



信用等级通知书

信评委函字[2015]跟踪028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，维持贵公司本期债券信用等级AA⁺，维持本次发债主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一四年四月二十二日

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 (2015)

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	2014/4/16		
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 ⁺	

概况数据

晨鸣纸业	2012	2013	2014
所有者权益 (亿元)	143.45	146.38	143.48
总资产 (亿元)	477.25	475.22	568.22
总债务 (亿元)	279.04	247.43	333.24
营业总收入 (亿元)	197.62	203.89	191.02
营业毛利率 (%)	15.52	18.33	19.78
EBITDA (亿元)	27.31	34.74	32.47
所有者权益收益率 (%)	0.33	4.72	3.16
资产负债率 (%)	69.94	69.20	74.75
总债务/EBITDA (X)	10.21	7.12	10.26
EBITDA 利息倍数 (X)	1.90	2.53	2.11
总资本化比率 (%)	66.05	62.83	69.90

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

徐娟 jxu@ccxr.com.cn
 高玉薇 ywga@ccxr.com.cn
 Tel: (021) 51019090
 Fax: (021) 51019030
www.ccxr.com.cn
 2015 年 4 月 21 日

基本观点

2014 年，国内经济增速放缓，造纸行业的下游需求难以提振，且新增产能持续释放，供需矛盾较为突出，但原材料价格持续承压，一定程度上缓解了企业的经营压力。公司当年收入有所下滑，作为行业龙头企业，规模优势仍较为显著，产品结构逐步优化，高端产品的占比加大，且林浆纸一体化进展顺利，对上游资源的控制能力增强，盈利能力得到提升，整体的偿债水平得以维持。另外，中诚信证评将持续关注造纸行业周期性波动以及多元化经营对公司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⁺，评级展望为稳定；维持“山东晨鸣纸业集团股份有限公司 2011 年公司债券”的信用等级为 AA⁺。

正面

- 规模优势明显。公司的产能规模位于行业前列，随着前期建设项目陆续投产，生产能力进一步提升，截至 2014 年末，年产浆纸产能已超过 800 万吨。若项目全部运行后，公司将形成年产浆纸超 1000 万吨的生产能力。
- 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，湛江林地和湖北黄冈林地进展较为顺利。截至 2014 年末，公司共征原料林地近 200 万亩，其中 96.36% 已办理林权证。公司当年自制浆约 276 万吨，自给率高达 84.74%。
- 产品结构逐步优化。公司逐步淘汰落后产能，加大高端产品的研发和生产，产品结构趋于优化，同时也提升了自身的盈利水平，抗风险能力进一步增强。
- 政府强有力支持。公司为当地重点发展企业，并在淘汰落后产能方面表现良好，每年均能获得大额的财政补助，2014 年获得营业外收入 4.1 亿元，明显改善了自身的经营效益。

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。
- 为追求新的利润增长点，公司实行多元化产业投资，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，对此引致的经营风险和资金压力应予以关注。
- 债务结构有待优化。随着公司运营资金需求加大，公司新增大额短期债务，导致长短期债务比由 2013 年 1.61 倍上升至 2.28 倍，短期偿债压力加大。

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。

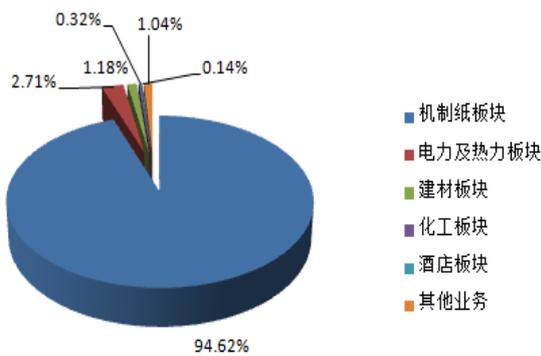
5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

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。

基本分析

受宏观经济增速趋缓影响，造纸行业需求持续偏弱，加之过去几年新增产能集中释放，致使当前产能阶段性过剩，行业竞争加剧。2014年，公司收入规模小幅下降，全年共完成营业收入191.10亿元，同比下降6.31%，其中主营业务收入189.98亿元，同比下滑5.73%，包括机制纸板块收入179.75亿元，占比为88.99%；电力及热力板块收入5.14亿元，占比为7.45%；建材板块收入2.25亿元，占比为1.18%；化工用品收入约0.60亿元，占比为0.32%；酒店板块收入约0.27亿元，占比为0.18%；以及其他业务板块收入合计1.97亿元，占比为5.48%。

