

发布行业首例优先股预案，并涉足互联网金融，继续推荐

核心观点：

1、事件

(1) 公司发布《非公开发行优先股预案》公告：优先股总数不超过 4500 万股；募集资金总额不超过人民币 45 亿元；募投项目用途，偿还银行贷款及其他有息负债 30 亿，补充流动资金 15 亿；发行对象为不超过 200 名；发行时间为 6 个月内实施首期发行，且发行数量不少于总发行数量的 50%，剩余数量在 24 个月内发行完毕。

(2) 公司发布《对外投资》公告：为推进公司多元化发展战略，进一步拓宽公司业务范围，更好的为公司金融板块的发展创造条件，增加金融板块的经济价值，从而最大程度增强公司的市场竞争力和盈利能力。公司拟通过全资下属公司山东晨鸣融资租赁有限公司以自有资金出资人民币 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，开展互联网金融业务。

2、我们的分析与判断

公司本次发行优先股募集资金一部分用于偿还银行贷款及其他有息负债，将有效降低财务费用，提升盈利水平。通过补充流动资金，将促进已经投入运营和即将投入运营的投资项目效益的释放，进而带动公司经营业绩的提升。一方面，2011 年末、2012 年末、2013 年末和 2014 年 9 月末，公司资产负债率(合并)分别为 67.15%、69.94%、69.20%和 72.25%，维持在较高水平；另一方面，银行借款或者债券融资具有一定的期限，无论是公司在建的固定资产投资项目，还是未来重点推进的业务板块，均需要长期稳定的资金支持。而据公司公告，以 2014 年 9 月 30 日合并报表主要财务数据为基准，假设公司成功发行优先股 4500 万股，募集资金总额 45 亿元(暂不考虑发行费用)，30 亿偿还银行借款及其他有息负债，其余补充公司营运资金，则该发行对公司贡献的静态测算为：预计公司净资产和营运资金规模同比分别提高 31.70%和 91.30%，同时公司资产负债率同比下降 8.08%。

互联网金融方面，公开资料检索显示，利得财富成立于 2008 年，是国内成立最早，规模最大的私人财富管理机构之一。立足于为高净值客户提供持续稳健的财富增长，通过客户关系管理系统(CRM)和客户经营中心(CSC)，深入了解客户需求，协助规划财富目标。公司依托“四维服务平台”，在业内首创 O2O 互联网金融模式，通过多平台线上产品查询、自助理财服务，到线下专业顾问、投资购买、存续服务等，实现 O2O 的无缝结合，为客户创造定制化 C2B 服务价值。目前利得财富拥有高净值会员客户 10 万名，基础会员客户约 100 万名，为客户配置资产近 500 亿元。我们认为公司开展互联网金融业务，能更好的推进公司多元化发展战略，进一步拓宽公司业务范围，更好的为公司金融板块的发展创造条件，增加金融板块的经济价值，从而最大程度的增强公司的市场竞争力和盈利能力。

晨鸣纸业 (000488.SZ)

推荐 维持评级

分析师

马莉 (首席)

(8610) 6656 8489

mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020012

花小伟 (8610) 8357 4523

huaxiaowei@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130514050002

特此鸣谢:

陈腾曦 (8621) 20252682

chentengxi@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

市场数据	2014.12.29
A 股收盘价(元)	6.15
上证指数	3168.02
市净率	0.87
总股本(万股)	193641
实际流通 A 股(万股)	110504
流通 A 股市值(亿元)	67.96

