



信用等级通知书

信评委函字[2018]G098-X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拟发行的“山东晨鸣纸业集团股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一八年三月二日

山东晨鸣纸业集团股份有限公司 2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

债券级别	AA ⁺
主体级别	AA ⁺
评级展望	稳定
发行主体	山东晨鸣纸业集团股份有限公司
发行规模	本期债券发行金额不超过 28 亿元（含 28 亿元），其中基础发行规模为 5 亿元，可超额配售不超过 23 亿元（含 23 亿元）
债券期限	本期债券期限为 5 年期，附第 2 年和第 4 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权
债券利率	本期债券的票面利率将根据簿记建档结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致确定
付息方式	本期债券按年付息、到期一次还本。即利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付
资金用途	本期债券募集资金拟用于置换银行贷款

概况数据

晨鸣纸业	2014	2015	2016	2017.Q3
所有者权益（亿元）	143.48	172.59	225.65	269.95
总资产（亿元）	568.22	779.62	822.85	987.89
总债务（亿元）	359.09	540.05	518.71	636.52
营业总收入（亿元）	191.02	202.42	229.07	219.29
营业毛利率（%）	19.78	27.06	31.08	33.26
EBITDA（亿元）	33.59	45.43	59.80	59.82
所有者权益收益率（%）	3.16	5.67	8.96	13.46
资产负债率（%）	74.75	77.86	72.58	72.67
总债务/EBITDA（X）	10.69	11.89	8.67	7.98
EBITDA 利息倍数（X）	2.18	2.38	2.76	3.71

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2017 年前三季度所有者权益收益率、总债务/EBITDA 指标经年化处理。

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 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 AA⁺，该级别反映了本期债券的信用质量很高，信用风险很低。

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”）主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，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。中诚信证评肯定了公司拥有显著的规模优势和行业地位，林浆纸一体化程度较高，融资租赁业务快速发展以及融资渠道通畅等正面因素对公司及本期债券信用水平的支撑作用。同时中诚信证评也关注到公司短期债务压力加大，以及面临的融资租赁业务风险、环保风险、汇率风险等因素可能对公司及本期债券信用状况造成的影响。

正 面

- 显著的规模优势和行业地位。公司是我国造纸行业龙头企业，目前已形成年产浆、纸超过 900 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，规模优势明显。
- 林浆纸一体化程度较高。公司稳步推进林浆纸一体化项目建设，截至 2017 年 9 月末自制浆产能为 332.40 万吨/年，当期自制浆产量 209.49 万吨，自给率 69.16%。自制浆产能扩张有助于公司增强上游原料的控制力和降低生产成本。
- 融资租赁业务推动公司收入和利润的增长。2016 年以来公司融资租赁业务快速发展，当年融资租赁业务实现收入 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%，融资租赁业务成为公司新的利润增长点。
- 融资渠道通畅。作为同时在 A 股、B 股和 H 股

上市的企业，公司融资渠道通畅。2016 年公司完成三期非公优先股发行，募资净额 44.78 亿元。此外，截至 2017 年 9 月末，公司获得商业银行授信额度 742.08 亿元，未使用额度 309.11 亿元，备用流动性较充足。

分析师

徐晓东 xdxu@ccxr.com.cn

徐晓东

周飞 fzhou@ccxr.com.cn

周飞

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2018 年 3 月 2 日

关注

- 债务结构有待优化。随着公司机制纸项目进度的推进及融资租赁业务的快速发展，外部融资需求旺盛，近年财务杠杆水平持续维持高位。截至 2017 年 9 月末，公司资产负债率 72.67%，总债务 636.52 亿元，长短期债务比达 3.38 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较快，行业集中程度高，且展业时间较短，部分风险短期内未能得以充分暴露，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引致的投资资金压力，中诚信证评对此予以持续关注。
- 汇率风险。公司拥有大量美元等外币借款，且原材料进口、产品出口等业务均面临一定的汇率波动风险。由于人民币汇率波动影响，2014~2016 年和 2017 年 1~9 月公司发生汇兑损失 0.26 亿元、1.51 亿元、0.22 亿元和 1.59 亿元，需关注汇率波动对公司盈利带来的负面影响。

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。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，并按照相关法律、法规对外公布。

概 况

发债主体概况

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”）前身为成立于 1958 年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设立。1997 年 4 月 30 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（A 股），并在深圳证券交易所上市交易。2008 年 6 月 18 日，公司股票在香港联交所主板（H 股）挂牌交易。2013 年至 2014 年上半年，公司分别回购了 0.87 亿股 B 股股份和 0.39 亿股 H 股股份，截至 2014 年末总股本 19.36 亿股。2014 年末至 2017 年 9 月末，公司总股本未发生变动，公司总股本仍为 19.36 亿股。公司股权结构较为分散，截至 2017 年 9 月末，控股股东寿光晨鸣控股有限公司（以下简称“晨鸣控股”）直接持有公司 15.13% 的股份，并通过其全资子公司晨鸣控股（香港）有限公司持有公司 11.75% 的股份；寿光市国有资产监督管理委员会通过其全资子公司山东寿光金鑫投资发展控股集团有限公司持有晨鸣控股 45.21% 的股份，为公司实际控制人。

公司是中国造纸行业龙头企业，目前主要从事各类机制纸产品的生产销售，拥有年产浆、纸超过 900 万吨的生产能力。此外，公司还从事融资租赁、电力及热力等其他业务。2016 年公司实现主营业务收入 227.60 亿元，其中机制纸和融资租赁业务收入占比分别为 85.84% 和 10.28%；2017 年 1~9 月实现主营业务收入 215.51 亿元，两类业务收入占比分别为 89.41% 和 7.98%。截至 2017 年 9 月末，公司拥有全资及控股子公司 54 家。

截至 2016 年末，公司资产总额为 822.85 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 225.65 亿元，资产负债率为 72.58%；2016 年公司实现营业总收入 229.07 亿元，净利润 20.23 亿元，经营活动净现金流 21.53 亿元。

截至 2017 年 9 月末，公司资产总额为 987.89 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 269.95

亿元，资产负债率为 72.67%；2017 年 1~9 月公司实现营业总收入 219.29 亿元，净利润 27.24 亿元，经营活动净现金流-16.13 亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
债券名称	山东晨鸣纸业集团股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）
发行总额	本期债券发行金额不超过 28 亿元（含 28 亿元），其中基础发行规模为 5 亿元，可超额配售不超过 23 亿元（含 23 亿元）
债券期限	本期债券期限为 5 年期，附第 2 年和第 4 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权
票面金额和发行价格	本期债券面值为 100 元，按面值平价发行
债券利率	本期债券的票面利率将根据簿记建档结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致确定
偿还方式	本期债券按年付息、到期一次还本。即利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付
募集资金用途	本期债券募集资金拟用于置换银行贷款

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

造纸

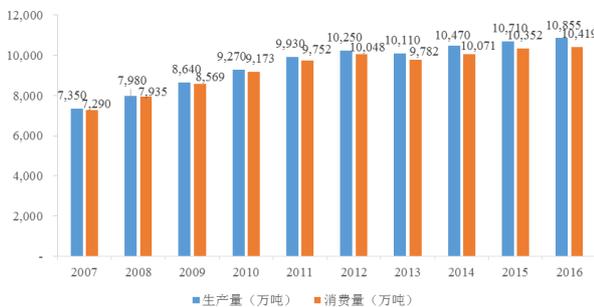
造纸行业概况

造纸行业作为我国的基础原材料工业，根据生产工艺和产品用途的不同，造纸行业可细分为新闻纸、涂布印刷纸、未涂布印刷书写纸、生活用纸、包装用纸、箱板纸、白纸板、瓦楞原纸和特种纸及纸板等多个子行业。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；造纸行业的原料需求较多、设备投资较大，产业链较长，涉及到林业、农业、化工、出版、包装、印刷、机械制造、环保等诸多产业，是技术、资金、资源、能源相对密集的一个行业。

在近二十年经济持续高增长的带动下，中国造纸行业保持了较快的发展速度，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

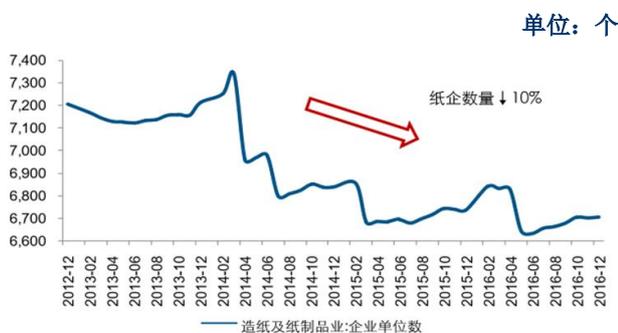
其位于制造业产业链的中后端，行业景气度与宏观经济周期的波动较为同步。在经济增长加快时，受产能限制短时期内供应量不能相应增加，造纸企业销售量和产品价格相应上升；在价格上涨时期，较高的盈利刺激了造纸企业投资热情，造纸行业产能相应上升；随着新增产能的增加，产品供给增加，将会带动纸品价格下降，行业又进入周期性低谷。而在宏观经济持续低迷的情况下，行业产能过剩，造纸企业盈利空间被大幅压缩、整体运营压力上升，行业综合治理、兼并重组整合加剧，落后产能和抗风险能力差的小企业被不断挤出。另外，由于行业内各企业在原材料、生产设备和工艺等方面差别不明显，产品同质化严重，产能持续扩张，行业竞争较为激烈。目前我国造纸行业相对分散，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，造纸行业仍面临一定经营压力，但随着供给侧改革和环保趋严，造纸行业供需格局持续改善，行业景气度整体呈现触底复苏态势。

图1：2007~2016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



资料来源：公开资料，中诚信证评整理

供需方面，2014年造纸行业去产能就已开始，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年全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年全国纸及纸板消费量1.04亿吨，同比增长0.65%，产量1.09亿吨，同比增长1.35%，供给过剩状况逐步好转。2007~2016年，全国纸及纸板生产量年均增长4.43%，消费量年均增长4.05%。

从行业收入和利润情况来看，我国造纸行业在2010年达到行业景气高点，当年收入和利润增速同比分别大幅增长30.27%和42.03%。之后，行业的高盈利吸引众多中小产能进入，行业进入产能过剩时期，供需失衡显著加剧，行业收入和利润增速逐年下降。2014年造纸行业触底，当年出现近十年来首次利润负增长情况（同比下降1.44%），之后行业进入洗牌期，在政府政策主导和市场竞争双重作用下中小产能逐步退出。2015年造纸行业利润恢复正增长（6.20%），2016年行业实现收入和利润分别为14,687.4亿元和844.1亿元，同比分别增长6.50%和16.10%，利润增速自2013年之后再回两位数区间，行业拐点进一步确立。2017年上半年，造纸行业发展平稳，实现收入和净利润分别为7,733.0亿元和471.1亿元，同比增长13.80%和41.30%，受益于产品价格的快速上涨，行业利润增速回升明显。

图3：2010~2017.H1 造纸及纸制品业收入和利润情况



资料来源：WIND，中诚信证评整理

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。

目前国内造纸行业供需情况有所改善，但仍存在结构性产能过剩情况。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，且顺应了现代化的消费观念和趋势，比如装饰原纸等，下游需求波动就相对较小，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。

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。2016年以来造纸行业供需格局持续改善，行业景气度整体呈现触底复苏态势，未来随着落后产能淘汰和企业重组力度不断加大，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。

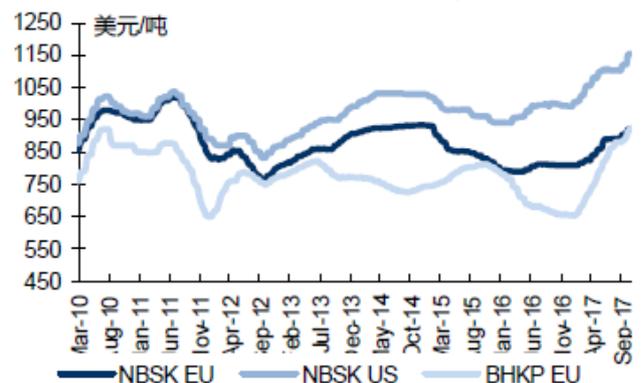
造纸行业原料供应

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。

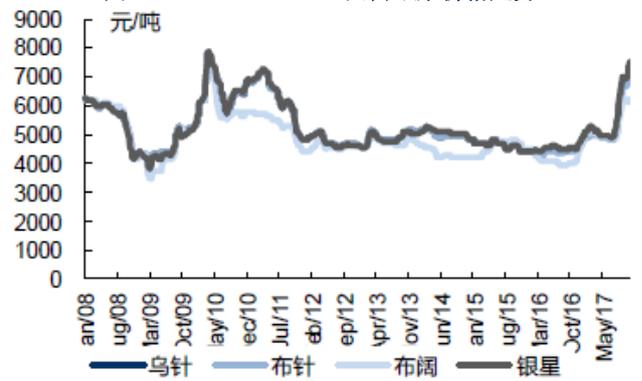
纸浆价格方面，2016 年上半年进口浆延续上年趋势呈现下跌和低位徘徊，下半年印尼 APP 金光 200 万吨阔叶浆新增产能仅投放 100 万吨且主要自用，对应市场未新增投放产能，而市场此前预期当年木浆新增产能较多，纸厂备货少，年底现货市场原料补库增加，加之人民币贬值外盘领涨，11 月开始进口浆价格迅速上涨；国内纸浆价格与国际市场保持联动，但波动幅度相对较小。2017 年下半年巴西鹦鹉 200 万吨阔叶浆和欧洲芬堡 70 万吨针叶浆产能预期将投产释放，产能提升或将对 2017 年木浆价格带来一定影响。

图 4：2010.3~2017.10 国际纸浆价格走势



资料来源：纸业联讯，中诚信证评整理

图 5：2008.1~2017.10 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

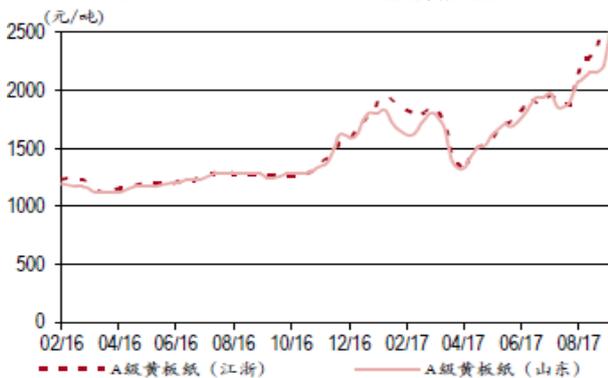
OCC#11 从 2016 年初的 175 美元/吨持续上涨至 2017 年 2 月的 295 美元/吨；受美废带动，国废亦经历快速上涨，吉安集团废黄板纸采购价从 2016 年初 1,200 元/吨上涨至最高点 2017 年 1 月中旬 2,050 元/吨。2017 年 3~4 月随着包装纸消费淡季，以及下游箱板纸纸厂需求减弱，纸厂原纸库存不断增加，期间废纸价格大幅回落，但 5 月起国内废纸价格快速反弹，近期仍保持上涨趋势。由于废纸等原材料与产品价格并不同步，往往存在着一定的时间差，使得原材料价格波动的压力无法及时传导至下游行业，因此原材料价格的波动将对造纸企业的盈利水平和现金流产生较大影响。

