



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪036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已发行的“山东晨鸣纸业集团股份有限公司2012年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；维持本期债券信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一六年四月二十五日

山东晨鸣纸业集团股份有限公司 2012 年公司债券跟踪评级报告（2016）

发行主体	山东晨鸣纸业集团股份有限公司		
发行规模	人民币 38 亿元		
存续期限	2012/12/26-2017/12/26		
上次评级时间	2015/4/21		
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	
跟踪评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	

基本观点

2015 年在宏观经济增速下滑影响下，造纸行业需求低迷，市场持续供过于求，行业整体处于转型调整阶段；随着环保政策趋严带来的落后产能淘汰力度的加大，行业集中度进一步提升，市场价格降幅已较前期显著收窄。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”）当年营业收入小幅提升，作为行业龙头企业，规模优势仍较为明显，产品结构逐步优化，且林浆纸一体化进展顺利，对上游资源的控制能力增强，加之融资租赁业务快速发展，公司整体盈利能力得到显著提升。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到造纸行业周期性波动、公司多元化经营过程中带来的投资及债务压力加大以及汇兑损失等风险因素对公司信用水平产生的影响。

综上，中诚信证评维持晨鸣纸业主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定；维持“山东晨鸣纸业集团股份有限公司 2012 年公司债券”的信用等级为 AA⁺。

正面

- 规模优势明显。公司是我国造纸行业的龙头企业，目前已形成年产浆纸超过 850 万吨的生产能力，在收入规模和盈利水平方面均处在行业前列，具有很强的规模优势。
- 产品结构逐步优化。公司积极调整产业布局，淘汰落后产能，加大高端产品的研发和生产，产品结构不断优化，自身盈利水平得以提升，抗风险能力进一步增强。
- 林浆纸一体化产业链日趋完善。公司稳步推进林浆一体化建设项目，黄冈晨鸣林浆纸一体化项目和湛江美伦化学浆项目进展较为顺利。截至 2015 年末，公司共征原料林地近 174 万亩，其中 164 万亩已办理林权证。公司当年自制浆约 246 万吨，自给率高达 76.4%。

概况数据

晨鸣纸业	2013	2014	2015
所有者权益（亿元）	146.38	143.48	172.59
总资产（亿元）	475.22	568.22	779.62
总债务（亿元）	247.43	333.24	527.60
营业总收入（亿元）	203.89	191.02	202.42
营业毛利率（%）	18.33	19.78	27.06
EBITDA（亿元）	34.74	33.59	45.43
所有者权益收益率（%）	4.72	3.16	7.55
资产负债率（%）	69.20	74.75	77.86
总债务/EBITDA（X）	7.12	9.92	11.61
EBITDA 利息倍数（X）	2.53	2.18	2.38
总资本化比率（%）	62.83	69.90	75.35

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

分析师

唐启元 qytang@ccxr.com.cn

周飞 fzhou@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 4 月 25 日



- 金融板块初见成效。2015 年，融资租赁公司的售后回租业务和财务公司的信贷业务快速发展，已发展成为公司新的利润增长点。其中，融资租赁公司实现收入 10.85 亿元，取得净利润 6.19 亿元，为公司贡献了较大的利润来源。
- 融资渠道通畅。作为同时在 A 股、B 股和 H 股上市企业，公司融资渠道通畅。同时，较大的授信额度也为公司提供了充足的间接融资空间。

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，对行业的周期性波动对公司经营的影响应保持关注。
- 公司积极推进多元化产业发展，行业领域涉及能源、金融、房地产等，均为资金密集型行业，且行业跨度较大，对此导致的投资风险及债务压力应予以关注。
- 债务压力加大。随着运营资金需求加大，公司财务杠杆水平持续上升，2015 年资产负债率增至 77.86%，且新增债务主要为短期债务，导致长短期债务比由 2014 年 2.28 倍上升至 4.89 倍，短期偿债压力加大。
- 汇兑损失风险。公司拥有大量美元借款，且原材料进口、产品出口等业务均面临一定的汇率变动风险。由于人民币贬值，2015 年度发生汇兑损失 15,147.48 万元，应对汇率大幅波动给公司带来的负面影响表示关注。

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评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，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遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象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、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，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。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及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、本评级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。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并及时对外公布。

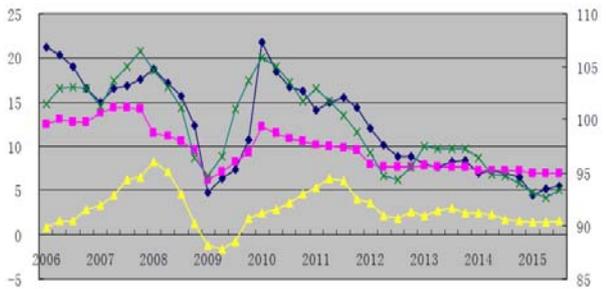
行业关注

国内宏观经济增速下滑，行业需求依然低迷，供过于求的状况难以改善，行业整体处于转型调整阶段。

造纸行业是典型的顺周期行业，其景气程度与宏观经济走势呈现显著的正相关关系，尤其与居民消费水平及房地产行业关联程度较大。综观我国宏观经济和造纸行业近十年的发展状况，自 2008 年次贷危机开始，在全球经济低迷的情况下，造纸工业增加值增速急速下滑，由 2008 年的 16.03% 降至 2009 年的 7.28%；但自 2008 年底四万亿经济刺激政策实施以来，造纸行业产能大规模上线，工业增加值增速迅速跃升至 2010 年的 18.28%。然而 2010 年以来全球经济呈现出持续的低迷状况，尤其我国经济还面临产业结构升级，经济发展模式调整等系列问题，因此造纸行业近五年产能持续过剩，工业增加值增速逐年下滑；2014 年和 2015 年前三季度，造纸工业增加值增速分别为 6.93% 和 5.03%。当前，行业整合兼并、去过剩产能持续推进，且在国家环保政策日趋严格的情况下，企业的环保投入也不断上升，行业整体低迷状况短期内难以改善。