相对指数表现图



资料来源: WIND 中国银河证券研究部

3、投资建议

公司作为国家纸业的重要领军企业，2014 年虽然仍是业绩低点，但未来，随着行业逐步走出低谷，集中度不断提升，公司新建产能将得到有效消化，话语权进一步提升；同时公司通过“林浆纸一体化”项目、通过兴建自备电厂等有力降低成本。通过发行优先股，将明显有利于降低资产负债率，提升盈利空间。而公司多元化项目（尤其租赁公司，且目前亦通过参股利得财富涉足互联网金融）亦成为公司业绩重要驱动，公司未来业绩弹性较大。我们预计 2014-2015 年，公司收净利润分别约 5.9、9.1 亿元，同比分别增-16.6%、54.1%，对应 EPS 分别为 0.31、0.47 元，PE 分别为 20.1、13.0 倍。推荐公司理由除以上要点外，还在于公司当前 6.15 元股价较每股净资产 7.33 元折价 16%，我们认为公司还是国资改革潜在受益标的（2014 年 7 月，山东省亦发布了《山东出台深化国企改革完善国资管理体制意见》，涉及混合所有制、建立长效激励约束机制等多个领域），除此之外，公司亦受益于天然林资源工程保护、林业改革等政策。

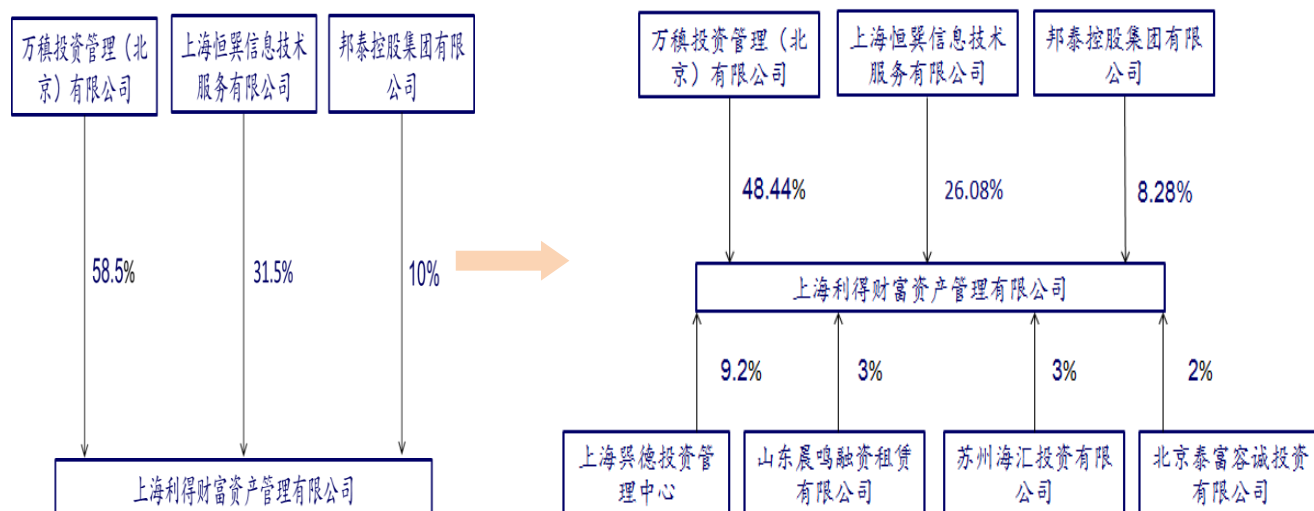
股价催化剂：国企改革、林业改革政策更进一步的实质推进。

表 1：发行优先股对股本、净资产、营运资金、资产负债率的影响

项目	定义	发行前	发行后	同比变化幅度
股本（亿股）	普通股	19.36	19.36	--
净资产（亿元）	资产-负债	141.97	186.97	+31.70%
营运资金（亿元）	流动资产-流动负债	-49.29	-4.29	+91.30%
资产负债率	负债总额÷资产总额×100%	72.25%	66.41%	-8.08%

