



# 信用等级通知书

信评委函字[2013]跟踪052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，贵公司本次跟踪主体信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望稳定；本期债券信用等级为AA<sup>+</sup>。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会

二零一三年五月十五日

## 山东晨鸣纸业集团股份有限公司 2012 年公司债跟踪评级报告（2013 年）

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		
债券期限	2012/12/26-2017/12/26		
上次评级时间	2012/8/22		
上次评级结果	债项级别	AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定
	主体级别	AA <sup>+</sup>	
跟踪评级结果	债项级别	AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定
	主体级别	AA <sup>+</sup>	

### 概况数据

晨鸣纸业	2010	2011	2012	2013.Q1
所有者权益（亿元）	152.60	149.88	143.45	144.72
总资产（亿元）	350.77	456.31	477.25	479.28
总债务（亿元）	156.16	238.18	279.04	267.03
营业总收入（亿元）	172.03	177.47	197.62	49.24
营业毛利率（%）	20.46	15.87	15.52	16.15
EBITDA（亿元）	30.54	24.64	27.31	-
所有者权益收益率（%）	8.53	3.93	0.33	1.78
资产负债率（%）	56.50	67.15	69.94	69.81
总债务/EBITDA（X）	5.11	9.67	10.21	-
EBITDA 利息倍数（X）	8.22	2.50	1.90	-

### 基本观点

2012 年，受经济环境影响，造纸行业遭遇下游需求持续不振、产能严重过剩等多重压力，行业景气度低迷。尽管受此影响，公司的盈利能力有所弱化，但林浆纸一体化进展顺利，对原料的控制能力得以提升，且产品结构优化逐步完善，整体的竞争优势较为明显。考虑到在行业的领先地位及规模优势，随着市场景气度的回升，公司未来盈利能力有望增强，偿债能力也将得以修复。同时，中诚信证评将继续关注造纸行业周期性波动以及费用控制能力对未来盈利状况的影响。

中诚信证评维持晨鸣纸业主体信用等级为 AA<sup>+</sup>，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<sup>+</sup>。

### 正面

- 规模优势明显。随着 80 万吨铜版纸项目、湛江 45 万吨文化纸、60 万吨白牛卡纸等多个大型新建项目相继投产后，公司产能实现大幅提升。截至 2012 年末，公司拥有机制纸产能合计 511 万吨，产能规模在行业排名前列；若新建项目产能全部释放，届时产能将达到 600 万吨。
- 林浆纸一体化产业链日趋完善。公司现拥有 320 万吨木浆生产能力，纸浆自给率达 71%；林地方面，截至 2012 年底，公司共征原料林地 189 万亩，已办理林权证面积 175 万亩，并以湛江林地为建设重点，同时积极推进湖北黄冈林地建设。
- 偿债能力很强。虽然债务规模的扩大使得公司 2012 年偿债能力指标有所弱化，但考虑到公司的龙头地位，形成一定的规模优势，随着后续产能的有序释放，经营业绩将逐步改善，加之财务弹性良好，公司的债务偿还能力仍然很强。

### 分析师

徐 娟 jxu@ccxr.com.cn

肖 鹏 pxiao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2013 年 5 月 15 日

## 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。
- 利息费用上升使得公司的费用控制压力加大。由于新建工程完成结转后，相关的利息支出由资本化变为费用化，导致当年财务费用上升，吞噬了部分主营业务利润，呈现增收不增利的局面。

## 资金募集使用情况

“12 晨鸣债”于 2012 年 12 月 26 日发行，以 5.65% 的发行利率共计发行公司债券 38 亿元。此次发行共募集资金 38 亿元，扣除承销费和保荐费等费用共计 0.27 亿元，募集资金净额 37.73 亿元，募集资金已于 2012 年 12 月全部到位。截至 2012 年 12 月 31 日，已使用募集资金 20.03 亿元，主要用于归还金融机构借款，尚未使用募集资金 17.70 亿元。

公司已按照本次公司债券发行申请文件中关于“本次募集资金运用计划”的约定使用本次公司债券募集资金，募集资金的使用符合《发行管理办法》、《募集资金管理规定》等相关法规的规定。