图 1：公司 2014 年收入构成情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理；

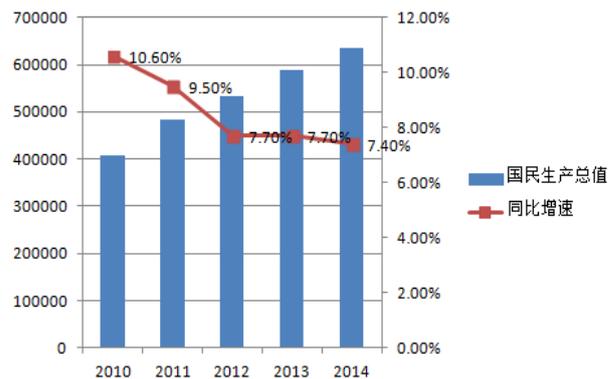
尽管公司不断淘汰落后产能，优化产品结构，但受行业竞争加剧影响，产品价格呈现下行趋势，加之期间费用高企，使得部分利润空间受到吞噬。2014年，公司获得的营业利润和归属于母公司所有者的净利润分别为1.66亿元和5.05亿元，较2013年分别下降了58.91%和28.97%。

虽然造纸行业淘汰落后产能，但新增产能持续增加，加之下游需求难以提振，供需矛盾依旧突出，产品价格呈现下降趋势。但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。

造纸工业在国民经济中占据极其重要的地位，也与国民经济的发展高度相关。中国经济将告别高速增长期，逐步步入中高速增长。2014年，在外需疲软、内需持续回落、房地产周期性调整等因素的作用下，国民经济增速持续回落，延续新常态轨道

发展态势，但改革力度进一步提升，经济结构逐步优化。据统计，2014年国内生产总值636463亿元，同比增长7.4%，增速持续趋缓，已降至1990年以来的新低；且增速呈逐季回落趋势，一季度同比增长7.4%，二季度增长7.5%，三季度增长7.3%；四季度增长7.3%。

图 2：2010-2014 年国内生产总值及其增长速度



资料来源：国家统计局数据，中诚信证评整理；

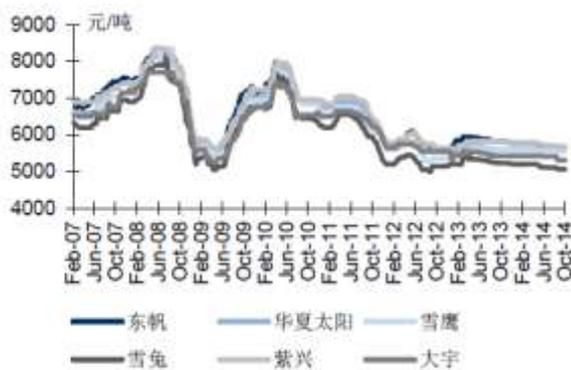
另外，2014年全年制造业PMI指数走势呈倒“V”字形，下半年以来趋势性下降，四个季度的PMI指数分别为50.3%、50.7%、51.3%和50.4%，其中12月指数降至18个月低点50.1%。制造业企业整体上还处于去库存阶段，部分企业继续压低库存控制生产，2014年12月原材料库存指数为47.5%，比上月下降了0.2个百分点。因而，短期内造纸行业的需求增速空间有限，整体仍将处于较低水平。

供给方面，根据中国造纸协会的数据，造纸行业自2007年起，当年的生产量就超过了当年的消费量，一直延续至今，目前的造纸产量已跃居世界首位，产能达到1亿多吨，基本处于产能过剩的格局，产能过剩率达到20%。自“十一五”开始，国家加大淘汰落后产能的力度，其中造纸行业成为继水泥行业之后的第二大淘汰产业。2014年，工信部下达了第三批淘汰落后产能目标任务的通知，其中造纸行业淘汰的落后产能分别为397.17万吨、65.33万吨和29.7万吨，全年计划淘汰的造纸产能合计492.2万吨。按照2013年全国纸及纸板10110万吨产量计算，淘汰的产能仅占5%不到。而据不完全统计，2014年全国造纸行业新增产能达929万吨，是淘汰产能的1.8倍多，淘汰落后产能对其的冲抵作用有限，产能的过剩程度有所加重。

细分纸种方面，白卡纸处于扩张期中后段，生活用纸正处于产能集中扩张期，两者供需格局趋弱程度相对较重。铜版纸处于消化前期新增产能阶段，箱板瓦楞纸得益于市场规模较大，新增产能造成的冲击相对可控，两者供需格局相对较稳定。

