.19 亿、78.09 亿。我们预计公司 2022-2024 年公司毛利率分别为 12.88%、18.09%

和 19.86%；归母净利润分别为 2 亿、15.88 亿、24.27 亿，EPS 分别为 0.07、0.53、0.81 元/股。

表 4：2022-2024 年公司收入预测（亿元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	303.95	307.37	330.20	338.02	349.48	364.86
yoy	5.26%	1.12%	7.43%	2.37%	3.39%	4.40%
白卡纸	69.09	79.00	95.80	100.60	106.63	114.08
yoy	7.28%	14.35%	21.25%	5.0%	6.0%	7.0%
双胶纸	77.29	68.80	72.87	74.33	76.19	78.09
yoy	25.56%	-10.98%	5.91%	2%	3%	3%
铜版纸	37.79	41.35	43.11	43.97	44.85	46.19
yoy	-19.54%	9.39%	4.26%	2%	2%	3%
静电纸	32.70	40.52	38.57	42.81	47.95	54.19
yoy	36.00%	23.92%	-4.82%	11%	12%	13%
防粘原纸	12.39	11.19	11.68	11.92	12.28	12.77
yoy	2.51%	-9.66%	4.42%	2%	3%	4%
热敏纸	0.00	0.00	5.41	5.52	5.68	5.91
yoy				2%	3%	4%
其他机制纸	29.86	27.13	23.28	19.32	16.23	13.80
yoy	-12.13%	-9.15%	-14.18%	-17%	-16%	-15%
其他业务	44.84	39.37	39.48	39.56	39.68	39.84
yoy	-1.93%	-12.19%	0.27%	0.2%	0.3%	0.4%

资料来源：wind，天风证券研究所

首次覆盖，给予“买入”评级。我们选取造纸行业太阳纸业、岳阳林纸、山鹰国际作为可比，据可比公司均值，给予晨鸣纸业 23 年 PE 为 12.65x，对应目标市值 200.86 亿元，目标价 6.74 元。

表 5：可比公司 PE（截至 2023/03/02）

	22E	23E	24E
太阳纸业	11.23	9.94	
岳阳林纸	21.30	17.25	14.81
山鹰国际		10.76	8.49
均值		12.65	

资料来源：wind，天风证券研究所（可比公司 PE 来源均为 wind 一致预期）

6. 风险提示

1、宏观经济政策风险

造纸行业作为基础原材料工业，受到国家产业政策的支持。近年来，为优化产业结构，提升产品技术水平，节能减排和淘汰落后产能，相关主管部门颁布了《造纸产业发展政策》等一系列相关政策法规，随着我国经济的不断发展，未来造纸产业政策还可能进一步进行调整。此外，财政、金融政策、银行利率、进出口政策也存在进行调整的可能。上述产业政策及相关政策的调整都将对公司的经营和发展产生影响。

2、环保风险

近年来，《关于调整加工贸易禁止类商品目录的公告》、《中华人民共和国国民经济和社会

发展第十四个五年（2021-2025年）规划和2035年远景目标纲要》、《关于加快推动制造业高质量发展发展的意见》、《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》等政策相继出台，环保要求日趋严格。随着国家环保标准的提高，将使行业企业对污染治理的投入进一步增加，短期内提高公司经营成本。

3、市场竞争加剧风险

造纸行业作为与国民经济联系密切的战略性基础产业，伴随中国经济的稳健发展，取得了长足进步。尽管造纸行业在经过多轮环保政策整肃后，落后产能加速淘汰，行业格局得到优化。但企业数量多、产能过剩且分散、中低端产品居多、产品同质化的情况依然存在，市场竞争激烈。

4、原材料价格波动风险。

行业主要原材料为木浆和木片，如果未来木浆及木片价格出现大幅波动的情形，将对企业生产成本形成上涨压力，对行业企业的正常生产经营带来一定影响。

5、融资租赁业务风险

如果融资租赁业务的承租人因各种原因未能及时足额支付租金，出现掠夺式使用设备或其他短期行为，可能给公司造成损失。虽然该等租金不能回收的风险很小，公司也将按照会计政策要求计提坏账准备，但若该等款项不能及时收回，则可能给公司带来坏账风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	17,759.54	14,119.78	10,140.71	12,231.90	14,594.40
应收票据及应收账款	1,984.93	2,656.52	3,228.36	2,146.61	3,550.79
预付账款	964.29	891.49	1,143.04	851.00	1,218.46
存货	5,135.29	5,282.63	8,090.33	4,183.35	8,447.67
其他	10,038.20	9,920.07	12,923.31	10,962.24	11,634.75
流动资产合计	35,882.25	32,870.49	35,525.75	30,375.11	39,446.07
长期股权投资	3,906.16	1,866.59	2,167.39	2,517.79	2,947.09
固定资产	37,651.71	35,653.49	33,351.90	31,050.30	28,748.71
在建工程	179.86	197.75	197.75	197.75	197.75
无形资产	1,774.62	1,592.67	1,544.10	1,495.52	1,446.94
其他	12,180.86	10,660.46	10,521.95	10,737.84	9,869.14
非流动资产合计	55,693.21	49,970.96	47,783.08	45,999.20	43,209.63
资产总计	91,575.46	82,841.45	83,308.83	76,374.31	82,655.70
短期借款	32,793.99	33,523.03	23,534.02	23,598.60	22,542.76
应付票据及应付账款	7,041.37	6,960.64	10,263.96	5,823.46	10,765.89
其他	10,159.73	8,668.99	11,618.94	10,327.01	11,673.12
流动负债合计	49,995.09	49,152.66	45,416.91	39,749.07	44,981.77
长期借款	8,077.15	5,276.34	4,668.16	3,852.03	3,460.47
应付债券	1,536.88	155.00	983.38	891.75	676.71
其他	5,114.93	4,328.33	5,988.34	5,143.87	5,153.51
非流动负债合计	14,728.96	9,759.67	11,639.88	9,887.65	9,290.70
负债合计	65,775.19	60,294.63	57,056.80	49,636.72	54,272.47
少数股东权益	1,523.29	3,457.05	3,466.62	3,545.35	3,637.38
股本	2,984.21	2,984.21	2,979.74	2,979.74	2,979.74
资本公积	5,321.91	5,282.81	5,282.81	5,282.81	5,282.81
留存收益	11,211.77	10,422.38	10,583.00	11,896.58	14,025.52
其他	4,759.08	400.38	3,939.88	3,033.11	2,457.79
股东权益合计	25,800.26	22,546.83	26,252.03	26,737.58	28,383.24
负债和股东权益总计	91,575.46	82,841.45	83,308.83	76,374.31	82,655.70

