



中诚信证评
CCXR

信用等级通知书

信评委函字[2012] 044号

山东晨鸣纸业集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“山东晨鸣纸业集团股份有限公司2012年公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一二年八月二十二日

cninf
巨潮资讯

www.cninfo.com.cn

中国证监会指定信息披露网站

山东晨鸣纸业集团股份有限公司 2012 年公司债券信用评级报告¹

债券信用等级 AA⁺

主体信用等级 AA⁺

评级展望 稳定

发行主体 山东晨鸣纸业集团股份有限公司

申请规模 不超过人民币38亿元

债券期限 自本次公司债券发行之日起不超过10年

债券利率 本次债券票面利率由发行人和簿记管理人按照发行时网下簿记建档结果共同协商确定，在债券存续期内固定不变。本次债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。

偿还方式 本次债券按年付息、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。

概况数据

晨鸣纸业	2009	2010	2011	2012.H1
所有者权益(亿元)	147.37	152.60	149.88	146.74
总资产(亿元)	282.13	350.77	456.31	468.56
总债务(亿元)	102.76	156.16	238.18	223.45
营业总收入(亿元)	148.85	172.03	177.47	99.64
营业毛利率(%)	18.99	20.46	15.87	14.69
EBITDA(亿元)	28.13	30.54	24.64	-
所有者权益收益率(%)	6.47	8.53	3.93	0.35
资产负债率(%)	47.77	56.50	67.15	68.68
总债务/EBITDA(X)	3.65	5.11	9.67	-
EBITDA利息倍数(X)	6.97	8.22	2.50	-

注：1、晨鸣纸业2012年上半年所有者权益收益率指标经年化处理；
2、上述数据中所有者权益含少数股东权益、净利润含少数股东损益。

分析师

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

肖鹏 pxiao@ccxr.com.cn

蔡汤冬 tdcj@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2012年8月22日

基本观点

中诚信证券评估有限公司(以下简称“中诚信证评”)评定“山东晨鸣纸业集团股份有限公司(以下简称“晨鸣纸业”或“公司”)2012年公司债券”的信用级别为AA⁺。该级别反映了本次债券信用质量很高,信用风险很低。

中诚信证评评定晨鸣纸业主体信用级别为AA⁺,评级展望稳定。该级别反映了晨鸣纸业偿还债务的能力很强,受不利经济环境的影响较小,违约风险很低。中诚信证评肯定了公司在造纸行业拥有的领先地位和规模优势,并且多元化的产品结构、很强的自制浆能力和大量新增产能的投产等都将是公司盈利的稳步增长提供保障。但同时,中诚信证评也关注到行业周期性波动、行业产能扩张较快导致部分品种供求失衡、环保政策趋严等,这些因素都将影响公司的信用水平。

正面

- 规模优势和产品多元化。公司纸品产量和营业收入规模在造纸行业持续保持领先地位,规模优势明显,未来随着行业淘汰落后产能力度加大以及公司在建项目的投产,规模优势将进一步显现。同时,公司产品结构和质量不断优化,目前公司产品已涵盖了7大系列200多个品种,能够平滑不同纸品周期波动对公司业绩的影响。
- 自制浆产能大幅提升,抗风险能力不断增强。随着湛江年产70万吨木浆项目竣工投产,2011年末公司自制浆产能达到355万吨,自制浆产能扩张有利于降低对外采购木浆的比例,进而增强对上游原材料的控制力。
- 新增产能有利于公司盈利能力提升。2011年公司年产70万吨木浆、年产45万吨文化纸和年产80万吨高档低定量铜版纸项目陆续投产,年产60万吨高档涂布白牛卡纸项目也将于2012年投产,新项目的投产有助于提升公司收入规模和盈利水平。
- 先进的技术装备和较强的科研创新能力。公司

本报告表述了中诚信证评对本期债券信用的评级观点,并非建议投资者买卖或持有本债券。报告中引用的资料主要由企业提供,中诚信证评不保证引用信息的准确性及完整性。

主要技术装备均已达到国际先进水平；公司自主开发了多项造纸专利和技术并获得较大经济效益。

- 融资渠道畅通。公司目前已在 A 股、B 股和 H 股三个证券交易市场上市，融资渠道畅通。同时，未使用授信余额较充足，财务弹性较强。

关 注

- 造纸行业属于强周期行业。造纸行业与宏观经济环境具有较强的正相关性，未来我们将继续关注行业的周期性波动对公司经营的影响。
- 行业供求失衡。随着产能持续扩张，国内造纸行业整体呈现供大于求的格局，受此影响，公司近年来盈利能力有所减弱。
- 环保政策趋严。造纸行业是中国落实节能减排的重点行业之一，中诚信证评将持续关注公司及其下属子公司环保治理情况给公司带来的经营风险。

¹2012 年 7 月 23 日，中诚信证评出具了信评委函字【2012】044 号文的“山东晨鸣纸业集团股份有限公司 2012 年公司债券信用等级通知书”。2012 年 8 月 22 日，公司公布了 2012 年中报，中诚信证评对评级报告进行了相应更新。同时，中诚信证评对该期间公司的信用状况进行了持续跟踪，未发现影响信用级别的重大因素，因而维持原有级别及评级展望，并将报告日期更新至 2012 年 8 月 22 日。

概 况

发债主体概况

山东晨鸣纸业集团股份有限公司前身是1958年成立的山东寿光造纸总厂，1993年由寿光市国有资产管理局作为独家发起人成立，1996年12月24日公司向境外投资者发行境内上市外资股（B股），1997年5月26日在深圳证券交易所挂牌交易。2000年11月20日公司向社会公开增发了人民币普通股，并在深圳证券交易所上市交易。2008年6月18日，公司在香港联交所主板（H股）挂牌交易。截至2011年末，公司股本总数为206,204.5941万股，其中寿光晨鸣控股有限公司持有公司14.21%的股权，为公司第一大股东。

公司主要经营范围包括机制纸、纸板等纸品和造纸原料、造纸机械的生产加工、销售。公司是目前中国纸制品规模最大的企业之一，是中国纸制品生产及加工的大型骨干企业。截至2011年末，公司拥有各类机制纸产能合计472万吨，产能规模在行业排名前列。全年，公司完成机制纸产量340万吨。

截至2011年12月31日，公司总资产456.31亿元，所有者权益（含少数股东权益）149.88亿元，资产负债率67.15%；2011年，公司实现营业收入177.47亿元，净利润5.89亿元，经营活动净现金流-4.37亿元。

截至2012年6月30日，公司总资产468.56亿元，所有者权益（含少数股东权益）146.74亿元，资产负债率68.68%；2012年上半年，公司实现营业收入99.64亿元，净利润0.25亿元，经营活动净现金流6.61亿元。

本次债券概况

表 1：本次公司债券概况

债券概况	
债券品种	公司债券
发行总额	不超过人民币 38 亿元
债券期限	自本次公司债券发行之日起不超过 10 年，可以为单一期限品种，也可以是多种期限的混合品种。
债券利率	本次债券票面利率由发行人和簿记管理人按照发行时网下簿记建档结果共同协商确定，在债券存续期内固定不变。本次债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。
偿还方式	本次债券按年付息、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。
募集资金用途	本次发行的公司债券拟用于置换银行贷款，优化公司债务结构或补充公司流动资金。