图 6：2009.4~2017.10 美废价格走势



资料来源：纸业联讯，中诚信证评整理

图 7：2016.2~2017.10 国废价格走势



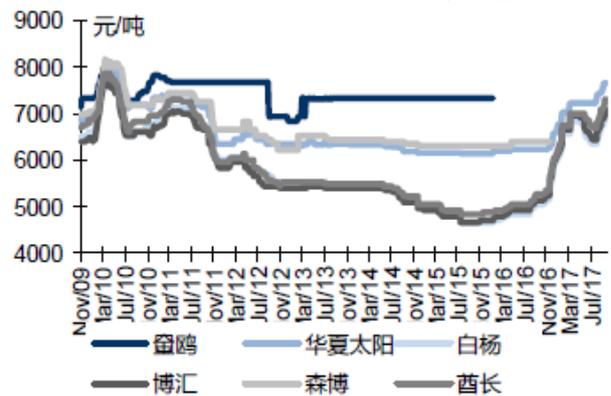
资料来源：纸业联讯，中诚信证评整理

造纸行业产品价格

造纸行业各细分产品用途各异，市场关联度较低，子行业需求波动不尽相同。不同纸产品价格受需求影响差异较大，箱板纸、白卡纸和瓦楞纸等包装类用纸主要受服装、鞋帽、医药、烟草等消费品消费影响；铜版纸主要受高档杂志、画册、广告宣传消费影响；新闻纸、双胶纸和轻涂纸等文化类用纸主要受报刊、书籍、杂志等用纸量的影响。随着我国造纸企业产能集中释放，2011年以来主要纸产

品价格均有所下跌，并且，2013年以来主要的纸产品价格依然在低位徘徊，2015年国内经济持续疲弱，主要纸品价格继续下降。但淘汰落后产能以及日趋严格的环保政策将使部分中小企业退出市场，从而在一定程度上缓解新增产能对行业供给造成的压力。

图 8：2009.11~2017.10 白卡纸价格走势



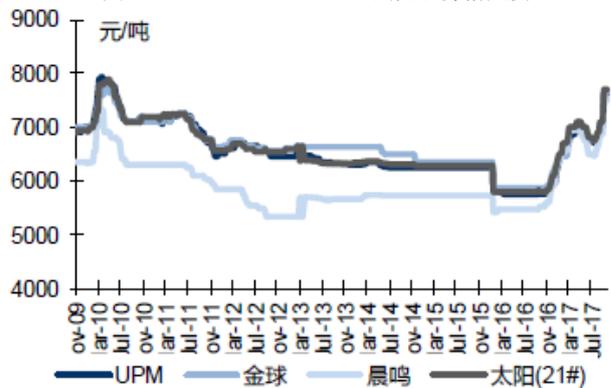
资料来源：纸业联讯，中诚信证评整理

图 9：2008.11~2017.10 铜版纸价格走势



资料来源：纸业联讯，中诚信证评整理

图 10：2009.11~2017.10 双胶纸价格走势



资料来源：纸业联讯，中诚信证评整理

2016年以来，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，未来随着环保政策趋严和公路运输成本上升，将为纸品提供进一步提价空间。

造纸行业关注

环保政策

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。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。

表 2：2015 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
2015.1.1	新《环保法》正式实施	对违法行为实施按日计罚；对超标、超总量行为实施限产、停产整治；对未批先建、无证排污、违法排污等行为责任人处以拘留；构成环境犯罪的追究其刑事责任。
2015.4.16	《水污染防治行动计划》（水十条）	2016 年底前取缔重污染的小型造纸厂等“十小”企业，“十小”即小型造纸、制革、印染、染料、炼焦、炼硫、炼砷、炼油、电镀、农药等严重污染水环境的生产项目。
2015.5.26	《高耗水工艺、技术和装备淘汰目录（第一批）》	涉及三项制浆造纸工艺和设备 2017 年底之前全部淘汰。
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，取消了原先对造成大气污染事故企事业单位罚款“最高不超过 50 万元”的封顶限额。
2016.12.13	《关于实施工业污染源全面达标排放计划的通知》	要求到 2017 年底，钢铁、火电、水泥、煤炭、造纸、印染、污水处理厂、垃圾焚烧厂等 8 个行业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，预计年征收收入 500 亿元；多排多征，少排有税收优惠。

2017.1.5	《关于开展火电、造纸行业和京津冀试点城市高架源排污许可管理工作的通知》	在 2017 年 6 月 30 日前，完成全国火电和造纸行业企业排污许可证申请与核发，试点北京市、保定市、廊坊市的钢铁、水泥高市高架源排污架源排污许可证申请与核发。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。完善固体废物进口管理制度，分行业分种类制定禁止固体废物进口的时间表，分批分类调整进口管理目录，综合运用法律、经济、行政手段，大幅减少进口种类和数量；要加强固体废物回收利用管理，发展循环经济。2017 年 7 月 20 日，中国正式照会世界贸易组织（WTO），中国将不再接受废弃塑料、废纸、废弃炉渣、废弃纺织品和废弃矿渣等进口。
2017.4.19	《关于禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》	
2017.5.15	《关于进一步加快火电和造纸行业排污许可证核发工作的通知》	对火电和造纸行业的许可制改革工作作出部署，并将启动调度及考核机制，加快核发进度、确保核发质量、加强工作调度。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

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。

行业整合

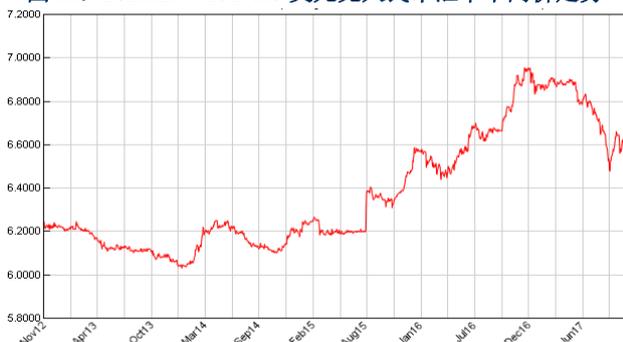
近年来，通过新建、收购重组等方式，我国大型造纸企业新增产能不断增长，从 2012 年下半年造纸行业景气度下滑开始，到 2016 年年中，几乎所有纸种均出现了产能过剩的情况。但在环保政策日趋严格下，多个环节成本均有所上升，倒逼中小企业关停退出造成行业总产能不可逆的下降，供给端淘汰落后产能持续进行，造纸行业集中度不断提高。根据中国造纸协会的统计数据，2015 年，我国前十大造纸企业共生产机制纸 3,927 万吨，占我国造纸总产量的 36.67%。从全国造纸企业的数量来看，近年来我国造纸及纸制品企业数量持续减少，2014~2016 年末，我国分别拥有造纸及纸制品企业 6,839 家、6,737 家和 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%。

人民币汇率

自从2005年7月人民币汇率形成机制改革以来，中国一直按照主动性、可控性和渐进性的原则稳步实施有管理的浮动汇率制度。2011~2013年人民币兑美元汇率一直处于上升趋势，2011年以来人民币兑美元以约每年2%的涨幅稳步上升，2013年全年人民币兑美元累计升值3.09%。值得关注的是，2014年以来人民币持续贬值，双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强；2014年末，人民币兑美元汇率中间价为6.1190，累计下跌221个基点，下跌幅度为0.36%；2015年人民币兑美元汇率整体维持弱势，继2014年首度全年小幅走贬后再度下跌，并在811汇改后双向波动进一步增强，跌幅显著扩大。2016年以来，人民币兑美元汇率在1月份曾出现阶段性下行，而后数月涨跌互现。10~12月上中旬，受美联储加息预期上行等因素刺激，人民币兑美元再度出现一波下行行情；12月下旬，随着美联储加息落地，人民币兑美元汇率中间价波动性收窄。截至2016年末，人民币兑美元汇率中间价为6.9370，较2015年末6.4936累计下跌4,434个基点，跌幅为6.83%。2017年上半年，美元指数震荡贬值，境外人民币流动性显著收紧，加之5月26日央行调整中间价定价机制引入逆周期调节因子，人民币进入升值通道。人民币汇率波动对于原料主要依赖进口的造纸行业将造成较大的影响。

图 11：2012.11~2017.10 美元兑人民币汇率中间价走势



资料来源：WIND，中诚信证评整理

总体来看，未来人民币汇率的双向波动一方面

对国内造纸企业的价格风险控制和市场预判能力提出了更高的要求，套期保值操作风险加大；另一方面也可能就此对造纸企业的全球布局产生影响，其或将加大对自由贸易口岸的网络布局，减少结售汇等中间环节，在一定程度上规避汇率风险。中诚信证评将持续关注汇率变化对造纸企业未来经营的影响。

综上，随着供给侧改革持续推进以及环保整治，2016年以来国内造纸行业供需格局持续改善，行业景气度整体呈现触底复苏态势，各大纸种价格处于上升通道。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，规模效应明显、产业链较为完整的大型造纸企业将面临较好的发展机遇。

融资租赁

融资租赁行业发展现状

20世纪80年代初，融资租赁服务被引入中国，开始提供资金用于进口先进设备及技术。1981年，中国第一家融资租赁公司——中国东方租赁有限公司成立。20世纪90年代，为加快利用租赁方式引进外资，我国实施了如允许租赁设备加速折旧、允许租金在人民币和外币间兑换、对中外合资租赁公司不设外汇额度限制、允许企业借外汇还外汇等优惠措施，有效地促进了融资租赁业的发展。但此后，由于最高人民法院“国家机关不能担任融资租赁保证人”的政策，使得此前以地方政府和行业主管部门为担保的融资租赁项目合同无法履行，租赁公司形成了巨额呆坏账，加之多头监管、行业法律环境不完善等因素导致租赁业的发展陷入困境。至20世纪90年代末期，中国40家中外合资租赁公司中只有10家公司正常经营，其余大部分已停止开展新业务。自2002年开始，随着国家出台相关租赁业的监管条例和会计准则，融资租赁业的外部环境得到一定程度改善，行业逐渐走向规范、健康发展的轨道。

从行业发展规模看，相关统计数据显示，截至2016年末，国内融资租赁企业数量共约7,120家，较2015年末增加2,612家，增长57.94%。其中，金融租赁公司59家，增加12家；内资租赁公司204家，增加7家；外商租赁公司增加较多，达到6,857

家，增加 2,593 家。融资租赁企业数量快速增加的主要原因是 2011 年《外商投资产业指导目录（2011 年修订）》政策的发布，将外商投资金融租赁公司从限制类调整为允许类。

表 3：截至 2016 年末我国融资租赁公司数量及占比

单位：个、%

企业类型	数量	比例	监管机构
外资租赁公司	6,857	96.31	商务部
金融租赁公司	59	0.83	银监会
内资试点企业	204	2.87	银监会

资料来源：中国租赁联盟、天津渤海融资租赁研究院，中诚信证评整理

从业务发展情况看，截至 2016 年末，全国融资租赁合同余额约为 5.33 万亿元，较上年底 4.44 万亿元增加 0.89 万亿元，增长幅度为 20.05%，增速略有下降。其中，金融租赁合同余额约 20,400 亿元，较上年底的 17,300 亿元增加 3,100 亿元，增长 17.92%，业务总量约占全行业的 38.27%；内资租赁合同余额约 16,200 亿元，较上年底的 13,000 亿元增加 3,200 亿元，增长 24.62%，业务总量约占全行业的 30.39%；外资租赁合同余额约 16,700 亿元，较上年底的 14,100 亿元增加 2,600 亿元，增长 18.44%，业务总量约占全行业的 31.33%。

表 4：截至 2016 年末我国融资租赁业务概况

单位：亿元、%

企业类型	业务总量	同比增长	占比
外资租赁公司	16,700	18.44	31.33
金融租赁公司	20,400	17.92	38.27
内资试点企业	16,200	24.62	30.39
合计	53,300	20.05	100.00

资料来源：中国租赁联盟、天津渤海融资租赁研究院，中诚信证评整理

从资本金规模来看，截至 2016 年末，全行业注册资金达到 25,567 亿元，较上年末的 15,165 亿元增加 10,402 亿元，增幅为 68.59%。其中金融租赁板块的注册资金达到 1,686 亿元，较上年末增加 328 亿元；内资租赁板块的注册资金达到 1,418 亿元，较上年末增加 391 亿元；外资租赁板块的注册资金达到 22,463 亿元，较上年末增加 9,683 亿元。

尽管近几年中国融资租赁业的整体发展环境有所改善，行业机构数量、业务规模都出现快速增长，但是影响租赁业发展的三大市场瓶颈并没有得

到根本解决，融资租赁市场渗透率仍处于较低水平。首先，资金来源方面，目前国内融资租赁企业的筹资渠道主要有银行借款、租赁资产证券化等方式，贷款仍是租赁公司最主要的融资途径，因而借贷成本直接影响到租赁公司的盈利水平，如何扩大筹资渠道和控制资金成本成为限制业内企业发展的主要因素；其次，风险控制方面，受行业人才的缺乏、行业法律制度尚不完善以及社会诚信体系的不健全等因素影响，业内多数企业的风险控制能力不足。长期以来租金回收风险过高，阻碍了银行和资金实力雄厚的企业进入融资租赁行业的步伐；此外，退出机制方面，国内尚缺乏专业的二手设备交易管理机构，退出机制仍不健全。

随着融资租赁市场的逐步成熟，融资租赁新增额与当年的固定资产投资的相关性正在不断增强。中国租赁行业的渗透率（融资租赁新增额/固定资产投资完成额）由 2010 年的 2.52% 提高到 2015 年的 6.24%。目前发达国家的渗透率普遍在 10% 以上，中国作为全球第二大经济体，无论从国际横向比较，还是从自身经济增速考量，融资租赁业仍有巨大的发展空间。预计到 2020 年，中国整个租赁产业的规模将突破 10 万亿元，复合增长率在 30% 左右，租赁行业渗透率有望突破 10%。在北京、上海、天津、深圳、杭州、厦门等发展较快的城市，融资租赁业将如同欧美等经济发达国家一样，成为银行信贷和证券融资的一个重要补充，一个科学、稳定的资金供应体系将开始形成。

中诚信证评认为，未来几年，借助于较强的股东背景，银行系、厂商系租赁公司仍将保持较快发展态势。在独立机构类企业间，竞争将进一步加剧，行业并购重组力度加大，部分独立机构类租赁公司凭借其在细分领域的龙头地位或涉足资本市场，仍将保持行业领先地位，而部分规模较小的独立机构类租赁公司则可能在市场竞争中因缺乏优势而被淘汰。整体来看，银行金融系、产业厂商系、独立机构类三种租赁公司并存的格局将长期存在。

融资租赁行业格局

近年来跨国公司和国内主流企业、金融机构纷纷介入融资租赁业，银行、厂商、独立机构类融资

租赁公司均有很大发展，它们发挥各自优势，涉足不同的细分市场。目前国内融资租赁的业务领域十分广泛，涉及民航、海运、工程机械、机床、印刷、医疗、汽车、基础设施建设等众多领域，融资租赁服务体系已初步形成。