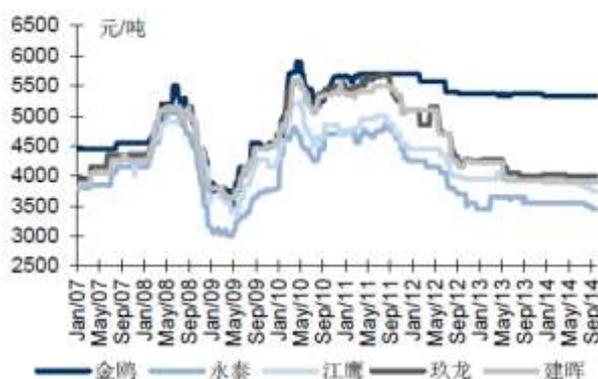
在原有产能过剩的格局下，需求端的持续低迷与供应端的增长进一步弱化行业供需格局，行业竞争日趋激烈，纸品价格呈现走低趋势。从产品分类来看，高档纸品的价格尚为坚挺，且各个品牌之间的价差不大；低端纸品的市场竞争激烈，价格表现疲软，呈现小幅下降的态势，各品牌之间的价差较为明显。总体来看，2014年国内纸品价格难以提振，维稳之余面临一定的下降压力。

图 3：2007~2014 年国内铜版纸纸价格走势



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理；

图 4：2007~2014 年国内灰底白板纸纸价格走势



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理；

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。国际期货市场上针叶浆价格仍在走低，同时国内市场上成交同样低迷冷清；而阔叶浆价格由于巴西货币贬值使得巴西企业生产原料成本提价（以美元结算）而涨价，但是在新产能投放的情况下涨幅有限，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。

中诚信证评认为，国内经济增长缓慢，下游需求难以大幅提振，新增产能持续释放，行业供需矛盾突出，但原材料价格承压一定程度上缓解了企业的经营压力，其中规模效应明显、产业链较为完整的造纸企业具有一定的竞争优势。

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，整体的抗风险能力较强。

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。其中 2014 年公司完成产品结构调整 30 余项，热敏纸、格拉辛纸、环保书写纸等一系列新产品陆续上市。同时，公司近几年不断延伸业务产业链，业务范围已渗透至上游浆料及林浆一体化领域，自身的抗风险能力不断增强。

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 万吨造纸助剂项目外，2014 年湛江晨鸣 18 万吨纸杯原纸已顺利投产。另外，江西晨鸣 35 万吨高档包装纸和湛江晨鸣 19 万吨文化纸等项目按计划稳步推进。截至 2014 年末，公司拥有机制纸产能约 480 万吨，若新建项目的产能全部释放，届时机制纸产能将增至 600 万吨，产能规模在行业排名前列。2014 年全年，公司完成机制纸产量 426 万吨，同比上涨 3.90%，产能利用率为 88.75%，较上年下降了 2.77 个百分点。

表 1: 2014 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	31.89	19.74	62.90%
双胶纸	68.31	65.26	95.54%
书写纸	5	4.48	89.60%
铜版纸	132	103.87	78.69%
新闻纸	32.64	30.31	92.86%
箱板纸	30	26.69	88.97%
白卡纸	44.22	44.96	101.67%
生活用纸	11.70	10.97	93.76%
其他纸	125.17	120.15	95.99%
合计	480.97	426.43	88.66%

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, 公司积极发展上游产业, 纸浆的自给能力不断增强。截至 2014 年末, 公司拥有 330.55 万吨木浆生产能力, 纸浆自给率高达 84.74%。其中 2014 年, 公司全年自制浆 276.55 万吨, 采购进口浆 59.52 万吨, 主要采购于美国、加拿大、印尼等地。为降低对外购木浆的依赖度, 增强自身的可持续能力, 公司稳步推进林浆纸一体化建设, 以建设湛江年产 70 万吨木浆项目及配套原料林为发展重点, 加快湖北、江西等林业项目基地建设, 且寿光 40 万吨化学木浆项目进展顺利, 将逐步摆脱上游资源的约束。截至 2014 年末, 公司共征原料林地近 200 万亩, 其中 96.36% 已办理林权证。

中诚信证评认为, 公司积极调整产业结构, 淘汰落后产能, 且产品结构不断优化, 重点发展优势产品, 加之林浆纸一体化进展顺利, 一定程度上摆脱了上游原材料市场的发展制约, 也平抑了原材料价格波动风险, 综合竞争力得到提升。

受造纸行业供需矛盾突出影响, 公司机制纸业务面临较大经营压力, 营业收入呈现小幅下滑, 但产品结构的持续改善, 整体的盈利状况得到优化。

2014 年公司实现营业收入 191.02 亿元, 较 2013 年减少了 12.87 亿元, 同比下降 6.31%, 其中机制纸业务收入合计 179.75 亿元, 同比下降 1.47%。全年公司共销售机制纸 419 万吨, 较上年同期增加了 3 万吨, 增长了 0.86%, 产销率由 2013 年的 101.46% 降至 98.36%。