资料来源：公司提供

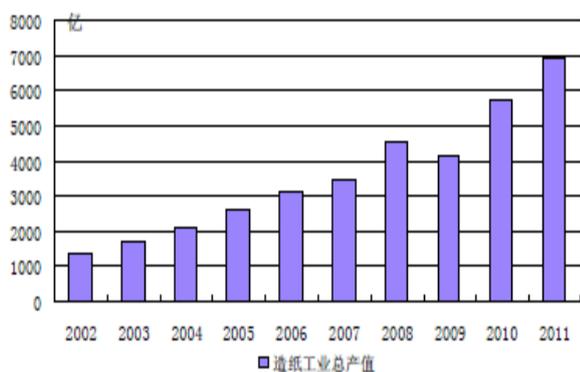
行业分析

行业概况

造纸行业作为中国的基础原材料工业，主要有新闻纸、涂布纸、未涂布印刷书写纸、箱板纸和涂布白板纸等子行业。造纸行业具有连续高效运行、规模效益显著等典型的大工业生产特征。同时，造纸行业原料需求较多，设备投资较大，产业链较长，是技术、资金、资源、能源相对密集的一个行业。

自2002年以来，我国造纸行业保持较快的发展速度，全行业工业总产值平均年增长率在20%左右，高于同期全国GDP的增长水平。但同时，造纸行业也表现了较强的周期性。2008年至2009年上半年，受国际金融危机影响，造纸行业需求减弱，行业景气度有所下滑。2009年下半年以来，随着我国经济刺激政策效果的逐渐显现，以及行业下游需求的恢复，我国造纸行业景气度逐步回升。2011年我国造纸行业实现工业总产值达到约6,911亿元，同比增长23.10%；产销率97.50%，较2010年下降0.7个百分点。

图 1: 2002~2011 年我国造纸工业总产值



资料来源: 中国造纸协会

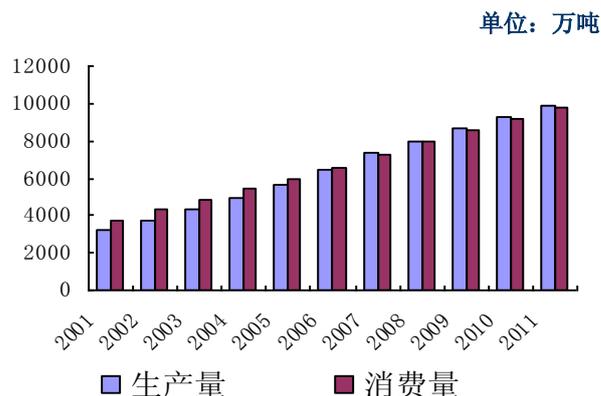
行业供求

从行业整体需求来看,我国造纸行业主要受下游印刷、包装等产业的拉动,整体需求稳中有增。2001~2011年,我国纸及纸板消费量年均增长 10.23%。目前我国已经是世界第二大纸张消费国,各类纸和纸制品的消费量占世界纸品消费总量的 14% 以上。

2011年,全国纸和纸板消费量达到 9,752 万吨,较 2010 年上涨 6.31%; 年人均消费纸和纸板为 73 公斤,较上年增加 5 公斤。2011 年,我国实现了纸及纸板产销量平稳增长。不过自 2011 年下半年来,我国宏观经济增速放缓,通胀形势逐步发展,受此影响,造纸行业产量增速也出现较为明显的逐步走低趋势,2011 年 12 月产量仅为 858.6 万吨,同比增速仅为 0.30%。2012 年一季度,造纸行业产量增速有所恢复,3 月份产量为 1,084.48 万吨,同比增长 15.86%。

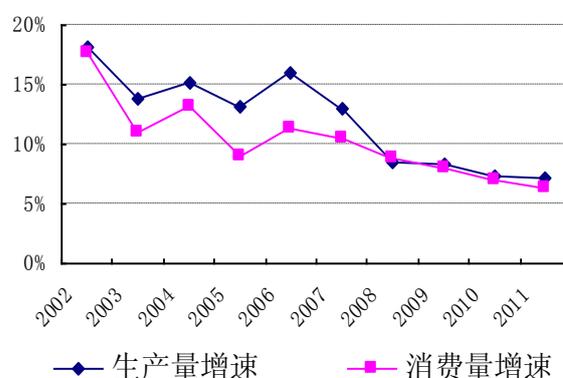
造纸行业与宏观经济增速之间有较强的顺周期性,在目前中国经济增速有所调整的条件下,增速有可能放缓。但随着国民经济持续快速增长、居民收入水平的提高,纸和纸板人均消费量预期还将持续增长。

图 2: 2001~2011 年我国纸及纸板的生产和消费情况



资料来源: 中国造纸协会、中诚信证评整理

图 3: 2002~2011 年我国纸及纸板的生产和消费增速



资料来源: 中国造纸协会、中诚信证评整理

在供求关系方面,2001~2011 年,随着我国造纸业产能的持续增长,产量平均增长率为 11.99%,高于消费量的平均增长率 10.23%,产量增速高于消费增速。但各个子行业的供求状况不尽相同,主要的纸产品除箱板纸、瓦楞纸等个别品种仍存在区域性供不应求的局面,其它大部分纸品均表现为供大于求。纸张消费量与 GDP 的增长有良好的正相关关系,在世界经济增长放缓,欧债危机逐步深化发展,国际经济环境中不稳定因素增多等给我国造纸产业后续发展带来了不确定性因素。同时我国经济开始结构性调整,增速将有所放缓,这将影响纸的消费增速。另外,造纸行业新建产能的释放也将给生产企业造成一定压力,造纸行业依然面临较为激烈的竞争。

原材料供应

我国造纸工业纸浆主要包括木浆、废纸浆、非木浆三种。我国林木资源缺乏,但非木材纤维原料丰富,每年需要从国外进口大量的木浆和废纸以满足生产需要。

2011年全国纸浆消耗总量9,044万吨,较上年增长6.89%;其中木浆2,144万吨,较上年增长15.33%,比例占23.71%;非木浆1,240万吨,较上年增长-4.39%,比例占13.71%;废纸浆5,660万吨,较上年增长6.69%,比例占62.58%。

表 2: 2006~2011 年中国三类纸浆消耗量占比情况

	木浆	非木浆	废纸浆
2006年	22.06%	21.53%	56.41%
2007年	21.42%	19.23%	59.34%
2008年	22.07%	17.62%	60.31%
2009年	23.38%	14.72%	61.89%
2010年	21.97%	15.33%	62.70%
2011年	23.71%	13.71%	62.58%

资料来源:中国造纸协会

随着社会对纸张总需求的不断增长和我国造纸产业原料结构的调整,以及国家对节能减排和淘汰落后生产能力工作力度的加大,造纸生产企业对废纸的需求量也会越来越大。据统计,目前全国造纸生产用浆中废纸浆比重已占到总用浆量的60%以上。