## 行业关注

**2012 年，我国宏观经济增速放缓，造纸行业的下游需求难以提振，加之行业新增产能集中释放，整体行业表现低迷。**

造纸行业属于中游行业，上游为林业和制浆业，下游为印刷、包装等行业，并具有明显的周期性。造纸行业的增长率与 GDP 增长率有很强的正相关性。宏观经济处于复苏阶段时，表现为高增长和低通胀；上游原材料成本保持稳定，而下游需求逐步好转；造纸行业营业收入增速高于成本增速，毛利率上行。当宏观经济处于衰退时，表现为低增长和高通胀；上游原材料价格高企，而下游需求增速减缓；造纸行业营业收入增速低于营业成本增速，毛利率下行，盈利能力下降。

2012 年四个季度，我国 GDP 增速分别为 8.1%、7.6%、7.4% 和 7.9%，宏观经济增长呈现放缓趋势。受宏观经济影响，我国造纸行业需求增长缓慢，加之短期内造纸市场产能过剩的现象严重，行业景气度低位徘徊。据《2012 年 12 月中国纸业发展报告》显示，2012 年 1~12 月，全国机制纸和纸板产量累计为 11375.3 万吨，同比增长 4.7%；全年纸浆（原生浆及废纸浆）产量 1704.31 万吨，同比下降 4.91%。分月度看，全年仅 2 月份、9 月份和 10 月份的当月产量实现同比增长，其他月度均有不同程度的下降。2012 年，全国纸制品产量累计为 4,803.8 万吨，同比增长 14.1%。全年，我国造纸及纸制品的产销率

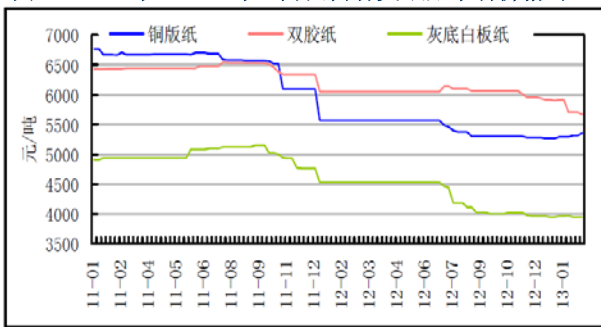
为 97.70%，与上年同期相比下降 1.1 个百分点。

目前我国已成为世界造纸产品的主要生产国和消费国，产品自给率达 88.7%。行业内纸品生产企业约有 9,937 家，集中分布在黄淮平原、长江中下游、东南沿海地区等地，其中黄淮平原地区是我国造纸工业最集中的地区，主要得益于该地区的水资源较为丰富。

由于在景气周期内，我国造纸业投资动力较足，加之期间的信贷政策较为宽松，投资了大量新项目，使得造纸行业的产能在 2010~2011 年快速释放。截至 2012 年末，我国造纸行业总产能约 12 亿吨，同比增长了 9.5%，但实际的需求量 10.5 亿吨，增长 6.4%，国内造纸行业产能存在总量过剩。但生活用纸景气度依然较高，在此背景下，国内大型造纸企业积极调整生产布局，开始进军生活用纸市场。据中国造纸协会生活用纸专业委员会分析，行业内外外部大量资金的涌入，造成行业产能集中释放，新增产能呈逐年递增的发展态势：2009 年新增产能 33.3 万吨，2010 年新增产能 41.5 万吨，2011 年新增 57.4 万吨，2012 年已投产和计划投产的新增产能 152.4 万吨。据前瞻产业研究院行业研报称，2013 年国内生活用纸新增有效产能 73 万吨，而新增需求为 44 万吨，故未来生活用纸行业也可能面临产能过剩的压力。

价格方面，受下游需求疲软、行业产能过剩等影响，2012 年造纸及纸制品出厂价格自 2 月以来连续 10 个月同比下滑。但受年末旺季推动，产品价格下滑势头有所扭转，10~12 月造纸及纸制品工业品出厂价格指数分别为 96.94、97.36 和 97.59。但细分产品的价格走势较为复杂，其中 2012 年第四季度，铜版纸、双胶纸和瓦楞纸产品价格呈下行态势。截至 2012 年末，铜版纸价格较三季度末的价格每吨下跌 36.37 元，双胶纸每吨下跌 160.73 元，灰底白板纸每吨下跌 52.78 元。