银行金融系、产业厂商系、独立机构类三种租赁公司所重点涉足的领域区别较大，银行金融系重点涉足航空、航运等对资本规模要求较大的行业；

产业厂商系由于其供应商背景则重点涉足专业工程机械、汽车等领域；独立机构类涉足领域则相对较广，主要集中在印刷、医疗、机床等单体金额较小的行业。通过对比可见，独立机构类租赁公司面对的客户群更加广泛，业务拓展空间更大。但同时，由于其针对的目标客户集中在中小企业，因而对其风险控制和资产管理能力也提出了更高的要求。

表 5：中国融资租赁业务各类型公司比较

类别	主要公司	重点涉足领域	竞争优势	竞争劣势
银行金融类	国银、建信、民生、工银、交银、招银、华融等	航空、航运、工程机械等	资金实力雄厚；目标客户为高端客户；具备风险管理和租后成本管理优势	人才储备不足、专业管理经验缺乏
产业厂商系	卡特彼勒、惠普、IBM、中联、柳工和徐工等	工程机械、汽车、医疗等	具备标的资产的成本、售后管理、营销体系、资产余值定价优势和很强的设备处置能力；产品专业能力强	经营产品单一，目标客户单一，不易分散风险，客户的特定配套需求难以满足
独立机构类	美联信、远东、长江、万象、仲利、日新、环球、中铁、中航等	印刷、医疗、机床、教育设备	业务开展灵活；具备较强的专业能力；全面的营销方式；人才储备优势；全面服务能力	融资能力弱，资金成本劣势、产品供应及获取成本劣势

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

就独立机构类租赁公司而言，其在资金规模和资金成本方面相较于银行金融系企业处于劣势；在对租赁物件的定价及设备回收变现的专业性方面也弱于厂商系企业，但目前独立机构类租赁公司仍占据业内主导地位，并涌现出如远东、美联信、日新等行业领先企业。究其原因，一方面其业务开展较为灵活，能更好地满足客户的多种需求，通过对所涉足行业的深入研究为客户提供全方位的服务，具备全面的服务能力；另一方面，涉足行业比较广泛，可有效分散经营风险；此外，具备专业的业务人才和较强的风险控制能力。不过，受制于资金瓶颈的制约，独立机构类租赁公司大多规模偏小，若要做大做强，必须解决如何拓宽融资渠道及降低成本的问题。目前，国内独立机构类租赁公司的发展趋势主要有三个方面：一是与银行合资解决筹资问题，如国开行入股深圳金融租赁公司；二是与专业厂商合资以便于降低经营成本，如中国通用技术（集团）控股有限责任公司收购中国环球租赁有限公司；三是独立面向资本市场融资，如国外的 CIT。

中诚信证评认为，未来几年，借助于较强的股东背景，银行系、厂商系租赁公司仍将保持较快发展态势。在独立机构类企业间，竞争将进一步加剧，行业并购重组力度加大，部分独立机构类租赁公司

凭借其在细分领域的龙头地位或涉足资本市场，仍将保持行业领先地位，而部分规模较小的独立机构类租赁公司则可能在市场竞争中因缺乏优势而被淘汰。整体来看，银行金融系、产业厂商系、独立机构类三种租赁公司并存的格局将长期存在。

融资租赁行业政策

近年来，国家从融资租赁的交易规则、会计准则、行业监管和税收政策等方面陆续制定了一系列促进租赁业发展的法律、法规和相关政策。

表 6: 我国融资租赁行业主要法规和政策

时间	法规、政策	内容
1996	《关于审理融资租赁合同纠纷案件若干问题的规定》	以司法解释的形式弥补了立法不足的空白，解决了租赁业当时面临的诉讼难的状况
1999.3	《中华人民共和国合同法》	赋予融资租赁以独立的法律地位，从根本上改善了融资租赁的法律环境，提高了融资租赁的认知度
2000.6	《金融租赁公司管理办法》(2007年修订)	对金融租赁公司的设立、审批、业务范围、监管等做了全面规范
2001.1	《企业会计准则-租赁》	构筑租赁业会计处理的框架
2003	《关于营业税若干政策问题的通知》	确立中外合资租赁公司、金融租赁公司、内资租赁公司的营业税负水平
2005.2	《外商投资租赁业务管理暂行办法》	规范外商投资租赁业的经营行为，防范经营风险
2005.12	《中华人民共和国合同法》	明确了融资租赁合同各方当事人的权利与义务
2007.10	《物权法》	为“明确物的归属，发挥物的效用、保护权利人的物权”提供了法律保障
2010.2	《中国银监会关于金融租赁公司在境内保税地区设立项目公司开展融资租赁业务有关问题的通知》	内地金融系融资租赁公司可以设立单机、单船租赁业务的综合性SPV项目
2011.12	商务部关于“十二五”期间促进融资租赁业发展的指导意见	为促进“十二五”期间融资租赁业快速发展，根据《国民经济和社会发展规划第十二个五年规划纲要》，提出多条意见
2012.9	交通运输部《关于融资租赁船舶运力认定政策的公告》	以上海市为试点，对于如何界定自有运力的比例给出明确规定
2013	上海自贸区方案	“允许将试验区区内注册的融资租赁企业或金融租赁公司在试验区内设立的项目子公司纳入融资租赁出口退税试点范围”，“允许融资租赁公司兼营与主营业务有关的商业保理业务”等
2014.1	《关于推进深圳前海湾保税港区开展融资租赁业务的试点意见》	从市场准入、海关政策、跨境融资政策三方面对前海发展融资租赁业进行大力支持
2014.3	中国银监会《金融租赁公司管理办法》(银监会令 2014 年第 3 号)	放宽准入门槛，打破银行对金融租赁的垄断特权
2014.7	银监会《金融租赁公司专业子公司管理暂行规定》	突出机构专业化，鼓励在特定领域做专做强，允许金融租赁公司在飞机、船舶等特定领域设立专业化租赁子公司等
2015.9	《关于加快融资租赁业发展的指导意见》与《关于促进金融租赁行业健康发展的指导意见》	从行业作用、重点业务方向、公司建设、配套政策、行业自律等多个方面，进一步明确了租赁产业的发展路径，对加快行业发展进行了全面部署。积极鼓励融资租赁公司通过债券市场募集资金，支持符合条件的融资租赁公司通过发行股票和资产证券化等方式筹措资金
2016.3	《关于全面推进营业税改增值税试点的通知》	2016年5月1日起，在全国范围内全面推开营业税改征增值税试点，建筑业、房地产业、金融业、生活服务业等全部营业税纳税人，纳入试点范围，由缴纳营业税改为缴纳增值税

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

此外，目前专门针对融资租赁业的《融资租赁法》起草工作已基本完成，有望近两年出台。由于融资租赁的特殊性，2007年10月颁布的《物权法》作为规范物权的基本法律没有涵盖融资租赁这种特殊交易的物权方面的一切问题，而《融资租赁法》的出台将对租赁当事人的权利义务关系进行全面细致的规定，对融资租赁当事人的合法权益起到更好的保护作用。专门的融资租赁法的制定有助于进一步改善融资租赁业的法律环境。

总体来看，目前融资租赁行业在会计政策上已经具备较为统一的规定，在民事立法方面也逐步完善。在租赁业的鼓励性政策方面，2015年9月国务院发布《关于加快融资租赁业发展的指导意见》提出，从改革体制机制、加快重点领域发展、创新发

展方式、加强事中事后监管等方面对融资租赁业发展进行全面部署，并提出到2020年融资租赁业市场规模和竞争力水平位居世界前列的目标。但同时中诚信证评也关注到，融资租赁行业相关的财政和税务政策仍有待进一步明确。各项政策的逐步完善，将对推动融资租赁行业发展起到积极的促进作用。

融资租赁行业关注

财政部和国家税务总局于2016年3月23日正式出台了《关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》(财税[2016]36号文，以下简称“36号文”)，一方面将全国范围内全面推开营业税改征增值税(以下称“营改增”)试点范围进一步扩展到建筑业、

房地产业、金融业、生活服务业等全部营业税纳税人，实现全行业的营改增；另一方面也对近年来“营改增”试点过程中的相关法规进行了整合和统一，以迎接全面“营改增”时代的到来。

融资租赁行业全国范围的“营改增”试点已自 2013 年实施，36 号文除维持现行的差额纳税、即征即退、融资租赁资质等政策外，新带来的变化主要有：（1）租赁分类征税；（2）差额纳税扣除项调整；（3）经营租赁标的物增加无形资产；（4）商务部系融资租赁公司资本限制。具体而言：

（1）36 号文提出了“不动产租赁服务”的概念，与“有形动产租赁服务”相区分，适用不同税率。出租人提供“有形动产租赁服务”（包括融资租赁和经营租赁）的增值税税率保持不变，为 17%；新增的“不动产租赁服务”（包括融资租赁和经营租赁），增值税税率为 11%。其次，36 号文对融资租赁中的回租业务和直租业务进行定性区分，适用不同税率。明确将“融资性售后回租服务”纳入金融服务范围，按照贷款服务适用 6% 的增值税税率；而非回租型融资租赁服务和经营租赁服务仍属于租赁服务的范围，适用 17% 的增值税税率。

（2）36 号文对比现行政策，可享受差额纳税的从事融资租赁业务的试点纳税人，从事融资租赁服务的，其销售额的扣除项中不再包括“服务和保险费、安装费”，而是以取得的全部价款和价外费用，扣除支付的借款利息（包括外汇借款和人民币借款利息）、发行债券利息和车辆购置税后的余额为销售额。可享受差额纳税的从事融资租赁业务的试点纳税人，其从事融资性售后回租服务的，差额纳税的扣除项不变。

（3）除有形动产和不动产经营租赁、水路运输的光租和航空运输的干租之外，36 号文进一步将建筑物、构筑物等不动产或者飞机、车辆等有型动产的广告位的出租服务、车辆停放服务、道路通行服务等均纳入“经营租赁服务”的范围，征收增值税，扩展了可开展经营租赁的标的物范围。

（4）根据 36 号文的规定，2016 年 5 月 1 日起，对可享受差额纳税的、经商务部批准从事融资租赁业务的试点纳税人的资本限制，从此前的“注册资

本”达到 1.7 亿元，调整为“实收资本”达到 1.7 亿元，并从达到标准的当月起执行差额纳税；而对于 2016 年 5 月 1 日后实收资本未达到 1.7 亿元但注册资本达到 1.7 亿元的，在 2016 年 7 月 31 日前仍可按照差额纳税，但 2016 年 8 月 1 日后，实收资本未达到 1.7 亿元，不得执行融资租赁和融资性售后回租的差额纳税。

因此，“营改增”的落实对于融资租赁交易的分类征税将更加科学合理，对融资租赁企业的资本要求将更加严格，整体上将有利于融资租赁行业的长期良性发展。

竞争优势

规模优势及行业地位

经过多年发展，国内造纸企业竞争日趋激烈，行业持续整合，大型造纸企业在新增产能的同时不断兼并中小企业，行业集中度不断提升。目前国内造纸行业中内资公司，公司作为国内上市公司和大型造纸企业集团，基本形成了林浆纸一体化的产业链经营模式，具备较强的竞争实力。

表 7：2016 年国内主要造纸企业纸制品产量情况

单位：万吨		
排序	企业名称	产量
1	玖龙纸业（控股）有限公司	1,331
2	金光纸业（中国）投资有限公司	757
3	理文造纸有限公司	543
4	山东晨鸣纸业集团股份有限公司	443
5	山东太阳控股集团有限公司	379
6	山鹰国际控股股份公司	354
7	华泰集团有限公司	319

资料来源：中国造纸协会，中诚信证评整理

作为中国最大的国有控股造纸企业，多年来，公司产量和销售收入均位于行业前列，且综合经济效益连续多年名列全国同行业首位。目前公司进入世界纸业 30 强，2017 年中国企业 500 强排名 202 位。公司拥有年产浆、纸超过 900 万吨的生产能力，在行业中具有显著的规模优势及行业地位，在未来发展中处于相对有利的地位。

此外，公司为国内唯一一家 A+B+H 股上市公司，拥有畅通的资本市场融资渠道，为公司未来项目投资提供了支撑。公司机制纸业务的整体上市也

使公司管理较为规范，业务操作更加透明化，为公司长远发展奠定了良好的基础。另外，2014 年公司财务公司正式开始运营，成为造纸行业内第一家拥有财务公司的企业，资金管理效率和投融资水平得到进一步提高，为推动公司未来的多元化发展奠定了良好基础。

产品优势

公司在产品规模迅速扩大的同时，产品结构也在不断优化。近年来，公司先后建设了高档铜版纸、高档低定量涂布纸、高档白卡纸等文化用纸生产线，引进国际领先的技术装备，使得公司产品结构从单一的普通胶版纸发展成为拥有包括书写纸、双胶纸、轻涂纸、新闻纸、铜版纸、箱板纸、白卡纸等系列的造纸企业，成为中国造纸行业中产品品种最多的公司。多元化、高档化的产品结构不仅使得公司抵御市场风险的能力大大增强，还可以使公司保持相对较强的盈利能力。

创新研发优势

自 2009 年被认定为高新技术企业以来，公司发挥强大的科研优势，以国家级企业技术中心和博士后科研工作站为依托，构建完善的知识产权体系，不断加大技术创新能力和科研开发力度，积极开发科技含量高、附加值高的新产品和企业专有技术，从而优化了公司产品结构，提升产品质量，增强市场竞争力，为公司的新发展注入新的活力。同时公司技术中心积极与院校、科研单位和国际先进企业进行技术合作。公司先后承担了国家“863”计划、国家“十一五”、“十二五”科技支撑计划，以及山东省重大科技专项数十项，为推动行业科技进步作出贡献。截至 2017 年 9 月末，公司获得国家授权专利 190 余项，其中发明专利授权 17 项；7 个产品被评为“国家级新产品”，获得省级以上科技进步奖 11 项，承担国家级科技项目 5 项、省级技术创新项目 37 项。从研发投入情况来看，2014~2016 年和 2017 年 1~9 月公司研发支出总额分别为 4.70 亿元、6.49 亿元、7.36 亿元和 7.24 亿元，研发支出占同期营业总收入的比重分别为 2.46%、3.21%、3.21% 和 3.30%，大规模的研发投入为公司产品创新、技术进步及未来的发展打下了基础。

林浆纸一体化

林浆纸一体化是国际先进的造纸工业发展模式，可以减少企业原材料的对外依存度、降低材料成本和增强抵御市场风险能力。公司作为国内大型造纸企业，产业链条完备，目前已形成原料林基地、制浆、造纸一体化的工业生产链条。截至 2017 年 9 月末，公司共有原料林地约 200 万亩，自制浆产能为 332.40 万吨/年，当期木浆自给率为 69.16%。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。

总体来看，公司顺应行业发展模式的林浆纸一体化项目的建设将有效提高公司的行业竞争力，控制原料成本风险。随着研发实力的不断增强，公司核心产品的市场竞争力和品牌影响力得到显著提高，抗风险能力增强，但同时中诚信证评也将对公司项目建设过程中大规模的资金投入和环保问题保持持续关注。