随着造纸行业尤其是包装纸的需求量的增长,近年来废纸价格呈波动上升趋势。2009年纸浆价格呈大幅上涨趋势。由于智利地震和芬兰罢工,两大纸浆生产国纸浆供应减少,2010年国际纸浆价格在2009年的基础上继续大幅上涨并于2010年6月升至历史高位,6月以后又有小幅回调,但至年末一直保持较高价位,2010年末,国际市场上欧洲北方漂白软木牛皮浆(针叶浆)和硬木牛皮浆(阔叶浆)价格分别较2010年初分别上涨了21.32%和18.82%。2011年,我国累计进口纸浆2,728.02万吨,较2010年增长12.02%;平均进口价格255.39美元/吨,较2010年增长16.19%。2011年进口废纸的价格在经历了2009年的快速上涨之后基本稳定在2010年末的高位。

从汇率方面看,2011年人民币升值步伐加速,从2011年1月4日至2012年1月4日,人民币兑美元升值幅度达到4.85%。人民币升值对于原料比较依赖进口的造纸行业形成缓解成本压力的正面因素。考虑到进口量以及汇率综合因素,预计未来废纸价格还将围绕目前价格小幅波动。

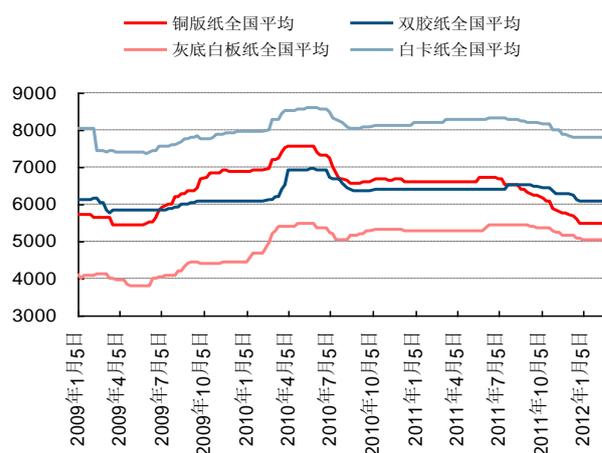
产品价格

造纸行业各细分产品用途各异,市场关联度较低,子行业需求量波动不尽相同。不同纸产品价格所受需求影响差异较大,箱板纸、白卡纸和瓦楞纸等包装类用纸主要受服装、鞋帽、医药、烟草等消费品消费影响;铜版纸主要受高档杂志、画册、宣传广告消费影响;新闻纸、双胶纸和轻涂纸等文化类用纸主要受报刊、书籍、杂志的等用纸量的影响。

不过所有纸制品的价格在2010年上半年均出现一定程度的上涨。随我国造纸企业产能集中释放,2011年,主要纸产品价格开始回落;其中铜版纸和双胶纸价格持续走低,尤其在2011年四季度开始快速下跌;而新闻纸和箱板纸价格相对平稳,略有降低。

图 4: 2009~2012.Q1 国内主要纸品市场价格对比

单位:元/吨



资料来源:中诚信资讯,中诚信证评整理

纸产品价格回落一方面是我国经济增速开始步入稳定增长期,另一方面是行业产能集中释放,产量增加使得市场竞争更加激烈,对价格产生了一定影响。

环保政策

造纸行业快速发展的同时给环境带来了较大影响。造纸行业是用水大户,一般纸厂生产1吨纸水耗超过100立方。造纸行业废水排放量约占全国工业废水总排放量的18%左右。所以在国家环保政策愈来愈紧的条件下,那些规模小、技术落后、能耗高、环境污染大的小造纸厂是淘汰重点。2011年7月,工业和信息化部公布了2011年工业行业淘汰

落后产能企业名单，其中淘汰造纸产能 819.6 万吨，涉及 599 家企业，接近淘汰企业总量的 1/4。小规模企业的淘汰有利于大企业参与整个造纸行业的整合和重组，提升行业集中度。2011 年中国造纸行业集中度有所提升，全年纸及纸板年产量超过 100 万吨的造纸企业共有 11 家，比 2010 年增加 1 家；纸浆年产量超过 100 万吨的企业共有 2 家，比 2010 年增加 1 家；行业排名前 30 名的企业纸及纸板产量占总产量的 43.05%，比 2010 年增加 0.74 个百分点。

此外，造纸行业“十二五”规划在行业环保方面也提出较多新的要求，其中包括耗水、能耗、COD 排放等方面。

表 3：近几年与造纸行业相关的重要政策和规划

政策名称	时间	相关内容
轻工业调整和振兴规划	2009.2	推进装备自主化和关键技术产业化，加快造纸行业的技术改造，建立产业退出机制，推进节能减排和环境保护；支持优势企业跨地区兼并重组，提高产业集中度。
国务院关于进一步加大工作力度确保实现“十一五”节能减排目标的通知	2010.4	以造纸等行业为重点加快淘汰落后产能，2011 年底前，淘汰年产 3.4 万吨以下草浆生产装置、年产 1.7 万吨以下化学制浆生产线，淘汰以废纸为原料、年产 1 万吨以下的造纸生产线。
国务院关于进一步加大工作力度确保实现“十一五”节能减排目标的通知	2010.5	要求 2010 年造纸行业淘汰落后产能 53 万吨，并将任务分解到市、县和有关企业，严格控制“两高”和产能过剩行业新上项目。
工信部淘汰落后产能企业名单	2010.8	淘汰落后产能 465.3 万吨，涉及 21 个省、市、自治区，279 家企业。
工信部公布淘汰造纸行业落后产能名单	2011.7	淘汰造纸产能 819.6 万吨，涉及 599 家企业，接近淘汰企业总量的 1/4。
《十二五规划》规定新的环保规划	2012.1	吨纸浆、纸及纸板平均取水量较 2010 年减少 18%；综合能耗(标煤)降低 22%；氨氮排放总量下降 10%。

资料来源：中诚信证评整理

总之，随着国家十二五规划出台，新的环保政策趋严使市场竞争格局改变有利于大型造纸企业参与行业的重组和整合，引导整个造纸行业健康发展。

人民币汇率影响

作为全球最大的纸浆进口国，造纸行业目前是中国第三大用汇行业，超过 60% 的木浆和超过 40% 的废纸需要进口。据中国造纸协会统计，2011 年全年中国商品纸浆进口量 1,445 万吨，同比增长 27.09%；进口废纸量 2,728 万吨，同比增长 12.03%。由于中国造纸业严重依赖原料进口，出口的商品纸浆几乎可以忽略不计。据测算，人民币升值 2%，进口木浆的成本将下降 1.4%。此外，中国造纸核心生产设备几乎全部需要通过国外采购获得，且国内大多生产厂商是以外资银行贷款来购买仪器设备，人民币升值有利于降低企业机器折旧费用及贷款负担。因此，人民币升值造成的成本下降较为明显。