表 2: 2012~2014 年公司机制纸销售情况

	2012	2013	2014
销售量 (万吨)	395	416	419
产销率 (%)	100.51	101.46	98.36

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

尽管 2014 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。2014 年, 公司机制纸的营业毛利率为 18.83%, 与上年相对提高了 1.53 个百分点。

行业比较方面, 随着国内的环保政策持续趋紧, 工信部先后淘汰了众多中小造纸企业, 促使行业集中度不断提高, 其中龙头企业的核心竞争力得到体现。2014 年, 造纸企业的毛利率呈现下降趋势, 同时期间费用高企等因素导致企业的利润空间收窄。据统计, 2014 年造纸行业主营业务收入合计 7879 亿元, 同比增长 4%, 利润总额为 361.91 亿元, 同比下降 3.2%; 毛利率为 13.83%, 同比下降 0.76 个百分点。因此, 无论从收入规模和盈利水平, 公司均处在行业前列, 规模效应得到体现, 竞争优势突出。

表 3: 2014 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	191.01	1.66	19.78%
博汇纸业	69.81	-0.79	13.22%
岳阳林纸	68.53	-3.16	13.55%
青山纸业	18.95	0.64	8.44%
冠豪高新	9.63	0.71	25.03%
凯恩股份	9.33	0.53	27.97%

数据来源: 公开资料收集, 中诚信证评整理

中诚信证评认为, 虽然造纸行业的供需关系未能改善, 公司的收入规模受到一定影响, 但凭借规模优势及对原材料成本的控制能力, 在行业内的核心竞争力仍表现较强, 行业龙头地位得到巩固。

公司非机制纸业务逐年稳步增长，对营业收入及营业利润的贡献度不断增强，有望发展成为未来新的利润增长点。

表 4：2012~2014 年公司非机制纸业务经营情况

	2012	2013	2014
营业收入	16.14	19.08	10.23
营业收入占比	8.17%	9.36%	5.38%
营业毛利率	22.80%	26.42%	37.79%

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、酒店等其他业务。2014 年，公司非纸品业务收入为 10.23 亿元，较上年减少了约 9 亿元，非机制纸业务与营业总收入之比为 5.38%，较上年下降了约 4 个百分点。受益于各项业务盈利水平均有不同程度的上升，公司 2014 年非机制纸业务的综合毛利率上升至 37.79%，较 2013 年增加了 11.37 个百分点。

细分来看，公司控股的山东晨鸣热电股份有限公司全年实现电力销售收入约 5.14 亿元，较上年大幅减少，同比下降 66.18%，主要由于自 2014 年起，潍坊国网变更了售电模式，自发自用电量不再统一通过上、下网结算，仅富余电量销售给国网。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、混泥土砌块、人造板等，全年建材业务实现销售收入 2.25 亿元，与上年相当。

2014 年，公司新拓展的化工用品业务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、生物胶乳等，供应商主要为农户，主要客户来自于集团内部单位，如山东晨鸣、江西晨鸣、湛江晨鸣等，以及一些外部浆料客户。

立足于夯实主业基础的同时，公司积极探索新的利润增长点，初涉金融板块已见成效，分别设立了融资租赁公司、财务公司，以及参股互联网金融公司。其中财务公司已获中国银监会批准，起初成立初衷旨在提高集团内部资金的使用效率，随着新的业务获批落地，在对外股权、有价证券投资等方面取得进展，未来可能成为非主业经营的另一个增长点。融资租赁公司已于 2014 年正式展业，主要依

托集团进行运作，客户包括国有企业、上市公司、政府融资平台、高校和医院等，年末融资租赁额达 26.6 亿元，当年实现净利润 8408 万元。

此外，公司实施跨领域产业投资，新型项目包括海城海鸣菱镁矿开采、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，涉及的行业跨度较大。

中诚信证评认为，依托机制纸业务，公司延伸了相关产业，非机制纸业务范围较广，对主业形成了较好补充。但公司新拓展的产业尚在展业初期或建设期，未来经营具有一定的不确定的性。若新业务发展稳定，将成为新的业务增长点，对公司的收入及利润等提供一定补充。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，对资金需求应给予持续关注。

