

林纸产品/原材料

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 8.80

当前价格: 6.64

2015.01.26

晨鸣纸业 (000488)

## 纸在此时, 晨鸣破晓

	穆方舟 (分析师)	吴冉劼 (分析师)	李黎亚 (研究助理)
	0755-23976527	0755-23976112	0755-23976900
	mufangzhou@gtjas.com	wuranjie012899@gtjas.com	liliya@gtjas.com
证书编号	S0880512040003	S0880514080003	S0880114070048

## 本报告导读:

造纸行业触底反弹推动纸品涨价, 公司主业有望迎来拐点; 涉足多元金融行业开辟新的盈利增长点。公司业绩增长潜力有待被市场进一步认识, 首次覆盖予以增持评级。  
**投资要点:**

目标价 8.8 元, 增持评级。随着造纸行业触底反弹, 晨鸣纸业的纸品迎来涨价预期, 公司造纸业务业绩增速有望出现拐点; 同时公司设立财务公司、融资租赁公司涉足金融行业, 开辟新的利润增长点。我们预测 2014 年-2016 年的 EPS 分别为 0.27、0.51 和 0.67 元, 首次覆盖给予增持评级, 给予公司 2015 年 1.18X PB, 目标价 8.8 元。

造纸行业基本面筑底迎来涨价预期, 公司造纸业务将触底反弹。2010 年三季度以来, 造纸行业产能过剩造成景气度不断下滑, 随着淘汰落后产能、环保政策收严和下游需求的复苏, 2014 年 4 季度以来造纸行业供需基本达到弱平衡状态, 随着补库存的进行纸品存在涨价预期。晨鸣纸业作为行业龙头, 具有齐全的产品线和产业链, 随着纸品尤其是文化纸的提价落地, 我们认为公司造纸业务将触底反弹。

多元拓展金融领域, 盈利新增长点显现。晨鸣纸业通过设立融资租赁公司、财务公司以及参股互联网金融公司涉足金融行业, 为公司的业绩增长开辟看新的增长点, 这块业务的潜力被当前市场所忽视。其中融资租赁公司不仅在对内服务上具有更高的融资效率, 在对外经营上更强的盈利能力; 中国租赁联盟的数据显示融资租赁行业 2012 年的净利率达到了 19%, 相比于传统造纸业务无疑盈利能力和业绩弹性更大。晨鸣财务公司当前主要服务于提高集团内部的资金效率, 随着新的业务获批落地, 财务公司将在对外股权、有价证券投资等方面取得进展, 为业绩增长提供新动力。

**风险提示:** 跨界经营的风险、纸品提价难以实施。

## 交易数据

52 周内股价区间 (元)	3.99-6.99
总市值 (百万元)	12,858
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,936/1,105
流通 B 股/H 股 (百万股)	471/352
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	31.98
日均成交值 (百万元)	186.16

## 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	13,739
每股净资产	7.10
市净率	0.9
净负债率	162.21%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.03	0.04
Q2	0.13	0.08
Q3	0.10	0.05
Q4	0.11	0.10
全年	0.37	0.27

## 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	7%	45%	59%
相对指数	-1%	1%	14%

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	19,762	20,389	19,167	26,870	31,119
(+/-)%	11%	3%	-6%	40%	16%
经营利润 (EBIT)	734	1,323	1,211	1,863	2,121
(+/-)%	-7%	80%	-8%	54%	14%
净利润	221	711	529	999	1,293
(+/-)%	-64%	222%	-26%	89%	29%
每股净收益 (元)	0.11	0.37	0.27	0.51	0.67
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	3.7%	6.5%	6.3%	6.9%	6.8%
净资产收益率 (%)	1.6%	5.1%	3.7%	6.8%	8.3%
投入资本回报率 (%)	-6.3%	3.2%	2.7%	4.4%	4.9%
EV/EBITDA	14.5	11.2	14.0	9.9	8.8
市盈率	54.0	16.8	23.0	12.2	9.2
股息率 (%)	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2015.01.26

**股票研究**

原材料  
林纸产品

**晨鸣纸业 (000488)**

**首次覆盖**

**评级:** 增持

**目标价格:** 8.80

**当前价格:** 6.64

2015.01.26

公司网址

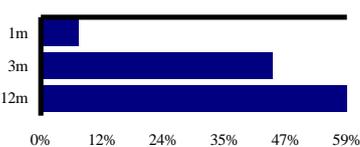
www.chenmingpaper.com

**公司简介**

公司是以造林、制浆、造纸为主业的大型企业集团, 全国首家 A、B、H 三种股票上市公司, 进入中国企业 500 强和世界纸业 30 强, 被评为中国上市公司百强企业和中国最具竞争力的 50 家蓝筹公司之一, “晨鸣” 商标被认定为中国驰名商标。

目前, 集团拥有国家级技术中心、博士后科研工作站及多条国际一流水平的造纸生产线, 主导产品为高档铜版纸、白卡纸、轻涂纸、新闻纸、双胶纸、电话

绝对价格回报 (%)

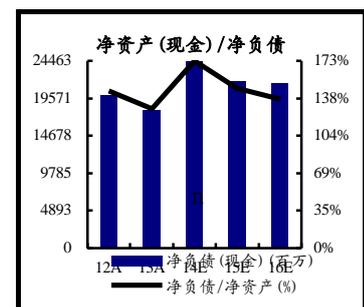
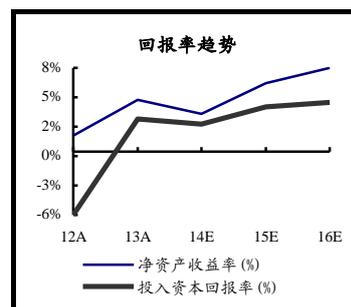
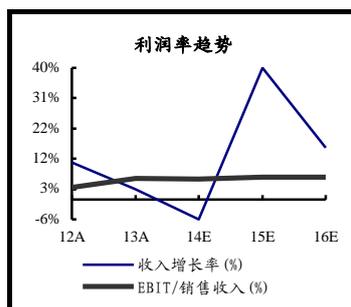