虽然从造纸行业的产品出口来说，人民币升值将提高出口产品的相对价格，对出口产品产生不利影响，但中国造纸产品目前以内销为主，整体看，人民币升值将利好于中国造纸工业。

反补贴税和反倾销税

继美国 2009 年底初步裁定对从中国和印度尼西亚进口的铜版纸征收“双反”关税（反倾销和反补贴关税）后，欧盟分别于 2011 年 2 月、4 月启动了对中国铜版纸反倾销、反补贴立案调查，并投票支持对从中国进口的铜版纸征收为期五年的进口税。随着中国造纸行业产能的快速增长，未来一段时期内整个行业还将出现供大于求的局面，国际市场开拓力度将逐步加大。届时，中国造纸行业将可能面对来自更多国家的反补贴税和反倾销税，遭遇更多的国际贸易摩擦，对行业发展的不利影响可能将越来越显著。

竞争实力

市场地位

现阶段国内造纸行业的企业主要分为三类，分别是以国内上市造纸公司为主体的内资公司、国外资本在中国投资建立的外资公司以及国际大型造纸公司。内资公司以晨鸣纸业、华泰股份等国内上市公司为主体，外资公司以玖龙纸业、金东纸业等为代表，这些公司都具有较强的竞争能力（表 4）

表 4：2011 年国内造纸企业按产量排名

排名	公司
1	玖龙纸业（控股）有限公司
2	山东晨鸣纸业集团股份有限公司
3	理文造纸有限公司
4	华泰集团有限公司
5	山东太阳纸业股份有限公司
6	金东纸业（江苏）股份有限公司
7	中国纸业投资总公司
8	宁波中华纸业有限公司
9	中冶纸业集团有限公司
10	山东博汇纸业股份有限公司

资料来源：中国造纸协会

从上表来看，公司具有突出的规模优势，产能、销售收入位居行业三甲，竞争优势明显。截至 2011 年末，公司拥有各类机制纸产能合计 472 万吨，规模优势使得自身在未来发展中处于相对有利的地位。但同时我们也关注到，近年来玖龙纸业、理文造纸纷纷加快了产能扩张步伐，其中，玖龙纸业 2011 年底达产产能约 1,100 余万吨，计划 2013 年底产能升至 1,390 万吨；理文造纸 2011 年底达产产能约 460 万吨，计划 2012 年产能升至 700 万吨，上述企业产能的大幅扩张将进一步加剧包装纸、箱板纸等相关纸品的竞争程度。

研发实力

公司研发实力雄厚，居行业前列。公司设立了国家认定的企业技术中心、博士后科研站和纸浆纸张检验中心三个研发机构，拥有国家级技术开发中心。在自身技术创新的同时，公司也与南京林业大学、中国制浆造纸研究院、美国陶氏化学品公司等国内外单位建立了技术开发和人才培养合作关系。公司研发成果显著，自 1999 年开展专利申报工作到目前为止，已有 79 项获得专利授权。

依托雄厚的研发实力，公司先后成功开发了多项新产品。目前，公司产品涵盖 7 大系列 200 多个品种，其中有 30 多项新产品新技术填补了国内空白，7 项产品被评为“国家级新产品”，并承担国家火炬计划项目 2 项，占领了国内同类产品市场制高点。其中低定量涂布纸技术先进，并大量出口日本。公司开发“雪鲨”、“雪鹰”、“雪狐”和“雪燕”4 大

铜版纸系列产品，达到国际水平；公司研发的 45 克耐磨纸和杨木 APMP 制浆技术也获得了较好经济效益。

随着研发实力的不断增强，公司核心产品的市场竞争力和产品品牌得到显著提高，成为未来公司可持续发展的重要保障。

业务运营

公司是集制浆、造纸、热力发电于一体的全国大型造纸企业，形成了以机制纸为核心，电力和热力、建筑材料、造纸化工用品、酒店等业务为补充的经营格局，其机制纸业务占比 90% 以上。

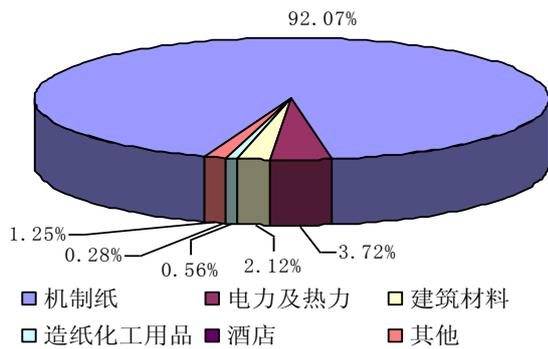
2010 年，随着宏观经济企稳，造纸行业景气度上升，公司收入规模增长迅速，但 2011 年以来受欧债危机、产能集中投放等影响，公司营业总收入增速放缓。2009~2011 年，公司营业总收入分别为 148.85 亿元、172.03 亿元和 177.47 亿元，同比分别增长 -4.15%、15.58% 和 3.16%，年均复合增长率 9.19%。同期，公司营业毛利率分别为 18.99%、20.46%、15.87%，毛利水平亦呈现一定波动。分业务板块来看，近三年机制纸业务收入分别为 140.84 亿元、161.64 亿元和 163.40 亿元，分别占营业总收入的 93.84%、94.63%、92.07%，营业毛利率分别为 18.02%、20.27%、15.09%，机制纸业务系公司收入和利润的主要来源（图 5）。2012 年上半年，公司营业总收入延续增长趋势，达到 99.64 亿元，同比增长 11.74%。

表 5：2009~2011 年公司各业务板块营业毛利率

行业	2009 年	2010 年	2011 年
机制纸	18.02%	20.27%	15.09%
电力热力	39.66%	11.85%	8.94%
建筑材料	21.35%	21.14%	24.22%
造纸化工	52.13%	31.52%	28.60%
酒店业	71.48%	73.83%	73.68%
其他	50.79%	59.52%	61.25%
合计	18.99%	20.46%	15.87%

资料来源：公司定期报告

图 5：2011 年公司营业总收入构成



资料来源：公司定期报告

机制纸业务

生产

机制纸是公司的传统业务，也是公司核心业务。公司纸机设备较为先进，目前拥有 38 条造纸生产线，其中 12 条为芬兰进口，26 条为国产生产线。截至 2011 年末，公司拥有各类机制纸产能合计 472 万吨，产能规模在行业排名前列。全年，公司完成机制纸产量 340 万吨，同比增长 1.49%。受行业景气度下滑、产能大幅增加的影响，公司产能利用率有所降低，加之新增产能系期中陆续投产，公司以期末产能计算的产能利用率为 72.03%，产能利用率指标表现一般（表 6）。2012 年上半年，公司完成机制纸产量 204 万吨，年化产能利用率指标上升至 86.44%。

表 6：2011 年公司机制纸产能、产量情况

单位：吨			
纸品	产能	产量	产能利用率
轻涂纸	56	25	44.64%
双胶纸	70	48	68.57%
书写纸	11	7	63.64%
铜版纸	168	88	52.38%
新闻纸	55	38	69.09%
箱板纸	29	20	68.97%
白卡纸	49	43	87.76%
生活用纸	6	3	50.00%
其他纸	28	68	242.86%
合计	472	340	72.03%