业务运营

公司为国内大型造纸企业，依托于自身规模优势，产业链从造纸向林木种植、制浆、热电及造纸化工用品等领域不断延伸，形成了完整的产业链，提升了综合实力。目前公司主要经营业务板块包括机制纸、电力及热力、建筑材料、造纸化工用品、酒店和融资租赁等。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，公司造纸主业继续保持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。2014~2016 年公司营业总收入分别为 191.02 亿元、202.42 亿元和 229.07 亿元，2016 年营业总收入同比增长 13.17%，其中实现主营业务收入 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 452.46 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。

2017 年前三季度，国内纸价保持上涨趋势，同时随着湛江年产 120 万白卡纸等项目产能的逐步释放，公司机制纸产销量保持较快增长，推动机制纸业务实现销售收入 192.68 亿元，同比增长 37.51%。2017 年 1~9 月，公司实现营业总收入 219.29 亿元，

同比增长 32.33%，其中实现主营业务收入 215.51 亿元，当期机制纸销售收入占主营业务收入的比重为 89.41%。融资租赁业务方面，由于 2016 年下半年以来投放规模减少，且新增客户利率有所下降，公司当期实现融资租赁业务收入 17.19 亿元，同比减少 5.43%。

表 8：2014~2017.Q3 公司各板块主营业务收入及占比情况

单位：亿元、%

板块	2014		2015		2016		2017.Q3	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
机制纸	179.75	94.61	180.73	90.09	195.37	85.84	192.68	89.41
电力及热力	5.14	2.70	4.38	2.18	3.39	1.49	1.35	0.62
建筑材料	2.25	1.19	2.23	1.11	2.28	1.00	1.89	0.88
造纸化工用品	0.60	0.32	1.24	0.62	1.29	0.56	0.84	0.39
酒店	0.27	0.14	0.27	0.14	0.27	0.12	0.18	0.08
融资租赁	0.87	0.46	10.85	5.41	23.40	10.28	17.19	7.98
其他	1.11	0.58	0.91	0.45	1.62	0.71	1.39	0.64
合计	189.98	100.00	200.61	100.00	227.60	100.00	215.51	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

机制纸业务

生产

机制纸作为公司的传统业务，一直是公司的主要业务。公司纸机装备先进，主要生产设备均引进国际知名的芬兰唯美德、奥斯龙、美卓、德国福依特和美国 TBC 等厂家产品，达到国际先进水平，其中 60 万吨高档涂布白牛卡纸生产线和 80 万吨高档低定量铜版纸生产线、65 万吨高档文化纸生产线均为目前世界同类生产线中单机产能最大、纸幅最宽、装备水平最高的生产线，产品各项技术指标达到国际领先水平。公司现有机制纸产品品种包括 5 大类 200 多个品种，主要包括轻涂纸、双胶纸、书写纸、铜版纸、新闻纸、箱板纸、白卡纸、静电纸及其他机制纸。公司机制纸产品品种较多，不仅有利于市场份额的占领和客户粘性的提高，同时也有利于分散纸制品的价格和需求波动风险。

表 9：2014~2017.Q3 公司机制纸产品产能和产量情况

单位：万吨、%

机制纸	2014	2015	2016	2017.Q3
产能	480.97	527.57	496.93	620.93
产量	426.43	415.60	436.48	386.01
产能利用率	88.66	78.78	87.84	82.89

注：2017 年前三季度产能利用率经年化处理。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

随着在建项目的陆续投运，近年来公司机制纸产能整体扩张。2013 年，公司加大了落后产能淘汰，当年淘汰了部分落后产能，产能下降至 447.54 万吨/年；2014 年随着生活纸项目等相关技术改造项目的相继投产，公司机制纸产能提高至 480.97 万吨/年。2015 年公司新增 50 万吨双胶纸产能，使得总产能增至 527.57 万吨/年。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，但同期原生产箱板纸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，使得 2016 年末总产能下降至 496.93 万吨/年。分产品来看，2016 年末公司铜版纸产能最大，为 130.00 万吨/年；其次为双胶纸 118.11 万吨/年。2017 年前三季度，随着湛江晨鸣年产 120 万吨白卡纸项目（或年产 40 万吨液体包装纸项目）于 2016 年底正式投产，2017 年 9 月末公司白卡纸产能增至 182.50 万吨/年，机制纸总产能增至 620.93 万吨/年。近年来，受到上游原材料的制约，公司加快向产业链上游扩张速度，新建项目主要集中于木浆生产及“林-浆-纸”一体化工程。公司在山东、广东、湖北、江西、吉林等地建有 10 余个生产基地，目前已形成了山东、广东和长三角三个主要林浆纸一体化的生产基地。

从产量方面来看,2015年受造纸行业供需矛盾影响,当年公司机制纸总产量为415.60万吨,同比下降2.54%。2016年公司机制纸总产量为436.48万吨,同比增长5.02%。2017年1~9月,公司机制纸总产量为386.01万吨,同比增长18.95%。从产品结构来看,2016年公司产量贡献最大的前三类品种为双胶纸、铜版纸和白卡纸,其中,价格较高的双胶纸和白卡纸产量在2016年均均有较大幅度提升;2017年1~9月白卡纸产量增幅较大,同比增长122.25%。近年来公司产品向高档化、品种多样化发展,有利于提升公司的规模效应和综合实力,同时公司还可以根据市场供求情况对部分生产线进行机制纸品种的调整,从而增强了产品适应市场变化的灵活性和抗风险能力。

表 10: 2014~2017.Q3 公司机制纸分产品产能和产量情况

单位: 万吨、%				
	产品	产能	产量	产能利用率
2014 年	轻涂纸	31.89	17.90	56.13
	铜版纸	132.00	104.03	78.81
	新闻纸	32.64	31.55	96.66
	箱板纸	30.00	27.04	90.13
	白卡纸	44.22	48.58	109.86
	双胶纸	68.31	66.30	97.06
	书写纸	5.04	5.23	103.77
	静电纸	35.00	34.96	99.89
	其他机制纸	101.87	90.84	89.17
2015 年	轻涂纸	16.48	12.08	73.30
	铜版纸	131.00	107.11	81.76
	新闻纸	28.00	29.12	104.00
	箱板纸	30.00	6.19	20.63
	白卡纸	49.00	49.04	100.08
	双胶纸	118.48	100.89	85.15
	书写纸	8.64	7.75	89.70
	静电纸	43.71	32.45	74.24
	其他机制纸	102.26	70.97	69.40
2016 年	轻涂纸	13.78	10.46	75.91
	铜版纸	130.00	103.32	79.48
	新闻纸	34.00	28.45	83.68
	白卡纸	81.50	67.73	83.10
	双胶纸	118.11	112.25	95.04
	书写纸	7.14	6.05	84.73
	静电纸	44.85	38.14	85.04
其他机制纸	67.55	70.08	103.75	

2017.Q3	轻涂纸	14.64	6.38	58.11
	铜版纸	136.50	80.35	78.49
	新闻纸	34.73	17.36	66.65
	白卡纸	182.50	106.97	78.15
	双胶纸	109.90	85.36	103.56
	书写纸	7.56	4.55	80.25
	静电纸	44.01	32.10	97.25
	其他机制纸	91.09	52.94	77.49

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

产能利用率方面,受双胶纸产能新投运以及箱板纸停产搬迁等因素的影响,2015年公司机制纸产能利用率为78.78%,较上年同期下降9.88个百分点,自2013年起连续三年下滑,但仍处于行业内较高水平。2016年受益下游需求增长带动产量增长,公司机制纸产能利用率为87.84%,较上年同期提高9.06个百分点。2017年1~9月,由于公司白卡纸产能尚未充分利用,当期总产能利用率为82.89%,较上年全年水平有所下降。2016年及2017年1~9月,由于生产箱板纸的白牛卡纸工厂搬迁,公司无箱板纸产出。

总体来看,近年来公司淘汰落后产能和新建及迁建项目使得机制纸总产能呈现波动上升态势,另外,受造纸行业供求关系变化的影响,整体产量亦有所波动。但随着公司产品结构和生产线的不断优化,公司市场竞争力得到了进一步增强。

原料

公司造纸所需的原材料主要包括木浆、废纸、化工品和其他零配件等,除部分木浆自制外,其余大部分原材料为外购,2016年公司木浆和废纸的采购成本约占原材料采购总成本的33.99%和12.31%。公司对木浆和废纸等大宗原材料实行统一采购,并拥有物流运输能力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。

表 11: 2016 年公司国内外前五大供应商情况

单位: 万元、%

供应商名称	原材料	采购额	采购占比
广东乐朋商贸有限公司	木片、原木	78,980.58	12.93
湛江明俐商贸有限公司	木片、原木	76,840.48	12.58
江西煤业销售有限责任公司	煤	41,688.48	6.83
山东和信化工集团有限公司	浆钙	41,130.31	6.74
河南欣豫国际浆纸有限公司	木浆	33,246.45	5.44
国内采购小计	-	271,886.29	44.53
Itochu Hongkong Ltd	木浆	78,763.13	20.52
Midway Limited	木片	28,086.98	7.32
Efat Group Ltd	木片	27,338.56	7.12
Central National Gottesman Inc	木浆	23,139.49	6.03
Tel-vision International Inc	木片	21,834.16	5.69
进口采购小计	-	179,162.32	46.67

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

由于产品品种较多, 公司根据不同原料的质量要求及价格比较因素选择供应商, 2014~2016 年和 2017 年 1~9 月国内采购额和进口采购额占比基本保持稳定, 分别约占 60% 和 40%。如上表所示, 公司供应商较为分散, 对单一供应商的依赖程度较低。

目前公司木浆外购量约占总需求量的 20%~30%, 其中进口木浆主要来自于美国、加拿大、智利、印尼等国家的大型供应商, 同时以国内现货购买作为补充。公司与国外供应商一般签订定量不定价的长期协议, 同时未来计划有选择性参股国外

浆厂, 以保障外购木浆的稳定供应。公司国内采购原材料均为现货采购, 主要以银行承兑汇票支付货款, 约占 90%, 此外存在少量的预付情况。国外采购方面, 公司主要直接从浆厂采购, 其中期货采购量约占 70%~80%, 现货采购量约占 20%~30%, 期货采购使用远期信用证结算, 以规避未来原材料价格波动、汇率波动等风险因素, 从而锁定原材料采购成本。

公司近几年不断延伸产业链, 业务领域已渗透至上游浆料及林浆一体化, 加快对上游资源的控制力度。随着 2011 年湛江晨鸣林纸一体化年产 70 万吨木浆项目的正式投产, 公司已具备了较强的自制浆生产能力。2016 年末, 公司自制浆产能达到 284.40 万吨/年, 当年自制浆产量(自用+外售)达 252.78 万吨, 木浆自给率为 73.11%; 2017 年前三季度, 湛江晨鸣自制浆产能由上年末 106.00 万吨/年增至 157.00 万吨/年, 截至 2017 年 9 月末, 公司自制浆产能为 332.40 万吨/年, 当期自制浆产量(自用+外售)为 209.49 万吨, 木浆自给率为 69.16%。公司自制浆单位生产成本远低于外购商品浆价格, 2014~2016 年和 2017 年 1~9 月外购木浆单位购买成本为 4,118 元/吨、3,744 元/吨、3,637 元/吨和 4,196 元/吨, 同期自制木浆成本分别为 2,335 元/吨、2,211 元/吨、2,245 元/吨和 2,561 元/吨, 较高的木浆自给率有助于公司成本控制能力的提升。

表 12: 2014~2017.Q3 公司主要原材料采购及纸浆自制情况

单位: 万吨

原材料	2014		2015		2016		2017.Q3	
	外购量	自制量	外购量	自制量	外购量	自制量	外购量	自制量
木浆	59.52	276.55	76.48	245.94	92.97	252.78	93.41	209.49
废纸	160.57	-	114.51	-	90.67	-	63.08	-

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

除湛江晨鸣林纸一体化项目外, 2013 年公司规划黄冈晨鸣林浆一体化项目, 该项目建设规模为年产 30 万吨漂白硫酸盐针叶木浆, 配套建设 324.75 万亩原料林基地; 其中, 原料林基地项目包括自营林地 163.35 万亩, 联营林地 161.4 万亩; 该项目计划投资 34.85 亿元, 截至 2017 年 9 月末, 该项目累计完成投资 21.58 亿元, 预计 2018 年 6 月完工, 达

到试生产状态。同时公司于寿光本埠建设年产 40 万吨化学木浆项目, 总投资 41.10 亿元, 截至 2017 年 9 月末已投资 16.27 亿元, 计划 2018 年 8 月建成投产, 以进一步保证公司浆原料的供应。尽管原料林基地的投资回收期较长, 但从长期看, 上述项目的建设有利于公司成本控制能力的提升。

整体来看, 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。但该类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；同时项目建设过程中的环保问题亦值得关注。

销售

销售方面，鉴于当前造纸行业供需变动，公司近年来不断根据市场需求调整产能及产品结构，同时日益注重市场拓展和库存规模之间的平衡。2014~2016年，公司机制纸产品销量分别为419.41万吨、415.30万吨和452.46万吨，产销率分别为98.34%、100.07%和103.66%。2016年受行业供需关系略有改善的影响，公司机制纸销量大幅提升，同时产销率保持在较高水平。2017年前三季度国内造纸行业持续回暖，1~9月公司机制纸销量为376.59万吨，当期产销率为97.56%。

表 13：2014~2017.Q3 公司机制纸产品销售情况

单位：万吨、%				
机制纸	2014	2015	2016	2017.Q3
销量	419.41	415.30	452.46	376.59
产销率	98.34	100.07	103.66	97.56

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 14：2014~2017.Q3 公司机制纸分产品销售情况

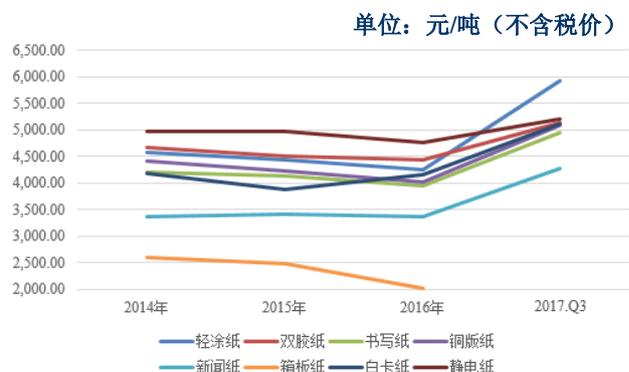
单位：万吨、元/吨（不含税价）、%				
	产品	销量	销售均价	产销率
2014 年	轻涂纸	15.16	4,575.54	84.69
	铜版纸	100.49	4,406.73	96.60
	新闻纸	32.39	3,369.22	102.66
	箱板纸	28.92	2,608.19	106.95
	白卡纸	47.74	4,172.00	98.27
	双胶纸	63.73	4,656.50	96.12
	书写纸	5.03	4,203.01	96.18
	静电纸	35.13	4,959.62	100.49
	其他机制纸	90.82	4,525.53	99.92
2015 年	轻涂纸	13.83	4,426.79	114.49
	铜版纸	103.39	4,222.57	96.53
	新闻纸	28.35	3,422.62	97.36
	箱板纸	7.38	2,489.41	119.22
	白卡纸	49.46	3,871.86	100.86
	双胶纸	99.25	4,494.25	98.37
	书写纸	7.02	4,124.98	90.58
	静电纸	31.74	4,980.67	97.81

2016 年	其他机制纸	74.88	4,958.88	101.96
	轻涂纸	10.92	4,244.70	104.40
	铜版纸	110.01	4,025.38	106.48
	新闻纸	29.65	3,359.44	104.22
	白卡纸	67.68	4,160.20	99.93
	双胶纸	111.75	4,443.97	99.55
	书写纸	6.94	3,952.72	114.71
	静电纸	44.32	4,754.89	116.20
	其他机制纸	71.19	4,902.46	101.58
2017.Q3	轻涂纸	7.04	5,912.95	110.38
	铜版纸	79.61	5,081.90	99.08
	新闻纸	16.11	4,263.42	92.81
	白卡纸	97.36	5,102.21	91.02
	双胶纸	86.29	5,130.76	101.09
	书写纸	4.61	4,941.92	101.32
	静电纸	32.15	5,212.64	100.16
	其他机制纸	53.42	5,280.48	100.91

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从产品销售价格来看，随着行业产能集中释放及宏观经济下行导致市场需求下降，2014~2016年公司主要机制纸产品销售均价呈现持续下降趋势。虽然纸品价格低迷，但受益于公司持续优化产品结构，提高高附加值产品的业务占比，2016年公司实现机制纸收入195.37亿元，同比增长8.10%。随着供给侧改革和环保趋严，2016年下半年以来造纸行业供需格局持续改善，行业景气度持续上升，2017年1~9月公司相关机制纸产品价格均较上年均价有所提高，加之产品产销量的增长，当期实现机制纸销售收入192.68亿元，同比增幅达37.51%。

图 12：2014~2017.Q3 公司主要机制纸纸种销售均价走势



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

经过多年发展，公司积累了丰富的客户资源和较成熟的销售网络，设有销售公司专门负责国内、国外市场的开发、产品销售、销售政策的制定、货

款回收、客户维护和销售价格制定等，同时销售公司的管理体系分别按产品线、产品公司、管理区、分公司实现矩阵式管理。公司产品按产品线分为文化纸系列和生活纸系列，其中文化纸系列销售公司按主要产品大类划分为6个产品公司和海外销售公司，即文化纸产品公司、铜版纸产品公司、包装纸产品公司、白卡纸产品公司、热敏纸产品公司、格拉辛纸产品公司、海外销售公司，每个产品公司都有产品公司总经理全权负责，海外销售公司由海外公司总经理负责；销售总公司共设11个管理区，管理区由区总经理负责，管理区下设分公司，分公司设有首席代表，全权处理分公司业务。公司生活纸系列销售公司按品类分为成品纸销售和原纸销售，由销售总经理全权负责；成品纸销售共设5个管理区，管理区由区总经理负责，管理区下设19个成品纸分公司，分公司设有经理，全权处理分公司业务；原纸销售下设1个原纸分公司，由分公司经理全权处理分公司业务。

销售模式方面，公司结合纸品档次的不同，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，公司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。目前公司国内销售中直销占比较大，约75%产品采用直销方式，约25%的产品采用代理销售；而海外销售中代理销售占比较大，约20%产品采用直销方式，约80%的产品采用代理销售。在销售回款的管理上，公司对大额商户采取授信制度：经销商原则上货到当月付清货款，最长不得超过月结60天付清，一般直销用户付款账期原则上约定在货到30天、月结30天以内，大型印刷厂、出版社、省级报社、省级物资公司不允许超过货到60天，特殊情况最长不超货到90天，其他商户采用现款现货或预付款的收款方式。2016年，公司采取赊销方式销售的比例为82.45%，现金方式结算比例为17.55%，2017年1~9月，采取赊销方式销售的比例为79.50%，现金方式结算比例为20.50%，较大比例的赊销使得公司存在一定的客户垫资压力。

表 15：2016 年公司机制纸前五大销售客户情况

单位：万元、%

客户名称	销售金额	销售占比
厦门国贸集团股份有限公司	33,480.29	1.46
上海姚记扑克股份有限公司	30,918.50	1.35
得力集团有限公司	26,319.85	1.15
安徽时代物资股份有限公司	24,261.66	1.06
VITAL SOLUTIONS PTE LTD	21,645.39	0.94
合计	136,625.70	5.96

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

除巩固国内市场外，公司积极拓展海外市场，2014~2016年和2017年1~9月机制纸产品出口量分别为73万吨、78万吨、63万吨和50万吨。公司主要海外销售区域包括美国、香港、日本和南非等国家及地区，2016年实现海外销售收入32.27亿元，同比有所减少，当年海外销售收入占机制纸总销售收入的比重为16.52%；2017年1~9月公司实现海外销售收入22.24亿元，占机制纸总销售收入的比重为11.54%。目前，公司业务重心仍以国内市场为主，未来随着造纸行业全球化合作的进一步推进，以及国内市场竞争的白热化，公司将加大海外业务拓展力度。另外，当前欧美市场对我国造纸行业的反倾销及反补贴调查等贸易摩擦较多，中诚信证评将持续关注此类贸易摩擦对公司海外业务的影响。

环保

公司致力于发展绿色生态纸业，始终坚持“规模膨胀，环保先行”的指导思想，把污染治理作为公司的“生命工程”来抓，全面推行清洁生产和资源循环利用。截至目前，公司累计投资超过33亿元引进当今世界上最先进的环保技术，配套建设了碱回收工程、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。同时，在管理方面，公司成立由主要领导任组长、各子公司负责人为成员的环保管理领导小组，建立健全环保相关管理制度、考核标准，各子公司下设污水处理厂、环保科、监测站，具体负责“三废”治理。

近年来，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，投资的轻涂纸、铜版纸、白卡纸、新闻纸、生活纸、白牛卡纸等抄纸线，配套建

设了热磨机械浆、化机浆、废纸浆等制浆线，均为国际一流设备。目前，寿光本埠高档产品比重达到90%以上，产品结构实现了优化升级。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。

同时，公司不断提高污染治理能力。公司在寿光本埠累计投资8亿多元建设污染治理工程，2002

年建成了200吨碱回收配套3,000kWh发电机组，为国内最早利用碱炉产生中压蒸汽发电的机组之一，目前碱回收率达到90%以上；之后又连续建设了6万方中段水、3.5万方中段水及厌氧工程等，目前废水整体治理能力达到日处理450吨自制浆黑液和日处理13.5万方中段水。公司各生产基地全部配套造纸废水深度处理工程，目前均正常运行，各项排放指标优于相关控制标准。

表 16：2015 年至今公司及下属子公司受到的环保处罚及整改情况

单位：万元

被处罚公司	实施机构	处罚时间	处罚种类	处罚事由	处罚文号	处罚金额
富裕晨鸣纸业有限责任公司	齐齐哈尔市环境保护局	2015年7月	一般行政处罚	公司80吨锅炉改造项目未依法报批建设项目环境影响评价文件，擅自开工建设并投入使用	齐环法[2015]111号	20.00
			一般行政处罚	利用地下暗管，将污水处理站沉淀池产生的泥水混合物直接排入厂外冲灰水储池	齐环法[2015]112号	10.00
武汉晨鸣汉阳纸业股份有限公司	武汉市环保局	2015年4月	一般行政处罚	水污染防治设施未经验收，主体工程投入生产	武环罚[2015]29号	5.00
		2017年10月	一般行政处罚	废水总排口总氮排放浓度超过国家规定的标准限值	武环罚[2017]35号	1.29
武汉晨鸣乾能热电有限责任公司	武汉市环境保护局	2015年8月	一般行政处罚	废水总排口外排废水氨氮超标排放	武环罚[2015]97号	0.63
		2016年3月	一般行政处罚	废气总排口氮氧化物排放浓度超过《火电厂大气污染物排放标准》(GB13223-2011)表1规定的标准限值	武环罚[2016]13号	10.00
		2016年5月	一般行政处罚	原煤堆场为设置不低于堆放高度的严密围栏，现有覆盖措施不能有效防治扬尘污染	武环罚[2016]21号	2.00
		2017年7月	一般行政处罚	废气总排口氮氧化物超标排放	武环罚[2017]32号	15.00
湛江美伦浆纸有限公司	湛江市环境保护局	2016年3月	一般行政处罚	公司未采取任何防止污染环境的措施，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	湛环罚字[2016]3号	5.00
江西晨鸣纸业有限责任公司	南昌市环境保护局	2015年1月	一般行政处罚	未批先建	洪环行罚[2015]1号	10.00
		2016年4月	一般行政处罚	超标排放水污染物	洪环行罚[2016]32号	129.31
		2016年5月	一般行政处罚	超标排放水污染物	洪环行罚[2016]41号	7.63
		2016年7月	一般行政处罚	排污超标	洪环行罚[2016]59号	160.25
		2016年8月	一般行政处罚	废气超标	洪环行罚[2016]73号	5.00
		2016年8月	一般行政处罚	超标排放水污染物	洪环行罚[2016]74号	198.41
		2016年9月	一般行政处罚	废气超标	洪环行罚[2016]80号	6.00
		2017年8月	一般行政处罚	超标排放大气污染物	洪环行罚[2017]34号	5.10
湛江晨鸣浆纸有限公司	湛江市环境保护局	2017年3月	一般行政处罚	大气污染物中的烟尘浓度超标	湛环罚字[2017]7号	10.00
公司	环保部	2016年5月	责令整改	废纸夹杂物处置管理不规范	环办环监[2016]45号	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

环保处罚方面, 2015 年以来公司及下属子公司富裕晨鸣纸业有限责任公司、武汉晨鸣汉阳纸业股份有限公司、武汉晨鸣乾能热电有限责任公司、湛江美伦浆纸有限公司、江西晨鸣纸业有限责任公司和湛江晨鸣浆纸有限公司存在受到环保处罚或责令整改情形, 目前均已足额缴纳罚款并及时整改, 除上述事项外, 公司及下属子公司未发生其他环保处罚或责令整改情况。

整体来看, 公司的环保排放指标在行业中居于前列, 但在当前环保政策不断趋严的背景下, 公司未来或存在由于国家环保政策的变化给公司经营带来合规风险, 同时大量增加环保投入将加大公司投资资金压力, 中诚信证评对此予以持续关注。

金融业务

2014 年公司立足于夯实主业基础的同时, 为推进多元化发展, 先后成立了山东晨鸣融资租赁有限公司 (以下简称“融资租赁公司”; 2016 年 7 月融资租赁公司与晨鸣 (香港) 有限公司共同出资 50 亿元设立青岛晨鸣弄海融资租赁有限公司, 出资比例为 75.00% 和 25.00%, 2016 年末青岛晨鸣弄海融资租赁有限公司融资租赁资产余额 8.68 亿元)、山东晨鸣投资有限公司和山东晨鸣集团财务有限公司 (以下简称“财务公司”), 由此金融板块初具雏形。2015 年以来, 融资租赁公司的租赁业务快速发展, 已成为公司新的利润增长点。

依托公司在资金及业务等方面的支持, 融资租赁公司租赁业务呈现快速发展趋势。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%, 业务增速放缓。2017 年 1~9 月, 公司新签合同数量 66 个, 新签合同金额 147 亿元, 近期投放规模增长较快。截至 2016 年末, 融资租赁公司租赁资产余额 251.73 亿元, 同比增长 3.54%。2017 年 9 月末, 融资租赁公司租赁资产余额增至 335.58 亿元。

表 17: 2014~2017.Q3 融资租赁公司新增业务情况

单位: 个、亿元

项目	2014	2015	2016	2017.Q3
新增合同数量	44	148	81	66
新增合同金额	65	226	109	147

注: 上表数据为融资租赁公司口径, 非公司合并口径
资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

目前融资租赁公司主要从事以通用设备为基础的融资租赁服务业务, 业务主要在山东省内开展, 山东省外客户主要系国有企业。2016 年融资租赁公司实现融资租赁业务收入 (包括利息收入和手续费等) 25.59 亿元, 同比增长 109.94%, 取得净利润 9.19 亿元, 较大规模的平均租赁资产规模以及手续费分期确认收入使得当年收入实现大幅增长; 2016 年下半年以来对外投放减少, 且新增客户利率有所下降, 导致 2017 年前三季度收入同比减少 8.18% 至 18.07 亿元, 取得净利润 4.35 亿元。总体来看, 公司融资租赁业务为公司贡献了较大的利润来源。

目前融资租赁公司的业务模式为售后回租模式, 签署的售后回租合约 90% 为按季支付租金, 10% 为按月支付租金。在租赁期限内未经出租人同意, 售后回租合约一般不可撤销, 租赁期限大多在一年以上, 同时允许融资租赁客户展期, 但展期期限不超过原期限。截至 2017 年 9 月末, 融资租赁公司将于一年内到期的应收融资租赁款为 105.82 亿元, 占应收总额的 31.53%。

表 18: 2015~2017.Q3 融资租赁公司租赁款期限结构

单位: 亿元、%

期限	2015		2016		2017.Q3	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
1 年以内	67.88	27.92	72.78	28.91	105.82	31.53
1~3 年	100.81	41.46	85.08	33.80	137.81	41.07
3~5 年	74.44	30.62	93.87	37.29	91.95	27.40
合计	243.13	100.00	251.73	100.00	335.58	100.00

注: 上表数据为融资租赁公司口径, 非公司合并口径
资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

从客户结构来看, 目前融资租赁公司拥有租赁客户 120 余家, 主要集中于 7 大行业, 以政府平台类企业为主。截至 2017 年 9 月末, 融资租赁公司存量租赁资产投放方向集中度较高, 第一大投向为政府平台类企业, 占比达 27.14%, 主要包括公路等

城市建设投资相关的租赁项目；第二大投向为造纸行业，主要为晨鸣纸业下属子公司等关联方的租赁项目，占比为 26.63%。融资租赁公司前两大行业客户占比达 53.77%，行业投放集中度较高。

表 19：2017 年 9 月末融资租赁公司前五大非关联方客户

单位：亿元

客户	融资租赁余额	所属行业
鲁丽集团有限公司	4.77	钢铁制造业
寿光市金海投资开发有限公司	3.90	城市建设投资
昆山拓安塑料制品有限公司	3.70	化学原料和化学制品制造业
上海丽璞投资管理有限公司	3.65	其他
四川雅安交通投资有限公司	3.60	城市建设投资

注：上表数据为融资租赁公司口径，非公司合并口径

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 20：2015~2017.Q3 融资租赁公司应收融资租赁款余额按板块分布

单位：亿元、%

行业	2015		2016		2017.Q3	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
城市建设投资	92.36	37.99	106.90	42.47	91.06	27.14
造纸	54.29	22.33	60.79	24.15	89.37	26.63
化学原料和化学制品制造业	28.06	11.54	18.86	7.49	19.13	5.70
煤炭、能源	29.97	12.33	9.64	3.83	3.31	0.99
木业	11.40	4.69	8.44	3.35	13.55	4.04
房地产开发	8.10	3.33	12.70	5.05	36.24	10.80
钢铁制造业	4.42	1.82	9.30	3.69	50.06	14.92
其他	14.53	5.98	25.10	9.97	32.86	9.78
总计	243.13	100.00	251.73	100.00	335.58	100.00