图 1：2006 年~2015 年 9 月造纸工业增加值增速、

GDP 增速、居民消费指数和房地产开发景气综合指数情况

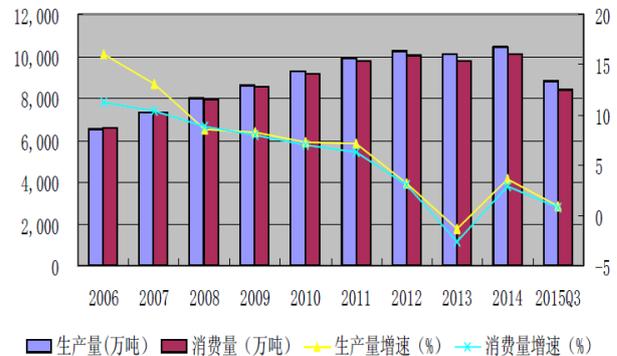


资料来源：聚源，中诚信证评整理

供需方面，受固定资产投资增速放缓的影响，行业产能增速回落，全国纸及纸板生产量增速也自 2012 年以来显著下滑，2013 年甚至出现 -1.37% 的增速。2014 年和 2015 年前三季度，全国纸及纸板生产量分别为 10,470 万吨和 8,782 万吨，同比分别增长 3.56% 和 0.96%；从数据可以看出近年来我国造纸行业不再单纯追求规模的增长，而是通过产能结构的调整和市场化的产品导向追求效益的提升。从

消费量看，近年我国纸及纸板的消费量基本与生产量保持了一致的变动态势，但增速略低于产量的增速，行业整体需求依然低迷，供过于求的状况或将持续。

图 2：2006~2015 年 Q3 我国纸及纸板生产和消费情况



资料来源：中国造纸协会，中诚信证评整理

2014 年以来，各主要纸种价格依然呈下行趋势，但降幅已较前期显著收窄，整体价格在底部徘徊；造纸各子行业的景气程度不一，业内企业经营水平将因生产纸种不同而有所分化。

近几年造纸行业已经进入转型调整期，2014 年以来，各主要纸种的价格均处于底部徘徊状态，虽整体有所下降，但是降幅已较前期显著收窄；同时，各纸种受自身供求关系的变动影响，相关纸种价格呈现出较为分化的发展态势。

印刷类用纸方面，受典型纸种产能过剩、电子媒体以及环保政策影响，印刷纸产量呈持续下降的状态，2014 年其产量增速为 -1.23%，相关子行业纸种价格均呈现底部徘徊状态。细分来看，铜版纸受前期产能投入过大，加之下游行业房地产的宣传用纸需求减弱，以及美国和欧盟对我国铜版纸反倾销制裁的影响，铜版纸价格持续承压，2015 年 11 月价格较 2014 年 1 月价格下降 3.53% 至 5,460 元/吨。受互联网等电子媒体冲击，新闻纸需求逐年缩减，价格亦逐年下滑，2015 年 11 月价格较 2014 年 1 月价格下降 2.76% 至 4,230 元/吨。轻涂纸和双胶纸新增产能较少，加之该类纸种近年淘汰落后产能很大，市场情况略好于铜版纸和新闻纸，近 23 个月价格基本处于平稳状态。

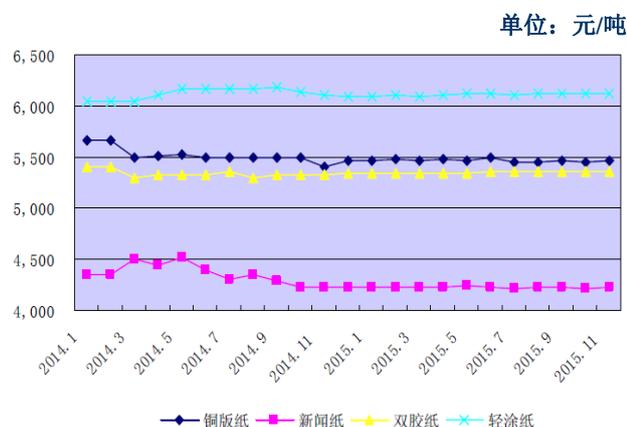
包装类用纸方面，受网购的大规模兴起和快递行业发展的影响，近年来包装类用纸保持了相对较

好的增速，2014 年其产量同比增长 5.45%。从价格上来看，虽然包装类的白卡纸、牛卡纸、箱板纸和瓦楞纸近 23 个月价格依然呈下跌态势，但降幅显著收窄。同时，在消费升级的带动下，包装类用纸未来仍有潜在的需求支撑；2015 年前三季度，我国投资和净出口都出现下滑，而消费对经济增长的贡献率达 58.4%，此种经济结构的变化趋势使直接供应消费端的纸种有较好的发展前景，包装类用纸将受益于此，未来景气度或将回升。

生活类用纸方面，以零售终端为主要销售渠道的生活类用纸，其需求的收入和价格弹性均较小，2014 年生活用纸产量同比增长 4.40%；随着我国人民生活品质的日益提高和二胎政策的全面放开，其需求量会逐步放大。生活用纸价格受品牌知名度、产品设计、包装、广告营销和销售渠道等多方面因素影响，具体细分品种价格有较大差距。目前国内各大造纸集团均开始涉足生活用纸领域，如晨鸣纸业、太阳纸业、华泰集团、泉林纸业等，子行业产能的快速扩张对其供需形势以及价格的影响依然值得关注。