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

公司机制纸产品品种主要包括 5 大类 7 个系列 200 多个品种，涵盖轻涂纸、双胶纸、书写纸、铜版纸、新闻纸、箱板纸、白卡纸等类别。公司机制

纸的产品线丰富，不仅有利于占领较高的市场地位，同时也有利于降低单一纸品的价格波动风险。目前，公司产品主要集中在白卡纸、铜版纸、新闻纸和双胶纸 4 个系列。2011 年公司铜版纸产量最高，达 88 万吨，占比 25.88%；其次为双胶纸、白卡纸和新闻纸，产量分别为 48 万吨、43 万吨和 38 万吨，分别占比 14.12%、12.65% 和 11.18%。

目前，公司纸品业务继续致力于朝高档化、品种多样化方向发展，有利于提升公司的规模效应和综合实力，同时公司还能够根据市场供求情况对部分生产线进行机制纸品种的改产，从而增大了产品适应市场变化的灵活性和抗风险能力。随着新建机制纸项目的顺利投产，未来公司机制纸的产量将大幅增长，产品结构也将更加丰富，有利于公司业务的长期稳定发展，巩固公司在造纸行业的领先地位。

表 7：截至 2012 年 6 月末公司新建机制纸项目情况表

单位：亿元

项目名称	项目拟投资	已投资	状态
60 万吨白卡纸	26	20.85	正在试车

资料来源：公司提供

原材料采购及其加工

公司造纸原材料主要包括木浆、废纸、化工品和其他零配件等。其中，纸浆成本约占公司生产成本的 60% 左右。公司对大宗原材料实行统一采购，并配备物流公司和国际集装箱内陆中转站，以大批量采购的优势向各供应商谈判，在保证货源和质量的同时，取得相对较低的购买价格。

公司现有每年 355 万吨浆的生产能力，约占公司机制纸产能的 70% 左右。公司自制浆单位生产成本远低于外购商品浆价格，2011 年受废纸和木片等原料价格上涨影响公司自制浆生产成本增加较快。为进一步降低纸浆等原材料价格波动对公司生产经营的影响，公司近年来一直在加大对上游资源的控制力度。2005 年公司中标国家发改委进行招标的湛江林纸浆一体化项目，该项目总投资 94 亿元，规划建设 300 万亩原料林基地、年产 70 万吨阔叶木漂白硫酸盐浆项目线和配套 45 万吨文化用纸项目，是迄今为止全国投资规模最大的林纸一体化项目。2011 年，公司年产 70 万吨木浆和 45 万吨文化

用纸项目建成投产。公司形成以自制木浆为主、废纸为辅的原料结构，外购木浆的比例进一步降低，在一定程度上摆脱上游资源对公司的制约，有效的降低了公司经营风险，对公司具有重大的战略意义。

总体看，公司造纸业务自制浆生产能力很强，具有较强的成本优势。湛江林纸一体化项目大部分已建成投产，公司的原材料控制能力进一步增强，将有效的提升公司综合实力和行业竞争力。

产品销售

公司近年来产能扩张明显，总体销售收入保持了与产量同步的增长，公司的产销率虽有所波动，但整体仍处于较高水平。2009~2010年，公司产品销量均突破320万吨，产销率保持在较高水平，表明公司主要产品的销售基本保持畅通。2011年受产能集中释放、下游需求减弱等因素的影响，公司纸和纸浆销售量317.68万吨，产品产销率下降至93.44%。2012年上半年，公司纸和纸浆销售量192万吨，产销率达94.12%，产销率仍有所减小。

价格方面，下游需求不振、行业产能扩张迅速，使得市场上2011年产品售价均出现不同程度下行。同期，公司主要纸品价格也相应走低（表8）。加之当年产能利用率下降导致固定资产折旧成本上升等因素影响，公司当年机制纸营业毛利率为15.09%，较上年下降5.18个百分点。但对比来看，凭借公司规模优势、林浆纸一体化等竞争优势，公司营业毛利率在行业中仍处于中上水平。

表8：2009~2011年公司主要纸品销售均价

纸品	单位：元/吨		
	2009	2010	2011
轻涂纸	5,721	5,953	5,161
双胶纸	5,319	5,942	5,130
书写纸	4,933	5,396	4,888
铜版纸	5,610	6,348	5,101
新闻纸	4,104	4,529	4,326
箱板纸	3,083	3,654	3,336
白卡纸	5,252	6,561	5,581

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

目前，公司拥有较为成熟的销售网络，共有45个销售代表处，配备专职销售人员600余人，在香港、日本、韩国、美国、英国、中东、澳洲等地设

有9家分公司和办事处。根据纸品档次的不同，公司分别采用了代理和直销的销售方式。对于传统的中低端产品如双胶纸、新闻纸等，由于产品品牌优势明显、客户相对集中，主要采取直销方式以求减少中间环节降低销售成本；对高端产品铜版纸和白卡纸则采用代理商制。目前，公司大约70%的产品采用直销的方式，约30%的产品为委托代理销售的模式。在销售回款的管理上，公司对大额商户采取授信制度，其他商户采用现款现货的收款方式，保证了较高的回款率。

从销售区域来看，公司产品主要满足国内市场需求。2011年，公司纸品内销业务（不含香港地区）实现销售收入137.20亿元，占比为83.96%，占比较上年下降3.68个百分点。同时，公司通过来料加工方式积极参与国际市场竞争，并加大了外销力度。2011年，公司实现海外销售收入26.20亿元，业务收入占比为16.04%。

表9：2011年公司纸制品分地区情况

地区	单位：亿元		
	营业收入	占比(%)	同比增长(%)
中国大陆	137.20	83.96	-3.15
中国香港	6.54	4.00	306.66
美国	2.28	1.40	35.99
日本	2.39	1.46	27.29
东南亚	2.72	1.66	29.97
中东	4.42	2.71	42.06
欧洲	2.82	1.73	54.60
南非	0.99	0.61	46.97
境外其他	4.04	2.47	-43.19
合计	163.40	100	1.09

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

环保

环保达标是造纸企业生存的基础，多年来公司大力推行清洁生产技术，全过程对蒸煮黑液和造纸废水进行综合治理，确保了废水稳定达标排放。1996年以来，公司在环保技术改造累计投资约15亿元。公司于1998年顺利通过省环保局验收，2000年通过ISO14001环境管理体系认证，2005年5月获山东省环境友好企业。

公司通过多项举措，积极开发、引进新技术、新工艺，通过原料的调整，使黑液提取率达到96%以上，碱回收蒸发效率提高15%。公司还实施了分

质、分量、分工序、分工艺用水的科学方案，最大限度地进行循环利用，减轻污水处理负荷，水循环利用率达到了 74% 以上，大大缓解了水资源紧张的现状，减轻了环保设施的治污压力，每吨浆节约新鲜水 18 立方米以上。目前公司吨纸耗水约为 7.5 立方米，吨浆耗水约为 14.7 立方米。