注：上表数据为融资租赁公司口径，非公司合并口径

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

资金来源方面，自融资租赁公司成立以来，公司通过增资等方式为其提供资金支持，截至 2017 年 9 月末，融资租赁公司注册资本已达 77.00 亿元，实收资本 58.72 亿元。外部融资渠道方面，融资租赁公司目前以关联方内部借款及银行借款为主要资金来源，截至 2017 年 9 月末，融资租赁公司来自晨鸣纸业的拆借款规模为 199.91 亿元。中诚信证评注意到，目前融资租赁公司业务贷款期限大多为一年以上，但公司短期债务在总债务中的占比较高。截至 2017 年 9 月末融资租赁公司获得银行授信 31.50 亿元，其中未使用授信额度 10.60 亿元。中诚信证评将对融资租赁公司债务结构的期限匹

此外需要关注的是，公司融资租赁客户鲁丽集团有限公司于 2016 年 1 月至 2017 年 9 月期间多次被最高人民法院列入失信人名单，截至 2017 年 9 月末该客户融资租赁余额 4.77 亿元，租赁利息均正常支付，融资租赁公司就该事项未对该客户租赁款计提相应坏账准备，中诚信证评对此将保持持续关注。

配问题及其流动性保持持续关注。

风险控制方面，融资租赁公司自成立以来即制定了一系列的业务规范和风险管理制度，具体包括《风险管理制度》、《业务受理相关程序》和《业务准入指引》等，较好地保障了其业务的规范运营和良好的风险管理。

在业务流程环节，融资租赁公司在前期调查阶段一般先由业务人员对客户进行初期接洽，收集客户的基本资料，做出初步判断，并报业务部负责人审阅，决定是否受理该项目；项目受理后，业务部负责人将组织 1~2 名业务人员对项目进行初步研讨，并针对项目情况拟定租赁方案；项目组收到承

租人的申请资料后，提交至风险管理部，并由风险管理部出具初审意见；项目经审批同意立项后，由业务部和风险管理部组成尽调小组对客户进行实地调查，并出具尽职调查报告。在审批阶段，由风险管理部将项目上报项目审批委员会，项目审批委员会由5人组成，分别为总经理、副总经理、总经理助理、财务部负责人和风险部负责人，每个人均有一票否决权；此外，单笔金额超过2亿元的项目，还需上报至公司董事长委员会表决。项目审批通过后，由项目组人员协助法务人员起草融资租赁合同，并在有关合同文本签署后，办理有关所有权登记、抵押登记、保证金和手续费收取等手续，最后由资金财务部按照部门相关规定和审批程序进行放款。

租后管理方面，业务人员应协同风险管理部每季度至少对客户实地走访一次，对租赁物及企业经营情况进行检查。信用风险管理方面，融资租赁公司制定了客户预筛选制度，并针对电力生产、石油炼制、港口、铁路、公路、航空、房地产开发、建筑、煤炭、钢铁、水泥、平板玻璃、船舶、光伏制造、煤化工、造纸及纺织等行业出台了融资租赁行业准入指导。同时针对不同行业，确定客户准入底线标准及项目准入底线标准，只有在同时满足上述准入标准后，方可将客户纳入预立项名单。在投资组合风险管理方面，融资租赁公司主要通过调整租赁资产的行业分布控制投资组合风险，通过对国家产业政策等宏观政策的研究，结合自身对行业的了解，制定行业指引，设定业务的行业准入标准，控制租赁资产的收益和风险水平。

就风险控制情况来看，融资租赁公司已建立适合自身业务的风险管理体系及业务流程控制机制，但尚未建立规范的客户分类管理制度，应收融资租赁款预警机制不甚完善。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。2014~2015年融资租赁公司未对融资租赁应收款项计提减值和拨备，自2016年11月1日起，对应收融资租赁款计提0.5%~1.00%的坏账准备，其中对关联企业一般不计提，2016年末融资租赁公司计提坏账准备1.52亿元

（其中因关联方富裕晨鸣自2015年10月起停产，单独计提坏账准备约1.50亿元），2017年1~9月计提坏账准备2.24亿元。融资租赁公司展业时间较短，部分风险短期内未能得以充分暴露，中诚信证评将持续关注融资租赁公司的风险管理情况和应收融资租赁款坏账情况。

2014年公司成立财务公司，注册资本为10.00亿元。财务公司主要为公司内部成员单位提供流动资金贷款、票据贴现、资金结算等服务。截至2017年9月末，财务公司在中国工商银行、中国银行、中国农业银行、招商银行等多家银行获得综合授信额度96.70亿元，其中未使用授信额度74.59亿元。财务公司在授信额度内积极开展商票转贴、代开银承等业务，取得了较好的效益。2016年，财务公司实现营业收入2.91亿元¹，净利润1.04亿元；2017年1~9月实现营业收入2.95亿元，净利润1.34亿元。

总体来看，2015年以来，融资租赁业务成为公司新的利润增长点，财务公司业务的持续开展则有利于公司提高资金使用效率，降低融资成本。但中诚信证评也注意到金融业务资金投入较大，推动公司债务持续提升，并且将持续关注公司债务期限结构的匹配问题、融资租赁业务的款项回收风险以及公司对金融业务的管理及风控能力。

其他业务

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，在营业总收入中的占比为4.50%，较2015年下滑0.86个百分点。2017年1~9月，公司上述五大业务合计实现收入5.64亿元，占营业总收入的比重为2.62%。

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，剩余部分对外出售并形成一部分销售收入。受2015年出售山东晨鸣新力热电有限公司51.00%的股权

¹ 此处营业收入和净利润数据为财务公司合并报表口径，公司合并口径下，因公司全资控股财务公司，相关收入及利润合并抵消。

影响，加之 2016 年以来煤炭价格持续走高，使得电力及热力的成本不断增加，电力上网利润空间不断降低，因而公司控制发电总量，导致该板块业务规模持续萎缩，2014~2016 年和 2017 年 1~9 月营业收入分别为 5.14 亿元、4.38 亿元、3.39 亿元和 1.35 亿元。

公司建筑材料业务则主要系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，近年来该板块业务规模基本保持稳定，2014~2016 年和 2017 年 1~9 月分别实现营业收入 2.25 亿元、2.23 亿元、2.28 亿元和 1.89 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。

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，主要客户来自于集团内部单位，如山东晨鸣、江西晨鸣和湛江晨鸣等，以及一些外部浆料客户，2014~2016 年和 2017 年 1~9 月营业收入分别为 0.60 亿元、1.24 亿元、1.29 亿元和 0.84 亿元，业务规模逐年增大。

此外，公司也在不断拓展其他业务，2012 年 10 月公司与辽宁北海实业（集团）有限公司共同出资成立了海城海鸣矿业有限责任公司（以下简称“海鸣矿业”），该公司目前注册资本 2.40 亿元，其中公司持股比例为 60%。海鸣矿业主要进行菱镁矿的开采、加工和销售，项目总投资 11 亿元，矿区面积 80 万平米、深加工区 70 万平米。截至 2017 年 9 月末，海鸣矿业累计完成投资 10.75 亿元，一期项目设备已安装完毕，2017 年 12 月底进入试生产阶段；二期项目土建工程已开工，各设备陆续招标，计划 2019 年 7 月投产。

2013 年 2 月，公司（实际运作主体为广东慧锐投资有限公司（以下简称“广东慧锐”））与湛江市代建项目管理局签订了关于湛江市海东新区岸线综合治理的 BT 项目合同。项目总投资约 46.07 亿元，所需资金全部由广东慧锐自筹。项目完工后，广东慧锐将获得土地纯收益 20% 的分成。该项目需根据政府批复分期滚动开发，截至 2017 年 9 月末，

受政府批复进度影响，除一期工程已完工外，第二期尚待取得政府许可后方可继续建设。

2013 年 9 月，公司（实际运作主体为武汉晨鸣）、武汉晨鸣万兴置业有限公司（以下简称“万兴置业”）与湖北浙商万兴投资有限公司（以下简称“湖北浙商”）签署了《房地产合作开发框架合同》，将合作开发武汉经济技术开发区原汉阳造纸厂工业区总土地面积约 646.2 亩的房地产项目，计划总投资额 24 亿元，项目开发主体为万兴置业。武汉晨鸣提供项目土地，合作方湖北浙商提供项目开发所需资金，净利润按股权比例进行分配。该项目建设成本约为 2,000 元/平米，销售价格约为 6,000~9,000 元/平方米，预计会有较好的收益。由于该项目是对老厂房工业区的开发，公司不会常态化的涉足到房地产开发行业。截至 2017 年 9 月底，该项目累计投资 14.17 亿元，已完成工程进度的 41.67%，期末累计已销售签约面积 19.91 万平方米（2,042 套），结转销售收入 10.69 亿元。

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。但上述产业行业跨度较大，分别隶属于金融、能源、房地产等行业，均为资金密集型产业，同时中诚信证评也关注到公司多元化业务投资进展较为缓慢，预计投产日期较前期规划有所推迟，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。

发展规划

根据公司最新发展规划，公司未来业务重点将主要围绕以下六个方面：第一是调整产品结构，重点发展高端纸品；第二是解决制约公司发展的原材料瓶颈，提高产品成本控制能力；第三是高度重视环保建设，以“节能减排、和谐发展”为目标；第四是加强人才培养与技术创新；第五是提升企业管理，提高运行质量；第六是开拓国内外市场，拓展发展空间。

截至 2017 年 9 月末，公司持续推进的造纸项目主要是寿光美伦年产 51 万吨高档文化纸项目；持续推进的林浆纸项目包括黄冈晨鸣浆纸有限公司林浆一体化项目以及寿光美伦化学木浆项目。公

司会根据自身资金状况，以控制债务规模保持在合理水平为前提推进上述项目的建设。长期看，上述项目的发展在提升公司产能的同时，有利于公司产品结构的优化，公司产品策略的灵活性和抗风险能

力将得到加强。但中诚信证评也注意到，随着上述项目建设的推进，公司将面临一定的投资资金压力。

表 21：截至 2017 年 9 月末公司主要在建项目情况

单位：亿元

项目名称	预计完成时间	计划投资额	截至 2017 年 9 月末已投资	未来资金安排		
				2017.10~12	2018	2019
寿光美伦年产 51 万吨高档文化纸项目	2018.07	37.61	4.81	2.51	3.50	0.46
黄冈晨鸣浆纸有限公司林浆一体化项目	2018.06	34.85	21.58	5.04	6.94	0.96
海鸣矿业菱镁矿项目	2017.12	12.80	10.75	0.86	6.38	1.41
寿光美伦年产 40 万吨化学木浆项目	2018.08	43.00	16.27	3.62	8.37	4.63
合计	-	128.26	53.41	12.03	25.19	7.46

注：公司将根据自身债务和资金情况调整项目投资进度。
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

近年来，公司分红比例一直维持在较高水平，近三年分红占上市公司股东净利润的比重维持在 50% 以上。2016 年度，公司向普通股股东及优先股股东派发人民币现金红利 12.81 亿元（含税），占合并报表中归属于母公司所有者净利润的 62.06%。中诚信证评将持续关注公司分红政策对其信用状况可能产生的影响。

此外，公司计划实施权益性融资改善资本结构，支持机制纸业务和金融业务的发展。2016 年 3~9 月，公司分三期非公开发行优先股 4,500 万股，合计募集资金净额 44.78 亿元。2017 年 7 月和 9 月，公司分别发行永续中票 10 亿元和 20 亿元。中诚信证评将持续关注公司优先股股息支付对公司造成的影响。

2017 年 6 月 8 日，公司公告《2016 年度非公开发行股票预案（修订稿）》，计划向包括控股股东晨鸣控股在内的不超过 10 名（含 10 名）特定投资者募集不超过 37 亿元资金，用于年产 40 万吨漂白硫酸盐化学木浆项目。本次非公开发行股票相关事项已获得山东省国资委批复，正在中国证监会审核，中诚信证评将对公司非公开发行股票的进展保持关注。

总体来看，公司未来将持续开展机制纸业务，同时向产业链上游延伸，林浆纸一体化项目有利于降低成本，对公司有重要的战略意义；同时公司金融业务将持续发展，并积极推进产业多元化。公司

计划实施权益性融资以改善资本结构，支持公司整体业务的发展。中诚信证评将对上述项目投资进展、后期经营盈利情况、权益性融资计划进展及其对公司信用水平的影响保持关注。

公司治理

目前，公司实行集团母子公司管理体制，按照现代企业制度要求，建立了以股东大会、董事会、监事会和经营管理层为核心的法人治理结构，进一步完善和健全管理体制，健全股东大会、董事会、监事会和管理层的权责关系，明确了四者的议事、决策程序和规则。

股东大会是公司的最高权力和决策机构，下设董事会和监事会。董事会现由 10 名董事组成，包括 4 名执行董事（董事长和副董事长各 1 名）、2 名非执行董事和 4 名独立非执行董事；监事会现由 4 名监事组成，监事会向全体股东负责，对公司财务以及公司董事、经理和其他高级管理人员履行职责的合法合规性进行监督，维护公司及股东的合法权益；公司设总经理 1 名，对董事会负责，依照《公司法》和《公司章程》的规定行使职权，负责公司的日常生产经营管理工作。

截至 2017 年 9 月末，公司设立了 15 个职能部门，包括企划部、人力资源部、稽察部、财务部、证券与投资管理部、法务管控部、生产部、安全部、技术质量部、采购部、营销部、设备动力部、技术

研究所、党群部和办公室等，按照各部门管辖范围履行职责；公司设立独立董事制度，在三会下设立了审计委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会和战略委员会四个专业委员会，并明确了各自的工作规则，实现了董事会对管理层经营活动的合理授权和有效监督。

内部控制方面，公司根据自身经营特点，制定健全有效的内部控制体系，涵盖业务控制、会计管理控制、信息系统控制、关联交易内部控制、对外担保的内部控制、控股子公司的管理控制和信息披露管理控制等方面。同时公司建立相应的考核和激励机制，以确保内部控制制度的实施。

业务控制方面，公司全面推行制度化的规范管理，制定了完善的管理制度，包括集团生产监督与调度管理制度、产量突破奖励制度、纸机运行车速管理制度、纸机工艺备品管理制度、安全生产检查制度、采购管理制度、采购招标管理制度、财务审计制度等一系列业务控制文件，规范了生产、采购、安全、财务和营销等过程中相关机构和岗位的职责、业务流程和内部控制程序，合理保证了业务活动的有序进行。

会计管理控制方面，公司已按《公司法》、《会计法》、《企业会计准则》等法律法规及其补充规定的要求制定了财务垂直管理制度、银行贷款管理制度、付款管理制度、财务报告编制及报送管理规定、会计政策及会计核算管理规定和会计凭证管理规定等一系列财务管理制度。同时公司制订了全面预算管理制度，日常工作实行预算管理，对预算内与预算外事项规定了相应的审批权限及流程；公司建立了实物资产管理的岗位责任制度，制定了资金管理办法、资产盘点管理制度等制度，对财产和固定资产进行有效管理并加强管理人员的职责。

对外担保内部控制方面，公司《公司章程》对外担保的权限作了具体明确的规定，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规定。同时公司为规范对外担保行为，保障上市公司股东权益，根据上述规定制定了《对外担保管理制度》，制度要求对外担保须经公司董事会或股东大会批准，未经董事会、股东大会批准，任何公