52 周价格范围 3.99-6.99

市值 (百万) 12,858

**财务预测 (单位: 百万元)**

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>损益表</b>					
营业总收入	19,762	20,389	19,167	26,870	31,119
营业成本	16,694	16,652	15,758	21,925	25,429
税金及附加	79	86	81	113	131
销售费用	1,144	1,129	1,061	1,488	1,723
管理费用	1,110	1,199	1,056	1,481	1,715
EBIT	734	1,323	1,211	1,863	2,121
公允价值变动收益	48	11	0	0	0
投资收益	-36	24	50	56	35
财务费用	1,093	931	1,069	1,201	1,108
营业利润	-416	404	192	718	1,048
所得税	-63	176	77	145	188
少数股东损益	-174	-20	-14	-26	-34
净利润	221	711	529	999	1,293
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	4,456	2,548	2,545	2,756	2,865
其他流动资产	1,803	1,741	1,748	1,748	1,748
长期投资	378	135	59	59	59
固定资产合计	25,131	27,100	27,356	26,313	26,917
无形及其他资产	2,791	2,871	3,798	3,817	3,915
资产合计	47,725	47,522	48,996	48,067	49,714
流动负债	19,989	19,314	24,692	23,185	23,960
非流动负债	13,391	13,570	9,562	9,562	9,562
股东权益	13,759	14,040	14,157	14,761	15,628
投入资本(IC)	33,945	32,555	39,151	37,030	37,612
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	-2,125	1,055	1,054	1,621	1,845
折旧与摊销	1,526	1,365	1,403	1,554	1,678
流动资金增量	-1,699	-1,249	-600	598	88
资本支出	-2,755	-3,613	-2,186	-130	-1,980
自由现金流	-5,052	-2,443	-329	3,643	1,631
经营现金流	1,957	1,123	856	4,425	3,757
投资现金流	-2,646	-1,911	-2,060	-74	-1,945
融资现金流	723	-832	1,201	-4,140	-1,703
现金净增加额	34	-1,620	-3	211	109
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	11.3%	3.2%	-6.0%	40.2%	15.8%
EBIT 增长率	-7.4%	80.2%	-8.5%	53.8%	13.8%
净利润增长率	-63.7%	221.5%	-25.5%	88.8%	29.4%
利润率					
毛利率	15.5%	18.3%	17.8%	18.4%	18.3%
EBIT 率	3.7%	6.5%	6.3%	6.9%	6.8%
净利润率	1.1%	3.5%	2.8%	3.7%	4.2%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	1.6%	5.1%	3.7%	6.8%	8.3%
总资产收益率(ROA)	0.5%	1.5%	1.1%	2.1%	2.6%
投入资本回报率(ROIC)	-6.3%	3.2%	2.7%	4.4%	4.9%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	109	89	94	70	60
应收账款周转天数	60	60	62	46	40
总资产周转天数	862	853	919	659	573
净利润现金含量	8.85	1.58	1.62	4.43	2.90
资本支出/收入	14%	18%	11%	0%	6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	69.9%	69.2%	69.9%	68.1%	67.4%
净负债率	145.2%	128.6%	172.8%	147.5%	137.7%
<b>估值比率</b>					
PE	54.0	16.8	23.0	12.2	9.2
PB	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	14.5	11.2	14.0	9.9	8.8
P/S	0.6	0.6	0.6	0.5	0.4
股息率	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%



## 目 录

1. 造纸产业龙头，产业链、产品线齐全 .....	4
2. 基本面筑底，行业蓄势待发 .....	5
2.1. 周期底部，提价/补库存行情在即 .....	5
2.2. 行业集中度低，治污将大幅淘汰中小落后产能 .....	7
3. 多元拓展金融领域，盈利新增长点显现 .....	10
3.1. 融资租赁公司资本实力不断增强 .....	10
3.2. 财务公司取长补短，静待新业务落地 .....	11
3.3. 互联网金融扬帆起航 .....	12
4. 盈利预测与估值 .....	13
5. 风险提示 .....	15

## 图表目录

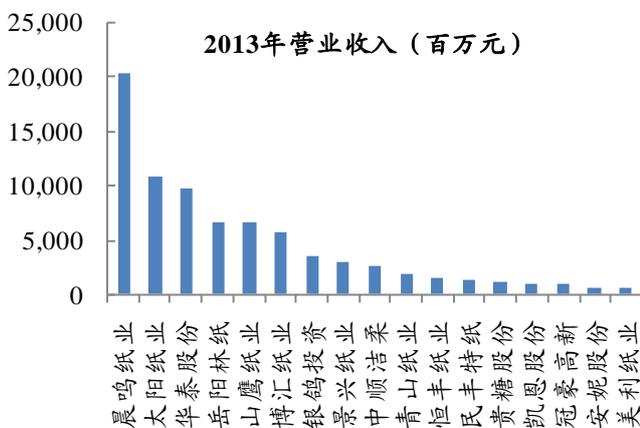
图 1: 晨鸣纸业营业收入排名行业第一 .....	4
图 2: 晨鸣纸业净利润排名行业第一 .....	4
图 3: 2010-2013 年公司营业收入稳步增长 .....	4
图 4: 公司净利润在 2012 年触底 .....	4
图 5: 公司 2014 年产能接近 500 万吨 .....	5
图 6: 铜版纸是公司最主要的收入来源 .....	5
图 7: 造纸行业的利润总额多数时间在负增长 .....	6
图 8: 行业固定资产投资增速低于金融危机水平 .....	6
图 9: 2014 年以来行业产量及消费量同比增速已现拐头趋势 .....	6
图 10: 2014 年我国出口增速逐步回升 .....	7
图 11: 2014 年我国主要纸品出口增速回升 .....	7
图 12: 2014 年四季度房地产销售开始复苏 .....	7
图 13: 2014 年以来家用电器销售逐步恢复增长 .....	7
图 14: 全国废水排放量中造纸业占比最大 .....	8
图 15: 全国 COD 排放量中造纸业占比最大 .....	8
图 16: 预计相关部门对造纸业淘汰落后产能要求将继续加码 .....	9
图 17: 2011 年以来大量造纸企业退出市场 .....	9
图 18: 晨鸣集团再 2014 年 8 月和 10 月两次增资融资租赁公司 .....	10
图 19: 融资租赁公司具有很高的融资效率 .....	11
图 20: 融资租赁公司也具有较强的盈利能力 .....	11
图 21: 晨鸣集团与其子公司合资设立造纸行业第一家财务公司 .....	12
图 22: 晨鸣纸业 PB 处在历史底部 .....	14
图 23: 2008 年以来，新年之后铜版纸有提价现象 .....	15
表 1: 2013-2014 年，污染治理措施密集出台 .....	7
表 2: “十二五”节能减排规划继续提高造纸行业减排指标 .....	9
表 3: 财务公司可以经营融资业务、投资业务和中介业务 .....	11
表 4: 财务公司新业务资格等待获批落地 .....	12
表 5: 部分企业或地区已经开始提高纸品价格 .....	13
表 6: 利润表预测 .....	13
表 6: PE 估值法: 晨鸣纸业于 2015 年迎来业绩拐点，2015 年后估值具备较大吸引力 .....	14
表 6: PB 估值法: 晨鸣纸业目前处于较低水平，吸引力较大 .....	14

