



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪032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；维持本次债券信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
信用评级委员会
二零一七年四月十七日

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（2017）

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	2016/4/25		
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

2016 年以来,我国宏观经济发展步入新常态,加之供给侧改革效果显著,造纸行业供给增速持续减缓,行业低迷情况略有改善;随着淘汰落后产能及环保限产力度的提升,市场份额逐渐向行业龙头集中,各主要纸种价格企稳回升。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”)作为行业龙头企业,规模优势仍较为明显,2016 年营业收入保持增长,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,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”)也关注到公司债务结构有待优化、融资租赁业务风险以及环控压力与风险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⁺。

概况数据

晨鸣纸业	2014	2015	2016
所有者权益(亿元)	143.48	172.59	225.65
总资产(亿元)	568.22	779.62	822.25
总债务(亿元)	359.09	538.55	511.71
营业总收入(亿元)	191.02	202.42	229.07
营业毛利率(%)	19.78	27.06	31.08
EBITDA(亿元)	33.59	45.43	59.80
所有者权益收益率(%)	3.16	5.67	8.96
资产负债率(%)	74.75	77.86	72.58
总债务/EBITDA(X)	10.69	11.86	8.56
EBITDA 利息倍数(X)	2.18	2.38	2.76

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

徐晓东 xdxu@ccxr.com.cn

叶枫 fye@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017 年 4 月 17 日

正面

- 显著的规模优势和行业地位。作为国内造纸行业龙头企业,规模优势明显,公司目前已形成年产浆、纸超过 850 万吨的生产能力,在产品产量、收入规模和盈利水平方面均处在行业前列。
- 造纸产业链一体化布局持续深化。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 2016 年末,公司自制浆产能为 284.40 万吨/年,自给率达 73.10%,自制浆产能扩张有助于公司增强原料控制力和降低生产成本。
- 产品结构逐步优化。公司积极调整产业布局,淘汰落后产能,加大高端机制纸产品的研发和生产,产品结构不断优化,自身盈利水平

得以提升。2016 年，公司机制纸产品毛利率 23.77%，较上年提升 0.88 个百分点。

- 融资租赁业务快速扩张，推动公司利润的增长。2016 年公司实现融资租赁业务收入 23.40 亿元，同比增长 115.69%，毛利润贡献度由上年 17.47% 提升至 29.78%，已成为公司重要的利润增长点。
- 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。此外，截至 2016 年末，公司获得商业银行授信额度 684.18 亿元，未使用额度 317.43 亿元，备用流动性较充足。

关 注

- 债务结构有待优化。随着机制纸项目进度的推进及融资租赁业务的快速发展，公司外部融资需求旺盛，近年财务杠杆水平持续维持高位。截至 2016 年末，公司资产负债率 72.58%，总债务 511.71 亿元，长短期债务比达 4.15 倍，短期偿付压力较大。
- 融资租赁业务风险。近两年公司融资租赁业务扩张迅速，行业投向集中程度高，资金投入规模较大，另向房地产、钢铁制造及煤炭能源等产能过剩及政策受限行业投放资金比例上升，中诚信证评将对公司融资租赁业务的管理和风控措施持续关注。
- 环控压力与风险。造纸行业属于重污染行业，公司存在因人为操作失误等引发污染事件的可能性。此外，在当前环保政策不断趋严的背景下，公司未来存在因国家环保政策的变化需大量增加环保投入而加大相关投资的资金压力，中诚信证评对此予以持续关注。

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委托方构成委托关系外，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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，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，并按照相关法律、法规对外公布。

行业关注

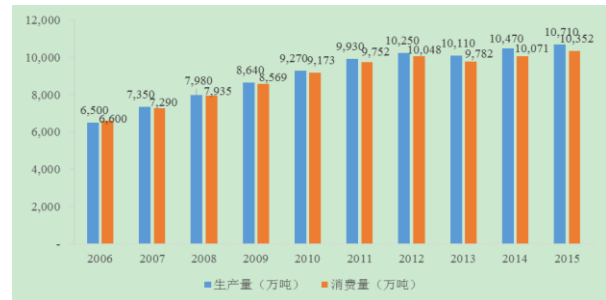
2016年以来,我国宏观经济发展步入新常态,加之供给侧改革效果显著,造纸行业供给增速持续减缓,行业低迷情况略有改善。

在近二十年经济持续高增长的带动下,中国造纸行业保持较快的发展速度,已成为全球最大的纸业生产和消费国。但造纸行业下游渗透国民经济的各个领域,行业景气度基本跟随宏观经济波动,具有较强的周期性特征。从相关数据来看,造纸业增长率波动幅度大于GDP增长率波动幅度,且由于其位于制造业产业链的中后端,行业景气度与宏观经济周期的波动较为同步。在经济增长加快时,受产能限制短时期内供应量不能相应增加,造纸企业销售量和产品价格相应上升;在价格上涨时期,较高的盈利刺激造纸企业投资热情,造纸行业产能相应上升;随着新增产能的增加,产品供给增加,将会带动纸品价格下降,行业又进入周期性低谷。而在宏观经济持续低迷的情况下,行业产能过剩,造纸企业盈利空间被大幅压缩、整体运营压力上升,行业综合治理、兼并重组整合加剧,落后产能和抗风险能力差的小企业被不断挤出。另外,由于行业内各企业在原材料、生产设备和工艺等方面差别不明显,产品同质化严重,产能持续扩张,行业竞争较为激烈。目前我国造纸行业相对分散,企业规模整体偏小,但行业集中度上升趋势显著。2016年以来,在宏观经济新常态背景下,造纸行业仍面临较大经营压力,但随着供给侧改革持续推进,行业供给增速持续减缓,整体行业低迷情况略有改善。

供需方面,造纸行业持续产能过剩,自2014年去产能以来,行业企业单位数从最高的7,340家下降到目前的6,600余家,2015年11月供给侧改革提出后,去产能要求更加严格,2016年工信部要求对18个行业淘汰落后产能,其中包括造纸行业的279家企业。从固定资产投资增速来看,企业新增产能持续下降,纸及纸板过剩产能正在收窄,总体来看产销量增速都在下降,但是产量增速开始慢于消费量增速。2012年开始,纸制品消费量增速逐渐趋于稳定,2015年我国纸及纸板消费量达到1.04亿吨,同比增长2.79%,产量1.03亿吨,同比增长

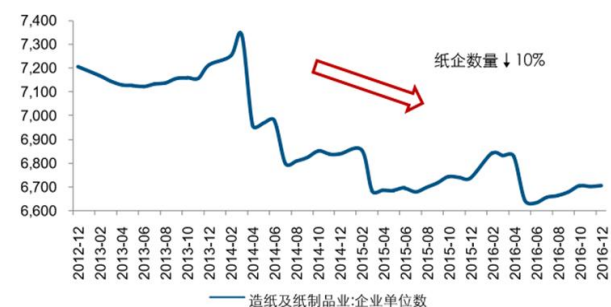
2.29%;2016年我国机制纸及纸板产量为1.23亿吨,同比增长3.1%,过剩供给收窄趋势逐步形成。中诚信证评认为,在供给侧改革和环保政策趋严的大背景下,造纸行业在2017年将面临更加严酷的产能出清,而目前中国经济正在筑底,市场需求有望改善,未来供求格局将会发生改变,供给紧缩将会到来。