司都不得对外提供担保。

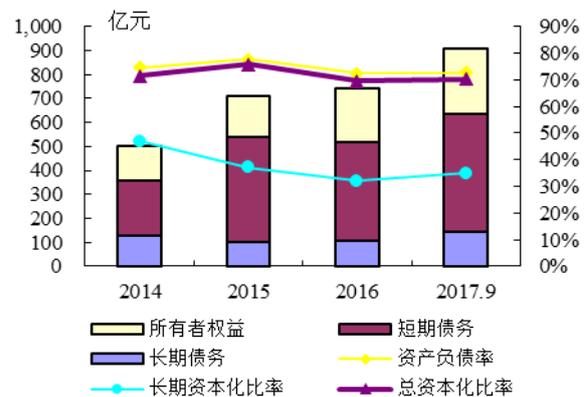
总体来看，公司法人治理结构较完善，内控制度健全，能够对生产管理、资金使用等关键业务环节进行有效控制，为公司的持续稳定发展奠定良好的基础。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014~2016 年审计报告以及未经审计的 2017 年三季度财务报表。公司各期财务报表均按新会计准则编制，均为合并口径数据。

资本结构

图 13：2014~2017.Q3 公司资本结构



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

近年来，随着公司机制纸项目及林浆纸一体化项目的持续推进，以及融资租赁公司业务的快速开展，公司资产、负债规模均大幅增长。2014~2016 年末，公司总资产规模分别为 568.22 亿元、779.62 亿元和 822.85 亿元，同期负债总额分别为 424.74 亿元、607.03 亿元和 597.20 亿元。

所有者权益方面，2014~2016 年末公司所有者权益分别为 143.48 亿元、172.59 亿元和 225.65 亿元。2014 年公司回购 0.39 亿股 H 股股份，支付港币折合人民币 1.06 亿元，当年末实收资本下降至 19.36 亿元，加之当年公司转让山东晨鸣新力热电有限公司 51.00% 的股权，导致相应少数股东权益减少，当年末所有者权益同比下降 1.98%。2015 年公司发行 26.00 亿元永续中期票据，同时受益于盈利经营积累，当年末自有资本实力大幅增强。2016 年公司非公开发行优先股使得自有资本大幅增长。

财务杠杆比率方面，2014~2016 年末公司资产负债率分别为 74.75%、77.86%和 72.58%；总资本化比率分别为 71.45%、75.78%和 69.69%。2016 年公司通过发行优先股等方式进行股权融资，加之部分债券到期兑付，债务规模有所减少，同期资产负债率和总资本化比率均较上年末有所下降。截至 2017 年 9 月末，公司资产总额 987.89 亿元，所有者权益总额 269.95 亿元，负债总额 717.94 亿元，近期公司继续扩大债务融资规模使得期末资产负债率和总资本化比率分别上升至 72.67%和 70.22%。整体来看，公司财务杠杆比率较高，与国内主要造纸企业相比，亦处于较高水平。

表 22：国内主要造纸企业 2016 年末财务指标

单位：亿元、%

企业名称	资产总计	资产负债率	总资本化比率
晨鸣纸业	822.85	72.58	69.40
金光纸业	1,618.32	64.10	58.91
华泰集团	215.65	68.23	61.90
太阳纸业	201.94	58.70	52.44
山鹰纸业	200.49	57.97	53.16

资料来源：各企业公开年报，中诚信证评整理

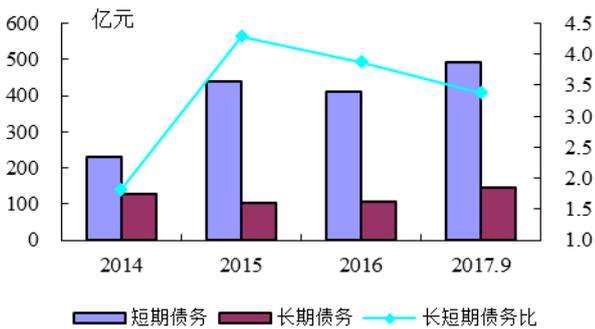
从资产结构来看，截至 2016 年末，公司非流动资产为 465.19 亿元，占总资产的比重为 56.53%，主要由长期应收款、固定资产和在建工程构成，占非流动资产的比重分别为 19.01%、61.94%和 8.85%。公司长期应收款为融资租赁款；固定资产主要为房屋建筑物和机械设备等；在建工程主要为黄冈晨鸣林浆一体化项目、海鸣矿业菱镁矿项目、寿光美伦年产 51 万吨高档文化纸项目和寿光美伦年产 40 万吨化学木浆项目等在建项目。2016 年末公司流动资产合计 357.67 亿元，占总资产的比重为 43.47%，主要由货币资金、应收账款、存货、一年内到期的非流动资产和其他流动资产构成，占流动资产的比重分别为 28.27%、11.11%、13.60%、15.34%和 18.50%。公司货币资金主要为银行存款和其他货币资金，其中其他货币资金 74.84 亿元主要为公司开具银行承兑汇票、保函和国内信用证存入的保证金存款；应收账款系应收机制纸客户销售款，账款账龄集中于一年以内，同时公司相应计提了坏账准备；存货主要包括原材料（17.92 亿元）、库存商品（10.70 亿元）和消耗性生物资产（16.34 亿元）等，

公司实行以销定产的业务模式，结合生产计划严控采购数量，近年来原材料及库存商品规模均较为稳定，公司根据按存货的成本与可变现净值孰低原则相应计提存货跌价准备；消耗性生物资产为公司种植的相关林木。公司一年内到期的非流动资产为一年内到期的融资租赁款；其他流动资产为一年期融资租赁款。

负债结构方面，公司负债以流动负债为主。截至 2016 年末，公司流动负债合计 467.09 亿元，占负债总额的比重为 78.21%，主要由短期借款、应付账款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成，占流动负债的比重分别为 59.68%、7.97%、13.35%和 14.14%。公司短期借款为银行短期借款，借款方式包括质押借款、保证借款、信用借款和贴现借款；应付账款以应付原辅料采购款为主；一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款、应付债券和中期票据；其他流动负债为短期融资券。公司非流动负债合计 130.12 亿元，占负债总额的比重为 21.79%，主要由长期借款、长期应付款和递延收益构成，占非流动负债的比重分别为 53.30%、30.36%和 11.10%。公司长期借款为银行长期借款，借款方式包括抵押借款、保证借款和信用借款；长期应付款以设备售后直租款为主，年末余额 30.05 亿元；递延收益为政府补助。

总债务方面，2014~2016 年末，公司总债务分别为 359.09 亿元、540.05 亿元和 518.71 亿元，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总债务规模有所下滑。2017 年前三季度子公司融资租赁公司发行 10 亿元私募公司债，同时公司在公开市场发行 12 亿元公司债券以及多期超短融和短期融资券以补充流动资金，债务规模上升较快，截至 2017 年 9 月末总债务规模增至 636.52 亿元。债务期限结构方面，截至 2016 年末，公司短期债务 412.31 亿元，长期债务 106.41 亿元，当年末长短期债务比（短期债务/长期债务）由上年的 4.29 倍下降至 3.87 倍；2017 年 9 月末长短期债务比为 3.38 倍，其中长期债务 145.31 亿元。但总体来看，公司刚性债务以短期债务为主，债务期限结构不合理，面临较大的短期偿债压力。

图 14: 2014~2017.Q3 公司债务结构情况



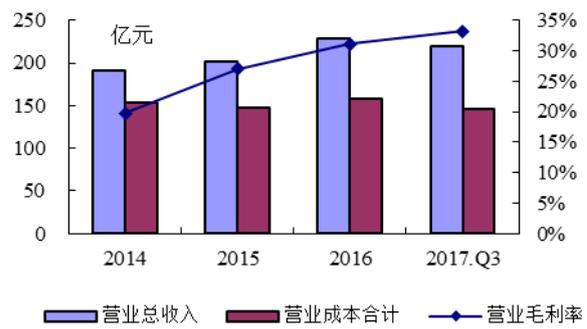
数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

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, 近年财务杠杆水平持续维持高位, 且以短期债务为主, 债务期限结构不合理, 短期偿付压力和流动性压力加大。同时, 中诚信证评关注到, 2015 年以来公司通过发行永续中票以及非公开发行优先股改善公司杠杆结构, 但优先股亦增加了公司的利息支付压力。公司目前在继续推进非公开发行股票工作, 中诚信证评将对公司未来股权融资进展情况和财务杠杆情况保持持续关注。

盈利能力

2014~2016 年公司分别实现营业总收入 191.02 亿元、202.42 亿元和 229.07 亿元。2015 年受造纸行业供需矛盾持续影响, 公司机制纸业务收入规模与上年基本持平, 当年机制纸销售收入 180.73 亿元, 较上年小幅增长 0.54%; 当年融资租赁业务快速扩张, 公司实现租赁业务收入 10.85 亿元, 同比大幅增长 1,151.89%, 同时推动整体营收规模的增长; 2015 年营业总收入同比增长 5.97%。2016 年, 造纸行业涨价提速, 公司机制纸业务稳中有升, 加之融资租赁业务扩张, 当年整体营收规模同比增长 13.17%。2017 年前三季度, 随着白卡纸等主要机制纸产品的产量及价格的提升, 公司机制纸业务规模保持较快增长, 1~9 月实现业务收入 192.68 亿元, 同比增长 37.51%; 融资租赁业务由于 2016 年下半年以来对外投放减少, 加之新增客户利率有所下降, 当期实现租赁业务收入 17.19 亿元, 同比减少 5.43%。2017 年 1~9 月, 公司实现营业总收入 219.29 亿元, 同比增长 32.33%。

图 15: 2014~2017.Q3 公司收入成本构成



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

毛利率方面, 公司近年来机制纸产品结构逐步优化, 同时外购浆价格整体下降以及自制浆比例提升, 原料成本合理控制, 加之盈利能力较强的融资租赁业务的快速发展, 综合毛利率逐年提升。2014~2016 年公司营业毛利率分别为 19.78%、27.06%和 31.08%。2017 年前三季度, 融资租赁公司自身外债汇兑损失使得成本有所增大, 1~9 月租赁业务毛利率由上年同期的 87.74%下降至 85.48%, 但受益于当期纸价的较快上涨, 整体获利水平仍保持增长, 公司综合营业毛利率同比上升 2.10 个百分点至 33.26%。

从毛利润贡献度情况来看, 2014~2016 年和 2017 年 1~9 月公司分别取得总营业毛利润 37.79 亿元、54.77 亿元、71.20 亿元和 72.95 亿元, 其中机制纸业务毛利润占当期总营业毛利润的比重分别为 89.57%、75.54%、65.22%和 76.00%, 融资租赁业务毛利润占当期总营业毛利润的比重为 1.90%、17.47%、29.78%和 20.14%。机制纸业务作为主要业务, 一直是公司收入和利润的主要来源, 随着融资租赁业务的快速发展, 近三年融资租赁业务成为公司新的利润增长点, 尽管 2017 年前三季度因机制纸业务利润的大幅增长使得融资租赁业务毛利润占比有所下降, 但融资租赁业务利润仍是公司重要的利润组成部分。

表 23：2014~2017.Q3 公司各板块业务毛利率情况

板块	2014	2015	2016	2017.Q3
机制纸	18.83	22.89	23.77	28.77
电力及热力	32.48	36.51	36.73	36.51
建筑材料	19.68	20.87	23.47	18.90
造纸化工用品	8.51	17.72	24.48	20.12
酒店	79.72	77.20	75.97	74.06
融资租赁	82.74	88.22	90.62	85.48
其他主营业务	25.77	25.82	22.36	20.11
其他业务	54.53	60.53	61.22	36.73
合计	19.78	27.06	31.08	33.26

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 24：国内主要造纸企业 2016 年盈利能力指标

企业名称	营业总收入	营业毛利率	净资产收益率
晨鸣纸业	229.07	31.08	8.96
金光纸业	473.73	21.68	4.16
太阳纸业	144.55	21.92	13.88
山鹰纸业	121.35	16.36	4.26
华泰集团	113.99	15.37	1.62

资料来源：各企业公开年报，中诚信证评整理

对比国内主要造纸企业财务数据可以看出，公司机制纸板块毛利水平处于行业较好水平，同时受益于融资租赁业务发展，整体盈利水平处于行业前列，竞争优势突出。

表 25：2014~2017.Q3 公司期间费用分析

项目	2014	2015	2016	2017.Q3
销售费用	11.48	11.91	11.66	9.85
管理费用	11.61	13.85	14.41	13.60
财务费用	12.29	16.69	18.19	17.24
三费合计	35.38	42.45	44.26	40.69
营业总收入	191.02	202.42	229.07	219.29
三费收入占比	18.52%	20.97%	19.32%	18.55%

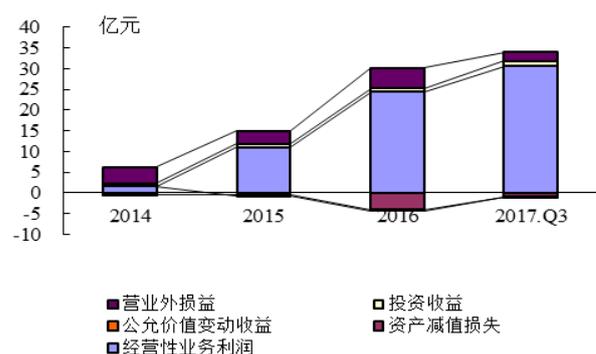
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

期间费用方面，公司期间费用主要由销售费用、管理费用和财务费用构成。2016 年公司加强管理，严控费用，销售费用较上年有所减少；但随着员工工资及研发投入的增长，公司管理费用相应增加；此外，由于公司利息支出增加，财务费用逐年上升。2014~2016 年公司三费合计金额分别为 35.38

亿元、42.45 亿元和 44.26 亿元，占营业总收入的比例分别为 18.52%、20.97% 和 19.32%。2017 年 1~9 月公司三费合计 40.69 亿元，占营业总收入的比例为 18.55%。整体来看，近年来，公司债务利息支出持续上升推动财务费用和期间费用不断增长，中诚信证评将持续关注公司费用控制情况。

公司利润总额主要由经营性业务利润和营业外损益构成，2014~2016 年和 2017 年 1~9 月经营性业务利润分别为 1.50 亿元、10.99 亿元、24.42 亿元和 30.63 亿元，营业外损益分别为 3.95 亿元、3.02 亿元、4.91 亿元和 2.03 亿元。2016 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。公司营业外损益主要由政府补贴构成，作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，公司每年均能得到大额的政府补贴，2014~2016 年和 2017 年 1~9 月分别确认政府补助 2.70 亿元、2.51 亿元、4.82 亿元和 1.41 亿元。2016 年以来公司盈利水平提升明显，使得经营性业务利润和利润总额均大幅增长。2014~2016 年和 2017 年 1~9 月利润总额分别为 5.61 亿元、14.10 亿元、25.83 亿元和 32.73 亿元，同期净资产收益率分别为 3.16%、5.67%、8.96% 和 13.46%。