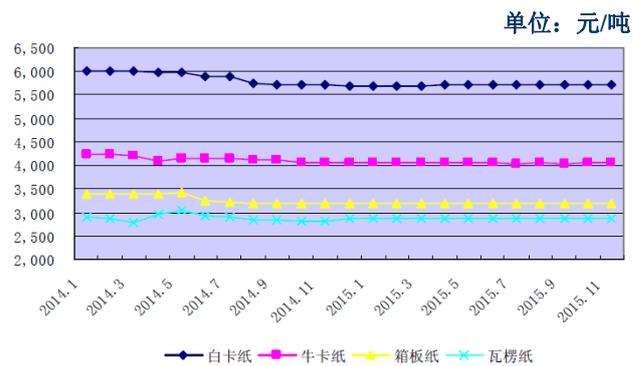
特种纸方面，特种纸的品类较为分散，包括家装行业的装饰纸、烟标、发票、彩票、快递单等，大部分特种纸的下游需求都相对稳定，市场供求相对平衡，因此在产量增长和企业盈利上都呈现较好的状态，2014 年特种纸产量同比增长 8.70%。由于不同子行业产品的属性差异较大，特种纸细分产品的价格走势也不具有统一性。

图 3：印刷类用纸 2014 年~2015 年 11 月价格走势



资料来源：中国纸网，中诚信证评整理

图 4：包装类用纸 2014 年~2015 年 11 月价格走势



资料来源：中国纸网，中诚信证评整理

总体看来，造纸各子行业供需形势不一，具体造纸企业经营水平将根据生产产品的种类、规模不同而有所分化。其中，产品结构多元化、生产规模较大的造纸企业将更容易把握市场走势，及时调节各类纸品的生产量，并有效降低单位制造成本，从而在一定程度上抵御市场需求波动和产业政策的影响，其综合实力将逐步得到增强。而产品结构单一且受经济波动影响较大的小规模造纸企业在行业产能扩张受限、环保标准趋严的形势下，仍将面临较大的经营风险。

2015 以来，上游原材料价格持续承压，对造纸企业的盈利空间形成支撑。

原材料方面，目前浆料仍为国内造纸产业的主要原料，其价格波动情况与造纸企业的盈利能力息息相关。国际针叶浆价格 2015 年以来呈下行趋势，阔叶浆价格上半年回升后四季度转跌，截至 2016 年 3 月底，阔叶浆价格及针叶浆价格较 2015 年高位分别下滑 15.31% 和 9.17%，且 2016 年继续维持底部趋稳；加之国际原油价格下行将进一步刺激浆料价格走低，一定程度上平抑了原材料波动风险，也对造纸企业的盈利空间形成一定支持。

图 5：2004 年~2015 年针叶浆价格走势（美元/吨）



资料来源：wind，中诚信证评整理

图 6：2004 年~2015 年阔叶浆价格走势（美元/吨）



资料来源：wind，中诚信证评整理

国家环保政策日趋严格，行业淘汰落后产能力度进一步加大，大型企业新增产能和行业兼并重组将促进行业集中度的持续提升。

造纸行业发展的同时给环境带来了较大影响。造纸行业是用水大户，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。近年来国家的环保政策日趋严格，对造纸企业的环保标准不断提高。2014 年 4 月，十二届全国人大常委会第八次会议表决通过了修订后的《环境保护法》，并于 2015 年 1 月 1 日起实施，明显加大了惩罚力度。2014 年 9 月，国家发展改革委、财政部、环境保护部发文调整排污费征收标准，2015 年 6 月底前，将污水中的化学需氧量、氨氮和五项主要重金属污染物排污费征收标准调整至不低于每污染当量 1.4 元（原标准 0.7 元）。2015 年 4 月，国务院印发《水污染防治行动计划》，在 2016 年底前，全部取缔不符合国家产业政策的小型造纸等严重污染水环境的生产项目；并要求制定造纸行业专项治理方案，实施清洁化改造，新建、改建、扩建行业建设项目实行主要污染物排放等量或减量置换；在 2017 年底前，造纸行业力争完成纸浆无元素氯漂白改造或采取其他低污染制浆技术；到 2020 年，造纸等高耗水行业达到先进定额标准。国家在环境保护方面的政策整体趋严，提高造纸生产排放控制要求、限制产能扩张以及强化环保执法力度等一系列措施的落地实施，使得造纸企业面临更大的环保压力，排污成本进一步上升，目前尚有相当一部分企业不能满足环保新要求。

近年来，通过新建、收购重组等方式，我国大型造纸企业新增产能不断增长，加之行业淘汰产能力度的加大，造纸行业集中度不断提高。根据中国造纸协会的统计数据，2014 年，我国前十大造纸企

业共生产机制纸 3,781.18 万吨，占我国造纸总产量的 36.11%，较 2010 年提高 7.35 个百分点，较 2013 年提高约 1.01 个百分点。2014 年，我国产量超过 100 万吨的造纸企业已达到 17 家，其中 300 万吨以上产量的造纸企业仅有山东晨鸣纸业集团股份有限公司、玖龙纸业（控股）有限公司、理文造纸有限公司、华泰集团有限公司和山东太阳集团控股有限公司。从全国造纸企业的数量来看，近年来我国造纸及纸制品企业数量持续减少，2013~2014 年末及 2015 年 9 月末，我国分别拥有造纸及纸制品业企业 7,213 家、6,839 家和 6,717 家，其中亏损企业数量分别为 704 家、822 家和 966 家。截至 2015 年 9 月末，造纸及纸制品企业中亏损企业占比上升至 14.38%，我国造纸行业仍有较大的整合空间。