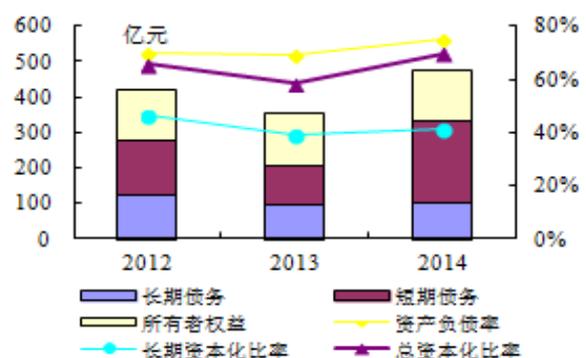
财务分析

以下分析基于公司提供的 2012~2014 年度财务报表。其中 2012~2014 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

随着部分改造或新投资项目稳步推进，公司的资本性支出持续增加，加之 2014 年新增融资租赁业务，导致年末资产、负债规模均较上年大幅增加。截至 2014 年末，公司资产总额为 568.22 亿元，同比增长 19.57%，同期负债总额合计 424.74 亿元，同比增长 29.16%。公司 2012~2014 年资产负债率分别为 69.94%、69.20% 和 74.75%，呈现上升态势，财务杠杆水平偏高，资本结构的稳健度有待加强。

图 5：2012~2014 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

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，除了银行贷款还可通过发行债券、定向增发等方式，但目前仍集中在债权融资，具有较大的刚性偿债压力。截至 2014 年末，公司债务总额 333.24 亿元，包括银行借款 248.48 亿元、应付票据 15.98 亿元和债券 57.77 亿元。从债务期限结构来看，2014 年末公司短期债务为 231.68 亿元，长期债务为 101.55 亿元，长短期债务比由 2013 年 1.61 倍上升至 2.28 倍，短期偿债压力加大。

表 5：公司债务结构情况

指标	2012	2013	2014
短期债务（亿元）	155.30	152.51	231.68
长期债务（亿元）	123.74	94.92	101.55
长短期债务比（X）	1.26	1.61	2.28
总债务（亿元）	279.04	247.43	333.24

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

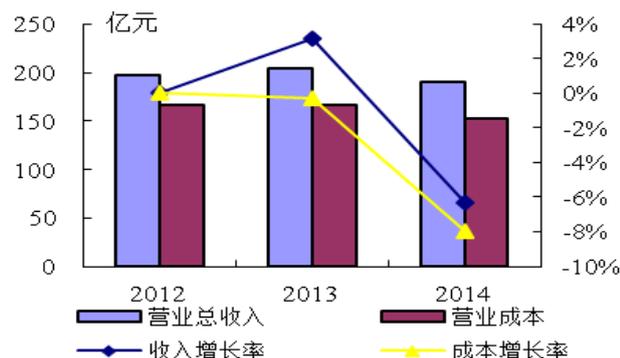
综合来看，公司资本性支出居高不下，加之开展融资租赁业务后，对资金需求加大，债务规模大幅增加，财务杠杆水平偏高。且公司目前以短期债务为主，债券期限结构不合理，短期偿债压力加大。

盈利能力

2014 年，造纸行业的供需矛盾突出，产品价格持续下行，虽然公司机制纸的销量略有增加，但主营业务收入规模同比下降。同时，公司非机制纸业务波动较大，无法对收入规模形成保障。公司全年完成营业收入 191.02 亿元，同比下降 6.31%。但

得益于公司的产品结构逐步优化，高附加值产品的占比加大，且原材料价格波动风险合理控制，进一步拓宽了整体的盈利空间。2014 年，公司的营业毛利率为 19.78%，比 2013 年上升了 1.45 个百分点。

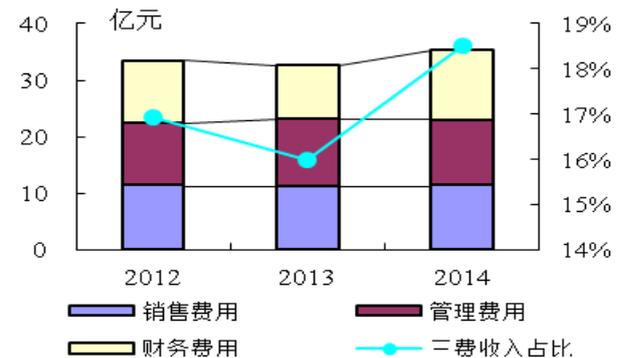
图 6：2012~2014 年公司收入、成本及毛利率情况



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 2014 年期间费用合计 35.38 亿元，同比增长 8.59%，占营业收入的比重为 18.52%，较上年增加了 2.54 个百分点。其中增幅较为明显系为财务费用，由 2013 年 9.31 亿元升至 12.19 亿元，主要由于人民币贬值，汇兑损失增加，加之付息债务规模加大，产生的利息支出随之增加。