图1: 2006~2015年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

图2: 造纸及纸制品业企业单位数(个)



资料来源: 公开资料, 中诚信证评整理

总体来看,造纸行业与宏观经济增速之间有较强的顺周期性,在中国经济增速有所调整的条件下,造纸行业的增速也面临调整压力。但随着国民经济下行压力的缓解、居民收入水平的提高以及整体经济的企稳,纸及纸板人均消费量预期还将持续增长;且在当前的市场环境下,落后产能淘汰和企业重组力度不断加大,未来造纸行业竞争有望进一步规范,造纸企业也具有一定的发展空间。

2016年以来各主要纸种价格企稳回升,整体价格水平处于上行通道;造纸各子行业下游需求波动差异明显,企业造纸品类多元化有助于分散经营风险。

我国造纸行业主要受下游印刷、包装等产业的拉动;但各子行业间生产技术和用途各异,下游企业所处行业也不尽相同,加上消费替代性较小,子行业受经济波动影响差异较为明显。并且不同造纸

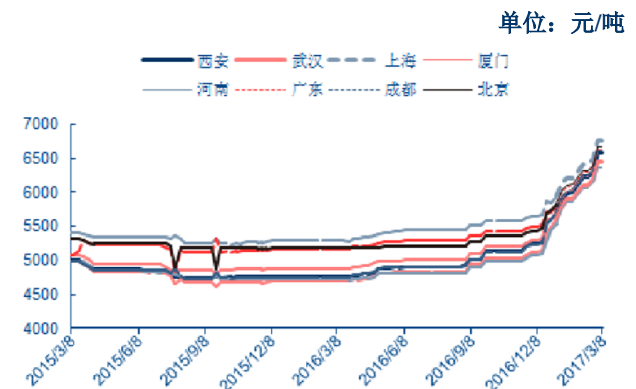
企业在经营规模、产品的质量、性能、形状和用途上各不相同，也面临着不同的市场供求关系。

目前大宗纸品市场整体呈现供过于求的状况，尤其低端纸品竞争尤为激烈。具体到各产品细分市场，文化用纸受互联网冲击影响，需求萎缩，产能过剩压力较大，如新闻纸等，受非纸化传播方式逐渐取代传统的报纸、杂志媒体的影响，需求量大幅下降；包装用纸则受益于电商发展背景下的快递业务增长，需求略高于供给；生活用纸由于需求量受经济波动影响程度较低，周期性相对较弱，随着居民收入持续增长和消费升级推进，需求量增长潜力较大，但随着市场上多家造纸企业相继进军生活用纸领域，未来生活用纸的行业供求情况亦值得关注。除此之外，一些特种纸下游行业较为特殊，且顺应现代化的消费观念和趋势，比如装饰原纸等，下游需求波动相对较小，产业集中度较高，市场周期波动相对不明显。因此，造纸品类的分散化有助于分散造纸企业的经营风险，在行业内生产多品类纸种的造纸企业具有相对更强的抗风险能力。

价格方面，2015年国内经济持续疲弱，主要纸品价格继续下降；2016年国内经济缓中趋稳，供给侧改革取得阶段性成果，在宏观经济运行平稳的背景下，受供给侧结构性改革、国家环保整治、淘汰过剩产能以及市场需求增长等因素影响，推动造纸行业涨价提速。尤其2016年下半年，受前期落后产能淘汰、原材料价格上涨、秋冬季节部分地区停产限产等因素叠加影响，国内造纸企业迎来涨价潮，行业复苏迹象明显，但由于行业供需状况未明显改善，预计后期纸价变化面临较大的不确定性。从相关数据来看，包装纸细分品类的价格上调幅度较高，2016年出现频繁提价的现象，其中，白卡纸价格从2015年10月的4,100元/吨上涨至目前的6,300~6,700元/吨，累积涨幅近50%。文化用纸中的铜版纸自2016年7月开始温和上涨，2017年维持温和和上涨态势，目前含税价6,400~6,900元/吨；文化用纸中的双胶纸2016年整体涨幅较小，12月后开始补涨400~500元/吨，年后龙头企业领涨500元/吨，小企业则跟涨。总体来看，包装纸及文化用纸等各类纸张价格2016年以来均不同程度上调，其中集中度

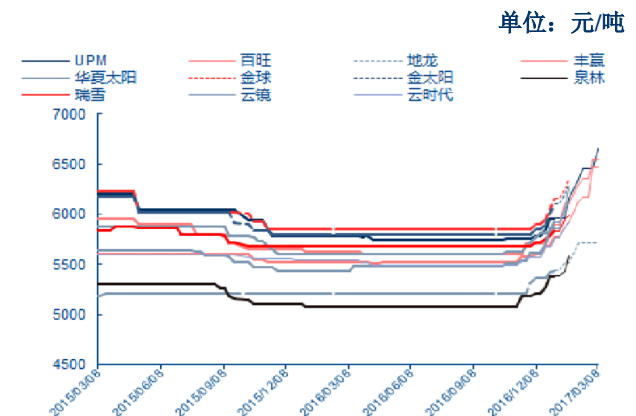
高的纸种避免恶性竞争的协同性更好，纸价涨幅明显高于其他纸种。

图 3：2015.3.8~2017.3.8 白卡纸价格走势



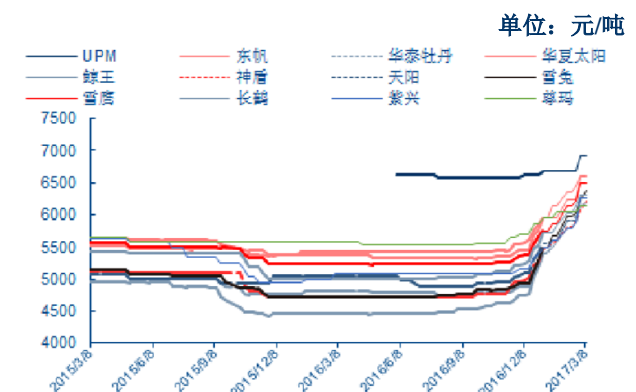
资料来源：纸业联讯，中诚信证评整理

图 4：2015.3.8~2017.3.8 铜版纸价格走势



资料来源：纸业联讯，中诚信证评整理

图 5：2015.3.8~2017.3.8 双胶纸价格走势



资料来源：纸业联讯，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。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需求情况，及时调整各类纸品的生产量，从而能在一定程度上抵御市场需求波动和产业政策带来的经营风险。