中诚信证评认为，在宏观经济增速下滑影响下，造纸行业需求低迷，市场持续供过于求，行业整体处于转型调整阶段；随着环保政策趋严带来的落后产能淘汰力度的加大，行业集中度进一步提升，市场价格降幅已较前期显著收窄；受行业供需形势影响，造纸企业收入增速明显放缓的情况下，企业的经营情况将出现分化，其中产品单一且环保水平较差的小型造纸企业仍将面临一定经营风险，而规模效应明显、产业链较为完整的大型造纸企业经营情况已逐步企稳。

业务运营

受造纸行业供需矛盾持续影响，2015 年公司机制纸业务增长乏力；但金融版块业务迅速扩张，融资租赁业务规模快速提升。2015 年，公司收入规模小幅增长，全年实现营业收入 202.42 亿元，同比增加 5.97%，其中主营业务收入 200.61 亿元，包括机制纸板块收入 180.73 亿元，占比为 89.29%；融资租赁版块收入 10.85 亿元，占比为 5.36%；电力及热力板块收入 4.38 亿元，占比为 2.16%；建材板块收入 2.23 亿元，占比为 1.10%；化工用品版块收入 1.24 亿元，占比为 0.61%；酒店板块收入 0.27 亿元，占比为 0.13%；其他业务板块收入 0.91 亿元，占比为 1.35%。

表 1：公司 2015 年主营业务收入结构与毛利率情况

业务版块	收入 (亿元)	毛利率 (%)	收入较上年 同期增减 (%)	毛利率 较上年同 期增减(百 分点)
机制纸	180.73	22.89	0.54	4.07
融资租赁	10.85	88.22	1,151.89	5.49
电力及热力	4.38	36.51	-14.79	4.03
建材	2.23	20.87	-0.91	1.19
化工用品	1.24	17.72	106.87	9.21
酒店	0.27	77.20	1.28	-2.52
其他	0.91	25.82	-18.11	0.06
合计	200.61	-	5.59	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理；

公司积极调整产业布局，淘汰落后产能，优化产品结构，且林浆纸一体化进展顺利，竞争优势较为明显，整体抗风险能力增强。

公司以市场为导向，积极调整产品结构，不断淘汰落后产能，集中资金和资源重点发展高附加值、高档次的产品。2015 年公司研发支出总额 64,936.81 万元，较上年同期增长 38.21%。2015 年公司顺利开展了国家 863 科技攻关项目“生物造纸用酶研制与生物造纸工艺”，积极研究生物造纸技术，开发的“奶茶包装杯专用纸技术开发”、“减排降耗新型 PRC APMP 生产与应用关键技术”项目成功列入 2015 年省技术创新项目计划，同时在亚光白标铜版纸、超高松厚度白卡纸、环保画册纸等新产品、新技术的研发工作取得了显著进展，优化了产品结构，提升了产品质量，增强了市场竞争力，为公司的新发展注入了新的活力。

随着产品结构调整的不断深化，公司的产品类型不断丰富，高附加值产品占比加大，除原有的 80 万吨铜版纸项目、60 万吨白牛卡纸项目、10 万吨造纸助剂、湛江晨鸣 18 万吨纸杯原纸项目外，2015 年江西晨鸣 35 万吨高档食品包装纸和湛江美伦 19 万吨文化纸项目已竣工投运，湛江晨鸣 60 万吨液体包装纸项目亦在持续推进中。截至 2015 年末，公司拥有机制纸产能 527.57 万吨，当年完成机制纸产量 418.07 万吨，同比减少 1.86%；产能利用率为 79.24%，较上年下降 9.51 个百分点，但仍保持在较高水平。

表 2：2015 年公司产能利用情况

单位：万吨

纸品	产能	产量	产能利用率
轻涂纸	16.48	13.62	82.65%
双胶纸	118.48	101.32	85.52%
书写纸	8.64	7.75	89.70%
铜版纸	131.00	106.92	81.62%
新闻纸	28.37	26.16	92.21%
箱板纸	30.00	6.19	20.63%
白卡纸	48.50	50.02	103.13%
生活用纸	10.30	10.48	101.75%
其他纸	135.80	95.60	70.40%
合计	527.57	418.07	79.24%

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

此外，公司近几年不断延伸主业产业链，业务范围已渗透至上游浆料及林浆一体化领域，纸浆的生产能力不断增强。2015 年公司稳步推进林浆纸一体化建设，在推项目包括黄冈晨鸣林浆纸一体化项目和寿光美伦 40 万吨漂白硫酸盐化学浆项目。截至 2015 年末，公司共征原料林地 174 万亩，其中已办理林权证面积 164 万亩，拥有 360 万吨木浆生产能力，纸浆自给率达 76.40%。2015 年，公司全年自制浆 246 万吨，采购进口浆 76 万吨，主要采购于美国、加拿大、智利、印尼等地。

表 3：截至 2015 年末公司主要在建项目情况

项目名称	计划投资 (亿元)	已投资 (亿元)	工程 进度
19 万吨高级文化纸项目（湛江美伦）	12.2	12.2	完工
35 万吨高档食品包装纸项目（江西晨鸣）	12.48	13	99.00%
60 万吨液体包装纸（湛江晨鸣）	38	25.89	68.15%
林浆一体化项目（黄冈晨鸣）	34.85	6.6	18.95%
化学浆项目（寿光美伦）	43.77	2.6	5.94%
菱镁矿开采及深加工（海城海鸣）	7	5.42	77.45%
合计	148.3	65.71	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司林浆纸一体化项目的持续建设在一定程度上摆脱了上游资源的制约，有效降低公司经营风险，具有重大的战略意义。但同时该类项目的建设投资规模较大，回收周期较长，公司面临