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,906.21	2,089.68	199.65	1,587.72	2,426.76
折旧摊销	2,320.49	2,421.41	2,350.17	2,350.17	2,350.17
财务费用	2,139.91	2,648.20	1,780.16	1,437.71	1,282.57
投资损失	(173.36)	69.58	(92.60)	(65.46)	(29.49)
营运资金变动	3,289.11	2,632.72	105.45	(639.35)	397.43
其它	1,777.44	(1,279.71)	2.27	128.91	85.61
经营活动现金流	11,259.80	8,581.89	4,345.10	4,799.70	6,513.06
资本支出	3,960.24	(1,003.77)	(1,660.01)	844.47	(9.65)
长期投资	299.82	(2,039.57)	300.80	350.40	429.30
其他	(4,441.10)	3,209.07	1,216.57	(695.88)	(600.78)
投资活动现金流	(181.04)	165.72	(142.63)	498.99	(181.12)
债权融资	(5,937.82)	(6,400.77)	(11,675.20)	(2,010.18)	(3,083.41)
股权融资	(2,138.35)	(4,397.80)	3,493.67	(1,197.33)	(886.02)
其他	(1,517.87)	858.07	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(9,594.04)	(9,940.50)	(8,181.53)	(3,207.51)	(3,969.43)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,484.72	(1,192.89)	(3,979.07)	2,091.18	2,362.50

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	30,736.52	33,019.81	33,802.38	34,948.28	36,486.01
营业成本	23,645.59	25,222.28	29,447.15	28,626.14	29,239.89
营业税金及附加	250.53	284.46	270.42	288.50	302.47
销售费用	298.25	293.51	338.02	349.48	364.86
管理费用	1,025.42	942.36	676.05	954.10	922.36
研发费用	1,274.36	1,453.77	1,014.07	1,345.37	1,368.50
财务费用	2,562.07	2,387.47	1,780.16	1,437.71	1,282.57
资产/信用减值损失	(665.30)	(280.02)	(700.06)	(548.46)	(509.51)
公允价值变动收益	6.26	(77.07)	(9.62)	33.75	(19.30)
投资净收益	173.36	(69.58)	92.60	65.46	29.49
其他	581.26	581.19	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,584.72	2,281.46	(340.57)	1,497.74	2,506.04
营业外收入	600.47	71.69	600.00	424.05	365.25
营业外支出	12.92	46.97	19.00	26.30	30.76
利润总额	2,172.27	2,306.18	240.43	1,895.49	2,840.53
所得税	266.06	216.50	28.89	212.61	308.86
净利润	1,906.21	2,089.68	211.54	1,682.88	2,531.67
少数股东损益	194.18	24.17	11.89	95.16	104.91
归属于母公司净利润	1,712.03	2,065.51	199.65	1,587.72	2,426.76
每股收益(元)	0.57	0.69	0.07	0.53	0.81

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	1.12%	7.43%	2.37%	3.39%	4.40%
营业利润	0.07%	43.97%	-114.93%	-539.77%	67.32%
归属于母公司净利润	3.35%	20.65%	-90.33%	695.25%	52.85%
获利能力					
毛利率	23.07%	23.61%	12.88%	18.09%	19.86%
净利率	5.57%	6.26%	0.59%	4.54%	6.65%
ROE	7.05%	10.82%	0.88%	6.85%	9.81%
ROIC	8.03%	10.31%	3.33%	7.36%	10.19%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	71.83%	72.78%	68.49%	64.99%	65.66%
净负债率	123.29%	139.42%	97.21%	85.48%	65.86%
流动比率	0.70	0.65	0.78	0.76	0.88
速动比率	0.60	0.55	0.60	0.66	0.69
营运能力					
应收账款周转率	13.63	14.23	11.49	13.00	12.81
存货周转率	6.20	6.34	5.06	5.69	5.78
总资产周转率	0.32	0.38	0.41	0.44	0.46
每股指标(元)					
每股收益	0.57	0.69	0.07	0.53	0.81
每股经营现金流	3.78	2.88	1.46	1.61	2.19
每股净资产	8.15	6.41	7.65	7.78	8.30
估值比率					
市盈率	9.38	7.78	80.44	10.12	6.62
市净率	0.66	0.84	0.70	0.69	0.65
EV/EBITDA	4.48	4.74	6.32	4.44	3.32
EV/EBIT	6.29	6.60	13.11	7.41	5.12

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com