图 1: 2011 年~2013 年 1 月国内各类纸品市场价格对比

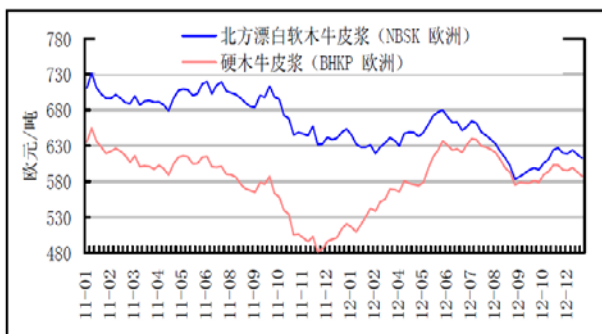


资料来源: 中经网提供, 中诚信证评研究

废纸、木浆、非木浆类原料为我国造纸行业的三大原料。其中, 废纸在造纸原料结构中的占比逐年上升, 从 1990 年的占比不到 20% 到 2012 年占原料结构中的 62.70%, 已经成为我国造纸行业最主要的原料之一。由于 2011 年全球浆价走弱, 2012 年第一季度, 国内各类浆价及浆纸外商报价开始有所回升, 但反弹幅度有限。二季度至三季度, 国内浆纸出厂价中, 除漂白针叶浆、漂白阔叶浆均价略有上涨或持平外, 化学机磨浆、本色浆、甘蔗浆、草浆价格全线下降。

国际方面, 2012 年国际木浆价格波动较大, 呈现震荡上行趋势。2012 年 12 月 27 日, 北方漂白软木牛皮浆 (NBSK 欧洲) 612.92 欧元/吨, 较 9 月 25 日价格上涨 26.09 欧元/吨; 硬木牛皮浆 (BHKP 欧洲) 587.43 欧元/吨, 较 9 月 25 日价格上涨 8.79 欧元/吨。另外, 受欧债危机影响, 国际浆厂加大了对中国的出口, 对国内的制浆企业造成较大冲击。数据显示, 我国 2012 年 1-8 月纸浆产量同比下降 20.7%, 产销率为 93.9%, 同比下降 4%, 工业总产值同比增长 23.7%, 但同期, 产成品库存同比增长 26.8%, 38.2% 的纸浆企业出现亏损, 亏损额同比增长 101.4%

图 2: 2011 年~2012 年国际浆料价格走势



资料来源: 中经网提供, 中诚信证评整理

2013 年, 尽管造纸行业的供需矛盾有所缓解, 行业内固定资产投资增速下滑, 新增产能逐步减少; 且随着宏观经济逐步复苏, 行业需求逐步回暖, 但行业产能过剩的市场格局尚未明显改变。Wind 数据显示, 2010 年~2013 年一季报, 25 家上市公司净利润合计金额分别为 6.33 亿元、7.15 亿元、1.1 亿元、-0.15 亿元, 造纸行业一季报四年首次亏损, 且库存方面尚未明显改善。目前, 造纸行业的盈利仍在底部徘徊, 其中自制浆占比较高的造纸公司具有明显优势。

中诚信证评认为, 目前国内宏观经济形势复杂, 加上上游产能集中释放效应尚未完全消化, 造纸行业景气度短期内难以提升; 长期来看, 造纸行业盈利状况的改善将有赖于宏观经济的逐步恢复。

### 造纸行业淘汰落后产能力度加大, 加快了行业整合, 大型企业定价能力将得到提升, 有利于造纸业务的长期发展

“十一五”期间国家加大了对造纸工业污染治理力度, 先后出台了《轻工业产业调整振兴计划》、《国务院关于进一步加大淘汰落后产能工作的通知》、《造纸产业发展政策》等, 共关停了制浆造纸企业 2,000 多家, 淘汰落后产能 1,000 余万吨。

2012 年初, 国务院正式发布《工业转型升级规划 (2011-2015 年)》(国发[2011]47 号, 以下简称《规划》)。《规划》强调要加强造纸行业的水污染治理, 削减化学需氧量及氨氮排放量。《规划》还指出了造纸行业重点淘汰单条年生产能力 3.4 万吨以下的非木浆生产线, 年生产能力 5.1 万吨以下的化学木浆生产线, 年生产能力 1 万吨以下的废纸制浆生产线等产能。

近日, 国务院办公厅转发了《“十二五”主要污染物总量减排考核办法》, 环境保护部、国家统计局、国家统计局、国家发改委、监察部又联合印发了《“十二五”主要污染物总量减排统计办法》、《“十二五”主要污染物总量减排监测办法》。三大《办法》密集出台, 凸显了保障制度的进一步加强。且工业和信息化部向各省、自治区、直辖市人民政府下达了 2013 年 19 个工业行业淘汰落后产能的目标任务, 其中造纸的淘汰产能 455 万吨。