国内造纸行业原材料对进口依赖程度较高，其经营业绩受全球纸浆市场价格波动影响较大。2016年上游纸浆和废纸价格在经历上半年的低位徘徊之后于年底的大幅上涨，造纸企业盈利空间和现金流承压。

我国造纸行业的主要原材料为纸浆和废纸，由于林木及纤维资源短缺，行业内企业原材料自给能力普遍偏弱，每年需要从国外进口大量的木浆和废纸以满足生产需要，因此原材料对外依存度很高，原料价格与国际市场联动性强，加之在产能过剩的情况下企业转嫁成本压力的难度增加，国际原料市场价格的波动对我国造纸企业经营业绩的影响较大。2016年全国纸浆进口量2,106万吨，同比增长6.20%；进口金额为122.39亿美元，同比减少4.10%。2016年全国废纸进口量2,850万吨，同比减少2.70%；进口金额为49.89亿美元，同比减少5.60%。目前，我国正积极推进林浆纸一体化和废纸回收项目的建设，随着造纸产业链向上游延伸，未来造纸企业原材料自给率有望得到提升，从而使原材料供应及价格的稳定性得到一定保障。

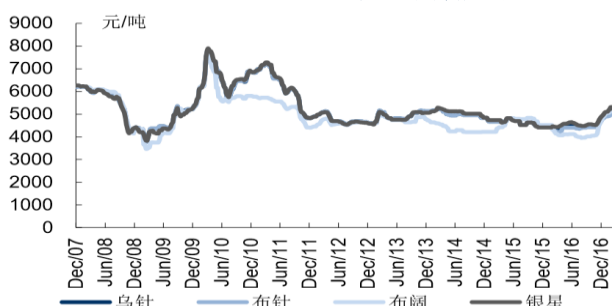
纸浆价格方面，2016年以来，进口浆经历上半年下跌和低位徘徊，11月开始上涨；国内纸浆价格与国际市场保持联动，但波动幅度较小。

图 6：2014.1.1~2017.1.1 国际纸浆价格走势



资料来源：纸业联讯，中诚信证评整理

图 7：2007.12~2016.12 国内纸浆价格走势



资料来源：纸业联讯，中诚信证评整理

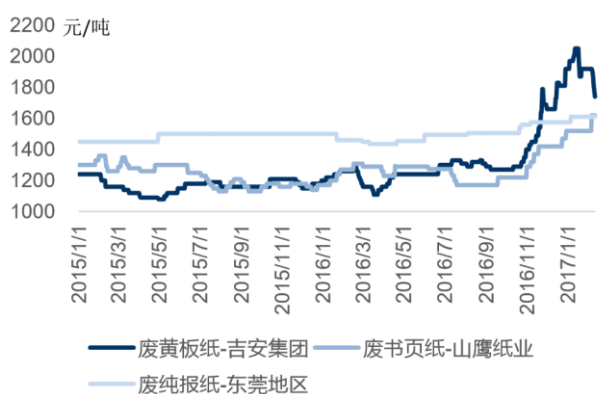
另外，受制于我国废纸回收体系不完整以及造纸用林木资源工业的不足，我国废纸主要来自于美国、欧洲和日本等地。2016年以来，美废受周期旺季和美国造纸结构变化影响率先提价，其中OCC#11从2016年初的175美元/吨持续上涨至目前的295美元/吨；受美废带动，国废亦经历快速上涨，吉安集团废黄板纸采购价从2016年初1,200元/吨上涨至最高点2017年1月中旬2,050元/吨。目前美废价格相对稳定，国废废黄板纸小幅回调至1,740元/吨。由于废纸等原材料与产品价格并不同步，往往存在着一定的时间差，使得原材料价格波动的压力无法及时传导至下游行业，因此原材料价格的波动将对造纸企业的盈利水平和现金流产生较大影响。

图 8：2009.3~2016.12 美废价格走势



资料来源：纸业联讯，中诚信证评整理

图 9：2015.1.1~2017.1.1 国废价格走势



资料来源：纸业联讯，中诚信证评整理

供给端持续淘汰落后产能，加之环保限产力度的提升，市场份额逐渐向行业龙头集中，龙头企业经营环境将有所改善。

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，从2012年下半年造纸行业景气度下滑开始，到2016年年中，几乎所有

纸种均出现产能过剩的情况。但在环保政策日趋严格下，多个环节成本均有所上升，倒逼中小企业关停退出造成行业总产能不可逆的下降，供给端淘汰落后产能持续进行，造纸行业集中度不断提高。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，2014~2016年末，我国分别拥有造纸及纸制品业企业6,839家、6,737家和6,704家，其中亏损企业数量分别为822家、831家和751家。截至2016年末，造纸及纸制品企业中亏损企业占比为11.20%，我国造纸行业仍有较大的整合空间。截至2016年末，我国造纸全行业资产总额为14,209.7亿元，同比增长2.2%；负债合计7,787.8亿元，同比下降1.1%。

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。2016年以来国家着力加大环保违规行为的惩罚力度，并进一步扩大环保整治行业的覆盖面，同时积极采取行政和税收手段对治污进行合法化和规范化，供给侧改革取得一定成效。严格的环保法规使盈利能力弱、技术落后的中小造纸企业难以达到环保指标而被迫退出；此外，对僵尸企业、技术落后的企业的限贷措施也使得落后产能迅速淘汰。据统计，“十一五”、“十二五”期间造纸行业共淘汰产能4,000万吨，其中3,000万吨是由政府主导的行政淘汰。与市场淘汰相比，行政淘汰是吊销营业执照，无法复产，由此可见政府产能淘汰的力度之大。综合来看，预计2017年环保的高压态势将会持续，行业供给端将进一步收缩，需求端将保持平稳或小幅增长，预计行业供求关系改善在中短期内仍将持续，龙头企业经营环境将有所改善。

表 1：2016 年以来我国造纸行业出台的多项环保政策法规

时间	政策	主要内容
2016.1.1	新《大气污染防治法》正式实施	具体的处罚行为和种类接近 90 种，取消原先对造成大气污染事故企业事业单位罚款“最高不超过 50 万元”的封顶限额。
2016.12.13	《关于实施水泥、煤炭、造纸、印染、污水达标排放计划处理厂、垃圾焚烧厂等 8 个行业的通知》	要求到 2017 年底，钢铁、火电、水泥、煤炭、造纸、印染、污水达标计划实施取得明显成效。
2016.12.19	《水污染防治法修正案》草案提请审议	全面落实水十条制度措施；将把罚金额提高到二十万元以上一百万元以下。
2016.12.25	《环境保护税法》审议通过	2018 年 1 月 1 日起开征，预计年征税收入 500 亿元；多排多征，少排有税收优惠。
2017.1.5	《关于开展火电、造纸行业和企业排污许可证申请与核发，试点北京市、京津冀试点城市、廊坊市的钢铁、水泥高污染源排污许可申请与核发。从 2017 年起，上述行业企业应持证排污，建立自行监测、信息公开、记录台账及定期报告制度。	在 2017 年 6 月 30 日前，完成全