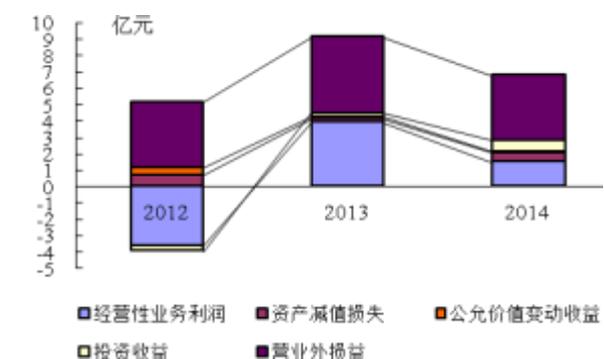
图 7：2012~2014 年公司三费情况



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润构成方面，公司机制纸业务受市场波动加大，经营效益不甚稳定，加之高额的期间费用吞噬部分利润，造成 2014 年经营性业务利润大幅减少。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，营业外收益构成了利润总额的重要部分。2014 年，公司利润总额为 5.61 亿元，其中经营性业务利润 1.50 亿元，营业外收益 3.95 亿元，投资收益 0.69 亿元及资产减值损失 0.60 亿元，其中营业外收益主要为政府补助，主业的获利能力有待提升。

图 8：2012~2014 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

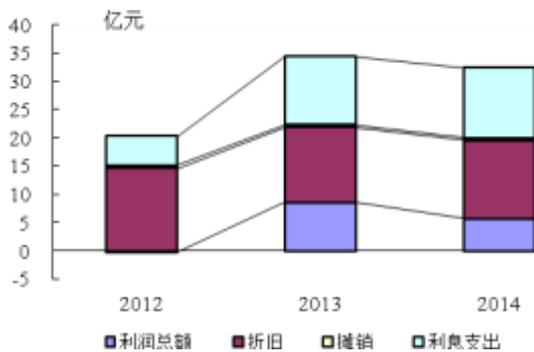
总体来看，公司积极调整产品结构，并加强上游资源的控制能力，使得当年的营业毛利率得以提升，具有较强的风险抵御能力。但由于人民币贬值、利息支出增加，公司的财务费用大幅增加，使得整

体的盈利能力明显削弱。

偿债能力

随着融资租赁业务开展，公司日常运营资金需求加大，2014 年期间新增大额债务，面临的债务压力加大。截至 2014 年末，公司总债务规模和净债务分别为 333.24 亿元和 248 亿元，同比增长了 34.68% 和 28.34%，同期总资本化比率为 69.90%，同比上升了 7.07 个百分点。

图 9：2012~2014 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

获现能力方面，利润总额、折旧和利息支出为公司 EBITDA 的重要组成部分。其中公司固定资产规模较大，每年产生的折旧规模占 EBITDA 比重较大。2014 年，公司 EBITDA 总额为 32.47 亿元，较上年略有下降，主要系利润总额减少所致。2014 年，公司的总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 10.26 倍和 2.11 倍，对债务本息的保障程度有所弱化。

现金流方面，造纸行业需求疲软，产品价格下降，对公司的经营性现金流产生了一定影响。2014 年，公司经营性活动产生净现金流量 9.85 亿元，与 2013 年 11.23 亿元相对，同比下降了 12.29%。2014 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 0.03 倍和 0.64 倍，指标较上年均略有下降，经营性现金流对利息和债务的保障能力有待提升。

表 6：2012~2014 年公司主要偿债能力指标

	2012	2013	2014
短期债务（亿元）	155.48	152.51	231.68
长期债务（亿元）	62.19	94.92	101.55
总债务（亿元）	217.66	247.43	333.24
资产负债率（%）	69.94	69.20	74.75
总资本化比率（%）	66.05	62.83	69.90
总债务/EBITDA（X）	10.21	7.12	10.26
经营活动净现金/总债务（X）	0.10	0.05	0.03
EBITDA 利息倍数（X）	1.90	2.53	2.11
经营活动净现金/利息支出（X）	1.36	0.82	0.64

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 2014 年底，公司无对外担保，对内担保余额 106.80 亿元，总规模较上年大幅下降。鉴于被担保对象均为公司旗下的子公司或联营公司，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。