我们预计在国家淘汰落后产能政策的推动下，造纸行业整合将提速，落后的造纸小企业淘汰出局的速度加快，产业集中度也有望逐步提升，故综合实力较强，规模占优的晨鸣纸业将拥有明显的竞争优势。

## 业务运营

**面对不利外部环境，2012 年公司积极调整生产布局，优化产品结构，且林浆纸一体化进展顺利，整体的抗风险能力有所增强。**

面对不利外部环境，公司积极致力于产品结构的调整，淘汰落后产能，集中资金和资源重点发展优势产品。近年来，公司先后建设了高档铜版纸、高档低定量涂布纸、高档白卡纸等生产线，引进国际领先的技术装备，产品技术含量和附加值均较高。淘汰落后产能方面，2012 年公司对旗下海拉尔晨鸣分别进行停产清算；同时武汉晨鸣一厂实行停产；且吉林晨鸣整体进行了环保拆迁，于 2012 年 6 月开始停产。由于业务结构调整，2012 年 12 月，公司以 1,500 万元转让持有的甄城晨鸣板材有限公司 100% 股权。

随着 60 万吨白牛卡纸、80 万吨高档铜版纸项目、45 万吨文化纸项目等重大投资项目投产，公司的产能实现大幅提升，且机制纸的产品线有所丰富。公司现拥有机制纸产能合计 511 万吨，若新建项目的产能全部释放，届时产能将增至 600 万吨，产能规模在行业排名前列。全年，公司完成机制纸产量 393 万吨，同比上涨 15.59%。但受下游需求不振影响，公司 2012 年产能释放不充分，产能利用率为 74.51%，自身经营面临较大压力，产能利用率有待进一步提升。

**表 1：2012 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	54	23.75	43.98%
双胶纸	57	60.30	105.79%
书写纸	10	5.87	58.7%
铜版纸	129	78.79	51.30%
新闻纸	56	42.87	61.08%
箱板纸	60	18.08	30.13%
白卡纸	49	40.79	83.24%
静电纸	45	75.09	166.87%
其他纸	51	75.09	147.24%
<b>合计</b>	<b>511</b>	<b>380.75</b>	<b>74.51</b>

注：此处产能利用率未考虑新项目的投产时间，且其他纸产量系技改后的产量；

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

纸浆方面，随着 70 万吨文化浆项目投产后，公司的纸浆自给能力增强，截至 2012 年末，公司拥有 320 万吨木浆生产能力，纸浆自给率达 71%。2012 年，公司生产自制浆 231 万吨，采购进口浆 58 万吨，其中进口地集中在美国、加拿大、印尼等地。为降低对外购木浆的依赖，增强自身的可持续能力，公司积极推进林浆纸一体化建设，以建设湛江木浆项目及配套原料林为发展重点，同时加快湖北林业项目基地建设，逐步摆脱上游资源的约束。截至 2012 年 12 月 31 日，公司自有林地面积 189 万亩，其中 2012 年全年自伐林地面积 5770 亩，产木材 3,92 万吨。2012 年，公司自制浆生产成本 2877 元/吨，远低于公司外购商品浆价格。

此外，为提高纸品的海外市场占有率，公司 2012 年投资设立了晨鸣纸业日本株式会社（以下简称“晨鸣株式会社”），用于负责日本市场的产品销售，进行属地化管理，旨在提高产品在当地的市场占有率。立足于夯实造纸主业基础的同时，公司开始涉足多元化产业领域。2012 年，公司投资设立了海城海鸣矿业有限责任公司，主要从事菱镁矿的开采。同年，公司受让了广东慧锐投资有限公司 51% 的股权，其主要从事当地的市政工程、环保建设工程，2012 年中标海岸线综合治理工程，开始涉足环境治理行业。

中诚信证评认为，尽管受行业不利影响，公司短期内经营面临一定压力，产能利用率有待提高，

但产品结构逐步优化，加上林纸一体化项目的进展顺利，原材料控制能力将得到增强，整体的抗风险能力不断增强。

受行业低迷影响，2012 年公司机制纸业务表现不理想，盈利能力有所弱化；但 2013 年随着行业景气度逐步回暖，盈利能力得到一定强化。

2012 年，公司实现营业收入 197.62 亿元，同比增长 11.35%，其中机制纸业务收入 181.48 亿元，同比增长 11.07%，收入规模较上年实现小幅增长。全年公司共销售机制纸、浆 395 万吨，产销率达 100.51%，较 2011 年上升了 9.33 个百分点。2013 年一季度，公司完成营业收入 49.24 亿元，较上年同期增长 3.62%。