同时，公司不断加强污染治理能力。目前公司分别拥有两套碱回收处理系统和两套污水处理系统，处理稀黑液的能力为 3,800 立方米/日，碱回收率达到 90% 以上，污水处理 COD 去除率为 83%，挥发酚去除率为 98%。

为了确保废水稳定达标排放，公司成立了以董事长为组长的环境保护工作领导小组，三名厂级领导具体分管环保工作。公司下设污水处理厂、环保科、监测站，具体负责“三废”治理。组织结构的进一步完善为公司更好地履行环保职责奠定了坚实基础。

总体上看，公司的环保排放指标在行业中靠前，但作为节能减排重点控制行业之一，国家对造纸行业环保建设的要求日趋严格。环保政策趋严，一方面有利于提高造纸行业集中度，利好于大型造纸企业；另一方面，也加大了公司环保投入。我们认为环境保护是造纸企业应长期承担的社会责任，我们将密切关注未来公司及其它下属子公司的环保治理情况给公司带来的经营风险。

非机制纸业务

除了机制纸业务外，公司还从事电力和热力、建筑材料、造纸化工用品、酒店等其他业务，但占比均较小。2009~2011 年公司非机制纸业务与营业总收入比分别为 5.38%、6.04% 和 7.93%。其中，公司控股的晨鸣热电公司主要为机制纸业务提供服务，剩余部分电力对外出售，形成一部分销售收入。2011 年，公司实现电力销售收入 6.60 亿元，占营业总收入 3.72%。公司建筑材料业务主要是利用机制纸业务耗用热、电后产生的炉灰及木材余料等，生产销售水泥、混凝土砌块、人造板等。2011 年，公司建筑材料业务实现销售收入 3.77 亿元，占营业总收入 2.12%。由于该项业务附属于机制纸业务，预计未来将维持现有规模，对公司经营不会有

大的影响。

总体看，近几年公司的非机制纸业务主要为机制纸业务的开展提供服务，且占比较小，预计未来将保持平稳发展，对公司整体经营影响较小。

公司治理

治理结构

作为上市公司，晨鸣纸业按照法律和有关规定组成了规范的法人治理结构。公司治理结构分为股东大会、董监事会和管理层三个层次。股东大会是最高权力机构，董事会作为公司经营决策机构，向股东大会负责。监事会负责对公司董事、高管人员的行为和财务进行监督。公司管理层对董事会负责，主持公司经营管理，实施董事会决议。另外，公司还聘任了 5 名独立董事。

公司拥有大量在机制纸生产、管理、研发、销售等领域具有丰富经验的专门人才。整体来看，公司人员结构较为合理，但随着公司规模扩大和市场地位的提升，人员综合素质还有待提高。

管理方面，公司通过了 ISO9002 质量体系认证，形成了较为科学的管理体系。公司投入 2,000 多万元在总部和各分公司之间实施先进的 SAP 管理系统，深入到原材料采购、销售、财务等多个环节，较大幅度提高了管理效率。

公司实行生产、销售、管理联系制度，每月召集有关部门负责人对产品的运营进行总结调整；暴露出的管理薄弱环节，公司专门成立了专业小组进行协调管理，有效提高了整个公司管理水平。

总之，公司法人治理结构较为完善，内部管理较为规范。但是近年来公司快速扩张带来的大量兼并和整合使公司管理链条较长，对下属子公司的控制力度和管理水平也提出更高要求。

风险管理

公司对生产流程中的安全、质量控制较为严格，投资、财务、资本经营决策实行集中统一管理并进行综合监督。在投资风险的控制方面，公司众多投资决策都是围绕着现有生产流程的技改、产能扩大、流程完善和相关配套设施进行的，相关的投资决策流程较为规范。对外担保方面，《公司章程》

对公司对外担保的权限作了具体明确的规定，并执行《深圳证券交易所股票上市规则》关于对外担保累计计算的相关规定。同时公司制定了《融资、担保工作程序》，除对控股子公司的担保外，无其它对外担保事项和违规担保情况。

总体看来，公司对所面临的经营、市场、投资、财务风险有比较清晰的认识，也采取了相应的对策和风险管理措施，但随着公司规模迅速扩大，公司管理不到位的压力可能会随之加大，在生产安全、对外投资、财务管理等方面的风险控制将面临一定挑战。

战略规划

根据公司的“十二五”发展规划，公司未来业务重点将主要围绕以下四个方面：第一是解决制约公司发展的原材料瓶颈，提高产品成本控制力；第二致力于高端纸品的研发与生产，提升公司在国内外高端市场的占有率；第三是高度重视环保建设，以“节能减排、和谐发展”为目标；第四是加强技术创新与人才培养，提高队伍素质，增强企业自主创新能力。

总体来看，公司战略规划较为清晰明确，未来将主要围绕主业向产业链上游资源链延伸，对林木资源控制力的加强有利于公司降低成本，对公司有较为重要的战略意义。但是我们也关注到湛江项目资金需求大，建设周期长，具体项目实施情况对公司经营带来的影响。

财务分析

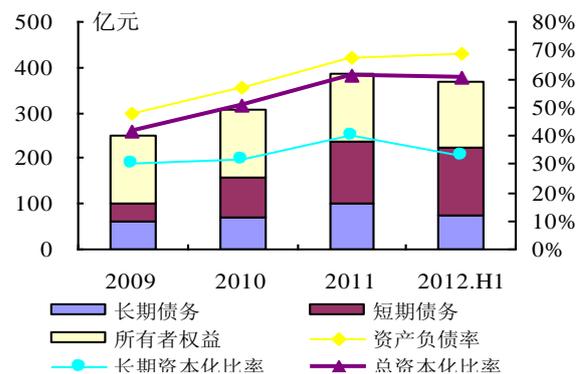
以下分析基于公司提供的 2009~2011 年度财务报表和 2012 年半年度财务报表。公司 2009 年财务报告已经德勤华永会计师事务所有限公司审计，出具了标准无保留意见的审计结论；2010~2011 年财务报告已经中瑞岳华会计师事务所有限公司审计，出具了标准无保留意见的审计结论；2012 年半年度财务报表未经审计。

资本结构

随着新建产能的推进，近几年公司资产规模大幅增长，而受近年造纸行业景气度下行的影响，公司盈利积累偏小，负债水平呈现上升趋势。

2009~2011 年，公司总资产分别为 282.13 亿元、350.77 亿元、456.30 亿元，分别同比增长 7.28%、24.33%和 30.09%，三年复合增长率为 27.18%；所有者权益合计分别为 147.37 亿元、152.60 亿元和 149.88 亿元，分别同比增长 5.10%、3.55%和 -1.79%，三年复合增长率为 0.85%。同期，公司总债务分别为 102.76 亿元、156.16 亿元、238.18 亿元，总债务规模攀升。截至 2011 年 12 月 31 日，公司资产负债率为 67.15%，较 2009 年末上升 19.39 个百分点；总资本化比率为 61.38%，较 2009 年末上升 20.29 个百分点，资本结构稳健程度减弱。截至 2012 年 6 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 68.68%和 60.36%。我们认为，随着公司大规模的产能建设在 2011 年已完成，公司负债水平进一步上升的空间不大，资产负债率仍将继续处于行业适中水平。