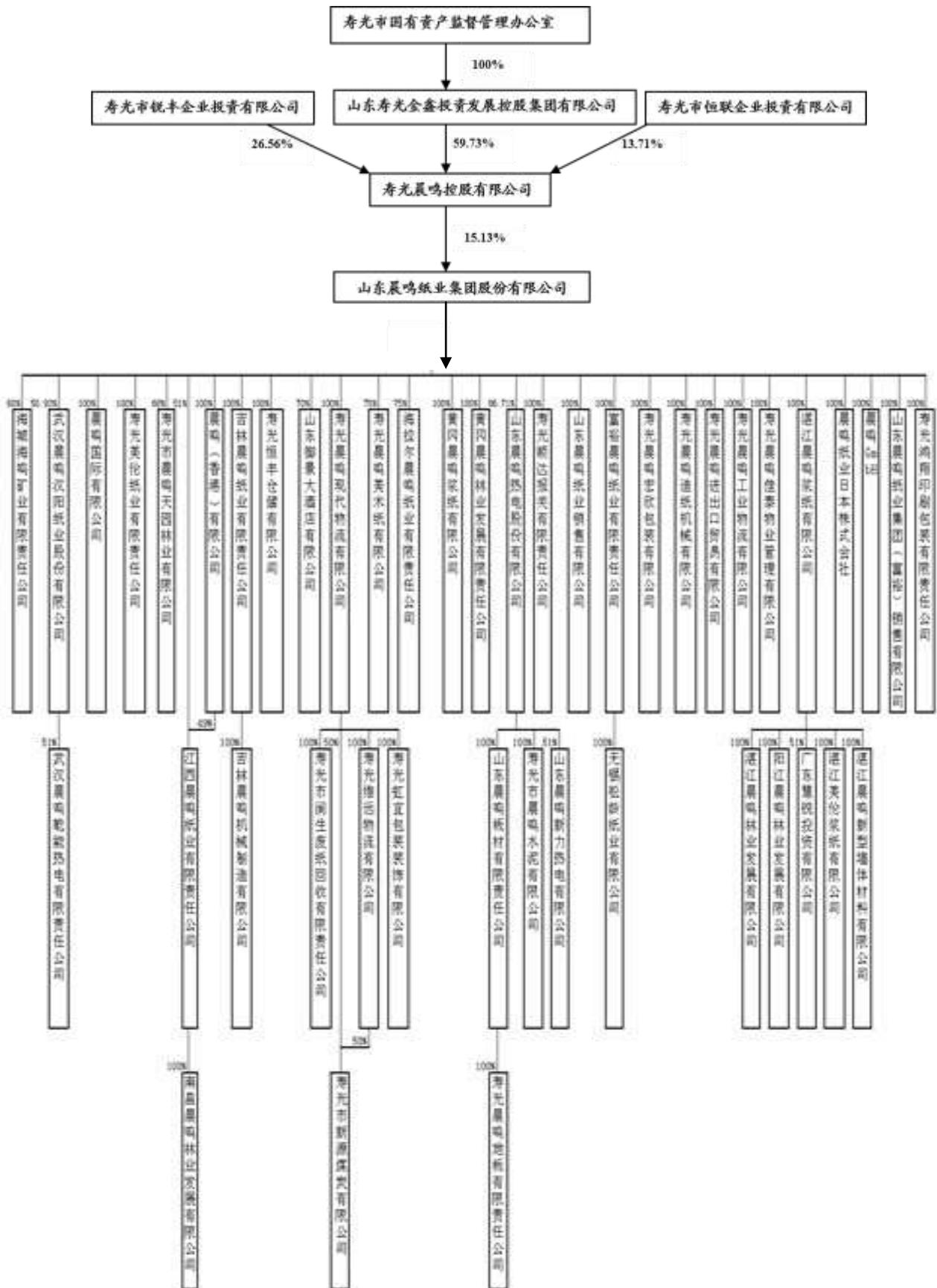
财务弹性方面，作为同时在 A 股、B 股和 H 股上市企业，公司与各大银行保持着良好的合作关系。截至 2014 年末，公司共获得 468.77 亿元的综合授信，其中尚未使用的授信额度 221.9 亿元，备用流动性较充足。

中诚信证评认为，公司近期无重大投资项目，资本支出压力有所缓解，但日常运营资金需求加大，财务杠杆水平偏高，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，盈利水平位于行业前列，且产业链完整，上游原材料控制能力较强，具有较强的风险抵御能力，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。