表 2：2010~2012 年公司机制纸销售情况

	2010	2011	2012
销售量（万吨）	318.47	310	395
产销率（%）	97.31	91.18	100.51

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从销售区域来看，公司产品主要满足国内市场需求，少量的产品外销。2012 年，公司纸品内销业务（不含香港地区）实现销售收入 166.52 亿元，占比为 85.76%，占比较上年上升了 1.79 个百分点。同年，公司实现海外销售收入 27.65 亿元，业务收入占比为 14.24%。随着晨鸣株式会社投入运作，公司海外销售力度有所加大，销售规模有望进一步扩大。

价格方面，下游需求不振、行业产能扩张迅速，使得市场上 2012 年产品售价均出现不同程度下滑。同期，公司主要纸品价格也相应走低（表 5），加之当年新增产能投入运行，产能利用率的下降导致固定资产折旧成本上升等因素影响，公司 2012 年机制纸营业毛利率降至 14.88%，同比下降了 0.21 个百分点。

表 3：2010~2012 年公司主要纸品销售均价

单位：元/吨

纸品	2010	2011	2012
轻涂纸	5,953	5,161	5000
双胶纸	5,942	5,130	4750
书写纸	5,396	4,888	46044
铜版纸	6,348	5,101	4514
新闻纸	4,529	4,326	4407
箱板纸	3,654	3,336	2971
白卡纸	6,561	5,581	4606

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

行业比较方面，在市场需求低迷、原料价格波动的情况下，造纸企业经营面临较大压力，营业毛利率下滑明显。2012 年，上市公司中晨鸣纸业、华泰股份、岳阳林纸、青山股份均出现了一定程度的亏损。综合来看，凭借规模优势，以及对原材料的控制能力增强，公司产品仍具有一定竞争优势，综合毛利水平在行业中仍排名前列（见表 4）。

表 4：2012 年国内部分上市公司的经营状况

单位：亿元

公司名称	营业收入	营业利润	营业毛利率
晨鸣纸业	197.62	-4.16	15.52%
太阳纸业	104.09	1.14	13.55%
华泰股份	95.67	-0.64	13.06%
博汇纸业	50	0.34	13.34%
岳阳林纸	65.42	-3.38	15.06%
景兴纸业	31.04	0.14	13.05%
齐峰股份	17.70	1.67	18.59%
中顺洁柔	23.39	2.18	31.25%
青山纸业	17.19	-3.00	9.13%
恒丰纸业	14.50	1.22	26.76%

数据来源：公开资料收集，中诚信证评整理

中诚信证评认为，短期内在行业需求不振、单位摊薄成本上升的影响下，公司主业的盈利能力有所弱化。但从长期来看，凭借规模优势，以及林浆纸一体化日益显现，公司在行业内的龙头地位得到巩固，届时营业毛利率将进一步上升。

公司非机制纸业务逐年稳步增长，且未来随着新拓展业务日趋成熟后，非机制纸业务规模将大幅增长，对收入规模和毛利水平形成必要保障。

表 5：2010~2012 年公司非机制纸经营情况

	2010	2011	2012
营业收入	9.6	14.07	16.14
营业收入占比	5.64%	7.93%	8.17%
营业毛利率	20.83%	24.93%	22.80%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

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。2012 年，公司非机制纸业务收入为 16.14 亿元，较上年增加 2.07 亿元，非机制纸业务与营业总收入比达到 8.17%，也较上年也略有上升。细分来看，公司控股的晨鸣热电公司全年实现电力销售收入约 8 亿元，同比增长 17.5%；公司建筑材料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，全年建筑材料业务实现销售收入 3.45 亿元，较上年略有下降。同时，受建材业务的利润空间下降，公司非机制纸业务的综合毛利有所下滑，2012 年平均毛利率为 22.80%，同比下降了 2.13 个百分点。

我们认为，公司 2012 年新拓展的矿石业务、环境治理业务等均处于起步阶段，尚未产生收入。一旦该类业务步入正轨后，非机制纸业务将急剧膨胀，成为公司未来新的业务增长点，从而对收入规模和毛利水平形成必要保障。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的 2010~2012 年度财务报表。其中，2010 年财务数据为 2011 年年报中的期初重述数；所有数据均为合并口径。2010~2012 年财务报告均由中瑞岳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，以及未经审计的 2013 年第一季度报表。