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

中诚信证评认为，在宏观经济新常态背景下，造纸行业仍面临较大经营压力，但整体行业低迷情况略有改善。未来，随着环保政策和淘汰落后产能政策趋严，行业集中度将不断提高，大型造纸企业面临较好的发展机遇。

业务运营

2016 年下半年以来，受供给侧结构性改革、国家环保整治加码、持续淘汰过剩产能、市场需求增长及木浆、废纸、物流和煤炭等原材料（燃料）成本上行影响，各大纸种引来涨价潮，行业复苏迹象明显，公司造纸主业保持着较强的规模与品牌优势，经营状况总体较好，加之融资租赁业务迅速扩张，收入规模保持增长。2016 年，公司全年实现营业收入 229.07 亿元，同比增长 13.17%，其中主营业务收入 227.60 亿元，同比增长 13.45%。从主营业务收入构成来看，2016 年公司实现机制纸销量 452 万吨，实现销售收入 195.37 亿元，占主营业务收入的比重为 85.84%，是公司收入的主要来源。当年公司实现融资租赁业务收入 23.40 亿元，同比增长 115.69%，业务增长迅速。

表 2：公司 2016 年主营业务收入结构与毛利率情况

业务板块	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	195.37	23.77	8.10	0.88
融资租赁	23.40	90.62	115.69	2.40
电力及热力	3.39	36.73	-22.63	0.22
建材	2.28	23.47	1.95	2.60
化工用品	1.29	24.48	4.03	6.76
酒店	0.27	75.97	-1.69	-1.23
其他	1.62	22.36	13.49	-3.46
合计	227.60	-	13.17	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司积极优化产业布局，逐步淘汰落后产能，优化产品结构，继续推进林浆纸一体化，整体抗风险能力增强。

近年来在环保政策趋严的背景下，公司加快产品结构调整，从源头削减污染源。公司在寿光本埠累计投资 200 多亿元进行了大规模技术改造，先后建设高档铜版纸、高档食品包装纸、高档白卡纸等文化用纸生产线，引进国际领先的技术装备，产品技术含量和附加值均较高。2016 年以来，公司密切跟踪国内经济形势变化和市场发展，以客户需求为导向，积极加强产品差异化、精细化研发，推进产品结构化调整，淘汰落后产能，研发技术含量高、经济效益好的新产品，其中“药品包装专用卡纸技术开发”、“婴儿专用原纸技术开发”、“高松厚度亚光铜版纸技术开发”和“高档湿帘原纸技术开发”等 6 个项目先后列入 2016 年山东省技术创新项目计划，同时高档格拉辛纸、酒标纸、超高松白卡纸、高克重双胶纸等高附加值产品成功研发或实现升级换代，显著提升产品质量，增强市场竞争力。目前，公司寿光本埠高档产品比重达到 90% 以上，产品结构实现优化升级。

随着产品结构调整的不断深化，公司的产品类型不断丰富，高附加值产品占比增加。除原有的 80 万吨铜版纸项目、10 万吨造纸助剂、湛江晨鸣 18 万吨纸杯原纸项目、湛江美伦 19 万吨文化纸项目外，2016 年上半年公司年产 35 万吨食品包装纸项目建成投产使得白卡纸产能大幅增加，同时湛江晨鸣 60 万吨液体包装纸项目已于 12 月正式投产。另

外，年产 51 万吨的高档文化纸项目正在有序推进。截至 2016 年末，公司拥有机制纸产能 496.93 万吨，较上年减少 30.64 万吨，主要系当年原生产箱纸板的白牛卡纸工厂从寿光搬迁至湛江地区导致相关生产线停产。当年公司完成机制纸产量 436.48 万吨，同比增长 4.31%；产能利用率为 87.84%，较上年提升 8.6 个百分点，持续保持在较高水平。

表 3：2016 年公司产能利用情况

纸品	产能	产量	单位：万吨
			产能利用率
轻涂纸	13.78	10.46	75.91%
双胶纸	118.11	112.25	95.04%
书写纸	7.14	6.05	84.73%
铜版纸	130.00	103.32	79.48%
新闻纸	34.00	28.45	83.68%
箱板纸	-	-	-
白卡纸	81.50	67.73	83.10%
静电纸	44.85	38.14	85.04%
其他纸	67.55	70.08	103.75%
合计	496.93	436.48	87.84%

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

公司近几年不断延伸主业产业链，业务范围已渗透至上游制浆及林浆一体化领域，2016 年公司继续推进前期林浆纸一体化项目建设，在建纸浆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，纸浆的自给能力正持续增强。其中黄冈晨鸣林浆纸一体化项目于 2015 年下半年开工，截至 2017 年 3 月末，该项目已投资 18.67 亿元，施工建设已完成 54.5%，其中厂区道路已完成 87%，土建基础建设完成 40%，桩基工程已基本完成，制浆项目设备安装完成 15%，预计该项目将在 2018 年 6 月份全部完工，达到试生产状态。截至 2016 年末，公司共征原料林地 163 万亩，均已办理林权证，拥有 284.40 万吨木浆生产能力，纸浆自给率达 73.10%。公司自制浆单位生产成本远低于外购商品浆价格，较高的木浆自给率不仅有助于提升公司成本控制能力，对上游资源的有效控制还能进一步稳定公司的生产经营。2016 年，公司全年自制浆 252.78 万吨，采购进口浆 56.37 万吨，采购区域集中于美国、加拿大、智利、印尼等地。未来随着在建纸浆项目陆续投产，公司对进口浆的依赖

将持续降低，原料成本将进一步下降。

在产业一体化发展逐步完善过程中，公司不断提高污染治理能力，截至目前，已累计投资 30 多亿元引进当今世界上最先进的环保技术，配套建设碱回收工程、污水处理工程（中水回用工程）、垃圾焚烧炉、电厂脱硫和脱硝等环保项目。目前公司吨机制纸综合能耗 285 千克标准煤，吨机制纸（含浆）耗清水 10 立方米，其中铜版纸吨纸耗清水 3.9 立方米，轻涂纸吨耗清水 2.6 立方米，化机浆吨浆耗清水 9.6 立方米，均居同行业领先水平。

环保处罚方面，2016 年 3 月，湛江美伦浆纸有限公司因擅自将污水处理站产生的固体废物（约 300 吨）倾倒、堆放于遂溪县城月镇黄宅村垃圾填埋场东北角处，被湛江市环境保护局处以罚款 5.00 万元的处罚（湛环罚字[2016]3 号）。