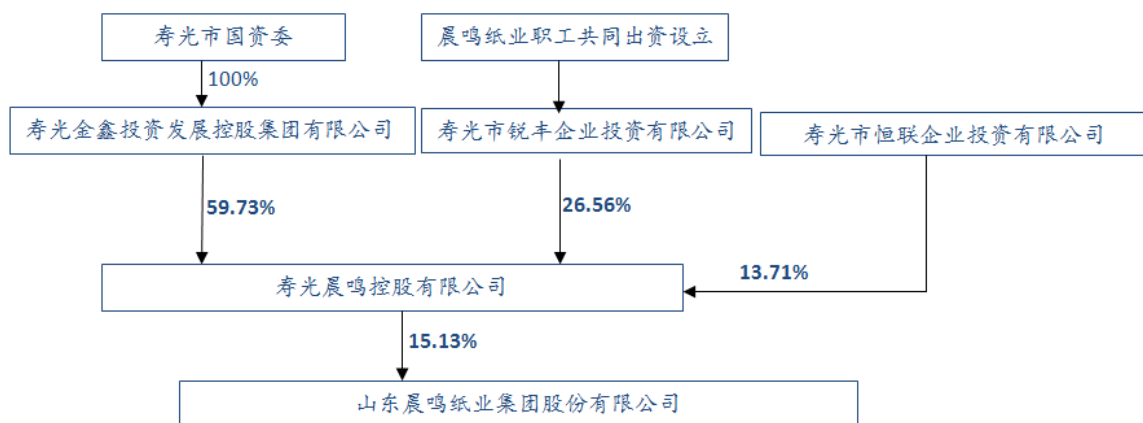
资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

图 1：上海利得财富资产管理有限公司新增注册资本前后的股权结构图



资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

图 2：晨鸣纸业股权结构（截至 2014.9.30）



资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

表 2：公司多元化战略不断推进，并在金融领域纵深发展

时间	投资项目
2014.1.17	增资“黄冈晨鸣浆纸有限公司”1.8 亿元，本次增资完成后，“黄冈晨鸣浆纸有限公司”注册资本由人民币 2000 万元变更为 2 亿元。
2014.1.17	设立“山东晨鸣融资租赁有限公司”，注册资本 5000 万美元。
2014.3.20	改扩建“寿光美伦纸业有限责任公司”淘汰年产 16 万吨漂白浆的落后产能，建设年产 40 万吨漂白硫酸盐化学木浆生产线。投资总额约人民币 43.77 亿元，项目建设期为 2 年。
2014.3.20	设立“青岛晨鸣国际物流有限公司”，注册资本 1000 万元。
2014.3.20	设立“山东晨鸣投资有限公司”，注册资本 2 亿元。

2014.8.27	增资“山东晨鸣融资租赁有限公司”7 亿元，本次增资完成后，“山东晨鸣融资租赁有限公司”注册资本由人民币 3 亿元变更为 10 亿元。
2014.8.27	设立“晨鸣林业有限公司” 注册资本 1 亿元，响应“林浆纸一体化发展战略”。
2014.10.27	增资“山东晨鸣融资租赁有限公司”30.72 亿元，本次增资完成后，“山东晨鸣融资租赁有限公司”注册资本由人民币 10 亿元变更为 40.72 亿元。
2014.12.30	通过全资下属公司山东晨鸣融资租赁有限公司以自有资金出资人民币 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，开展互联网金融业务。

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

表 3：山东国企改革动态

时间	内容
2014.3.12	发布了《关于开展企业高级管理人员契约化管理的试点工作的通知》与《关于山东省地方国有控股上市公司实施股权激励有关问题的通知》，明确在试点单位授权董事会选聘职业经理人并且明确了股权激励的相关条件。
2014.5.20	《山东省经济体制和生态文明体制改革 2014 年工作方案》出台，方案提出深化国有企业改革，完善公司法人治理结构，推行职业经理人制度，增加国有企业管理人员市场化招聘比例。
2014.7.7	山东省委、省政府公布了 26 条 《关于深化省属国有企业改革完善国有资产管理体制的意见》。提出了“引入社会资本参与省属国有企业改革、探索混合所有制企业员工持股、国有控股上市公司可通过股票期权等对高级管理人员和核心技术人才实施股权激励”等改革措施，此外强调了提出了以“管资本为主加强国有资产监管”，组建国有资本投资运营公司，让国有企业回归其经营属性，实现政企分离、政资分离。

资料来源：网络公开资料检索 中国银河证券研究部

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。

马莉、花小伟，轻工行业证券分析师。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，本人承诺，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。本人不曾因，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。本人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）向其机构或个人客户（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。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

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 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座	北京地区：王 婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼	上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层	深广地区：詹 璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座	海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn