

## 山东晨鸣纸业集团股份有限公司 2011 年公司债券信用评级报告

<b>债券信用等级</b>	AA <sup>+</sup>
<b>主体信用等级</b>	AA <sup>+</sup>
<b>评级展望</b>	稳定
<b>发行主体</b>	山东晨鸣纸业集团股份有限公司
<b>申请规模</b>	不超过人民币20亿元
<b>债券期限</b>	自本次公司债券发行之日起不超过10年
<b>债券利率</b>	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
<b>偿还方式</b>	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	2008	2009	2010	2011.Q1
所有者权益(亿元)	140.22	147.37	152.60	155.08
总资产(亿元)	262.99	282.13	350.77	375.30
总债务(亿元)	88.84	102.76	156.62	175.70
营业总收入(亿元)	155.30	148.85	172.03	42.16
营业毛利率(%)	19.14	18.99	20.46	17.85
EBITDA(亿元)	31.78	28.11	30.54	--
所有者权益收益率(%)	8.98	6.47	8.53	6.51
资产负债率(%)	46.68	47.77	56.50	58.68
总债务/EBITDA(X)	2.80	3.66	5.13	--
EBITDA 利息倍数(X)	6.53	6.97	8.22	--

注：1、晨鸣纸业 2011 年一季度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

**王娟** jwang@ccxr.com.cn

**肖鹏** pxiao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090 (010) 57602228

Fax: (021) 51019030 (010) 57602299

2011 年 5 月 18 日

www.ccxr.com.cn

### 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”）2011年公司债券”的信用等级为AA<sup>+</sup>。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等级为AA<sup>+</sup>，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。中诚信证评认为在中国经济增长的支撑下造纸行业未来一段时间将维持较高的景气度，同时我们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、日趋完善的林浆纸一体化产业链和即将扩大的产能都将为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产能扩张较快导致部分品种供求失衡、原材料价格波动、公司在建项目投资规模较大以及环保政策趋严等，这些因素都将影响公司的信用水平。

### 正面

- 中国经济增长支撑造纸行业景气度的提升。金融危机后，中国经济持续快速回升，未来随着中国经济增长和世界经济回暖，造纸行业需求将得到支撑，而公司作为中国造纸行业领先企业将受益较多。
- 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。
- 林浆纸一体化产业链日趋完善。公司现有259万吨木浆的生产能力，木浆自给率达70%以上；林地方面，截至2010年末公司拥有已办理林权证林地面积210万亩，2011年起10万亩进入轮伐期，公司林浆纸一体化产业链日趋完善。
- 新增产能有利于公司盈利能力提升。2011年即

将投产年产 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，2012 年将投产年产 60 万吨高档涂布白牛卡纸项目，上述新增产能约占公司现有产能 50%，新项目投产将极大提升公司盈利能力。

- 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。
- 原材料上涨将对公司盈利有所挤压。目前公司仍有约 20%~30%木浆依靠外购，国际木浆价格持续上涨将对公司盈利空间形成压力。
- 资本性支出加大使得公司未来将面临一定债务压力。公司产能大幅度扩张导致债务规模上升，财务结构稳定性有所减弱，未来随着公司产能扩张战略的实施，债务压力可能进一步加大。
- 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，中诚信证评密切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。

## 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2010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，2010年公司共生产机制纸327万吨。公司目前拥有控股子公司22家。

截至2010年底，公司总资产350.77亿元，所有者权益（含少数股东权益）152.60亿元，资产负债率56.50%。2010年，公司实现营业总收入172.03亿元，净利润13.02亿元，经营活动净现金流8.50亿元。

截至2011年3月31日，公司总资产375.30亿元，所有者权益155.08亿元，资产负债率58.68%。2011年一季度，公司实现营业总收入42.16亿元，净利润2.53亿元，经营活动净现金流2.35亿元。

## 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20亿元，以一期或分期形式发行
债券期限	自本次公司债券发行之日起不超过10年，可以为单一年限品种，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
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	公司拟将本次债券募集资金的80%用于偿还银行贷款、优化公司债务结构；剩余部分拟用于补充公司流动资金，改善公司资金状况。

资料来源：公司提供

## 行业分析

### 行业概况

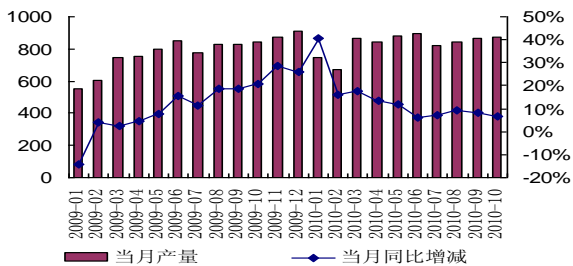
造纸行业作为中国的基础原材料工业，主要有新闻纸、涂布纸、未涂布印刷书写纸、箱板纸和涂布白板纸等子行业。造纸行业具有连续高效运行、规模效益显著等典型的大工业生产特征。造纸行业原料需求较多，设备投资较大，产业链较长，是技术、资金、资源、能源相对密集的一个行业。

自2002年以来，中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，远高于同期全国GDP的增长水平。2010年，得益于宏观经济回暖、纸品需求旺盛等因素的共同作用，中国造纸行业总体经营情况表现良好。据统计，全国制浆造纸及纸制品业规模以上企业2010年1~8月工业总产值共完成6,615.60亿元，同比增长30.90%，较上年同期升30.10个百分点；主营业务收入6,367.47亿元，同比增长31.78%，较上年同期升29.42个百分点；利税总额为543.81亿元，同比增长38.46%，较上年同期升45.73个百分点，其中利润总额为355.15亿元，同比增长52.67%，比去年同期上升64.40个百分点。

从生产来看，2000年以来，北美和欧洲等国家和地区造纸业发展缓慢，而中国造纸业得益于国民经济的快速发展，纸及纸板产量保持快速增长，逐步成为世界造纸工业发展的主要推动力。2009年，

中国纸及纸板产量达到 8,640 万吨，同比增长 8.27%，较 2000 年增长 1.83 倍，年均增长率超过 10%（图 1）；据 wind 资讯统计，2010 年 1~10 月中国纸及纸板产量为 8,302.16 万吨，同比增长 9.36%。我们预计全年产量将达到 9,500 万吨左右，同比增长 10% 左右，远超出“十一五”规划提出的“到 2010 年有效产能达到 9,000 万吨、纸及纸板总产量达到 7,600 万吨左右”的目标，行业发展规模显著好于规划预期。

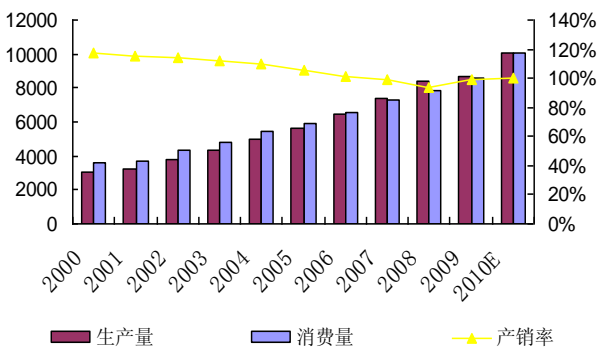
图 1：2009 年以来中国机制纸和纸板产量及增速情况  
单位：万吨



资料来源：Wind 资讯、中诚信证评整理

从消费来看，2009 年中国纸及纸板的消费量达到 8,569 万吨，较 2000 年增长 1.40 倍，年均增长率超过 8%。2010 年消费量预计超过 9,500 万吨，同比增长超 10%，实物产销率预计达 99.9%（图 2）。

图 2：2000~2010 年中国纸及纸板产销情况  
单位：万吨



资料来源：中国造纸协会

从产品结构来看，为更好适应消费市场需求变化，中国造纸行业生产结构逐步调整。2005~2009 年，未涂布印刷书写纸、白纸板、箱纸板和瓦楞原纸是中国造纸业最主要的产品。特别是近年箱纸板、瓦楞原纸和特种纸及纸板由于市场需求增加，其产量在行业中的比重有所提高。2009 年，三种产品产量占比分别为 20.02%、19.85% 和 1.74%，较 2005 年分别提高 2.52、2.89 和 0.13 个百分点。随

着食品、饮料、电子、机械、医药、日化等行业发展加速，箱纸板、瓦楞原纸等产品的市场需求仍将比较旺盛，预计未来中国箱纸板、瓦楞原纸的产销量在行业中的比重将进一步提高。

从行业集中度来看，近年来，中国造纸行业龙头企业通过引进国外先进技术和装备，提高了行业整体技术水平和生产能力，同时生产规模不断扩大。2009 年，中国共有 100 万吨以上规模企业 9 家，其中晨鸣纸业、玖龙纸业的产量较 2000 年分别增长了 11 倍和 29 倍。与此同时，中国造纸行业的产业集中度持续提高，2009 年，中国排名前十的造纸企业产量合计占全行业的 32.4%，较 2000 年提高 19.3 个百分点。但与国际造纸业相比，中国造纸业的集中度仍然偏低。2008 年全球造纸企业中有 4 家超过 1,000 万吨、19 家超过 500 万吨、43 家超过 200 万吨、87 家超过 100 万吨；而中国 2009 年共有 3,700 余家造纸企业，年生产能力 10 万吨以上的仅 100 余家，产业集中度仍有待提高。

近年来，中国造纸行业的固定资产投资增速一直保持在 20% 以上，产能不断扩大，行业整体面临供过于求的局面。进入 2010 年以来，中国对造纸行业投资实施比较严格的控制政策，行业投资增速明显下滑，1~11 月投资增速为 9.8%，较上年同期下降 9.9 个百分点。固定资产投资增速的减缓有利于行业景气度提升。同时，产能结构也发生了变化，其中，铜版纸、文化纸、白板纸产能分别增长 19%、10%、15%，而新闻纸则几乎无新增产能。我们预计，相对于需求的稳定增长，造纸各细分行业可能出现阶段性供求失衡。

整体来看，中国宏观经济回暖、纸品需求旺盛等因素带动造纸工业快速发展，纸及纸板产销量创出历史新高，产销状况良好，但行业集中度仍有待提高，新建产能释放也将给市场形成一定压力，造纸行业依然面临较为激烈的竞争。

## 行业关注

### 原材料供应

造纸工业属于原材料加工工业，原材料成本一般占造纸业成本的 65% 左右。造纸的直接原料为纸浆，纸浆通常分为木浆、废纸浆和非木浆，其中木



浆根据原料不同又分为针叶浆和阔叶浆。目前国际造纸工业纸浆结构中木浆占 62.6%，废纸浆占 34%，非木浆占 3.4%。木浆具有纤维长、强度高、生产过程中耗水量小、排污成本低等特点，主要用于中高档、优质纸品的生产，是全球范围内造纸行业最主要的直接原料。但中国造纸行业受国内森林覆盖率低，天然林资源匮乏的限制，目前纸浆消费结构则是以废纸浆为主。据中国造纸协会统计，2009 年中国造纸工业纸浆消耗总量为 7,980 万吨，同比增长 8.42%，其中木浆消耗量为 1,866 万吨，占原料总量的 23.38%；非木浆消耗量为 1,175 万吨，占比为 14.72%；废纸浆消耗量为 4,939 万吨，占比为 61.89%。从纸浆结构来看，非木浆比例继续呈明显下降趋势，废纸浆增幅加大，支撑着纸浆结构的调整。在纸浆消费总量不断增长的同时，中国造纸原料对国外依存度加大，并已成为世界上最大木浆和废纸进口国。2009 年，中国进口木浆消费量为 1,315 万吨，较上年增长 38.13%，占到纸浆总量的 16.49%；进口废纸浆消费量为 2,200 万吨，较上年增长 13.64%，占到纸浆总量的 27.57%；非木浆则基本国内自产。我们预计 2010 年中国纸浆消耗总量仍将保持较快增长速度，纸浆结构中废纸浆占比继续增大，进口纸浆对国外依存度进一步加大。

表 2: 近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%

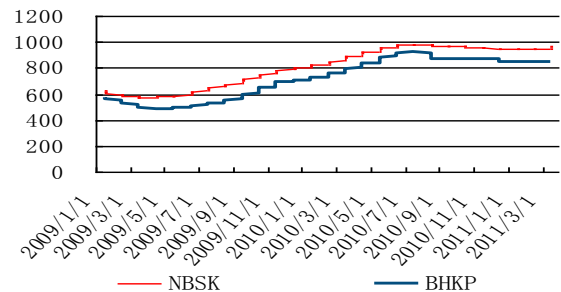
资料来源：中国造纸协会

原料价格方面，中国纸浆对外依存度高，价格主要受国际市场主导，且原材料价格波动与宏观经济具有较强正相关性。受金融危机影响，2009 年初国际市场纸浆价格在底部徘徊，针叶浆价格一度跌破 580 美元/吨的价位。此后，市场价格表现出震荡上扬的趋势，并于 6 月份开始迅速反弹，纸浆价格进入了一轮上升通道。进入 2010 年，由于智利地震和芬兰罢工，两大纸浆生产国纸浆供应形势严峻，国际浆价继续大幅上涨并在 7 月份升至历史高位。此后，随着美国、加拿大纸浆生产企业新建产

能的投产，针叶浆和阔叶浆价格有所调整，但仍然维持高位。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)价格分别为 948 美元/吨和 849 美元/吨，较 2010 年初分别上涨了 18.82% 和 21.32% (图 3)。同期，作为废纸浆原料的美废(美国废纸)价格涨幅也达到 20% (图 4)。2011 年以来，全球性的“流动性泛滥”，以及日本地震后减少了废纸的出口，在一定程度上共同支撑了国际木浆与废纸价格的强势，一季度，纸浆价格延续上涨趋势。

图 3: 2009~2011 年 3 月进口浆价格走势

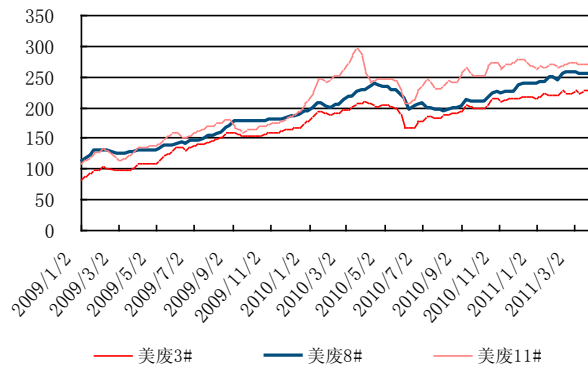
单位：美元/吨



注：NBSK 为北方漂白软木牛皮浆，BHKP 为硬木牛皮浆  
资料来源：中国纸网

图 4: 2009~2011 年 3 月底美废平均价格走势

单位：美元/吨



资料来源：中国纸网

总体看，原材料价格的上涨加大了多数造纸成本压力并挤压了纸价上涨带来的盈利空间，但对于拥有自制浆生产能力的企业，原材料价格上涨造成的负面影响较小，盈利能力有望增强，盈利水平的提升程度将取决于自制浆产量在企业原材料供应中的占比情况。

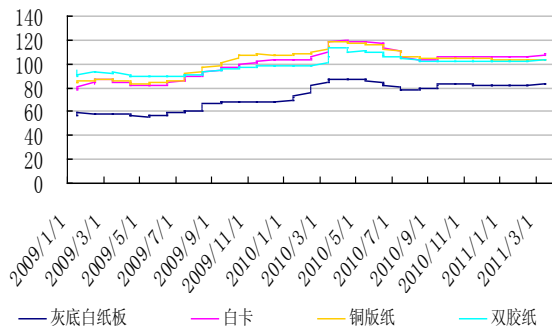
### 产品价格

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。从各子行业未来

供求变化情况看，铜版纸未来两年将有大量新建产能投产，且受美国、欧盟对中国铜版纸反倾销制裁的影响，出口形势不乐观，铜版纸未来产能过剩较为明显，行业竞争将更加激烈。白卡纸未来产能投产较多，但需求增长更快，预计需求的增长略大于产能的增长。新闻纸方面，因受到互联网等媒体冲击，新闻纸需求量逐年减少，目前新闻纸产能已经过剩，未来也基本没有新增产能投产。轻涂纸和双胶纸等文化用纸由于行业淘汰落后产能较多，而新增产能相对较少，未来供需将保持稳定。箱板纸和瓦楞纸由于未来两年新增产能集中释放，价格持续走高可能性较小。

总体而言，产品结构多元化、生产规模较大、自制浆能力强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、受经济波动影响较大的小规模造纸企业在行业产能扩张，环保标准趋严的形势下，市场风险将加大。

图 5：2009 年以来部分机制纸 umpaper 景气度指数走势



资料来源：纸业联讯 (umpaper)

## 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 立方米。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。因而一直以来，造纸行业都是中国落实节能减排的重点行业之一。

随着工业化进程加快，近几年国家对环境保护日益重视，环保政策趋严。2009 年 2 月 19 日，国务院通过《轻工业产业调整振兴计划》，旨在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。此后，国家又颁布《国务院进一步加强淘汰落后产能工作的通知》、《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》等一系列政策，加快淘汰落后产能。十一五期间，中国已淘汰造纸落后产能 1,030 万吨，十二五期间国家将继续加大造纸行业淘汰落后产能步伐，促进结构调整，产业升级。在此背景下，规模化、产业集中化将是造纸行业发展的大势所趋。预计 2011 年排名前十的造纸企业产量合计将占全行业的 37% 左右，集中度有所上升。

表 3：近年有关造纸行业环保政策

时间	政策名称	部委/部门	相关内容
2009.02	轻工业调整和振兴规划	国务院	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
2010.04	国务院进一步加强淘汰落后产能工作的通知	国务院	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
2010.05	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	国务院	要求 2010 年造纸行业淘汰落后产能 53 万吨，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
2010.08	淘汰落后产能企业名单	工信部	淘汰落后产能 465.3 万吨，涉及 21 个省、市、自治区，279 家企业

资料来源：中诚信证评整理

## 林纸一体化

造纸工业和林业关联性强、互为依存、相互促进。但中国造纸行业长期处于木材供应短缺状态，原料进口依赖度较高。资源稀缺性导致大量利润空间转移到上游产业，造纸行业盈利能力弱化。同时，林业也不能实现良性可持续发展。2009年国务院《轻工业调整和振兴规划》提出继续实施《全国林纸一体化工程建设“十五”及2010年专项规划》，加快重点项目建设，新增木浆220万吨、竹浆30万吨产能，提高国产木浆比重，推动林纸一体化发展。同时，国家将从资金支持（注入资本金或贴息）、融资、税收优惠等多个方面提供支持，为中国林纸一体化工程建设带来了新的机遇，将有力推动中国林纸一体化发展。

林纸一体化是国际先进的造纸工业发展模式，但是对企业资金规模要求高，实施林纸一体化短期内对造纸企业带来较大的资金压力。但是，林纸一体化可以减少原材料的对外依存度、免受国外纸浆价格波动的制约、降低材料成本和增强抗市场风险能力，对行业的可持续发展具有重大的战略意义。

## 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，2010年全年中国商品纸浆进口量约在1,100万吨左右，进口废纸量约在2,400万吨左右。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，外资公司以金东纸业、玖龙纸业等为代表，这些公司都具有较强的竞争能力（表4）。

表4：2009年国内造纸企业按产量排名

排名	公司	产量（万吨）
1	玖龙纸业（控股）有限公司	652
2	理文造纸有限公司	355
3	山东晨鸣纸业集团股份有限公司	299.34
4	金东纸业（江苏）有限公司	228.92
5	山东太阳纸业股份有限公司	220
6	华泰集团有限公司	155.02
7	宁波中华纸业有限公司	147.81
8	海南金海浆纸业有限公司	112.07
9	中冶纸业集团有限公司	100.6
10	湖南泰格林纸集团	93.8

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。随着公司目前在建185万吨机制纸项目后期陆续投产，公司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2010年底达产



产能为 952 万吨，计划 2013 年底产能升至 1,390 万吨；理文造纸 2010 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 年开展专利申请工作到目前为止，已有 57 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。

受金融危机影响，2009 年公司营业总收入有所下滑，但随着宏观经济企稳，造纸行业景气度上升，公司收入规模增长迅速。2008 年~2010 年，公司营业总收入分别为 155.30 亿元、148.84 亿元和 172.03 亿元，同比分别增长 2.41%、-4.15%、15.58%，年均复合增长率 5.25%。同期，公司营业

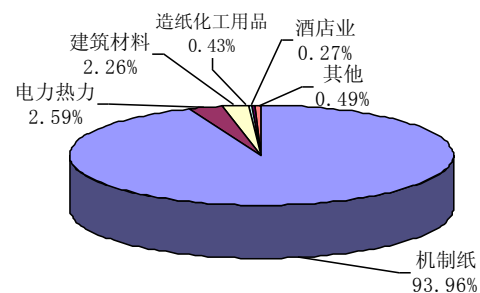
毛利率分别为 19.14%、18.99%、20.46%，营业毛利水平较高且相对稳定，表现出良好的抗风险能力（表 5）。从业务板块来看，近三年机制纸业务收入分别为 145.74 亿元、140.84 亿元和 161.64 亿元，分别占营业总收入的 93.84%、94.63%、93.96%，该业务近三年营业毛利率分别为 18.93%、18.02%、20.27%，机制纸业务系公司收入和利润的主要来源（图 6）。2011 年一季度，公司营业总收入延续增长趋势，达到 42.16 亿元，同比增长 7.62%。总体看，2009 年以来，公司核心业务板块的收入规模迅速回升，营业毛利率稳中有升，后期随着机制纸产能的逐步扩大，经营趋势逐年向好。

表 5：2008~2010 年公司各业务板块营业毛利率

行业	2008 年	2009 年	2010 年
机制纸	18.93%	18.02%	20.27%
电力热力	15.31%	39.66%	11.85%
建筑材料	13.33%	21.35%	21.14%
造纸化工	58.29%	52.13%	31.52%
酒店业	65.40%	71.48%	73.83%
其他	44.35%	50.79%	59.52%
合计	19.14%	18.99%	20.46%

资料来源：公司定期报告

图 6：2010 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 34 条造纸生产线，其中 9 条为芬兰进口，25 条为国产生产线。2010 年，公司拥有机制纸产能合计 350 万吨，完成机制纸产量 327 万吨，产能利用率为 93.43%，产能利用充分（表 6）。公司机制纸产品品种包括 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，同时也有利于降低纸品的价格波动风险。

表 6：2008~2010 年公司机制纸产能、产量情况

单位：万吨

产品类别	2008			2009			2010		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
轻涂纸	55	35	63.64%	37	29	78.38%	32	28	87.50%
双胶纸	58	40	68.97%	48	44	91.67%	42	39	92.86%
书写纸	21	15	71.43%	14	11	78.57%	12	11	91.67%
铜版纸	52	52	100.00%	72	60	83.33%	83	79	95.18%
新闻纸	57	52	91.23%	49	46	93.88%	45	42	93.33%
箱板纸	33	28	84.85%	31	23	74.19%	26	25	96.15%
白卡纸	49	44	89.80%	46	37	80.43%	48	42	87.50%
其他纸	17	40	235.29%	49	48	97.96%	62	61	98.39%
<b>合计</b>	<b>342</b>	<b>306</b>	<b>89.47%</b>	<b>346</b>	<b>299</b>	<b>86.42%</b>	<b>350</b>	<b>327</b>	<b>93.43%</b>

资料来源：公司提供

从机制纸品种来看，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。2010 年公司铜版纸产量最高，达 79 万吨，占比 24.16%；其次为新闻纸、白卡纸和双胶纸，产量分别为 42 万吨、42 万吨和 39 万吨，分别占比 12.84%、12.84% 和 11.93%。

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。2010 年 12 月，公司投资新建的 6 万吨生活用纸项目试车成功。目前，该项目正逐步达产，预计年实现销售收入 6.2 亿元，但考虑到公司生活用纸“星之恋”品牌尚处于培育阶段，经营效益有待逐步体现。此外，公司新增 80 万吨铜版纸和 45 万吨文化纸项目将于 2011 年 6 月份投产，60 万吨白牛卡纸项目将于 2012 年投产（表 7）。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，但同时我们也关注后续资本支出压力。

表 7：截至 2010 年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	预计完工时间
80 万吨铜版纸	52	23.85	2011 年 6 月
45 万吨文化纸	16.7	11.01	2011 年 6 月
60 万吨白卡纸	26	2.58	2012 年 5 月
<b>合计</b>	<b>94.7</b>	<b>37.44</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供

总体来看，受益于经济形势好转，行业需求回升，公司近年来机制纸业务保持快速增长。长期来看，基于公司较大的产业规模、较丰富的纸制品品种以及较高的市场地位，未来几年公司机制纸产能产量仍将延续增长态势。

### 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，取得较低的购买价格。

自制浆方面，公司拥有年产 259 万吨木浆的生产能力，近几年纸浆自给率达 70% 以上，其余木浆则通过进口或国内现货采购来补充。2010 年，公司生产自制浆 214.63 万吨，采购进口浆 55.8 万吨，进口木浆供应主要来自于美国、加拿大、智利、印尼等国家的大型供应商。

为提升纸浆自给率，公司一直注重加大对上游资源的控制力度，以降低纸浆等原材料价格波动对

自身生产经营的影响。2005 年公司中标国家发改委举行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，是迄今为止全国投资规模最大的林纸一体化项目。截至 2010 年末，公司在寿光、黄冈、湛江等地共征原料林地 240 万亩，已办理林权证面积 210 万亩，其中在湛江及周边地区的造纸原料林地建设面积已达到 81 万亩，且 2011 年起 10 万亩进入轮伐期。目前湛江 70 万吨阔叶木漂白硫酸盐浆项目已基本竣工，预计将于 2011 年 6 月正式投产。该项目投产后，公司自制浆规模进一步扩大，有助于降低对外购木浆的依赖，并在一定程度上摆脱上游资源对公司的制约，有效降低公司经营风险，对公司具有重大的战略意义。

总体看，公司自制浆生产能力很强，并具有较强的成本优势，加上湛江林纸一体化项目目前进展顺利，2011 年投产后，公司的原材料控制能力将得到增强，从而进一步提升公司综合实力和行业竞争力。

## 产品销售

受国际金融危机影响，公司纸品销售量在 2008 年有所下滑。近两年，随着下游市场需求恢复、造纸行业景气度回升，公司产销率恢复至较高水平（表 8）。2010 年，公司纸品销售量为 318.47 万吨，产销率为 97.31%。进入 2011 年，受春节季节性影响，一季度公司纸品销售量 74.27 万吨，纸品产销率略有下滑，但公司预计全年仍能维持较高水平。价格方面，随着行业需求的回升，行业库存量逐渐下降，公司 2009 年下半年开始逐步提高产品价格，2010 年产品销售均价明显上升。2011 年，虽然新闻纸、铜版纸供需面临一定调整压力，但我们预计公司整体纸产品价格仍以缓慢上涨为主基调。

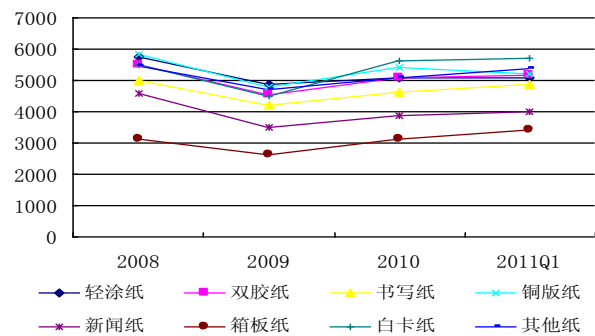
表 8：2008~2011.Q1 公司机制纸销售情况

	2008	2009	2010	2011.Q1
销售量（万吨）	276.40	319.15	318.47	74.27
产销率（%）	90.68	106.74	97.31	91.81

资料来源：公司提供

图 7：2008~2011.Q1 公司各类机制纸平均销售价格

单位：元/吨

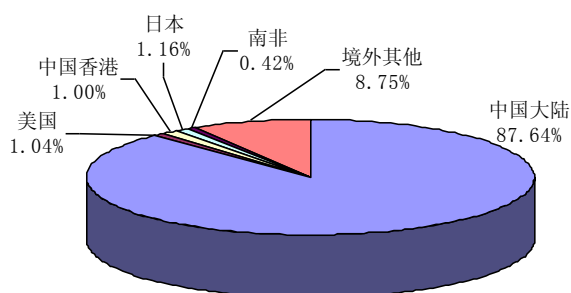


资料来源：公司提供

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。2010 年，公司内销业务实现销售收入 141.66 亿元，占比为 87.64%。同时，公司通过来料加工方式积极参与国际市场竞争。2010 年，公司实现海外销售收入 19.98 亿元，业务收入占比为 12.36%。受美国、欧盟对华铜版纸征收反补贴税和反倾销税的不利影响，预计公司对美国、欧盟的出口前景不容乐观。但整体来看，公司国际业务特别是对美国、欧盟的出口业务占比较小，预计“双反”征税对公司的经营影响有限。

图 8：2010 年公司分地区销售收入结构图



资料来源：公司定期报告

## 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%。2010 年公司共生产回收碱 19.77 万吨，吨回收碱含税成本为 904 元，经济效益良好。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。同时，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。2008~2010 年公司非机制纸业务与营业总收入比分别为 6.15%、5.38% 和 6.04%。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。2010 年，公司实现电力销售收入 4.45 亿元，占营业总收入 2.59%。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。2010 年，公司建筑材料业务实现销售收入 3.89 亿元，占营业总收入 2.26%。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 2000 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；对



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。

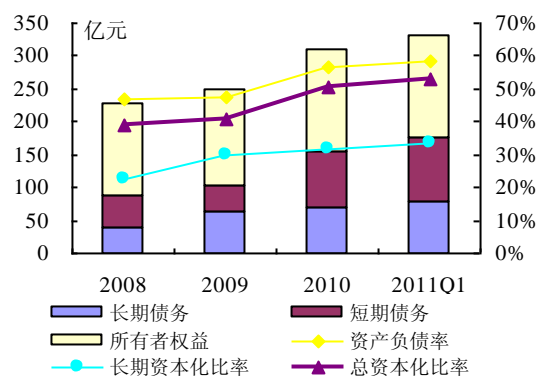
### 财务分析

以下分析基于公司提供的 2008~2010 年度财务报表和 2011 年一季度财务报表。公司 2008~2009 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 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。2011 年一季度财务报表未经审计。

### 资本结构

作为造纸行业领先企业，近几年公司不断进行固定资产投资以扩大经营规模，资产总额保持较快增长速度。2008~2010 年，公司总资产分别为 262.99 亿元、282.13 亿元和 350.77 亿元，分别同比增长 19.48%、7.28%、24.33%。其中，持续大规模的资本投入是公司 2010 年资产规模大幅上升的主要因素。截至 2011 年 3 月底，公司资产规模继续增加到 375.30 亿元，且仍有不断扩大趋势。

图 9：2008~2011.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告

从资金来源上看，债权融资构成公司的主要筹资渠道。2008~2010 年，公司总债务分别为 88.84 亿元、102.76 亿元和 156.62 亿元，总债务规模攀升。截至 2010 年底，公司资产负债率和总资本化比率分别为上升到 56.50% 和 50.65%，但从行业来看，公司债务结构仍处在较合理水平。截至 2011 年 3 月底，公司总债务为 175.76 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 58.68% 和 53.12%。考虑到机制纸等在建项目的后续投入，我们预计公司未来将面临一定资本支出压力，负债水平有上升势头。



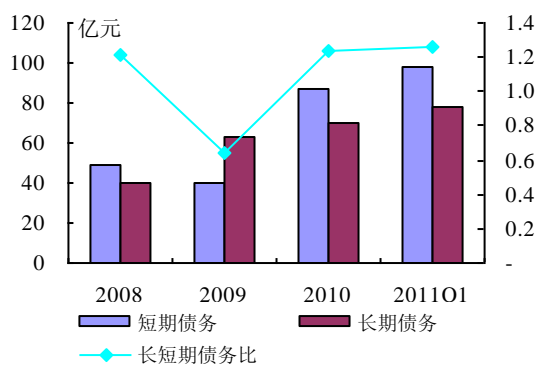
表 9：截至 2010 年末 A 股主要造纸企业资本结构对比  
单位：亿元

公司名称	资产总计	资产负债率	长期资本化率	总资本化率
博汇纸业	66.48	51.53%	29.40%	46.75%
岳阳纸业	168.48	62.10%	54.16%	69.46%
华泰股份	153.36	58.29%	29.39%	50.38%
太阳纸业	115.96	63.60%	27.26%	56.61%
晨鸣纸业	350.77	56.50%	31.48%	50.65%

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，2010 年公司发行短期融资券 33 亿元，发行中期票据 11 亿元，使得短期债务占比升高。截至 2010 年末，公司总债务为 156.62 亿元，短期债务和长期债务分别为 86.51 亿元和 70.11 亿元，短期债务/长期债务指标升至 1.23。2011 年一季度，公司仍对短期债务较为倚重，长短期债务比小幅升至 1.26。我们认为，公司债务结构存在进一步优化的空间，进而增强公司资金运用的稳定性并降低融资成本。

图 10：2008~2011.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告

根据公司本次发债计划，本次公司债券发行规模不超过 20 亿元，其中 16 亿元用于偿还银行借款，4 亿元用于补充营运资金，因此债务净增加为 4 亿元。若本次债券成功发行，按照公司 2011 年 3 月 31 日的财务数据进行静态保守测算，公司资产负债率及总资本化比率将分别为 59.11% 和 53.68%，公司杠杆水平仍较适中。

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，在行业中处于良好水平，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。

## 盈利能力

金融危机以后，随着国家宏观经济环境逐步改善，造纸行业明显好转。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。全年公司实现营业总收入 172.03 亿元，同比增加 15.58%。同期，公司营业毛利率上升至 20.46%，较上年提高 2.05 个百分点；净利润为 13.02 亿元，同比上升 36.45%，销售规模和盈利水平在同行业中处于前列。2011 年一季度，公司纸品销量、销售价格与上年同期变化不大，一季度共实现营业总收入 42.16 亿元，同比增长 7.62%；净利润 2.53 亿元，同比基本持平。受原材料价格波动影响，公司一季度营业毛利率小幅下降至 17.85%，但公司预计全年仍能保持较高毛利率水平。

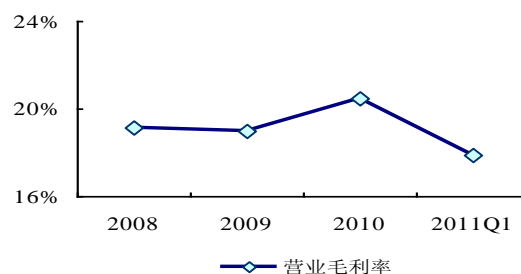
表 10：2010 年 A 股主要造纸企业盈利情况比较

单位：亿元

公司名称	营业总收入	净利润	营业毛利率
博汇纸业	46.06	1.91	16.3%
岳阳纸业	47.68	1.57	17.32%
华泰股份	71.18	0.91	11.58%
太阳纸业	80.37	7.53	19.42%
晨鸣纸业	172.03	13.02	20.46%

资料来源：各公司定期报告，中诚信证评整理

图 11：2008~2011.Q1 公司营业毛利率



资料来源：公司定期报告

期间费用方面，2010 年公司三费合计规模达 19.78 亿元，占营业总收入比重为 11.50%，较 2009 年略有下降。2011 年一季度，公司各项期间费用控制较好，波动较小，三费收入占比与 2010 年基本持平。

表 11: 2008~2011.Q1 公司期间费用分析

单位: 亿元

	2008	2009	2010	2011.Q1
销售费用	7.06	7.75	8.74	2.03
管理费用	5.61	7.26	8.71	2.35
财务费用	2.87	3.13	2.33	0.69
三费合计	15.54	18.14	19.78	5.07
三费收入占比	10.01%	12.19%	11.50%	12.03%

资料来源: 公司定期报告

整体上看, 目前行业景气度保持高位, 外部经营环境良好, 得益于公司的行业地位, 较强的规模优势和品种多样性, 公司整体毛利空间较大, 盈利能力相对较强。后期随着林浆纸一体化进程加快和新增高档纸品投产, 公司的收入规模和盈利能力有望进一步提高。

## 偿债能力

2010 年, 公司长期债务 70.11 亿元, 总债务 156.69 亿元, 长期债务占比为 44.77%。新项目投资导致公司债务规模迅速上升, 且增速超出自身利润积累速度, 公司 2008~2010 年总资本化比率为 38.79%、41.08%和 50.65%, 呈逐年上升趋势。

在偿债能力方面, 2010 年, 由于利息支出的下降公司 EBITDA 利息倍数为 8.22, 表明 EBITDA 偿付利息的能力有所增强。但同期由于支付的税金较上年增加 4.66 亿元, 且受原料价格上涨影响, 公司 2010 年购买商品支付的货款大幅增加, 导致公司经营活动净现金流规模减小, 经营活动净现金流对利息、总债务的覆盖能力有所下降。未来几年, 公司固定资产投资的增加可能将带来总债务规模的攀升, 但考虑到后期公司主营业务收入和盈利能力不断提高, 经营活动净现金流将随经营规模扩大而增加, EBITDA 及经营活动净现金流对利息支出及总债务的保障不会因债务规模扩大而明显削弱, 公司偿债能力有望保持相对稳定。

表 12: 2008~2011.Q1 公司长期偿债能力指标

项目	2008	2009	2010	2011.Q1
长期债务(亿元)	40.19	62.77	70.11	77.92
总债务(亿元)	88.84	102.76	156.62	175.70
资产负债率(%)	46.68	47.77	56.50	58.68
长期资本化比率(%)	22.28	29.87	31.48	33.44
总资本化比率(%)	38.79	41.08	50.65	53.12
EBITDA 利息倍数(X)	6.53	6.97	8.22	--
总债务/EBITDA(X)	2.80	3.66	5.13	--
经营活动净现金流/总债务(X)	0.22	0.16	0.05	0.05
经营现金流利息倍数(X)	3.97	4.06	2.29	--

资料来源: 公司定期报告

在或有事项方面, 截至 2010 年底, 公司无对外担保, 对内担保余额 39.04 亿元, 占归属于母公司所有者权益的 28.84%, 担保对象经营正常, 代偿风险不大。

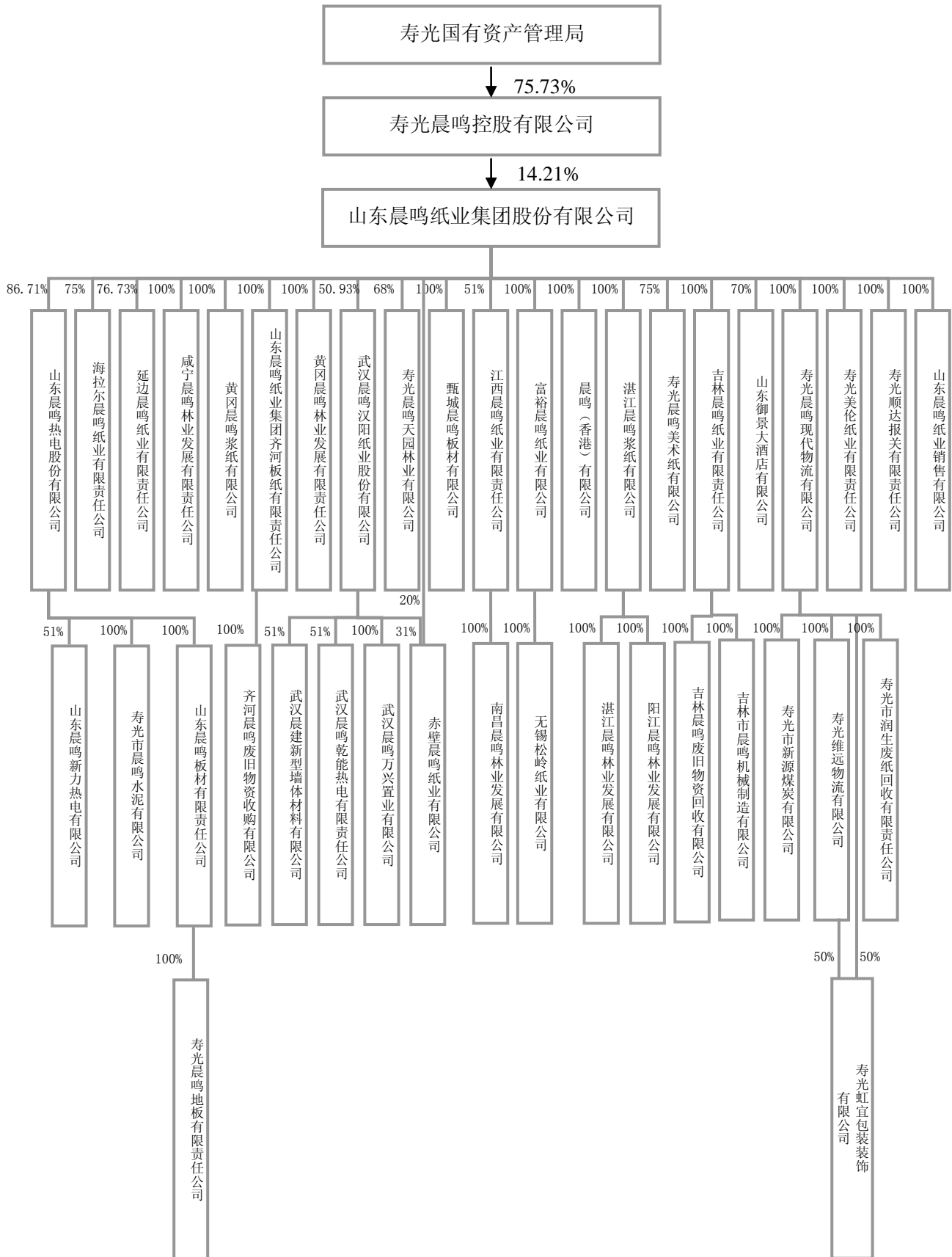
财务弹性方面, 公司已在 A 股、B 股和 H 股三个证券市场发行上市, 具有十分畅通的融资渠道。此外, 截至 2011 年 3 月底, 公司共获得 377.63 亿元综合授信, 其中尚未使用的授信额度 249.67 亿元, 对公司资金需求和债务偿还有很强的保障作用。

总体看, 公司近几年新建产能使得债务规模呈现较快上升趋势, 资本结构有所弱化, 但在行业中仍处在合理水平。作为国内造纸行业领先企业, 公司盈利能力较强。随着新建项目 2011~2012 年陆续达产, 公司将实现规模有效扩张和盈利持续增长, 其后续资本实力和偿债能力将进一步得到增强。同时我们仍将关注后续在建项目较大的资本需求对公司运营的影响。

## 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。

附一：山东晨鸣纸业集团股份有限公司股权结构图（2011年3月31日）



## 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)	2008	2009	2010	2011.Q1
货币资金	285,341.81	289,292.32	195,185.49	172,524.85
应收账款净额	175,240.93	152,899.15	212,257.88	231,695.99
存货净额	339,779.29	222,657.95	304,707.82	369,612.45
流动资产	972,803.92	1,054,093.30	1,158,446.29	1,257,464.35
长期投资	9,267.38	8,098.47	6,720.19	6,033.94
固定资产合计	1,471,506.56	1,559,689.16	2,089,504.02	2,233,000.20
总资产	2,629,949.57	2,821,308.49	3,507,713.21	3,752,982.67
短期债务	486,477.12	399,948.99	865,064.04	977,799.26
长期债务	401,925.08	627,690.86	701,111.21	779,216.28
总债务（短期债务+长期债务）	888,402.20	1,027,639.85	1,566,175.24	1,757,015.53
总负债	1,227,772.11	1,347,602.41	1,981,693.31	2,202,208.94
所有者权益（含少数股东权益）	1,402,177.47	1,473,706.08	1,526,019.90	1,550,773.73
营业总收入	1,552,959.34	1,488,462.93	1,720,312.30	421,577.90
三费前利润	296,024.87	281,094.47	349,000.41	73,480.90
投资收益	-2,308.18	-1,568.91	-1,376.28	-686.25
净利润	125,954.15	95,391.14	130,165.81	25,256.68
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	317,825.37	281,087.34	305,397.28	--
经营活动产生现金净流量	193,414.08	163,903.43	85,032.89	23,506.89
投资活动产生现金净流量	-150,385.05	-213,444.63	-638,467.84	-162,714.05
筹资活动产生现金净流量	166,106.68	17,763.08	503,184.53	79,784.59
现金及现金等价物净增加额	207,375.27	-32,024.50	-51,209.82	-59,679.24
财务指标	2008	2009	2010	2011.Q1
营业毛利率（%）	19.14	18.99	20.46	17.85
所有者权益收益率（%）	8.98	6.47	8.53	6.51
EBITDA/营业总收入（%）	20.47	18.88	17.75	--
速动比率（X）	0.77	1.18	0.67	0.63
经营活动净现金/总债务（X）	0.22	0.16	0.05	0.05
经营活动净现金/短期债务（X）	0.40	0.41	0.10	0.10
经营活动净现金/利息支出（X）	3.97	4.06	2.29	--
EBITDA 利息倍数（X）	6.53	6.97	8.22	--
总债务/EBITDA（X）	2.80	3.66	5.13	--
资产负债率（%）	46.68	47.77	56.50	58.68
总债务/总资本（%）	38.79	41.08	50.65	53.12
长期资本化比率（%）	22.28	29.87	31.48	33.44

注：1、晨鸣纸业 2011 年一季度所有者权益收益率、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 2011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年度报告公布后一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](http://www.ccxr.com.cn)）予以公告。