2016 年 5 月，环境保护部办公厅对山东省寿光市进行现场检查，发现山东省寿光市建筑垃圾、农业生产废弃物产量大，乱倾、乱倒现象普遍存在。公司、寿光市龙昌生物科技有限公司、新龙电化集团有限公司等企业存在固体废物管理不规范、未落实环保“三同时”要求、违反环评制度等问题。2016 年 5 月，环保部办公厅下发了《关于对山东省寿光市固体废物环境管理问题挂牌督办的通知》（环办环监[2016]45 号），要求潍坊市人民政府指导、督促寿光市人民政府和有关部门妥善解决行政区域内固体废物环境管理问题，及时公开查处、整改情况，接受社会监督。其中牵涉到公司的固体废物是前期废纸夹杂物处置管理不规范，具体情况是：公司的废纸夹杂物于 2011 年 7 月至 2014 年 11 月由环球瞭望公司承包处理，后来由于资质未办理及乱倒等原因，公司停止与环球瞭望公司的合同，但前期乱倾乱倒的部分废纸夹杂物在环保部检查时被要求立即整改。

表 4：截至 2016 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
高档文化纸项目 (寿光美伦)	37.61	1.19	17.92%
林浆一体化项目 (黄冈晨鸣)	34.85	21.47	41.57%
化学浆项目(寿光美伦)	41.10	6.13	20.45%
菱镁矿开采及深加工 (海城海鸣)	7.00	7.58	99.00%
合计	82.95	35.18	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司积极调整产业结构，淘汰落后产能，产品结构不断优化，加之林浆纸一体化进展顺利，一定程度上摆脱上游原材料市场的发展制约，整体抗风险能力增强。但林浆纸一体化项目建设的投资规模较大，回收周期较长，公司面临一定的资本支出压力；同时，当前环保政策不断趋严背景下公司可能存在的经营风险及增加环保投入带来的投资资金压力等问题亦值得关注。

得益于造纸行业供需关系改善，公司机制纸业务发展良好，加之产品结构不断改善，盈利状况得到优化。

2016 年公司实现营业收入 229.07 亿元，同比增加 13.17%，其中机制纸板块收入 195.37 亿元，同比增长 8.10%。全年公司共销售机制纸 452 万吨，较上年增长 37 万吨，产销率由 2015 年的 99.28% 升至 103.67%，产销率保持在较高水平，并逐步消化库存量。

表 5：2014~2016 年公司机制纸销售情况

	2014	2015	2016
销售量(万吨)	419	415	452
产销率(%)	98.36	99.28	103.67

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 6：2014~2016 年公司主要产品价格情况

单位：元/吨

产品名称	2014	2015	2016
轻涂纸	4,575.54	4,426.79	4,244.70
双胶纸	4,656.50	4,494.25	4,443.97
书写纸	4,203.01	4,124.98	3,952.72
铜版纸	4,406.73	4,222.57	4,025.38
新闻纸	3,369.22	3,422.62	3,359.44
箱板纸	2,608.19	2,489.41	2,023.56
白卡纸	4,172.00	3,871.86	4,160.20
静电纸	4,959.62	4,980.67	4,754.89

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016 年纸品价格基本维持低位徘徊，年底的涨价潮对公司全年价格水平的带动作用较小，但公司逐步优化产品结构，不断加大高端纸品的比重（毛利率较高的双胶纸、铜版纸和白卡纸的收入占比持续提升至 53.30%），加之纸浆的自给能力增强，利润受进口浆涨价影响小，机制纸的盈利能力小幅提升。2016 年，公司机制纸产品毛利率为 23.77%，较上年提升 0.88 个百分点，为历史最高水平。

公司持续完善金融布局，融资租赁业务快速扩张，对营业利润的贡献度大幅上升，已成为公司新的利润增长点。

近年来，公司立足于夯实主业基础的同时，为推进集团多元化发展，先后设立济南晨鸣投资管理有限公司、晨鸣集团财务有限公司、山东晨鸣融资租赁有限公司，并投资互联网金融平台上海利得财富资产管理有限公司、德辰新三板股权投资基金，以及产业基金投资基金。公司多元化的金融布局提升资本运作效率，也有助于提升公司整体的盈利能力。2016 年公司融资租赁业务实现跨越式发展，全年实现收入约 23.40 亿元，同比增加 115.69%，毛利率为 90.62%，同比提升 2.40 个百分点，毛利润贡献度由上年 17.47% 提升至 29.78%，已经成为公司新的利润增长点。此外，公司于 2017 年 2 月 17 日公告参与设立瑞京人寿，新增保险业务，金融布局进一步完善。

目前公司主要采取售后回租方式开展融资租赁业务，租赁期限大多在一年以上，并允许融资租赁客户展期，但展期期限不超过原期限。截至 2016 年末，公司将于一到年内到期的应收融资租赁款为

120.07 亿元，占应收总额的 50.71%，应收融资租赁款流动性尚可。从客户行业结构来看，截至 2016 年末，公司存量租赁资产第一大投向为城市基础设施行业，占比 44.16%，主要包括公路、轨道交通等城市建设投资相关租赁项目；其次为造纸行业，占比 24.83%，主要为晨鸣集团等关联方的租赁项目，前两大行业客户占比达 68.99%，行业投放集中度较高。从近年合同量及合同金额来看，2016 年融资租赁公司租赁业务新增签约数量同比减少 45.27%，新增合同额同比减少 51.77%，业务增速明显放缓。截至 2016 年末，融资租赁公司租赁合同余额（含剩余本金、利息、未收手续费和顾问费等）241.36 亿元，同比减少 0.05%，与上年基本持平。近年来，融资租赁公司尚处于成立初期，业务仍处于快速扩张阶段，未出现应收融资租赁款逾期的情况；2016 年融资租赁公司计提坏账拨备 1.52 亿元，在应收融资租赁款期末余额中的占比为 0.64%。

表 7：近两年末融资租赁公司租赁款期限结构

期限	2015 年末		2016 年末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
1 年以内	95.99	39.75	120.09	50.71
1~3 年	112.88	46.75	89.04	37.60
3~5 年	31.61	13.50	27.67	11.69
合计	240.48	100.00	236.81	100.00

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

表 8：截至 2016 年末融资租赁公司前五大客户

客户	融资租赁 金额 (亿元)	客户所属 行业	所有权性 质
晨鸣集团（包括其子公司）	2.09	造纸	国有企业
寿光市惠农新农村建设投资开发有限公司	0.48	城市基础设施建设	国有企业
潍坊滨城投资开发有限公司	0.44	城市基础设施建设	国有企业
寿光市金海投资开发有限公司	0.49	城市基础设施建设	国有企业
昌邑市经济开发投资公司	0.47	城市基础设施建设	国有企业

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

表 9：融资租赁公司应收融资租赁款余额按板块分布

行业	2015 年末	2016 年末
城市建设投资	39.16%	44.16%
造纸	21.96%	24.83%
化学原料和化学制品制造业	24.92%	8.16%
煤炭、能源	5.44%	9.47%
木业	3.69%	3.42%
房地产开发	2.90%	3.04%
钢铁制造业	1.92%	6.92%
合计	100.00%	100.00%