## 1. 造纸产业龙头，产业链、产品线齐全

以造纸为主业，布局金融等产业开展多元化。晨鸣纸业是以造纸、造林、纸浆为主业的企业集团，拥有多种高档纸品的造纸生产线。近年来，造纸行业整体景气度较差，公司开始拓展多元化业务，涉足金融、采矿等业务，为公司的增长寻找新的增长点。

造纸行业龙头，营业收入、净利润位列行业第一。晨鸣纸业是造纸行业当之无愧的龙头企业，企业主要的效益指标连续 10 多年保持全国同行业首位。造纸行业是资本密集型产业，规模优势为公司带来了较为明显的成本优势，同时在环保投入等方面也具备更强的资金实力。

图 1: 晨鸣纸业营业收入排名行业第一



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

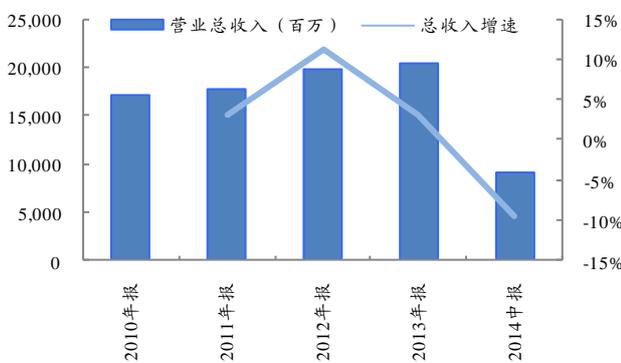
图 2: 晨鸣纸业净利润排名行业第一



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

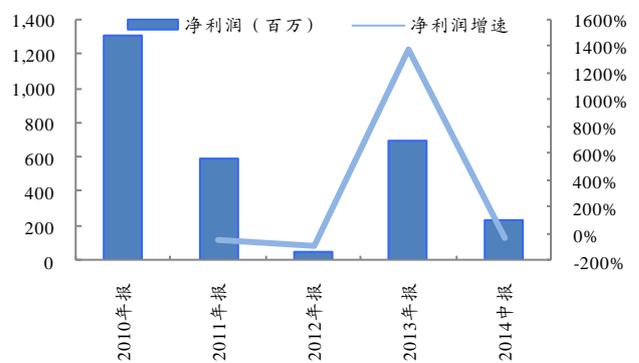
近年来营业收入稳步增长，净利润开始改善。受下游需求不振、行业供给过剩等因素的影响，造纸行业近几年景气度大幅下滑。在这种情况下，公司的营业收入保持了较为稳定的增长，而公司的净利润在 2012 年触底之后正在逐步复苏。

图 3: 2010-2013 年公司营业收入稳步增长



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 4: 公司净利润在 2012 年触底

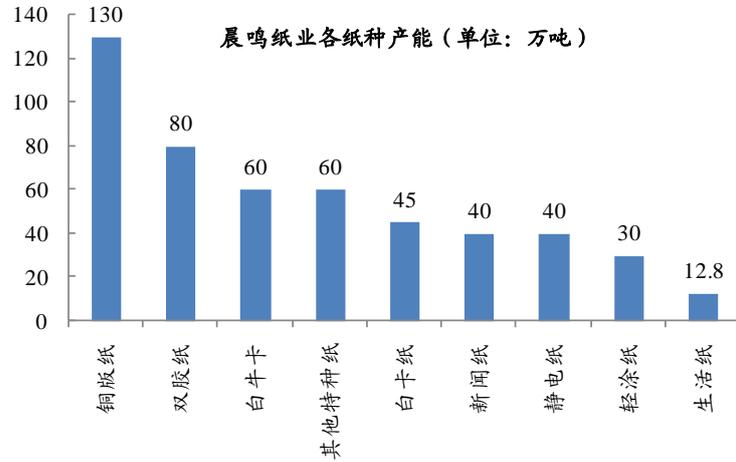


数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

定位高档产品，产品线完善，其中铜版纸为公司最主要的收入来源。公司拥有齐全的纸品生产线，总体看来以文化纸为最主要的产品大

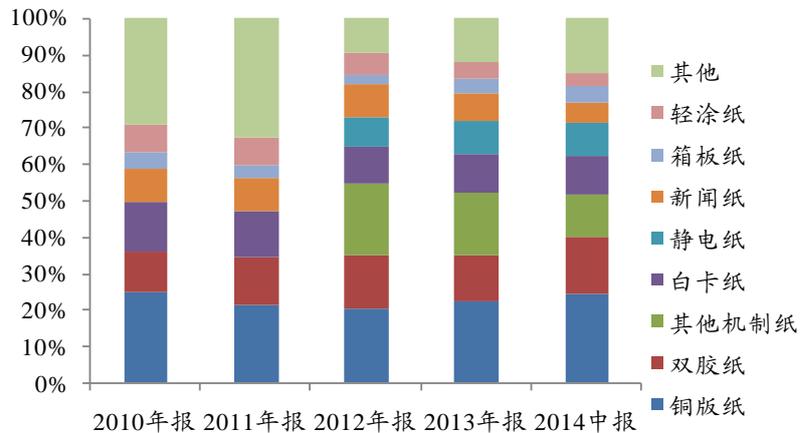
类，包括铜版纸、新闻纸和书写纸等，其中铜版纸是公司收入的最主要贡献者，从 2014 年中报来看，铜版纸的收入占比达到了 24%，铜版纸的价格变动对公司的业绩影响十分明显。整体上看公司的产品主要为高档纸品，在平均利润较低的造纸行业具有较强的盈利能力。

**图 5: 公司 2014 年产能接近 500 万吨**



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

**图 6: 铜版纸是公司最主要的收入来源**



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

**拓展行业上游纸浆、林地，改善原材料供应。**造纸企业的主要原材料为纸浆，多年来我国的纸浆主要依赖进口，限制了造纸企业的发展。公司为解决上有瓶颈，积极获取林权，并自建纸浆产能。目前公司拥有林权的林地近 200 万亩，已签署租赁合同的联营林 160 多万亩，这些林地公司的林浆项目提供了充足的原材料供给。