一定的资本支出压力；同时征地过程中的利益协调问题及项目建设过程中的环保问题亦值得关注。

受造纸行业供需矛盾持续影响，公司机制纸业增长乏力，营业收入与上年基本持平，但产品结构不断改善，整体的盈利状况得到优化。

2015 年公司实现营业收入 202.42 亿元，同比增加 5.97%，其中机制纸板块收入 180.73 亿元，同比增长 0.54%。全年公司共销售机制纸 415 万吨，产销率由 2014 年的 98.36% 升至 99.28%，整体产销率处于较高水平。

表 4：2013~2015 年公司机制纸销售情况

	2013	2014	2015
销售量（万吨）	416	419	415
产销率（%）	101.46	98.36	99.28

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 5：2013~2015 年公司主要产品价格情况

单位：元/吨

产品名称	2013	2014	2015
轻涂纸	4,736.37	4,575.54	4,426.79
双胶纸	4,716.74	4,656.50	4,494.25
书写纸	4,395.35	4,203.01	4,124.98
铜版纸	4,514.28	4,406.73	4,222.57
新闻纸	3,836.92	3,369.22	3,422.62
箱板纸	2,705.50	2,608.19	2,489.41
白卡纸	4,479.90	4,172.00	3,871.86

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

尽管 2015 年纸品价格持续走低，但公司逐步优化产品结构，不断加大高端纸品的比重，且纸浆的自给能力增强，加上原材料价格持续承压，使得机制纸的盈利能力明显提升。2015 年，公司机制纸的营业毛利率为 22.89%，较上年提升了 4.07 个百分点。

公司金融板块初见成效，融资租赁业务迅速放量，已发展成为公司新的利润增长点。

2014 年公司立足于夯实主业基础的同时，为推进晨鸣集团多元化发展，先后成立了山东晨鸣融资租赁公司、山东晨鸣投资公司和山东晨鸣财务公司，由此金融板块初具雏形。2015 年，融资租赁公司的售后回租业务和财务公司的信贷业务快速发展，已发展成为公司新的利润增长点。其中融资租赁公司

实现了跨越式发展，当年融资租赁款总值达 236.52 亿元，实现收入 10.85 亿元，相对于上年 0.84 亿实现飞速增长，取得净利润 6.19 亿元，为公司贡献了较大的利润来源。

表 6：公司融资租赁款期限结构

期限	2015 年末		2016 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
1 年以内	59.17	25.02	69.3	24.25
1~3 年	105.55	44.63	119.5	41.81
3~5 年	71.8	30.35	97	33.94
合计	236.52	100.00	285.8	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

目前公司主要采取售后回租方式开展业务，截至 2016 年 3 月末，公司拥有融资租赁客户 104 家，对外投放资金总规模达 241.62 亿元，其中融资租赁应收款项均能按时收回，未出现逾期；公司未计提减值或拨备，不良资产在委托贷款和应收融资租赁款期末余额中的占比为零。

表 7：截至 2015 年末公司融资租赁前五大客户情况

客户	融资租赁 金额 (亿元)	客户所属 行业	所有权性 质
寿光市金海投资 开发有限公司	6.50	城市建设 投资	国有企业
山东东巨化工股 份有限公司	5.30	化学原料 和化学制 品制造业	民营企业
寿光市惠农新农 村建设投资开发 有限公司	5.00	城市建设 投资	国有企业
山东泰山钢铁集 团有限公司	4.00	钢铁制造 业	民营企业
昌邑市经济开发 投资公司	5.00	城市建设 投资	国有企业

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 8：融资租赁公司融资租赁款期末余额行业结构

行业	2015 年末	2016 年 3 月末
城市建设投资	24%	57.26%
化学原料和化学 制品制造业	22%	13.04%
钢铁制造业	8%	3.32%
房地产开发	3%	3.31%
造纸	42%	20.23%
煤炭	1%	2.84%

注：数据为融资租赁公司口径，非合并口径

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

其他业务板块方面，2015 年，公司电力及热力、建筑材料、化工用品、酒店及其他五大部分业务合

计实现收入 10.84 亿，占比 5.36%，同比 2014 年增长 4.24%。

细分来看，公司电力及热力板块运营主体为山东晨鸣热电股份有限公司和武汉晨鸣乾能热电有限责任公司，该板块主要为机制纸业务提供服务，剩余部分对外出售，形成一部分销售收入，受出售山东晨鸣新力热电有限公司 51% 的股权影响，近两年公司该板块业务规模持续萎缩，2013-2015 年营业收入分别为 15.19 亿元、5.14 亿元和 4.38 亿元。

公司建材业务则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，近三年该板块业务规模基本保持稳定，2013-2015 年，实现营业收入分别为 2.41 亿元、2.25 亿元和 2.23 亿元，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。

此外，近年来公司涉足矿业行业、环境治理 BT 项目和房地产项目，进一步丰富了公司的收入结构、增强盈利能力并分散经营风险，目前海城海鸣镁矿开采项目、广东慧锐海东新区岸线综合治理项目以及武汉万兴房地产等项目正在持续拓展中。

总体来看，公司依托机制纸业务，全力打造金融第二主业，并积极推进产业多元化发展，竞争实力和抗风险能力正不断增强。但这些产业行业跨度较大，分别隶属于金融、能源、房地产等行业，均为资金密集型产业，中诚信证评将对公司非机制纸业务拓展导致的投资风险及债务压力保持关注。

财务分析

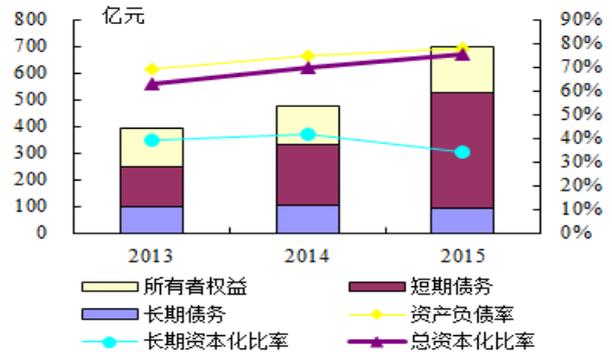
以下分析基于公司提供的 2013~2015 年度财务报表。其中 2013~2015 年财务报告均由瑞华会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

资本结构

随着技改及新投项目的推进，公司资本性支出增加，加之融资租赁业务规模的快速增长，2015 年末公司资产、负债规模均较上年大幅增加。截至 2015 年末，公司资产总额为 779.62 亿元，同比增长 37.20%，同期负债总额合计 607.03 亿元，同比增长 42.92%。受益于经营利润累积及永续债的发行，公

司同期所有者权益增至 172.59 亿元，同比增长 20.29%。

图 7：2013~2015 年公司资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务杠杆方面，债务规模的扩大使得公司资产负债率及总资本化比率上升，2013~2015 年公司资产负债率分别为 69.20%、74.75% 和 77.86%，同期总资本化比率分别为 62.83%、69.90% 和 75.35%，财务杠杆比率与国内主要上市公司相比处于较高水平。

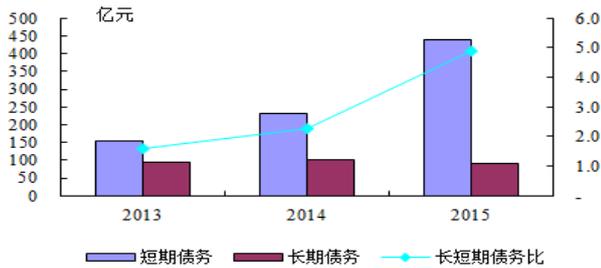
表 9：2015 年国内部分上市公司资本结构指标

公司名称	总资产 (亿元)	资产负债率 (%)
晨鸣纸业	779.62	77.86
岳阳林纸	155.50	66.40
景兴纸业	57.18	47.36
齐峰新材	40.97	18.21
冠豪高新	39.93	37.22
凯恩股份	16.24	23.16

数据来源：公开资料收集，中诚信证评整理

从债务结构来看，作为在 A 股、B 股和 H 股同时上市的企业，公司除银行贷款等间接融资外，还可通过发行债券、定向增发等方式进行直接融资，但目前仍集中在债权融资，具有较大的刚性偿债压力。截至 2015 年末，公司债务总额 527.60 亿元，包括银行借款 299.25 亿元、应付票据 32.82 亿元和债券 195.53 亿元。从债务期限结构来看，2015 年末公司短期债务为 438.02 亿元，长期债务为 59.58 亿元，长短期债务比由 2014 年 2.28 倍上升至 4.89 倍，短期偿债压力加大。

图 8: 2013~2015 年公司债务结构分析



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看, 公司资本性支出居高不下, 加之开展融资租赁业务后, 对资金需求加大, 债务规模大幅增加, 财务杠杆水平上升。且公司目前以短期债务为主, 债券期限结构不合理, 短期偿债压力加大。

盈利能力

2015 年受造纸行业供需矛盾持续影响, 公司机制纸业务增长乏力, 收入规模与上年基本持平, 但得益于融资租赁业务的快速扩张, 公司整体营收规模实现小幅增长, 全年实现营业收入 202.42 亿元, 同比增加 5.97%。

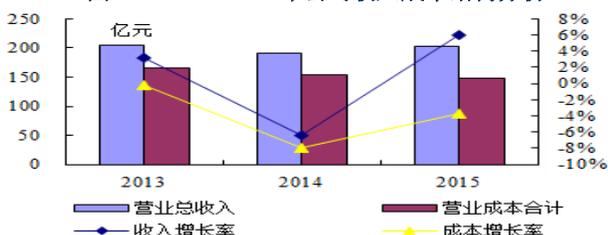
受益于产品结构的逐步优化, 原材料价格波动风险的合理控制, 以及盈利能力较强的融资租赁业务的快速发展, 2015 年公司整体盈利水平大幅提升, 当年营业毛利率为 27.06%, 较上年提升了 7.28 个百分点。整体来看, 无论从收入规模还是盈利水平来看, 公司均处在行业前列, 规模效应得到体现, 竞争优势突出。

表 10: 2015 年国内部分上市公司的经营状况

公司名称	营业收入 (亿元)	营业利润 (亿元)	营业毛利率 (%)
晨鸣纸业	202.42	11.08	27.06
岳阳林纸	59.29	-5.89	13.59
景兴纸业	29.54	-0.32	13.02
齐峰新材	23.56	2.96	22.21
冠豪高新	12.95	0.18	19.42
凯恩股份	8.93	0.22	27.32

数据来源: 公开资料收集, 中诚信证评整理

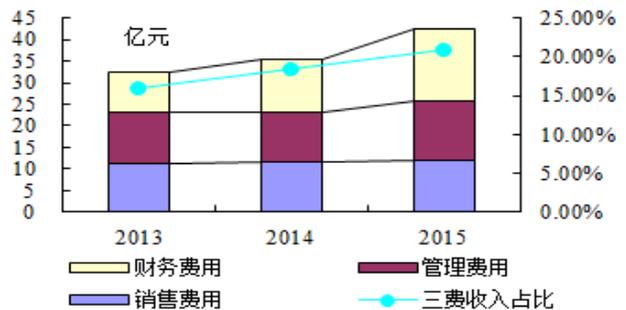
图 9: 2013~2015 年公司收入成本结构分析



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

期间费用方面, 公司 2015 年期间费用合计 42.45 亿元, 同比增长 19.99%, 占营业收入的比重为 20.97%, 较上年增加了 2.45 个百分点。其中增幅较为明显系管理费用和财务费用, 管理费用增长主要由于人员工资上涨和研发投入增加, 财务费用增长主要由于人民币贬值, 汇兑损失增加, 以及付息债务规模增长带来的利息支出增加。

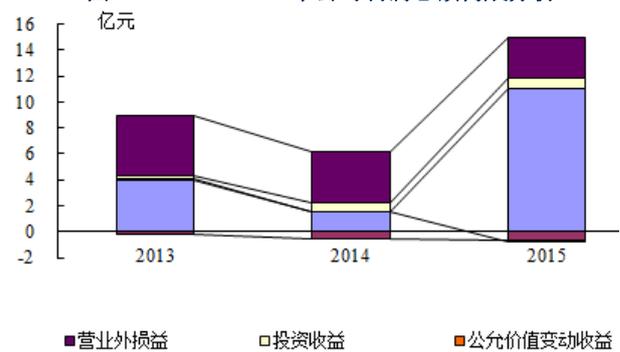
图 10: 2013~2015 年公司三费情况



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润和营业外收益构成。2015 年公司各板块业务盈利能力均不同程度提高, 促使公司经营性业务利润大幅增长。此外, 公司为当地重点发展企业, 且在节能环保、淘汰落后产能方面表现良好, 每年均能得到大额的政府补贴, 因而, 营业外收益亦构成了公司利润总额的重要部分。2015 年, 公司利润总额为 14.10 亿元, 主要由经营性业务利润 10.99 亿元, 营业外收益 3.02 亿元和投资收益 0.89 亿元构成。

图 11: 2013~2015 年公司利润总额构成分析



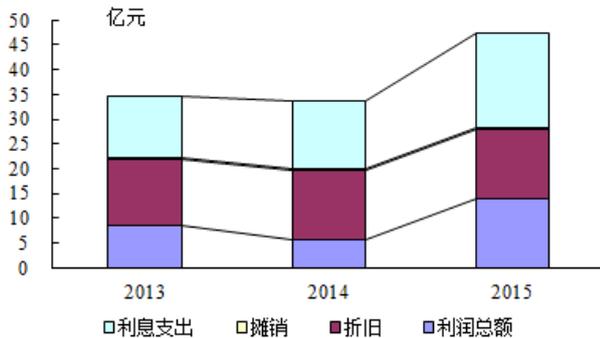
资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看, 2015 年公司管理费用和财务费用大幅增加, 期间费用控制能力有所减弱, 但公司积极调整产品结构, 加强对上游资源的控制能力, 并大力发展融资租赁业务, 使得当年盈利能力得以快速提升, 整体经营效益增长明显。

偿债能力

获现能力方面,公司 EBITDA 主要由利润总额、折旧和利息支出构成。2015 年,公司 EBITDA 总额为 45.43 亿元,同比增长 35.22%,主要系利润总额和利息支出增长所致。从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看,2013~2015 年公司总债务/EBITDA 分别为 7.12 倍、9.92 倍和 11.61 倍;EBITDA 利息保障倍数分别为 2.53 倍、2.18 倍和 2.38 倍,公司 EBITDA 对债务本息的保障程度逐步提高。

图 12: 2013~2015 年公司 EBITDA 变化趋势



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

现金流方面,受融资租赁业务放款规模加大影响,2015 年公司现金流明显弱化,当年公司经营性活动产生净现金流量为-97.21 亿元。2015 年,公司经营净现金/总债务与经营净现金/利息支出的比率分别为-0.18 倍和-5.09 倍,指标较上年均有所下降,经营性现金流对利息和债务的保障能力有待减弱。

表 11: 2013~2015 年公司主要偿债能力指标

	2013	2014	2015
短期债务 (亿元)	152.51	231.68	438.02
长期债务 (亿元)	94.92	101.55	89.58
总债务 (亿元)	247.43	333.24	527.60
资产负债率 (%)	69.20	74.75	77.86
总资本化比率 (%)	62.83	69.90	75.35
总债务/EBITDA (X)	7.12	9.92	11.61
经营活动净现金/总债务 (X)	0.05	0.03	-0.18
EBITDA 利息倍数 (X)	2.53	2.18	2.38
经营活动净现金/利息支出 (X)	0.82	0.64	-5.09

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

或有事项方面,截至 2015 年底,公司无对外担保,对内担保余额 114.85 亿元,总规模较上年小幅增长。鉴于被担保对象均为公司旗下的子公司,对

其经营状况较为了解,经营较为稳定,未来代偿风险不大,存在的或有债务风险较小。

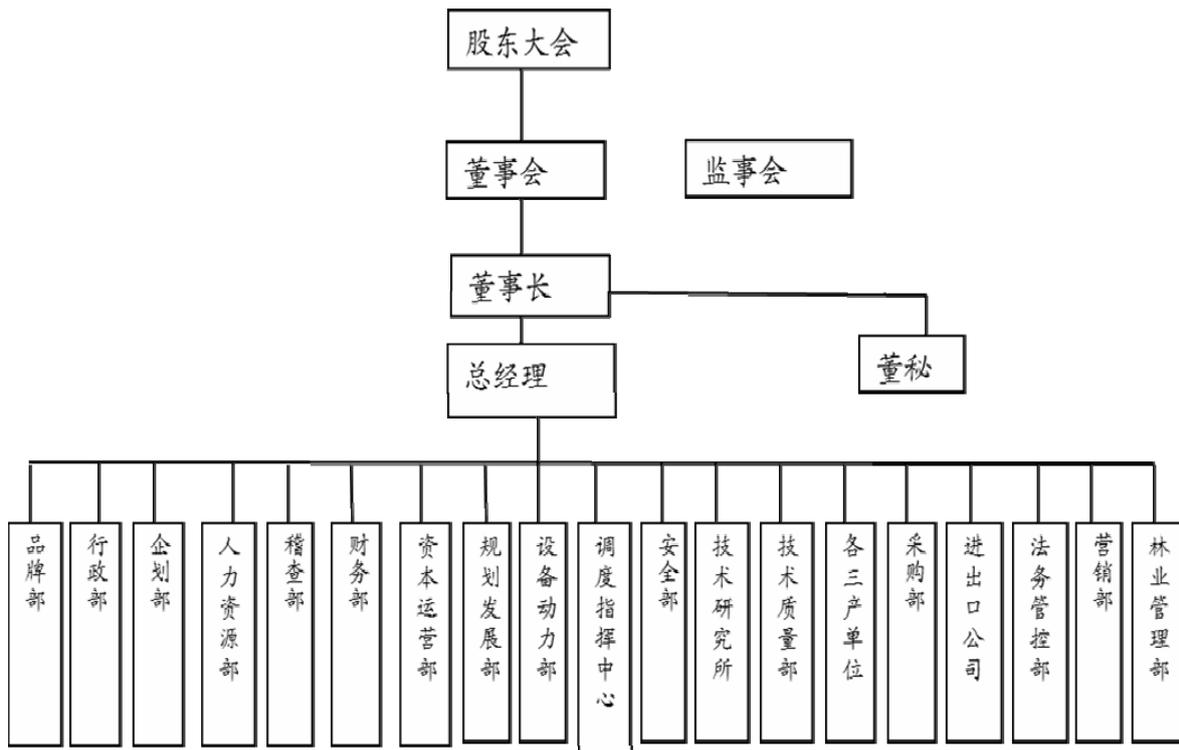
财务弹性方面,作为同时在 A 股、B 股和 H 股上市企业,公司与各大银行保持着良好的合作关系。截至 2015 年末,公司共获得银行授信 559 亿元,其中尚未使用的授信额度 220 亿元,备用流动性较充足。

中诚信证评认为,受融资租赁业务快速扩张影响,公司资金需求加大,债务规模大幅增长,财务杠杆水平上升,短期面临较大的偿债压力。但考虑到作为行业龙头企业,公司的规模优势明显,产业链完备,上游原材料控制能力较强,且盈利能力提升明显,抗风险能力不断增强,加之融资渠道多样化,财务弹性表现良好,整体的债务偿还能力仍然很强。

结论

综上,中诚信证评维持晨鸣纸业主体信用等级为 AA^+ ,评级展望为稳定;维持“山东晨鸣纸业集团股份有限公司 2012 年公司债券”的信用等级为 AA^+ 。

附二：山东晨鸣纸业集团股份有限公司的组织结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



附三：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）	2013	2014	2015
货币资金	254,772.98	547,565.82	898,432.60
应收账款净额	310,264.31	348,940.94	395,128.80
存货净额	372,580.99	542,074.05	521,091.79
流动资产	1,690,806.91	2,357,017.55	3,516,385.13
长期投资	11,547.72	10,908.78	17,949.23
固定资产合计	2,843,644.36	2,849,469.37	3,003,000.38
总资产	4,752,188.36	5,682,202.65	7,796,169.95
短期债务	1,525,058.24	2,316,837.63	4,380,196.51
长期债务	949,228.44	1,015,542.16	895,792.03
总债务（短期债务+长期债务）	2,474,286.68	3,332,379.78	5,275,988.54
总负债	3,288,353.00	4,247,395.83	6,070,277.31
所有者权益（含少数股东权益）	1,463,835.35	1,434,806.82	1,725,892.64
营业总收入	2,038,889.01	1,910,167.71	2,024,190.61
三费前利润	365,117.18	368,754.42	534,419.60
投资收益	2,370.60	6,903.56	8,871.55
净利润	69,035.32	45,330.89	97,793.16
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	347,357.98	335,947.98	454,254.92
经营活动产生现金净流量	112,261.68	98,539.97	-972,136.35
投资活动产生现金净流量	-191,094.80	-307,326.94	-346,058.55
筹资活动产生现金净流量	-83,203.71	232,835.16	1,406,367.42
现金及现金等价物净增加额	-161,701.73	24,956.39	91,201.06
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	18.33	19.78	27.06
所有者权益收益率（%）	4.72	3.16	7.55
EBITDA/营业总收入（%）	17.04	17.59	22.44
速动比率（X）	0.68	0.65	0.62
经营活动净现金/总债务（X）	0.05	0.03	-0.18
经营活动净现金/短期债务（X）	0.07	0.04	-0.22
经营活动净现金/利息支出（X）	0.82	0.64	-5.09
EBITDA 利息倍数（X）	2.53	2.18	2.38
总债务/EBITDA（X）	7.12	9.92	11.61
资产负债率（%）	69.20	74.75	77.86
总资本化比率（%）	62.83	69.90	75.35
长期资本化比率（%）	39.34	41.44	34.17

附四：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

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 - 手续费及佣金收入 - 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) / 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 / 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)

附五：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

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

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。