图 6：2009~2012.H1 公司资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

表 10：截至 2011 年末 A 股主要造纸企业资本结构对比

单位：亿元		
公司名称	资产总计	资产负债率
博汇纸业	80.78	58.30%
岳阳纸业	167.71	72.91%
华泰股份	176.34	63.30%
太阳纸业	151.88	70.19%
晨鸣纸业	456.30	67.15%

资料来源：各公司定期报告，中诚信证评整理

从债务结构来看，公司主要通过短期借款来满足其资金需求。截至 2011 年 12 月 31 日，公司总债务为 238.18 亿元，其中短期债务为 139.06 亿元，长期债务为 99.12 亿元，长短期债务比为 1.40，较 2009 年升高 0.77 个百分点。截至 2012 年 6 月末，公司长短期债务比继续升至 2.07。这一方面说明公

司短期债务压力有所上升，另一方面也说明公司债务期限结构存在进一步优化空间。

表 11: 2009~2012.H1 公司债务结构情况

指标	2009	2010	2011	2012.H1
短期债务(亿元)	39.99	86.05	139.06	150.64
长期债务(亿元)	62.77	70.11	99.12	72.81
长短期债务比(X)	0.64	1.23	1.40	2.07
总债务(亿元)	102.76	156.16	238.18	223.44

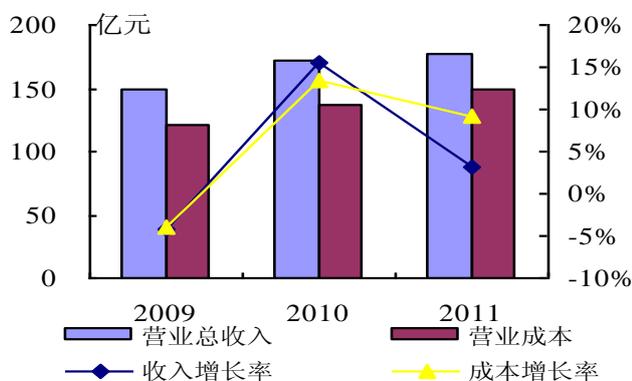
数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总的来看, 随着新项目投资建设, 公司债务规模呈上升趋势, 资本结构有所弱化, 但公司整体负债水平仍较为合理, 在行业中处于适中水平, 若本次债券发行成功, 将使得长期债务的比例适当增加, 较好地优化了公司债务结构。同时, 由于 2011 年以来受行业环境影响, 公司产销率进一步下降, 存货规模大幅增加, 我们将对公司销售状况、存货规模进一步变动以及减值情况保持关注。

盈利能力

造纸行业的周期性较强。2010 年, 造纸行业景气度持续上升, 纸品价格保持高位, 在此背景下, 公司经营业绩大幅提升。而 2011 年以来, 受行业景气度下降、行业产能集中释放等因素影响, 公司盈利能力有所减弱。2009~2011 年, 公司分别实现营业总收入 148.85 亿元、172.03 亿元、177.47 亿元, 分别同比增长-4.15%、15.58%、3.16%。2012 年上半年, 受新增产能的影响, 公司营业总收入延续增长趋势, 达到 99.64 亿元, 同比增长 11.74%。

图 7: 2009~2011 年公司收入、成本情况

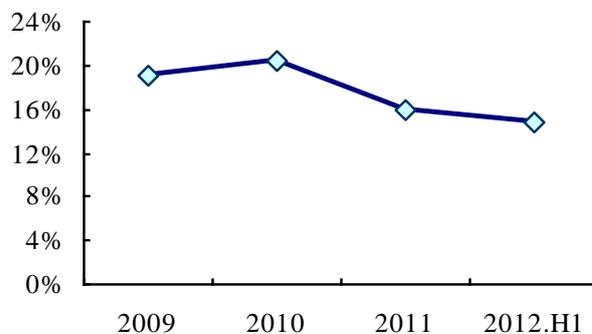


数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从营业毛利率来看, 近年来, 由于行业竞争带来的产品价格下降和折旧费用大幅增加的影响使得公司毛利率有所下降。2011 年公司营业毛利率为

15.87%, 较 2009 年的 18.99% 下降了 3.12 个百分点, 处于行业中上水平。2012 年上半年, 受纸品价格低位、产能释放不充分的影响, 公司营业毛利率为 14.69%。

图 8: 2009~2012.H1 公司营业毛利率情况



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

表 12: 2011 年造纸行业国内上市公司营业毛利率对比

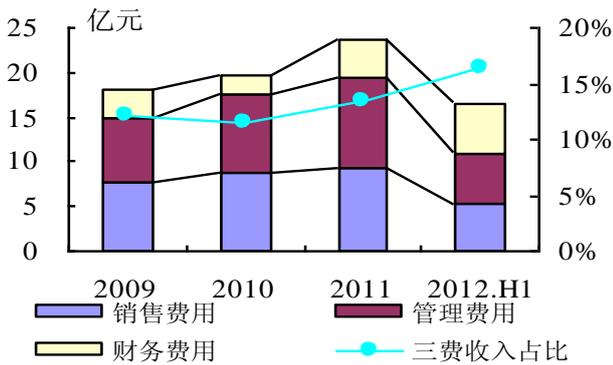
单位: 亿元

名称	营业总收入	营业毛利率
晨鸣纸业	177.47	15.87%
青山纸业	96.09	11.96%
民丰特纸	87.62	16.40%
华泰股份	69.65	18.92%
恒丰纸业	39.84	11.49%
山鹰纸业	34.51	13.98%
岳阳林纸	20.16	11.60%
景兴纸业	14.01	15.04%
太阳纸业	13.27	24.61%

数据来源: 各公司定期报告, 中诚信证评整理

期间费用方面, 2011 年公司期间费用合计为 23.79 亿元, 占营业总收入的比重为 13.41%, 较 2009 年上升了 1.22 个百分点。2011 年公司管理费用 10.14 亿元, 较上年增加 1.43 亿元, 主要是因为当期公司加大研发投入所致; 财务费用 4.32 亿元, 较上年增加 1.99 亿元, 主要是受生产经营规模扩大及项目投入影响, 银行借款增加, 同期由于当期贷款利率提高影响利息支出大幅增加。2012 年上半年, 公司期间费用合计为 16.40 亿元, 三费收入占比上升至 16.46%。

图 9: 2009~2012.H1 公司期间费用分析



资料来源: 各公司定期报告, 中诚信证评整理

从利润总额构成来看, 2009~2011 年, 公司利润总额分别为 11.73 亿元、15.62 亿元和 6.99 亿元, 其中经营性业务利润分别为 9.97 亿元、15.12 亿元和 3.61 亿元, 系利润总额的主要构成。此外, 2011 年, 公司营业外收入为 3.65 亿元, 系收到的政府补助大幅增加所致。2012 年上半年, 受造纸行业景气度低迷影响, 公司产品销售价格低位徘徊, 利润总额降至 0.13 亿元。