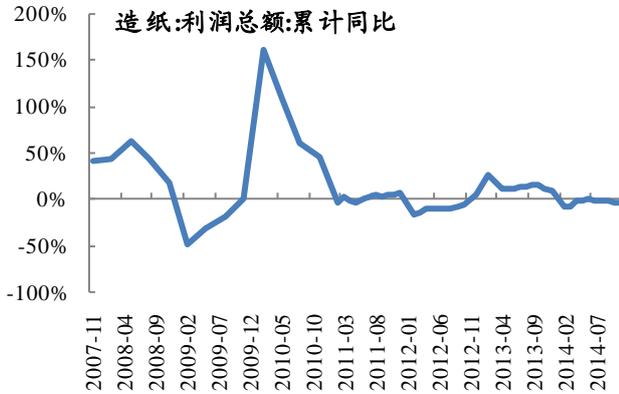
## 2. 基本面筑底，行业蓄势待发

### 2.1. 周期底部，提价/补库存行情在即

行业盈利保持低位，新增投资不断减少，自救动力充足。2008 年金融危机以来，造纸行业的景气度不断下滑，行业供给过剩造成行业毛利率下行。2012 年以来，行业整体的毛利率维持在 12-14% 之间，同时整

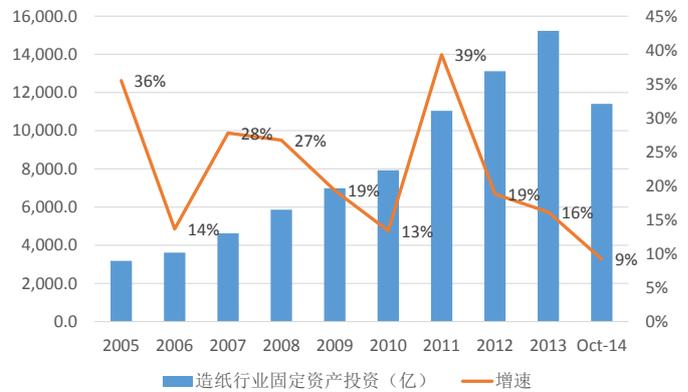
个行业的利润总额多数时间都在负增长，大多数企业的盈利状况不断恶化。龙头企业均取消、放缓固定资产的投资步伐或转产，目前行业投资增速已经低于金融危机水平。

图 7: 造纸行业的利润总额多数时间在负增长



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 8: 行业固定资产投资增速低于金融危机水平



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

产业链总库存均处于历史低位。金融危机以来，纸制品的下游行业像地产、食品饮料的景气度较差，纸制品的消费一直维持在低位，客户基本上是按需购买、随需随买，因此行业中无论是上游纸浆进口商还是下游纸品经销商均不愿意准备太多库存；我们经过调研以及分析认为，目前产业链总库存非常低。

图 9: 2014 年以来行业产量及消费量同比增速已现拐头趋势



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

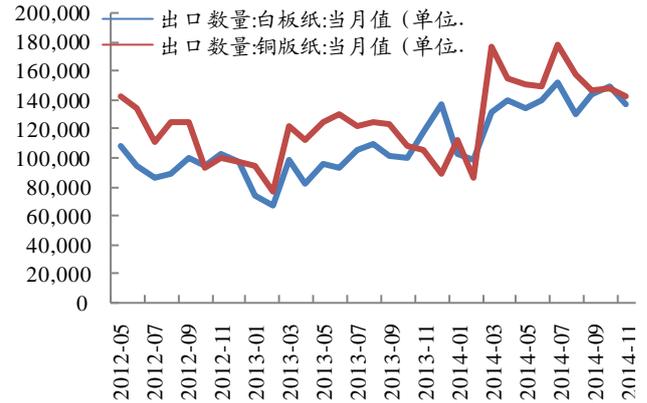
行业需求复苏显端倪，提价/补库存行情在即。2014 年以来，随着我国增长开始转型，经济结构逐步调整，消费品行业将开始缓慢复苏，同时 2014 年四季度以来房地产市场大幅好转，都将对纸及纸制品需求形成支撑。海外方面，2014 年以来欧美经济逐步走强，带动我国纸品出口量在 2014 年逐步回升，其中文化纸、铜版纸出口量增长非常明显。若下游需求能持续复苏，新一轮提价或补库存行情将开启。

图 10: 2014 年我国出口增速逐步回升



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 11: 2014 年我国主要纸品出口增速回升



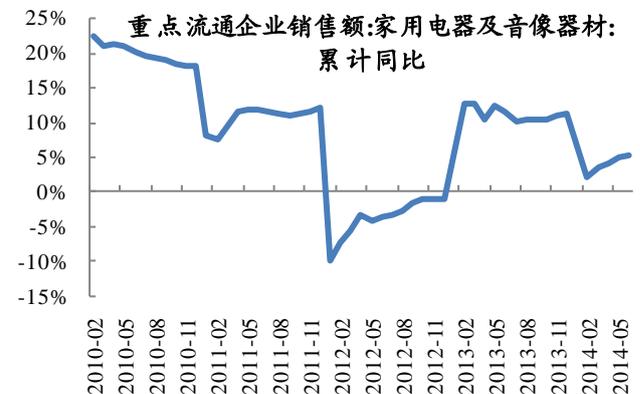
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 12: 2014 年四季度房地产销售开始复苏



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 13: 2014 年以来家用电器销售逐步恢复增长



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

## 2.2. 行业集中度低, 治污将大幅淘汰中小落后产能

新经济、新常态下我国环境治理政策必将不断加码。我国经济高速增长背后, 是粗放式带来的高资源消耗和环境污染。从北京的PM2.5到山东潍坊的地下水污染事件, 环境污染已经真真切切地进入了公众的视野; 更有公益人士制作的“中国癌症村地图”令人触目惊心。我国的环境问题严重影响了国民的健康生活, 中央政府对环境治理难题也更加重视。