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，2016 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 10.30 亿元，较上年减少 0.54 亿元，在营业收入中的占比为 4.50%，较上年下滑 0.86 个百分点。

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，富余部分对外出售并形成销售收入，近三年该板块业务规模持续萎缩，2016 年营业收入为 3.39 亿元，同比减少 22.60%。公司建材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，2016 年实现营业收入 2.28 亿元，近年来规模变动不大。化工用品板块为 2014 年新开发业务种类，系围绕造纸主业延伸产业，产品包括原淀粉、表面胶淀粉、阳离子淀粉、涂布淀粉和生物胶乳等，供应商主要为农户，主要客户为山东晨鸣、江西晨鸣和湛江晨鸣等集团内部单位，及外部浆料客户，2016 年实现营业收入 1.29 亿元，业务规模较为稳定。

此外，公司实施跨领域产业投资，不断丰富公司收入结构，目前海城海鸣菱镁矿开采项目、广东慧锐海东新区岸线综合治理项目、武汉万兴房地产项目和黄冈晨鸣综合码头等项目正在持续拓展中。其中综合码头项目主要是为满足黄冈晨鸣原材料及产成品的运输装卸要求，拟由黄冈晨鸣浆纸和黄冈市城投资产经营有限公司合资成立黄冈晨鸣港务有限责任公司进行运营。

总体来看，公司依托机制纸业务，重点布局金

融第二主业，并积极推进产业多元化，竞争实力和抗风险能力不断增强。但公司新拓展的产业行业跨度较大，且均为资金密集型产业，加之部分项目尚在展业初期或建设期，未来经营具有一定的不确定性，中诚信证评将对公司非机制纸业务后续的资金需求及可能面临的投资风险保持关注。

财务分析

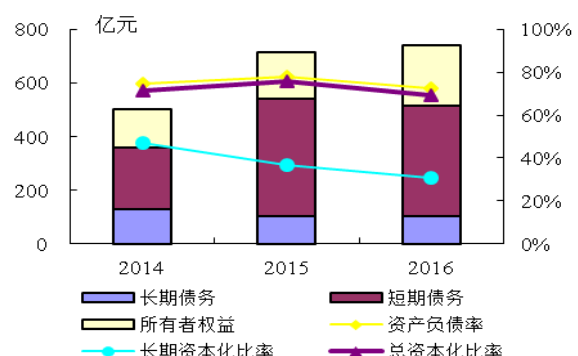
以下分析基于公司提供的 2014~2016 年度合并财务报表，其中 2014~2016 年财务报告均由瑞华会计师事务所有限公司审计，并出具标准无保留意见的审计报告。

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，加之对外投资规模大幅增长，2016 年末公司资产规模较上年有所增加。截至 2016 年末，公司资产总额为 822.85 亿元，较上年同期增长 5.55%。受益于经营利润累积及优先股的发行，公司同期所有者权益增至 225.65 亿元，同比增长 30.74%。

2016 年公司通过发行优先股等方式进行股权融资，加之部分已发行债券到期兑付，债务规模有所减少。截至 2016 年末，公司负债总额为 597.20 亿元，较上年减少 9.82 亿元，同比下降 1.62%；同期资产负债率和总资本化比率分别为 72.58% 和 69.40%，较上年同期均有所下降。

图 10：2014~2016 年公司资本结构分析



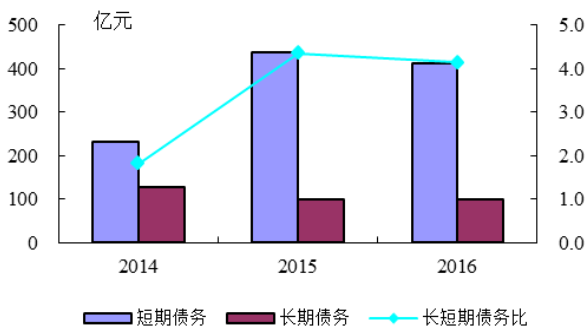
数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产结构来看，公司资产主要以非流动资产为主。2016 年末，公司非流动资产合计 465.19 亿元，占公司资产总额的 56.53%，主要包括可供出售金融资产 19.45 亿元、长期应收款 88.44 亿元、固定资产 288.12 亿元、在建工程 41.15 亿元和无形资

产 15.41 亿元，资产的整体质量较好。其中可供出售金融资产较上年增幅为 1,684.40%，主要为公司新增 18.5 亿元投资广东德骏投资有限公司，公司对其持股比例为 50%。另外，固定资产余额较上年末有所增长，主要系在建项目完工转固。

债务结构方面，公司负债主要由应付账款、长期应付款、递延收益和有息刚性债务构成，2016 年公司部分债券到期兑付以及开立的银行承兑汇票大幅减少使得有息债务规模有所下滑，但财务杠杆水平仍维持高位。截至 2016 年末，公司有息刚性债务总额 511.71 亿元，较上年减少 26.84 亿元。未来随着新项目投资的推进以及金融业务的持续发展，公司将持续面临一定的债务压力。从债务期限结构来看，2016 年末公司短期债务为 412.31 亿元，长期债务为 99.41 亿元，长短期债务比由 2015 年 4.36 倍下滑至 4.15 倍，短期偿付压力仍较大。

图 11：2014~2016 年公司债务结构情况



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2016 年以来，随着在建和拟建项目的持续推进以及金融业务的开展，公司外部融资需求较大，财务杠杠水平持续维持高位，同时非公开发行优先股增加公司的利息支付压力，加之债务期限结构不合理，短期偿付压力和流动性压力仍较大。

盈利能力

2016 年受供给侧结构性改革、国家环保整治、淘汰过剩产能以及市场需求增长等因素影响，造纸行业涨价提速，公司机制纸业务稳中有升，加之融资租赁业务快速扩张，整体营收规模实现增长，全年实现营业收入 229.07 亿元，同比增加 13.17%。

受益于产品结构的逐步优化，较高的木浆自给率带来的对原材料成本的合理控制，以及盈利能力

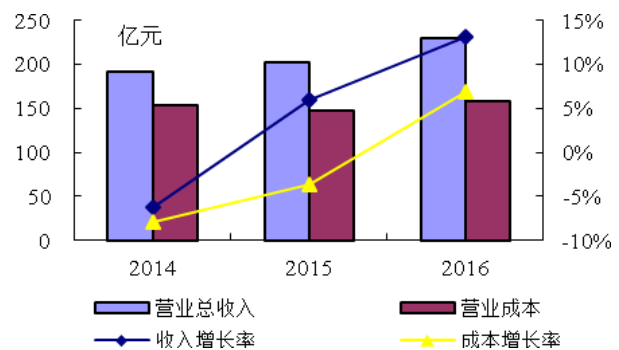
较强的融资租赁业务的快速发展，2016 年公司整体盈利水平大幅提升，当年营业毛利率为 31.08%，较上年提升 4.02 个百分点。整体来看，无论从收入规模还是盈利水平来看，公司均处在行业前列。