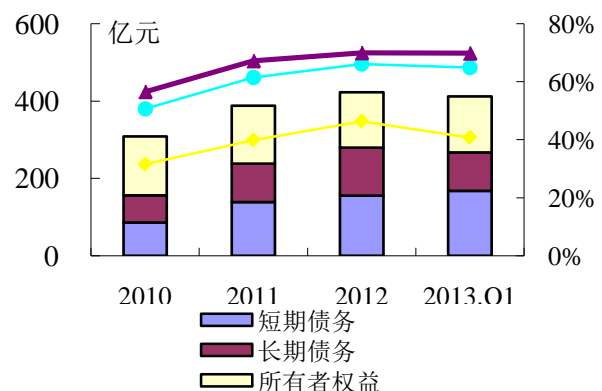
## 资本结构

由于大规模产能建设集中在 2011 年，公司 2012 年的资本性支出均为前期项目的后续投资，无重大新项目开工建设，故年末资产规模变化不大。截至

2012 年 12 月 31 日，公司总资产为 477.25 亿元，较上年同期增长了 4.58%；所有者权益合计 143.45 亿元，同比减少 4.29%。受造纸行业景气度下行影响，公司盈利能力削弱，且主要依赖债券融资弥补资金缺口，债务规模有所增加。截至 2012 年末，公司负债总额合计 333.80 亿元，较上年增加 27.37 亿元，同比增长 8.93%；同期资产负债率和总资本化率分别为 69.94% 和 66.05%，与上年同期相比均有上升，资本结构的稳健性有待提高。

截至 2013 年 3 月 31 日，公司资产总额为 479.28 亿元，所有者权益合计 144.72 亿元，负债总额 334.56 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 69.81% 和 64.85%。

图 3：2010~2013.Q1 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。2012 年末，公司非流动资产合计 286.77 亿元，占公司资产总额的 60.08%，主要包括固定资产 197.51 亿元、在建工程 50.17 亿元、无形资产 14.16 亿元和消耗性生物资产 11.69 亿元，资产的整体质量较好。其中在建工程和固定资产的期末额变动较大，主要由于部分项目完工结转。

在负债结构方面，作为在 A 股、B 股和 H 股同时上市的企业，公司融资渠道相对较多，除了银行贷款还可公开发行债券，但主要集中在债权融资，具有较大的刚性偿债压力。截至 2012 年末，公司负债总额 333.80 亿元，其中包括银行借款 181.77 亿元、应付债券 62.56 亿元、应付账款 32.40 亿元等。从债务期限结构来看，2012 年末公司总债务为 279.04 亿元，其中短期债务为 155.30 亿元，长期债务为 123.74 亿元，长短期债务比为 1.26，较上年下降 0.14



个百分点。该指标说明公司短期债务压力有所释放，但债务期限结构优化的空间较大。

表 6：公司债务结构情况

指标	2010	2011	2012
短期债务（亿元）	86.05	139.06	155.30
长期债务（亿元）	70.11	99.12	123.74
长短期债务比（X）	1.23	1.40	1.26
总债务（亿元）	156.16	238.18	279.04

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

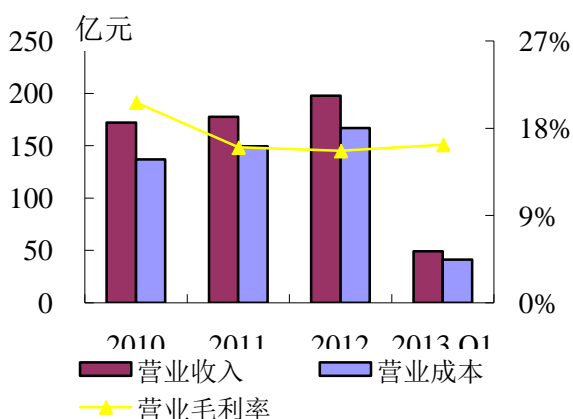
综合来看，伴随着建设项目的相继完工结转，公司后期资本性支出规模有限，负债水平趋于稳定，但短期刚性债务压力较大，期限结构有待进一步优化。

### 盈利能力

2012 年，公司 60 万吨白牛卡纸、80 万吨铜版纸等多个项目上马投产，产能持续扩张，同时销量有所放大，全年共完成销量 395 万吨；但因纸品价格承压，收入增长不及销量增速。全年，公司共实现营业总收入 197.62 亿元，同比上升 11.35%。虽然 2012 年下游需求行业难以提振，部分纸品价格呈下行趋势，但公司积极调整产品结构，加大高端产品的销售占比，使得全年的营业毛利率得以维系。2012 年，公司营业毛利率为 15.52%，基本与上年持平。