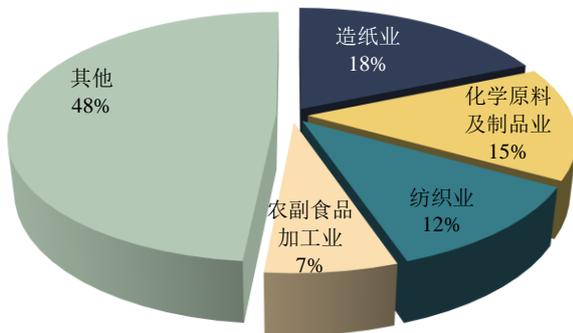
表 1: 2013-2014 年, 污染治理措施密集出台

	2013 年 7 月 20 日, 在生态文明贵阳国际论坛上, 环保部部长周生贤表示, 《大气污染防治行动计划(2013-2017)》(以下简称《计划》) 将于 7 月底 8 月初公布。《计划》号称“史上最严”, 将带来 1.7 万亿元的国家投资, 被视为新一届政府治霾攻坚战的关键一战, 这将决定 5 年后, 中国是否治霾成功。
大气污染治理政策	2014 年 2 月 12 日召开的国务院常务会议研究部署进一步加强雾霾等大气污染治理, 环保部会同有关部门细化分解梳理了 22 项政策措施, 包括 6 项能源结构调整政策、10 项环境经济政策以及 6 项管理政策。其中, 6 项能源结构调整政策, 主要是气代煤和洁净煤的扩大使用等 6 个方面; 10 项环境经济政策, 主要涉及价格政策、税收政策、投资政策等 10 个方面; 6 项管理政策, 主要是考核办法、节能环保标准等。
水污染治理政策	按照国家即将出台的水污染防治的行动计划的要求, 将充分发挥市场机制的作用, 促进多元融资, 加快实施流域水环境的综合治理。此前, 环保部曾预测, “水十条”总投资预计超过 2 万亿元。

数据来源: 工信部网站, 国泰君安证券研究

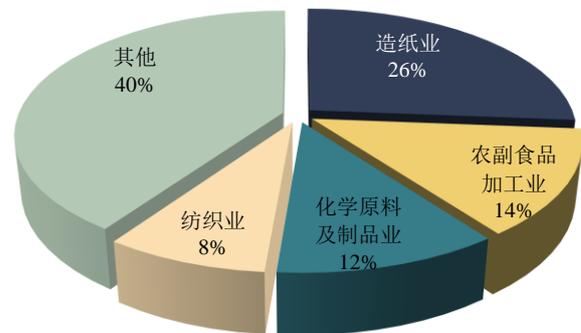
造纸属于高污染、高消耗的行业，在世界范围内造纸工业废水都是重要的污染源（例如日本、美国分别将造纸工业废水列为六大公害和五大公害之一）。在造纸工业污水中，除了含有有害的化学无机物，还含有挥发酚、沉淀固形物、悬浮物、木质素等有机物。这类物质随污水进入水体后，在微生物对它们的分解过程中，需要消耗水体中的溶解氧，使水体含氧减少，从而影响鱼类和其它生物的生长繁殖。同时，这样的污水对人体危害极大，长期饮用将使人患癌。然而就是这样的高污染行业，污染问题多年来却没有得到妥善的控制和治理。2010年造纸业废水排放量和COD(化学需氧量)的排放量分别占到18%和26%，在所有行业中排名第一；然而造纸业产值却仅占全国工业总产值的1.49%，与其污染排放量极不匹配。如果国家决心整治国内工业污水问题，造纸业无疑将是首要的治污对象。

图 14: 全国废水排放量中造纸业占比最大



数据来源：国家环境保护部，国泰君安证券研究

图 15: 全国 COD 排放量中造纸业占比最大



数据来源：国家环境保护部，国泰君安证券研究

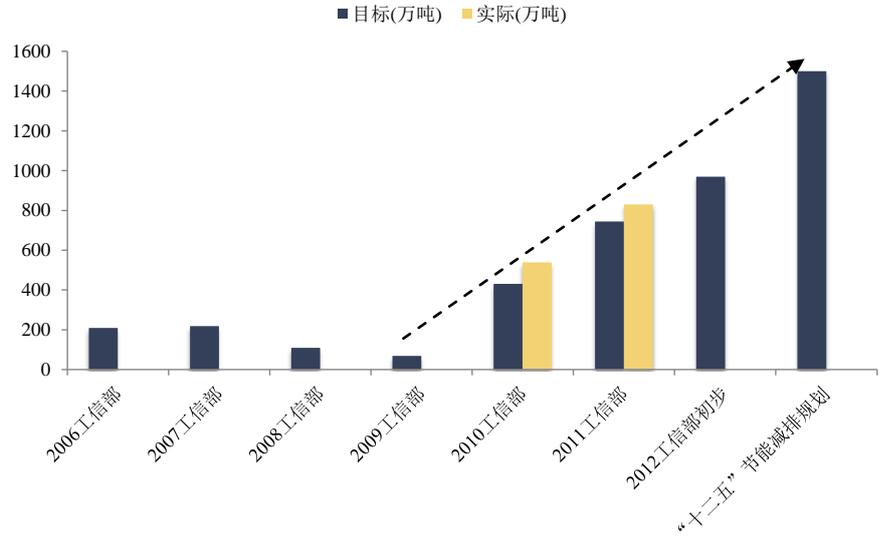
行业内大量存在着的落后造纸厂是污染的罪魁祸首；环保惩治将大幅收缩行业供给端，利好大型纸企。造纸行业属资金密集型行业，每万吨产能需要投入4000万-8000万资金。由于巨大的资金需求，众多小企业是无力扩大生产规模的，因此我国造纸企业的规模平均不到3万吨，大大低于世界平均的10万吨水平的规模。由于没有规模效应，环保上的高投入又明显超出了他们的承受范围，因此小造纸厂在环保上的投入微乎其微。加上过去监管不严，就出现了大型纸厂由于背负环保开支而小纸厂不用，其规模优势在价格上完全体现不出来，这也是造成我国造纸行业集中度不论是国内比较还是国际比较上看都很低的重要原因之一。若环保政策能得到严格有效执行，不论是通过征收资源税或者罚款，都将使小型纸厂退出市场，从而显著改善行业供求关系，推动纸价触底回升、行业进入新一轮景气周期。

新环保法于2015年开始实施，更加明确企业法律责任。2015年1月1日起，新修订的《中华人民共和国环境保护法》正式施行，增加了政府、企业各方面责任和处罚力度，被称为“史上最严环保法”，其中多项新规也是首次实施，如降低了公益诉讼的门槛、实行了按日计罚不封顶、针对雾霾的有关环境信息标准统一化等，企业的污染成本将大幅提高。

供给端收缩成效有望随需求端改善而集中爆发。2012年-2014年，工信

部发布的淘汰落后和过剩产能中，造纸行业是清理大户，三年共累计淘汰造纸产能超过 2000 万吨，相对于 2013 年全国纸及纸板 10110 万吨产量的 20% 左右。过去行业需求低迷，而每年供给收缩也是步步推进，因此供给端收缩的成效不明显；未来我们有信心随着需求的复苏以及国家淘汰落后产能继续加码，多年来供给端收缩的累积成效将集中体现。