总体来看, 虽然受行业景气度下滑影响, 公司近几年经营业绩有所波动, 但作为行业领先企业, 公司规模优势、林浆纸一体化优势将日益显现, 盈利能力有望改善。

偿债能力

2010 年, 公司总债务达 156.16 亿元, 同比增长 51.96%。2011 年, 公司继续加快固定资产投资, 总债务规模迅速上升, 债务压力加大。截至 2011 年末, 公司总债务和净债务分别为 238.18 亿元和 178.44 亿元, 同比分别上升了 52.53% 和 63.68%, 相应总资本化比率升至 61.38%。2012 年上半年, 公司总债务略有减少, 为 223.44 亿元, 总资本化比率降至 60.36%。

在偿债能力方面, 2010 年公司总债务规模增长较快, 总债务/EBITDA 为 5.11, 较 2009 年有所上升。利息支出的覆盖方面, 2010 年, 公司 EBITDA 利息倍数为 8.22, 与 2009 年小幅上升。2011 年公司盈利能力下降使得 EBITDA 小幅减少, 同时债务规模大幅上升, EBITDA 对总债务和利息支出的覆盖能力有所弱化。

2010 年, 公司存货和经营性应收资产增加较

快, 经营活动现金流大幅下降、对总债务和利息支出的覆盖倍数下降至 0.05 和 2.29。2011 年, 受公司 80 万吨铜版纸、湛江木浆项目及高档文化纸项目投产影响, 公司规模扩大, 原料采购量增加同时受原料价格上涨影响, 当年购买商品支付的货款大幅增加, 导致公司经营性现金净流量为 -4.37 亿元。公司经营活动净现金流对利息、总债务的覆盖能力下降。2012 年上半年, 公司经营活动净现金流/总债务指标为 0.06, 指标有所增强。考虑到目前公司在建项目所需投资已不大, 新增产能逐步发挥效益将带动收入和盈利规模增长, 公司债务压力将有所下降。

表 13: 2009~2012.H1 公司主要偿债能力指标

	2009	2010	2011	2012.H1
短期债务 (亿元)	39.99	86.05	139.06	150.64
长期债务 (亿元)	62.77	70.11	99.12	72.81
总债务 (亿元)	102.76	156.16	238.18	223.44
资产负债率 (%)	47.77	56.50	67.15	68.68
总资本化比率 (%)	41.08	50.58	61.38	60.36
总债务/EBITDA (X)	3.65	5.11	9.67	-
经营净现金/总债务	0.16	0.05	-0.02	0.06
EBITDA 利息倍数 (X)	6.97	8.22	2.50	-

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

目前公司已在 A 股、B 股和 H 股三个证券市场发行上市, 具有畅通的融资渠道。此外, 截至 2012 年 6 月末, 公司在各金融机构中共获得 477.21 亿元综合授信, 其中尚未使用的授信额度 282.19 亿元, 对公司业务运营起到较大的支持作用。或有事项方面, 截至 2012 年 6 月底, 公司无对外担保。

中诚信证评认为, 虽然债务规模的扩大使得公司 2011 年偿债能力弱化, 但考虑到公司作为行业领先企业, 竞争优势明显, 整体抗风险能力表现很强, 且在建项目所需投资不大, 财务弹性良好, 公司债务偿还能力仍然很强。

结论

综上, 中诚信证评认为本次公司债券信用质量很高, 信用风险很低, 中诚信证评认为晨鸣纸业在未来一定时期内的信用水平将保持稳定。

附二：山东晨鸣纸业集团股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位: 万元)	2009	2010	2011	2012.H1
货币资金	289,292.32	195,185.49	352,993.82	357,757.60
应收账款净额	152,899.15	212,257.88	288,643.78	341,604.64
存货净额	222,657.95	304,707.82	558,647.21	543,183.53
流动资产	1,054,093.30	1,158,446.29	1,723,615.05	1,783,412.24
长期投资	8,098.47	6,720.19	7,743.40	9,471.75
固定资产合计	1,609,361.66	2,162,178.28	2,640,287.97	2,695,085.07
总资产	2,821,308.49	3,507,713.21	4,563,082.90	4,685,634.58
短期债务	399,948.99	860,452.50	1,390,592.89	1,506,405.48
长期债务	627,690.86	701,111.21	991,237.08	728,054.58
总债务(短期债务+长期债务)	1,027,639.85	1,561,563.71	2,381,829.96	2,234,460.07
总负债	1,347,602.41	1,981,693.31	3,064,305.41	3,218,199.04
所有者权益(含少数股东权益)	1,473,706.08	1,526,019.90	1,498,777.49	1,467,435.54
营业总收入	1,488,462.93	1,720,312.30	1,774,748.99	996,445.15
三费前利润	281,094.47	349,000.41	274,061.92	143,209.18
投资收益	-1,568.91	-1,376.28	787.14	-271.65
净利润	95,391.14	130,165.81	58,872.68	2,538.57
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	281,261.17	305,397.28	246,416.75	-
经营活动产生现金净流量	163,903.43	85,032.89	-43,746.30	66,108.47
投资活动产生现金净流量	-213,444.63	-638,467.84	-427,517.12	-85,046.47
筹资活动产生现金净流量	17,763.08	503,184.53	518,505.10	46,620.03
现金及现金等价物净增加额	-32,024.50	-51,209.82	46,181.26	27,224.78
财务指标	2009	2010	2011	2012.H1
营业毛利率(%)	18.99	20.46	15.87	14.69
所有者权益收益率(%)	6.47	8.53	3.93	0.35
EBITDA/营业总收入(%)	18.90	17.75	13.88	-
速动比率(X)	1.18	0.67	0.58	0.60
经营活动净现金/总债务(X)	0.16	0.05	-0.02	0.06
经营活动净现金/短期债务(X)	0.41	0.10	-0.03	0.09
经营活动净现金/利息支出(X)	4.06	2.29	-0.44	-
EBITDA 利息倍数(X)	6.97	8.22	2.50	-
总债务/EBITDA(X)	3.65	5.11	9.67	-
资产负债率(%)	47.77	56.50	67.15	68.68
总债务/总资本(%)	41.08	50.58	61.38	60.36
长期资本化比率(%)	29.87	31.48	39.81	33.16

注：1、晨鸣纸业 2012 年上半年所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务指标经年化处理；
2、上述数据中所有者权益含少数股东权益、净利润含少数股东损益。

附三：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款

长短期债务比=短期债务/长期债务

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用））/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/期末所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附四：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与发行主体构成委托关系外，中诚信证评和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级分析师认真履行了现场访谈和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行主体和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，对基于发行主体提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

关于山东晨鸣纸业集团股份有限公司 2012年公司债券的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用等级有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告；在此期限内，如发行主体、担保主体（如有）发生可能影响本次债券信用等级的重大事件，应及时通知本公司，并提供相关资料，本公司将就该项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用等级或公告信用等级暂时失效。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将通过本公司网站（www.ccxr.com.cn）予以公告。