另外，2013 年春节后，因下游行业库存较轻需大量补库存，及原材料价格上涨，公司对主要纸品进行提价，其中文化纸、铜版纸、和白卡纸提价幅度在 300 元/吨左右，带动了一季度的营业毛利率上升至 16.13%。

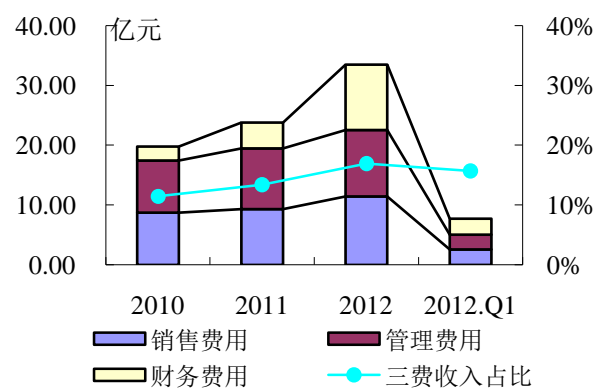
图 4：2010~2013.Q1 年公司收入、成本及毛利率情况



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 2012 年的各项费用均有所增加，期间费用合计 33.48 亿元，占营业收入的比重为 16.94%，同比上升了 3.53 个百分点。随着销售规模的扩张，公司期间的各项销售费用随之增加，其中增长较为明显的即为销售人员工资。管理费用 11.10 亿元，较上年增加了 0.96 亿元，主要由当期公司加大研发投入所致。尤为关注的是，2012 年公司财务费用大幅攀升，财务费用率由 2011 年的 2.4% 飙升至 2012 年的 5.5%，主要因为新建项目完工后，利息支出由资本化转为费用化。

图 5：2010~2013.Q1 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 2012 年高额的期间费用吞噬了当年的营业利润，主业呈现增收不增利的局面，全年经营性业务亏损 4.16 亿元。得益于大额的政府补助，公司的亏损面得到部分弥补，最终获得净利润 4669 万元。其中政府补助主要为节能减排补偿资金和发展资助资金。

总体来看，为抵消造纸行业不景气影响，公司积极调整产品结构，加大高毛利纸品的比重，使得当年的营业毛利率得以维系。但期间高额的费用吞噬了全年的利润空间，造成经营性业务巨额亏损，公司的费用控制能力和盈利能力均有待提高。

### 偿债能力

伴随着在建项目的建设深入，公司 2012 年继续加大固定资产投资，总债务规模相应增加，债务压力加大。截至 2012 年末，公司总债务和净债务分别为 279.04 亿元和 215.95 亿元，同比分别上升了 17.15% 和 21.02%，相应总资本化比率升至 66.05%。

在偿债能力方面，公司 2012 年 EBITDA 主要由折旧和利息支出构成，利润总额的占比极小，整

体的偿债能力较弱。同时,由于当年利息支出增加,EBITDA 利息倍数降至 1.90, EBITDA 偿付利息的能力进一步弱化。但 2012 年公司库存有效消化,产成品库存由年初的 49 万吨下降至年末的 45 万吨,存货由年初的 55.86 亿元大幅下降至 44.12 亿元,且上游采购加大了银行承兑票据的支付比例,经营性现金流明显改善,全年经营现金流为 19.57 亿元。2012 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 0.07 和 1.36,较上年均有明显改善,但整体的偿债能力相对较弱。

**表 7: 2010~2012 年公司主要偿债能力指标**

	2010	2011	2012	2013.Q1
短期债务 (亿元)	86.05	139.06	155.30	167.67
长期债务 (亿元)	70.11	99.12	123.74	99.35
总债务 (亿元)	156.16	238.18	279.04	267.03
资产负债率 (%)	56.50	67.15	69.94	69.81
总资本化比 率 (%)	50.58	61.38	66.05	64.85
总债务 /EBITDA(X)	5.11	9.67	10.21	-
经营净现金/ 总债务	0.05	-0.02	0.07	0.04
EBITDA 利 息倍数 (X)	8.22	2.50	1.90	-