**图 16: 预计相关部门对造纸业淘汰落后产能要求将继续加码**



数据来源：国家工信部，《节能减排“十二五”规划》，国泰君安证券研究

**表 2: “十二五”节能减排规划继续提高造纸行业减排指标**

指标	单位	2010 年	2015 年	变化
造纸行业化学需氧量排放量	万吨	72	64.8	-10%
造纸行业氨氮排放量	万吨	2.14	1.93	-10%
纸及纸板综合能耗	千克标准煤/吨	680	530	-150
纸浆综合能耗	千克标准煤/吨	450	370	-80

数据来源：《节能减排“十二五”规划》，国泰君安证券研究

**图 17: 2011 年以来大量造纸企业退出市场**



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

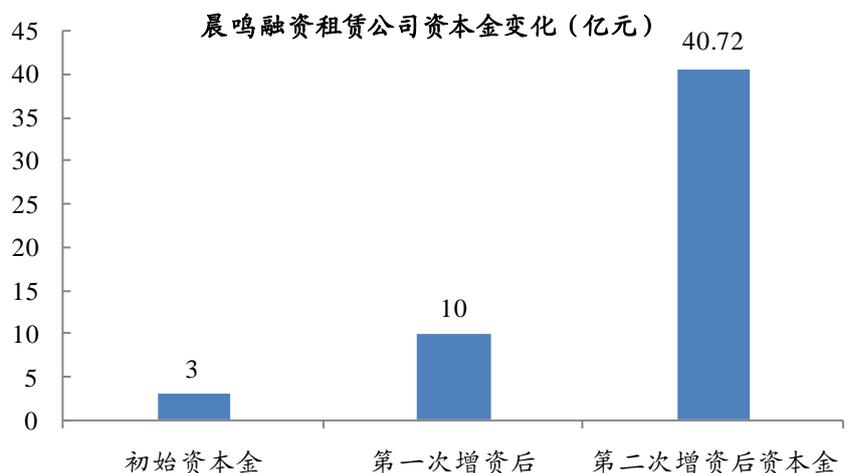
### 3. 多元拓展金融领域, 盈利新增长点显现

成立财务公司、融资租赁公司和投资公司, 开辟金融业务。造纸行业属于资本密集型行业, 公司通过成立财务公司、融资租赁公司和投资公司, 涉足金融领域, 为主业发展提供专业的金融服务, 同时多元化业务的开展也将为公司增加新的利润增长点。

#### 3.1. 融资租赁公司资本实力不断增强

设立融资租赁公司, 不断增资扩大规模。晨鸣融资租赁公司成立于2014年2月, 由晨鸣纸业集团全资子公司香港晨鸣投资设立, 注册资本为3亿元, 是一家主要以提供融资租赁服务为主, 兼有经营性租赁业务、向国内外购买租赁财产、租赁财产的残值处理与维修以及租赁交易咨询等多种业务功能的大型综合性融资租赁公司, 也是全国造纸行业首家融资租赁公司。随后晨鸣集团在2014年8月28日和2014年10月28日增资7亿元和30.72亿元。目前该融资租赁公司的注册资本达到40.7亿元, 资本实力雄厚。

图 18: 晨鸣集团再 2014 年 8 月和 10 月两次增资融资租赁公司



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

**融资租赁公司具有更高的融资效率和更强的盈利能力。**融资租赁公司主要依托于实物进行售后回租和直接租赁，业务对象不仅仅局限于集团内部单位，也涉及了风险相对较小的国有企业、上市公司、大型私营企业等外部单位。在对内融资上，融资租赁公司具有更强的效率。根据中国银监会信息，截至 2014 年三季度，全国融资租赁企业总数约为 1630 家，融资租赁合同余额约 2.9 万亿元，同期全国共有小额贷款公司 8591 家，贷款余额 9079 亿元。在对外经营方面融资租赁公司也具有很强的盈利能力，根据中国租赁联盟的数据，2012 年中国融资租赁业务的营业收入达到 536 亿元，净利润达到 102 亿元，净利率为 19%。

图 19: 融资租赁公司具有很高的融资效率

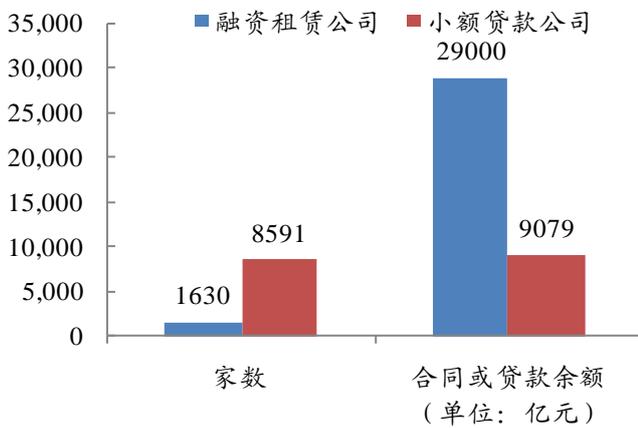
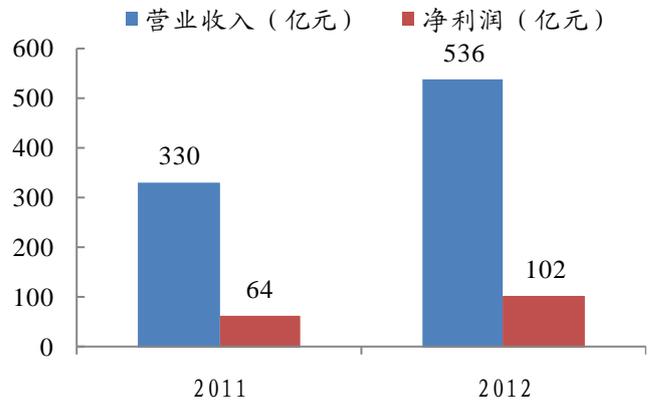


图 20: 融资租赁公司也具有较强的盈利能力



数据来源：中国租赁联盟、中国人民银行，国泰君安证券研究 数据来源：中国租赁联盟，国泰君安证券研究

### 3.2. 财务公司取长补短，静待新业务落地

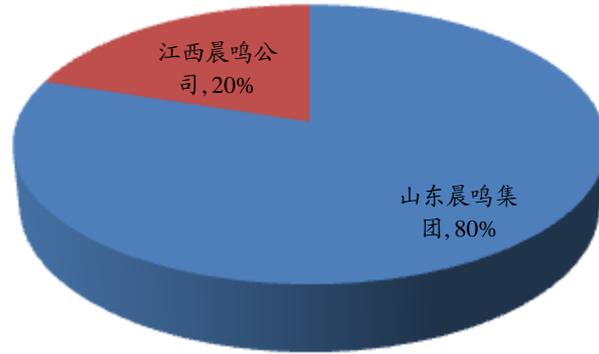
**集团和子公司联手造纸行业第一家财务公司。**晨鸣纸业财务公司正式成立 于 2014 年 6 月 31 日，注册资本为 10 亿元，其中山东晨鸣集团和江西晨鸣纸业分别出资 80% 和 20%。财务公司就是“内部银行”，可以经营融资业务、投资业务和中介业务。