表 10：2016 年国内部分造纸行业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	229.07	20.92	31.08
博汇纸业	77.96	2.36	14.62
太阳纸业	144.33	14.57	21.96
华泰股份	108.10	1.59	13.23
山鹰纸业	121.35	2.03	16.36

数据来源：公开资料，中诚信证评整理

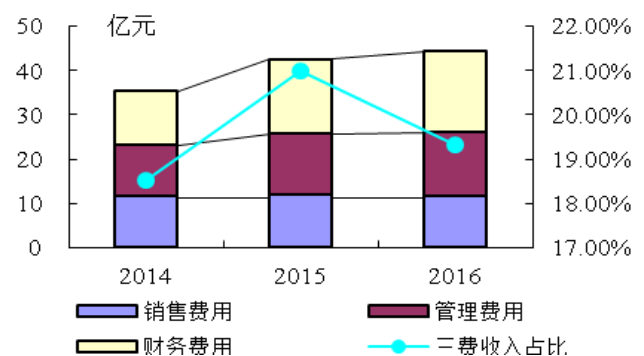
图 12：2014~2016 年公司收入成本结构分析



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 2016 年期间费用合计 44.27 亿元，同比增长 4.28%，占营业收入的比重为 19.32%，较上年减少 1.65 个百分点。其中管理费用和财务费用增幅较为明显，管理费用增长主要系研发投入增加，财务费用增长是由于利息支出增加；当年公司加强管理，销售费用有所减少。

图 13：2014~2016 年公司三费情况

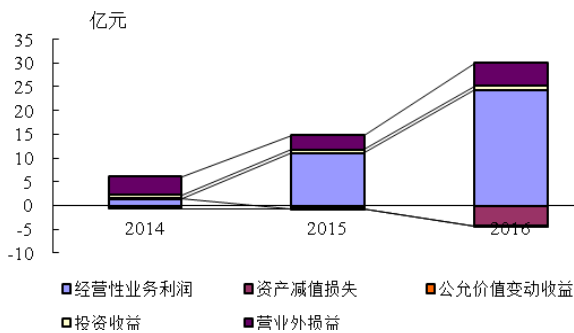


数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润和营业外损益构成。2016 年公司各板块业务盈利能力均不同程度提高，促使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，营业外损益对公司利润总额形成较好的补充。2016年，公司利润总额为25.83亿元，主要由经营性业务利润24.42亿元、营业外损益4.91亿元和投资收益0.84亿元构成，当年公司发生资产减值损失4.14亿元，主要系富裕晨鸣和江西晨鸣对闲置固定资产提取减值。

图 14：2014~2016 年公司利润总额构成分析



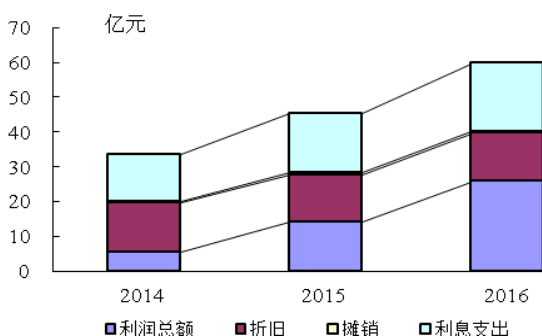
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，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，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。2016 年，公司 EBITDA 总额为 59.80 亿元，同比增长 31.65%，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，2014~2016 年公司总债务/EBITDA 分别为 10.69 倍、11.86 倍和 8.56 倍；EBITDA 利息保障倍数分别为 2.18 倍、2.38 倍和 2.76 倍，公司 EBITDA 对债务本息的保障程度逐步提高。

图 15：2014~2016 年公司 EBITDA 变化及其构成



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

现金流方面，随着 2016 年融资租赁业务增速的放缓以及机制纸业务带来的现金流入，整体经营性现金流有所改善，当年公司经营活动产生的现金流量净额为 21.53 亿元。2016 年，公司经营活动净现金/总债务与经营活动净现金/利息支出的比率分别为 0.04 倍和 1.10 倍，经营性现金流对利息和债务的保障能力有所提升。

表 11：2014~2016 年公司主要偿债能力指标

	2014	2015	2016
短期债务 (亿元)	231.68	438.02	412.31
长期债务 (亿元)	127.40	100.53	99.41
总债务 (亿元)	359.09	538.55	511.71
资产负债率 (%)	74.75	77.86	72.58
总资本化比率 (%)	71.45	75.73	69.40
总债务/EBITDA (X)	10.69	11.86	8.56
经营活动净现金/总债务 (X)	0.03	-0.18	0.04
EBITDA 利息倍数 (X)	2.18	2.38	2.76
经营活动净现金/利息支出 (X)	0.64	-5.09	1.10

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 2016 年末，公司无对外担保，对内担保余额 131.71 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 2016 年末，公司共获得银行授信 684.18 亿元，其中尚未使用的授信额度 317.43 亿元，备用流动性较充足。

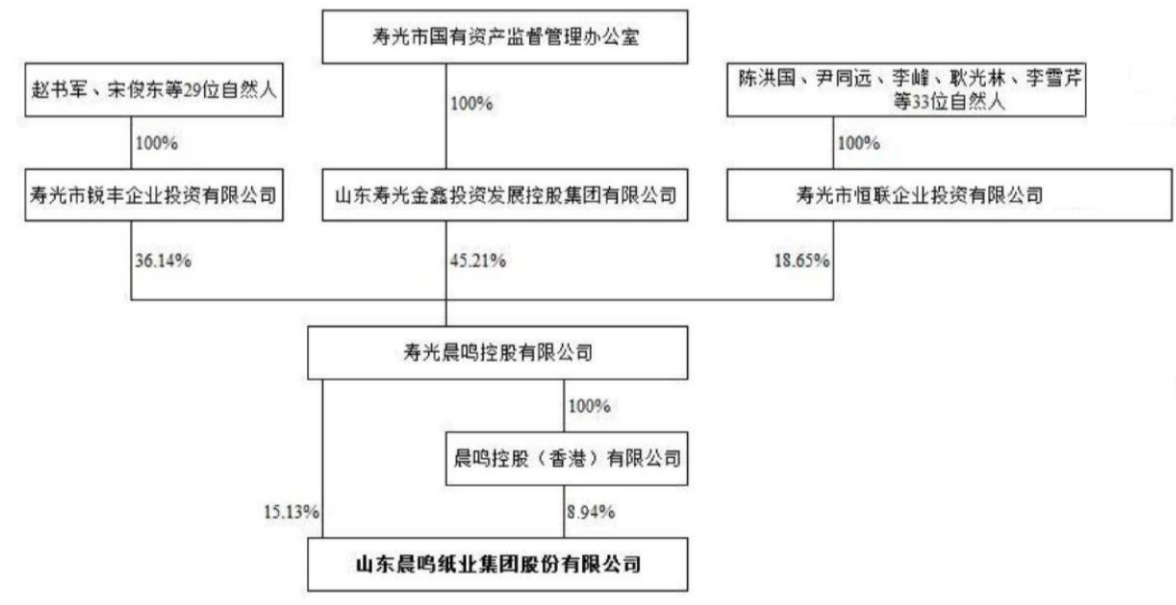
中诚信证评认为，作为造纸行业龙头企业，公司规模优势突出，林浆纸一体化优势明显，同时融资租赁业务的发展带来新的利润增长点，整体盈利水平处于行业前列。同时随着公司在建及拟建机制纸和非机制纸项目投资的推进，未来具有较好的发展空间。但另一方面，近年来公司整体负债水平维持在高位，随着公司各业务板块在建及拟建项目的推进，公司外部融资需求将持续加大，同时在当前环保政策趋严背景下，公司可能面临增加环保投入带来的投资资金压力，或进一步加大公司短期偿付压力。考虑到公司经营发展平稳，盈利能力较强，

加之融资渠道通畅，财务弹性较好，整体的债务偿还能力仍然很强。

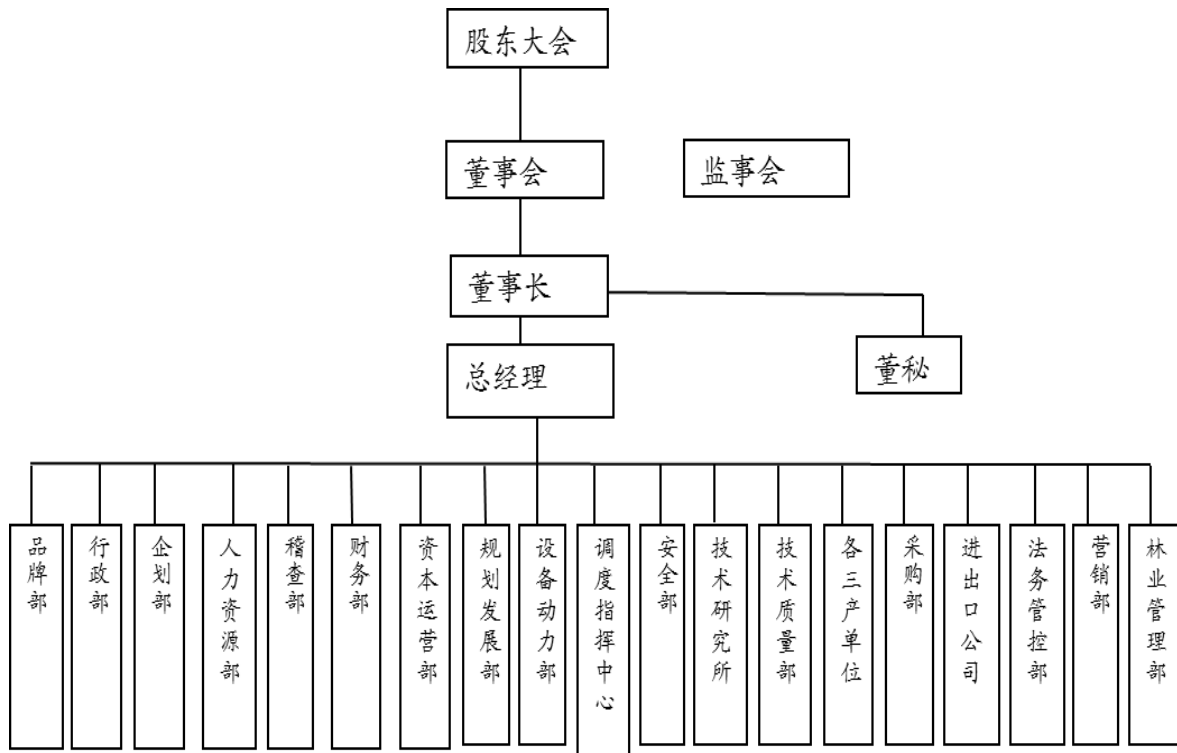
结 论

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⁺**。

附一：山东晨鸣纸业集团股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



附二：山东晨鸣纸业集团股份有限公司的组织结构图（截至 2016 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）	2014	2015	2016
货币资金	547,565.82	898,432.60	1,010,993.03
应收账款净额	348,940.94	395,128.80	397,406.51
存货净额	542,074.05	521,091.79	486,266.87
流动资产	2,357,017.55	3,516,385.13	3,576,682.38
长期投资	10,908.78	17,949.23	201,225.20
固定资产合计	2,849,469.37	3,003,000.38	3,295,985.65
总资产	5,682,202.65	7,796,169.95	8,228,535.45
短期债务	2,316,837.63	4,380,196.51	4,123,069.33
长期债务	1,015,542.16	895,792.03	994,077.75
总债务（短期债务+长期债务）	3,332,379.78	5,275,988.54	5,117,147.08
总负债	4,247,395.83	6,070,277.31	5,972,049.53
所有者权益（含少数股东权益）	1,434,806.82	1,725,892.64	2,256,485.92
营业总收入	1,910,167.71	2,024,190.61	2,290,711.82
三费前利润	368,754.42	534,419.60	686,833.86
投资收益	6,903.56	8,871.55	8,436.99
净利润	45,330.89	97,793.16	202,260.58
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	335,947.98	454,254.92	598,015.28
经营活动产生现金净流量	98,539.97	-972,136.35	215,304.93
投资活动产生现金净流量	-307,326.94	-346,058.55	-366,745.42
筹资活动产生现金净流量	232,835.16	1,406,367.42	162,956.56
现金及现金等价物净增加额	24,956.39	91,201.06	9,175.36
财务指标	2014	2015	2016
营业毛利率（%）	19.78	27.06	31.08
所有者权益收益率（%）	3.16	7.55	8.96
EBITDA/营业总收入（%）	17.59	22.44	26.11
速动比率（X）	0.65	0.62	0.66
经营活动净现金/总债务（X）	0.03	-0.18	0.04
经营活动净现金/短期债务（X）	0.04	-0.22	0.05
经营活动净现金/利息支出（X）	0.64	-5.09	1.00
EBITDA 利息倍数（X）	2.18	2.38	2.76
总债务/EBITDA（X）	9.92	11.61	8.56
资产负债率（%）	74.75	77.86	72.58
总资本化比率（%）	69.90	75.35	69.40
长期资本化比率（%）	41.44	34.17	30.58

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2、2015 年末和 2016 年末其他流动负债中短期融资券分别为 1,029,354.33 万元和 660,286.31 万元，进行相关财务指标计算时计入短期债务；

3、2014 年末其他非流动负债中中期票据和私募债分别为 109,127.07 万元和 149,349.77 万元，2015 年末其他非流动负债中中期票据为 109,462.14 万元，2016 年末长期应付款中设备售后直租款为 300,517.88 万元，进行相关财务指标计算时均计入长期债务。

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。