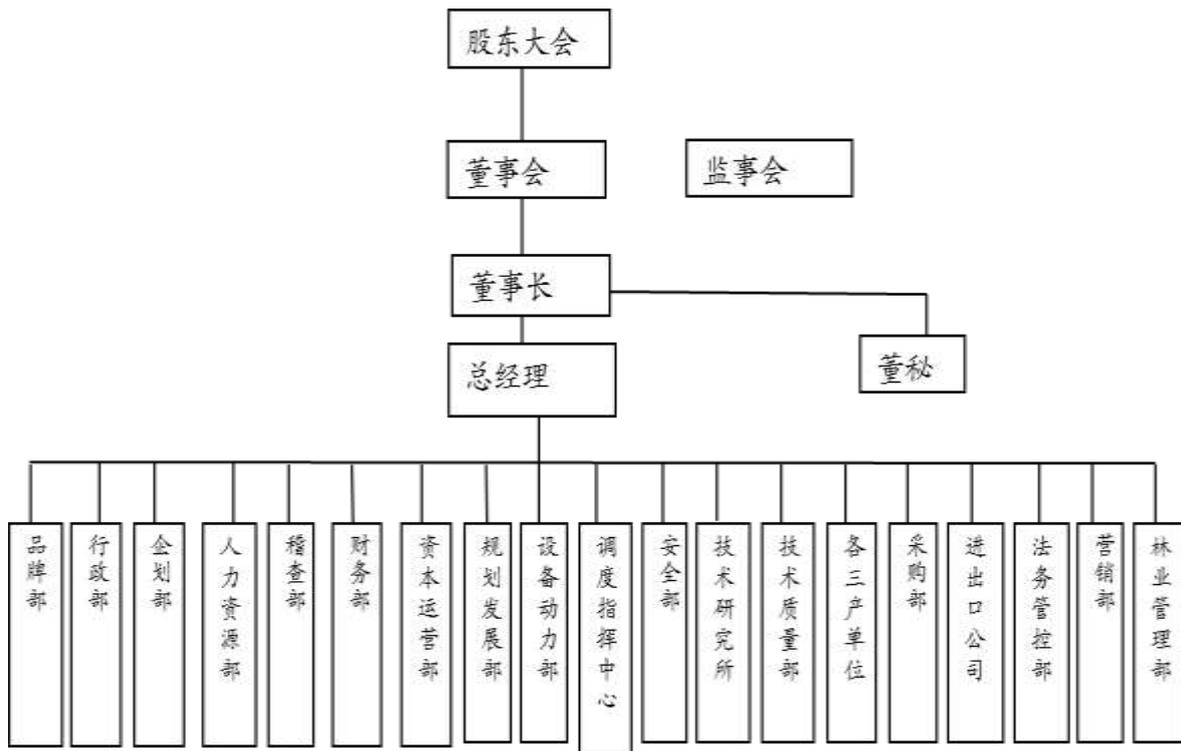
结论

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⁺**。

附一：山东晨鸣纸业集团股份有限公司股权结构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



附二：公司的组织结构图（截至 2014 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)	2012	2013	2014
货币资金	445,621.74	254,772.98	547,565.82
应收账款净额	360,295.51	310,264.31	348,940.94
存货净额	441,254.87	372,580.99	542,074.05
流动资产	1,904,834.51	1,690,806.91	2,357,017.55
长期投资	35,679.68	11,547.72	10,908.78
固定资产合计	2,603,448.06	2,843,644.36	2,849,469.37
总资产	4,772,542.19	4,752,188.36	5,682,202.65
短期债务	1,553,013.51	1,525,058.24	2,316,837.63
长期债务	1,237,370.13	949,228.44	1,015,542.16
总债务(短期债务+长期债务)	2,790,383.63	2,474,286.68	3,332,379.78
总负债	3,338,000.40	3,288,353.00	4,247,395.83
所有者权益(含少数股东权益)	1,434,541.79	1,463,835.35	1,434,806.82
营业总收入	1,976,167.92	2,038,889.01	1,910,167.71
三费前利润	298,922.09	365,117.18	368,754.42
投资收益	-3,552.50	2,370.60	6,903.56
净利润	4,668.63	69,035.32	45,330.89
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	273,193.69	347,357.98	324,673.37
经营活动产生现金净流量	195,686.65	112,261.68	98,539.97
投资活动产生现金净流量	-264,612.49	-191,094.80	-307,326.94
筹资活动产生现金净流量	72,319.64	-83,203.71	232,835.16
现金及现金等价物净增加额	2,650.16	-161,701.73	24,956.39
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率(%)	15.52	18.33	19.78
所有者权益收益率(%)	0.33	4.72	3.16
EBITDA/营业总收入(%)	13.82	17.04	17.00
速动比率(X)	0.73	0.68	0.65
经营活动净现金/总债务(X)	0.07	0.05	0.03
经营活动净现金/短期债务(X)	0.13	0.07	0.04
经营活动净现金/利息支出(X)	1.36	0.82	0.64
EBITDA 利息倍数(X)	1.90	2.53	2.11
总债务/EBITDA(X)	10.21	7.12	10.26
资产负债率(%)	69.94	69.20	74.75
总资本化比率(%)	66.05	62.83	69.90
长期资本化比率(%)	46.31	39.34	41.44

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。