表 3: 财务公司可以经营融资业务、投资业务和中介业务

融资业务	经批准发行财务公司债券；从事同业拆借
投资业务	承销成员单位的企业债券；对金融机构的股权投资；成员单位产品的消费信贷、买方信贷及融资租赁；对成员单位办理贷款及融资租赁
中介业务	对成员单位办理财务和融资顾问、信用鉴证及相关的咨询、代理业务；协助成员单位实现交易款项的收付；经批准的保险代理业务；对成员单位提供担保；对成员单位办理票据承兑与贴现；办理成员单位之间的内部转帐结算及相应的结算、清算、方案设计

数据来源：银监会，国泰君安证券研究

**图 21：晨鸣集团与其子公司合资设立造纸行业第一家财务公司**



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

**财务公司实现内部资金合理配置，满足多层次基金需求。**晨鸣纸业作为造纸龙头公司，旗下具有多家子公司，通过设立财务公司，可以实现资金在集团内部的合理配置，提高资金的使用效率；同时财务公司也将增加公司的融资渠道，满足公司在多层次上的资金需求。

**静待新业务资质，财务公司深度金融化。**当前财务公司的定位主要是服务集团内部的资金配置，随着公司在成立年限、资本金等要求上满足条件，晨鸣纸业财务公司将进一步获得开展投资等业务的资质。根据银监会的规定，财务公司成立满一年，在满足资本金和风控、专业人士等资源要求后，就可以开展发行、承销债券以及股权、有价证券投资等业务。到 2015 年 6 月，晨鸣纸业财务公司将满足新业务资质，业绩贡献预计将更为突出。

**表 4：财务公司新业务资格等待获批落地**

新业务范围	需要满足的条件
经批准发行财务公司债券； 承销成员单位的企业债券； 对金融机构的股权投资； 有价证券投资； 成员单位产品的消费信贷、买方信贷及融资租赁。	财务公司设立 1 年以上，且经营状况良好； 注册资本金不低于 3 亿元人民币，从事成员单位产品消费信贷、买方信贷及融资租赁业务的，注册资本金不低于 5 亿元人民币； 经股东大会同意并经董事会授权； 具有比较完善的投资决策机制、风险控制制度、操作规程以及相应的管理信息系统； 具有相应的合格的专业人员； 中国银行业监督管理委员会规定的其他条件。

数据来源：银监会，国泰君安证券研究

### 3.3. 互联网金融扬帆起航

**通过融资租赁公司参股互联网金融。**在设立里财务公司、融资租赁公司之后，2014 年 12 月晨鸣纸业在金融业务上又做出了新的尝试，通过晨鸣融资租赁公司出资 3600 万元，认购上海利得财富资产管理有限公司新增注册资本的 3% 的股份，开展互联网业务。这将更好的推进公司多元化发展战略，为公司金融板块的发展创造条件。

上海利得产业主要业务包括财富管理、基金销售（互联网金融）和资产管理三大块，公司的营业收入近两年以50%以上的速度在增长，盈利能力保持在较高水平。

#### 4. 盈利预测与估值

根据公司目前主营业务和金融业务情况，我们对盈利预测的核心假设基于以下关键因素：

**1. 纸品提价预期日将增强，提价提升公司主业毛利率。** 春节前后销售旺而企业停产，加上当前行业库存处于低位，某些大区多个纸种已经有提价准备，因此我们提示春节前后造纸板块的提价/补库存行情。2015年元旦前后亚洲造纸业巨头 APP 宣布提价，铜版纸、胶版纸提价 50-150 元/吨，从 1 月份开始执行。目前行业公司的盈利基本在 50 元每吨以下，如果提价达成，对公司的盈利会带来极大贡献。因此，我们预测提价带来的毛利率提升将成为 2015 年主业业绩拐点的主要驱动力。

**2. 金融业务发力，成为公司业绩增长新支点。** 公司的新产能建设已经接近尾声，短期内不会有大的产能扩张，未来造纸业务的业绩增长将来自于行业复苏背景下的纸品提价；同时随着公司在财务公司、融资租赁等金融业务上的不断推进，未来金融业务将成为公司重要的业绩增长点。

**表 5: 部分企业或地区已经开始提高纸品价格**

亚洲纸业巨头 APP	2015 年元旦前后亚洲造纸业巨头 APP 宣布提价，铜版纸、胶版纸提价 50-150 元/吨，从 1 月份开始执行。
东莞玖龙	2014 年 11 月 19 日，东莞玖龙白板纸出货稳定，月初起纸厂提价意愿坚决，部分客户落实上调价格
东莞玖龙	2014 年 9 月，东莞玖龙瓦楞纸出货良好，月初纸厂出货价上调 50 元/吨

数据来源：纸业联讯，国泰君安证券研究

**表 6: 利润表预测**

损益表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业总收入	19,762	20,389	19,167	26,870	31,119
营业成本	16,694	16,652	15,758	21,925	25,429
税金及附加	79	86	81	113	131
销售费用	1,144	1,129	1,061	1,488	1,723
管理费用	1,110	1,199	1,056	1,481	1,715
EBIT	734	1,323	1,211	1,863	2,121
公允价值变动收益	48	11	0	0	0
投资收益	-36	24	50	56	35
财务费用	1,093	931	1,069	1,201	1,108
营业利润	-416	404	192	718	1,048
所得税	-63	176	77	145	188
少数股东损益	-174	-20	-14	-26	-34
净利润	221	711	529	999	1,293

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

在可比公司选取方面, 考虑到公司目前仍以造纸业务为主, 我们选取 A 股造纸相关标的进行对比分析, 同时考虑 EPS 为正的公 司作为参考。在选取指标方面, 我们分别考察 PE 估值和 PB 估值, 并综合两种方法以协助估值定价。

**表 7: PE 估值法: 晨鸣纸业于 2015 年迎来业绩拐点, 2015 年后估值具备较大吸引力**

	EPS			CAGR (14-16)	PE (对应 2015/1/23 收盘价)		
	2014E	2015E	2016E		2014E	2015E	2016E
太阳纸业	0.203	0.282	0.376	36.01%	20.82	15.02	11.25
岳阳林纸	0.084	0.239	0.277	82.03%	76.20	26.65	23.00
平均值	/	/	/	/	48.52	20.84	17.13
晨鸣纸业	0.270	0.510	0.670	55.16%	24.59	13.02	10.22