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

在或有事项方面,截至 2012 年底,公司无对外担保,对内担保余额 52.53 亿元,总规模较上年大幅下降。鉴于担保对象经营正常,公司未来代偿风险不大,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 2012 年末,公司共获得 475.55 亿元的综合授信,其中尚未使用的授信额度 182.75 亿元,备用流动性充裕。

中诚信证评认为,尽管债务规模的扩大,以及盈利能力的削弱,使得公司 2012 年偿债能力有所弱化,但考虑到公司库存消化有效,经营性现金流明显改善,对总债务和利息支出的保障程度同比增强。且作为行业龙头企业,公司的规模优势明显,财务弹性良好,整体的债务偿还能力仍然很强。

## 结 论

综上,中诚信证评维持“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<sup>+</sup>**,维持晨鸣纸业主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**,评级展望为稳定。



**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)	2010	2011	2012	2013.Q1
货币资金	195,185.49	352,993.82	445,621.74	375,759.41
应收账款净额	212,257.88	288,643.78	360,295.51	333,717.47
存货净额	304,707.82	558,647.21	441,254.87	460,889.83
流动资产	1,158,446.29	1,723,615.05	1,904,834.51	1,898,674.45
长期投资	6,720.19	7,743.40	35,679.68	35,673.52
固定资产合计	2,162,178.28	2,640,287.97	2,603,448.06	2,651,587.17
总资产	3,507,713.21	4,563,082.90	4,772,542.19	4,792,804.03
短期债务	860,452.50	1,390,592.89	1,553,013.51	1,676,721.60
长期债务	701,111.21	991,237.08	1,237,370.13	993,543.09
总债务(短期债务+长期债务)	1,561,563.71	2,381,829.96	2,790,383.63	2,670,264.69
总负债	1,981,693.31	3,064,305.41	3,338,000.40	3,345,634.93
所有者权益(含少数股东权益)	1,526,019.90	1,498,777.49	1,434,541.79	1,447,169.10
营业总收入	1,720,312.30	1,774,748.99	1,976,167.92	492,381.06
三费前利润	349,000.41	274,061.92	298,922.09	77,748.53
投资收益	-1,376.28	787.14	-3,552.50	-6.15
净利润	130,165.81	58,872.68	4,668.63	6,451.39
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	305,397.28	246,416.75	273,193.69	-
经营活动产生现金净流量	85,032.89	-43,746.30	195,686.65	28,078.77
投资活动产生现金净流量	-638,467.84	-427,517.12	-264,612.49	-23,592.66
筹资活动产生现金净流量	503,184.53	518,505.10	72,319.64	-127,720.54
现金及现金等价物净增加额	-51,209.82	46,181.26	2,650.16	-123,420.07
财务指标	2010	2011	2012	2013.Q1
营业毛利率(%)	20.46	15.87	15.52	16.15
所有者权益收益率(%)	8.53	3.93	0.33	1.78
EBITDA/营业总收入(%)	17.75	13.88	13.82	-
速动比率(X)	0.67	0.58	0.73	0.67
经营活动净现金/总债务(X)	0.05	-0.02	0.07	0.04
经营活动净现金/短期债务(X)	0.10	-0.03	0.13	0.07
经营活动净现金/利息支出(X)	2.29	-0.44	1.36	3.21
EBITDA 利息倍数(X)	8.22	2.50	1.90	-
总债务/EBITDA(X)	5.11	9.67	10.21	-
资产负债率(%)	56.50	67.15	69.94	69.81
总资本化比率(%)	50.58	61.38	66.05	64.85
长期资本化比率(%)	31.48	39.81	46.31	40.71

**附三：基本财务指标的计算公式**

主营业务毛利率 = (主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入

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

成本费用率 = (主营业务成本 + 管理费用 + 财务费用 + 营业费用) / 主营业务收入净额

净资产收益率 = 净利润 / 所有者权益

总资本回报率 = EBIT / (总债务 + 所有者权益)

收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入净额

盈利现金比率 = 经营活动净现金流 / 净利润

应收账款周转率 = 主营业务收入净额 / 应收账款余额

存货周转率 = 主营业务成本 / 存货余额

流动资产周转率 = 主营业务收入净额 / 流动资产余额

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

保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 短期投资) / 流动负债

短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的长期借款

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

总资本 = 总债务 + 所有者权益

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益)

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益)

强制性现金支付比率 = 现金流入总额 / (经营现金流出量 + 偿还债务本息付现)

现金流动负债比 = 经营活动净现金流 / 流动负债

到期债务本息偿付率 = 经营活动净现金流 / (本期到期债务本金 + 现金利息支出)

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