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究; 太阳纸业、岳阳林纸为 Wind 一致预期, 晨鸣纸业为国泰君安预测值

在 PE 估值对比中, 太阳纸业 2015 年 PE 为 15.02、岳阳林纸 PE 为 26.65, 而晨鸣纸业现价 PE 最低, 为 13.02。考虑公司作为造纸行业龙头及成长性, 我们认为给予 2015 年 17 倍 PE 左右较为合理, 对应目标价为 8.67 元。

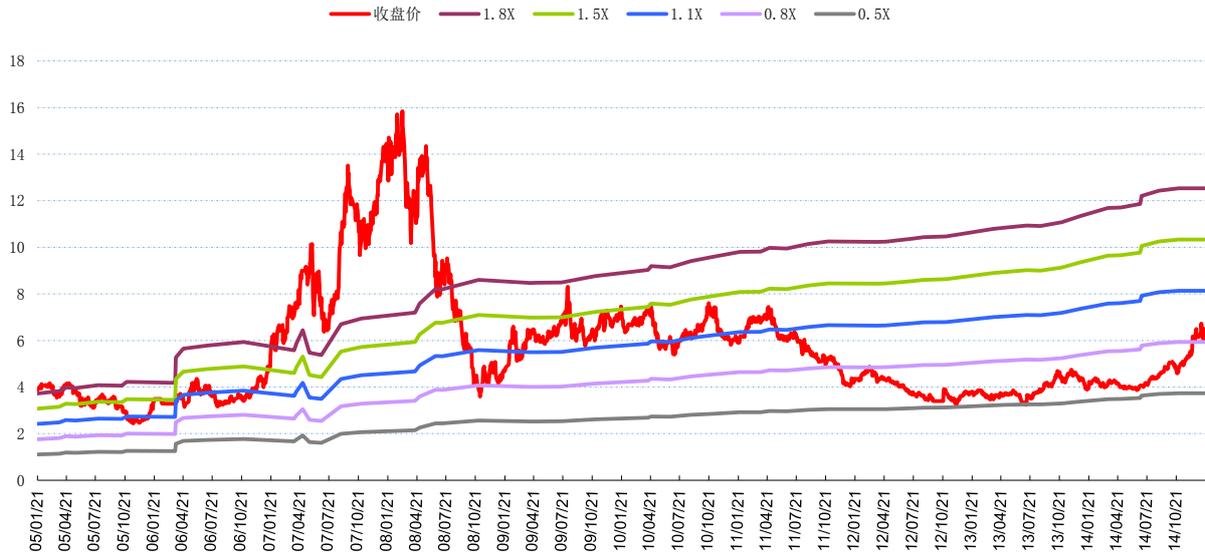
**表 8: PB 估值法: 晨鸣纸业目前处于较低水平, 吸引力较大**

	BPS			CAGR (14-16)	PB (对应 2015/1/23 收盘价)		
	2014E	2015E	2016E		2014E	2015E	2016E
太阳纸业	2.391	2.601	2.881	9.77%	1.77	1.63	1.47
岳阳林纸	5.139	5.379	5.589	4.29%	1.24	1.18	1.14
平均值	/	/	/	/	1.51	1.40	1.30
晨鸣纸业	7.166	7.472	8.071	6.13%	0.93	0.89	0.82

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究; 太阳纸业、岳阳林纸为 Wind 一致预期, 晨鸣纸业为国泰君安预测值

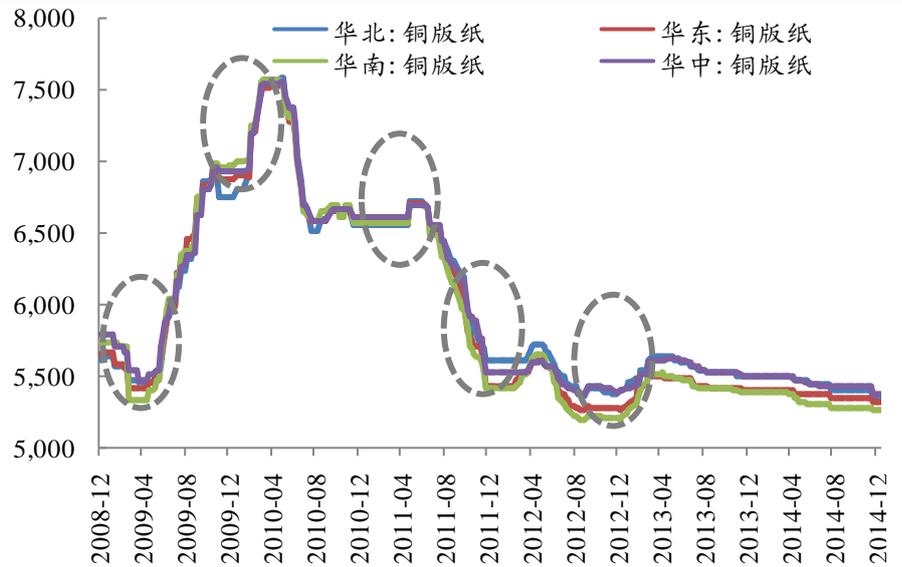
在 PB 估值对比中, 晨鸣纸业的估值为最低, 2015 年对应仅为 0.89 倍。而太阳纸业和岳阳林纸均在 1.10 以上。考虑到公司资产质量和行业内的龙头地位, 我们认为给予 2015 年 1.18 倍 PB 是合理且谨慎的, 对应目标价 8.8 元。

**图 22: 晨鸣纸业 PB 处在历史底部**



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 23: 2008 年以来, 新年之后铜版纸有提价现象



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

目标价 8.8 元, 首次覆盖给予增持评级。综合 PE 估值和 PB 估值, 我们认为给予公司 2015 年对应 1.18 倍 PB 较为合理。综上, 我们给予晨鸣纸业首次覆盖增持评级, 目标价 8.8 元。

## 5. 风险提示

**跨界经营的风险。**公司作为传统的制造业企业, 通过设立子公司进入金融行业, 实现自身业务的多元化。公司在金融领域缺乏经营经验和经营人才, 有业绩达不到预期的风险。

**纸品提价难以实施。**当前纸品的价格正处于生产商与下游需求方之间的博弈, 如果下游行业的制造商对于 2015 年的行业复苏看好, 补库存动机强烈, 纸品提价将势在必行; 如果下游制造商信心明显不足, 他们会选择观望而不是高价去补库存。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		