图 16：2014~2017.Q3 公司利润总额构成



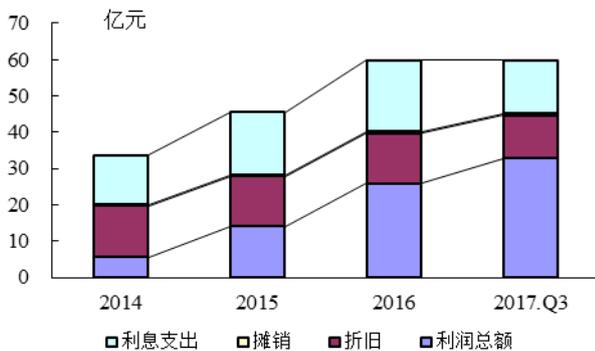
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，2016 年以来公司机制纸业务发展良好，随着产能的持续增长以及产品结构的优化，未来公司在行业内的竞争优势将得到进一步增强；同时受融资租赁业务较快发展影响，公司盈利水平明显提升。另外，中诚信证评也将持续关注债务规模较大导致期间费用高企，及对公司盈利能力造成的影响。

偿债能力

2014~2016年，公司 EBITDA 分别为 33.59 亿元、45.43 亿元和 59.80 亿元，主要由利润总额、折旧和利息支出构成。2016 年公司利息支出规模较大，同时当年盈利能力提升，利润总额大幅增长，2016 年 EBITDA 同比增长 31.63%。从 EBITDA 对债务本息的保障来看，公司 2014~2016 年总债务/EBITDA 指标分别为 10.69 倍、11.89 倍和 8.67 倍，EBITDA 利息保障倍数分别为 2.18 倍、2.38 倍和 2.76 倍，EBITDA 对债务本息保障程度尚可。2017 年 1~9 月，公司 EBITDA 为 59.82 亿元，同期总债务/EBITDA 指标和 EBITDA 利息保障倍数分别为 7.98 倍和 3.71 倍。

图 17: 2014~2017.Q3 公司 EBITDA 构成



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

经营活动现金流方面，由于 2015 年公司融资租赁业务处于业务扩张期，公司持续对外放款，当年经营活动净现金流表现欠佳，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。2014~2016 年公司经营活动净现金流分别为 9.85 亿元、-97.21 亿元和 21.53 亿元，同期经营活动净现金/总债务分别为 0.03 倍、-0.18 倍和 0.04 倍；经营活动净现金/利息支出分别为 0.64 倍、-5.09 倍和 1.00 倍，2016 年公司经营活动净现金流对总债务、短期债务以及利息支出的覆盖能力有所提升。2017 年前三季度，公司融资租赁业务对外放款规模保持扩张，同时原材料储备增加以应对纸浆价格上涨，另加大了票据使用力度，减少应收票据的贴现，1~9 月经营性现金流呈现大幅净流出，为-16.13 亿元。

表 26: 2014~2017.Q3 公司主要偿债指标

指标	2014	2015	2016	2017.Q3
总资产 (亿元)	568.22	779.62	822.85	987.89
总债务 (亿元)	359.09	540.05	518.71	636.52
资产负债率 (%)	74.75	77.86	72.58	72.67
总资本化比率 (%)	71.45	75.78	69.69	70.22
经营活动净现金流 (亿元)	9.85	-97.21	21.53	-16.13
经营活动净现金/总债务 (X)	0.03	-0.18	0.04	-0.03
经营活动净现金/利息支出 (X)	0.64	-5.09	1.00	-1.00
EBITDA (亿元)	33.59	45.43	59.80	59.82
总债务/EBITDA (X)	10.69	11.89	8.67	7.98
EBITDA 利息倍数 (X)	2.18	2.38	2.76	3.71

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

财务弹性方面，目前公司已在 A 股、B 股和 H 股三个证券市场发行上市，具有多元化的融资渠道。同时公司与多家银行建立了长期的战略合作伙伴关系，截至 2017 年 9 月末获得商业银行授信额度 742.08 亿元，其中未使用额度 309.11 亿元，备用流动性较充足。

受限资产方面，截至 2017 年 9 月末，公司将账面价值 50.11 亿元的固定资产和无形资产作为取得银行借款及长期应付款的抵押物；公司有 123.03 亿元货币资金受限，作为银行承兑汇票、信用证、银行借款的保证金以及存款准备金；17.00 亿元应收票据受限，作为取得短期借款、开立应付票据、保函、信用证的质押物。

或有事项方面，截至 2017 年 9 月末，公司无对外担保，对内担保余额 170.61 亿元，担保比率为 63.20%。被担保对象为公司旗下的 8 家子公司，公司对其经营状况较为了解，经营较为稳定，但整体担保规模仍较大，中诚信证评对此予以持续关注。此外，公司存在一则未决诉讼及仲裁事项，具体进展如下：2016 年 10 月 18 日，公司香港注册地址收到一自称债权人“法定要求偿债书”，要求公司于该法定要求偿债书送达之日起二十一天内偿还金额为人民币 16,786 万元及利息、美元 354.89 万元及利息、港币 330.39 万元及利息的债务；2016 年 11 月 7 日，公司向香港特别行政区高等法院原诉法庭申请并取得禁制令“禁止申请人对本公司提出清盘呈请”。2016 年 11 月 11 日，香港特别行政区高等

法院原诉法庭作出命令：“（1）于 2016 年 11 月 7 日所发出的禁制令将持续有效，直至法庭作出进一步命令；（2）就禁制令举行的各方聆讯将延至 2017 年 2 月 21 日及 2017 年 2 月 22 日于香港特别行政区高等法院原诉法庭继续进行，并预留 2017 年 2 月 23 日进行聆讯。”

2017 年 2 月 23 日，香港特别行政区高等法院原诉法庭完成关于禁制令的聆讯。2017 年 6 月 14 日，香港特别行政区高等法院原诉法庭向公司法律代表发出有关禁制令的通知，驳回了公司的禁制令申请。2017 年 7 月 7 日，香港高等法院夏利士法官就驳回公司禁制令颁下判词。2017 年 7 月 12 日，公司向香港特别行政区高等法院提出上诉申请。

2017 年 6 月 15 日，公司收到 Arjowiggings HKK 2 Limited（以下简称“HKK2”）向香港特别行政区高等法院提交日期为 2017 年 6 月 15 日的清盘呈请，申请公司偿付 HKK2 经济损失人民币 16,786 万元及利息、诉讼及其他费用共美元 354.89 万元及利息、仲裁费用港币 330.39 万元及利息。根据清盘呈请，香港特别行政区高等法院将于 2017 年 8 月 23 日进行聆讯，并且后续公司有权利就清盘呈请进行抗辩，清盘呈请最终是否会被法院批准，将取决于法院的后续审理情况而定。

在清盘申请人对公司作出清盘呈请后，公司已就清盘呈请的潜在影响咨询公司在香港及中国之法律顾问。由于清盘申请人的清盘呈请是依据香港法例及于香港法院提出，公司经咨询中国法律顾问，认为该清盘呈请的审理及判决不适用中国法律的规定，另考虑到该清盘呈请尚有待香港法院进行审理并作出判定，目前而言中国法律顾问暂无法就其在中国法律下的影响进行判断。如香港高等法院日后就清盘呈请作出判决，就该判决在中国法律下的执行效力，公司将会及时与中国法律顾问根据届时的实际情况作进一步咨询和分析。

根据夏利士法官于 2017 年 8 月 28 日作出之命令，截至 2017 年 9 月 11 日，公司已透过一第三方向香港高等法院存入一笔共港币 389,112,432.44 元（此相等于法定要求偿债书之港币款额及其由 2016 年 10 月 19 日至 2018 年 8 月 27 日之利息）之

款项。目前公司将会继续与法律顾问商讨相关事宜，并积极应对，由于涉诉金额相对较小，预计不会对公司正常经营和偿债能力产生重大不利影响，但中诚信证评仍将对本次涉诉事项的后续进展予以持续关注。

总体来看，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了新的利润增长点，整体盈利水平处于行业前列。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很强。

结 论

综上，中诚信证评评定山东晨鸣纸业集团股份有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；评定“山东晨鸣纸业集团股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用级别为 **AA⁺**。

关于山东晨鸣纸业集团股份有限公司 2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

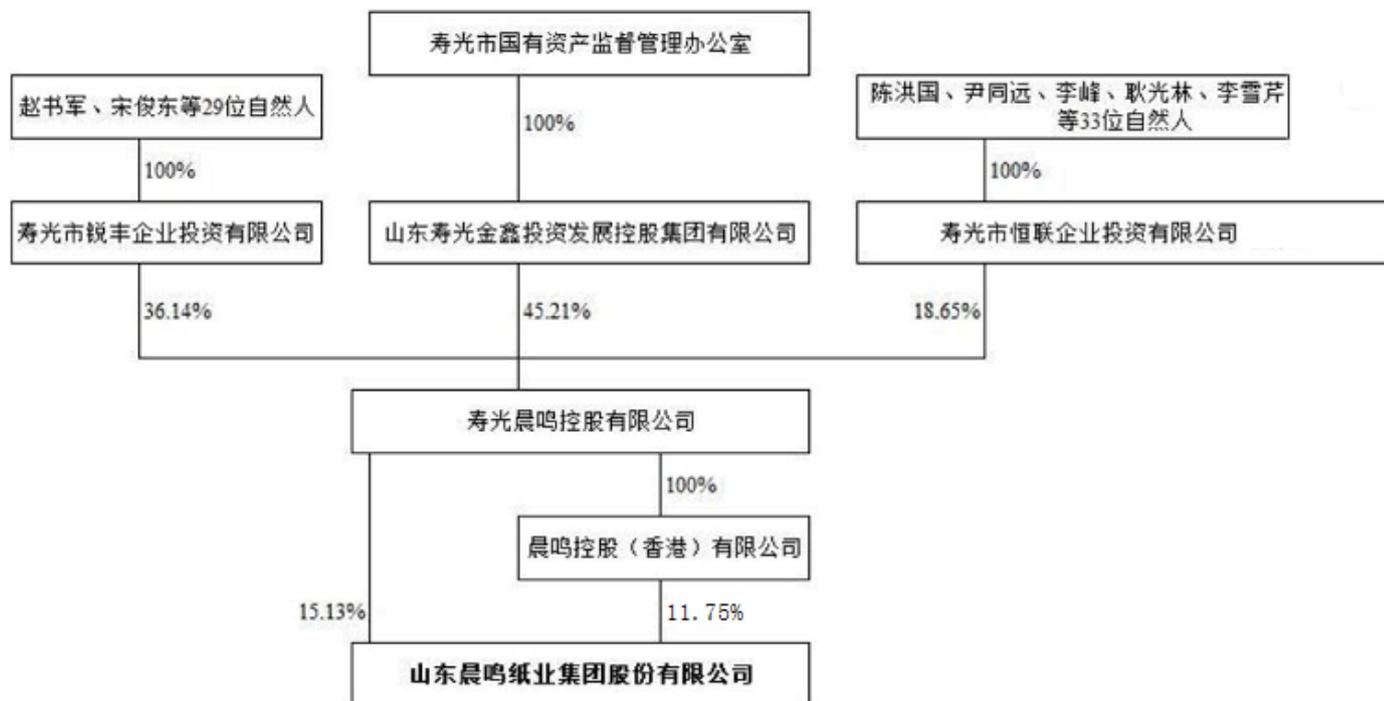
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

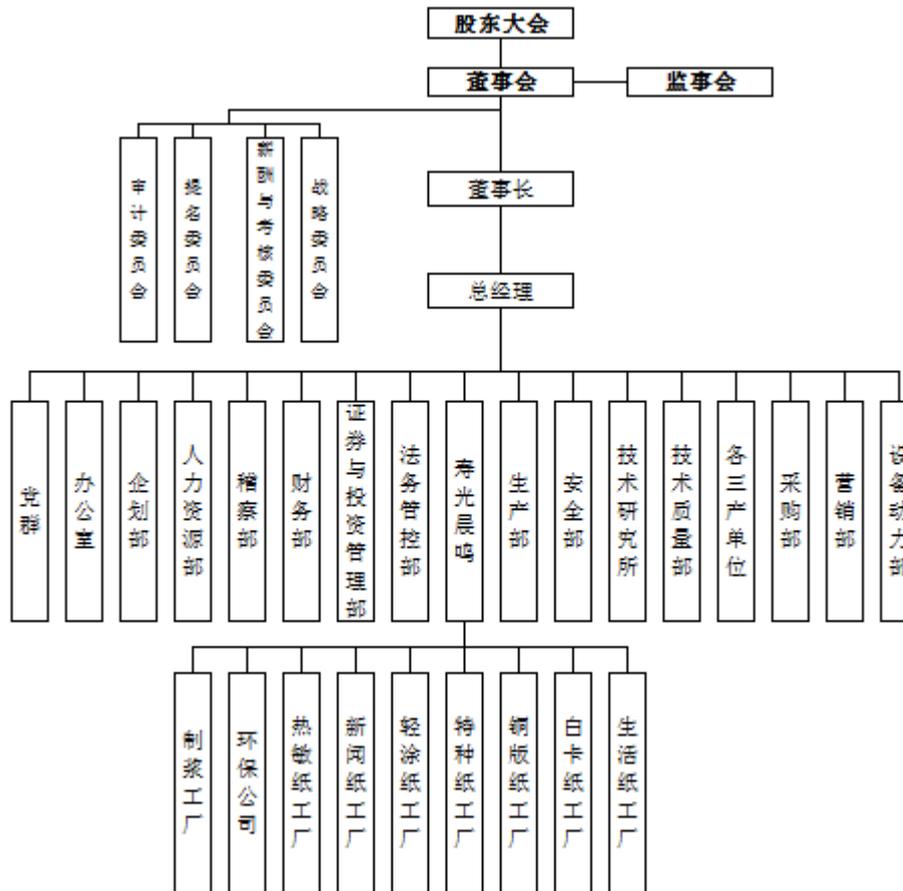
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：山东晨鸣纸业集团股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 9 月 30 日）



注：截至 2017 年 12 月 28 日，晨鸣控股合计持有公司股份数量为 535,758,032 股，占公司总股本的 27.67%，其所持有公司股份累计被质押的数量为 171,599,100 股 A 股，占其持有公司股份的 32.03%，占公司总股本的 8.86%。

附二：山东晨鸣纸业集团股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 9 月 30 日）



附三：山东晨鸣纸业集团股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016	2017.Q3
货币资金	547,565.82	898,432.60	1,010,993.03	1,476,729.42
应收账款净额	348,940.94	395,128.80	397,406.51	394,984.03
存货净额	542,074.05	521,091.79	486,266.87	540,815.44
流动资产	2,357,017.55	3,516,385.13	3,576,682.38	4,997,420.59
长期投资	10,908.78	17,949.23	201,225.20	264,932.46
固定资产合计	2,849,469.37	3,003,000.38	3,295,985.65	3,422,614.66
总资产	5,682,202.65	7,796,169.95	8,228,535.45	9,878,922.77
短期债务	2,316,837.63	4,380,196.51	4,123,069.33	4,912,149.40
长期债务	1,274,018.99	1,020,254.17	1,064,077.75	1,453,050.61
总债务（短期债务+长期债务）	3,590,856.62	5,400,450.69	5,187,147.08	6,365,200.02
总负债	4,247,395.83	6,070,277.31	5,972,049.53	7,179,433.47
所有者权益（含少数股东权益）	1,434,806.82	1,725,892.64	2,256,485.92	2,699,489.30
营业总收入	1,910,167.71	2,024,190.61	2,290,711.82	2,192,920.08
三费前利润	368,754.42	534,419.60	686,833.86	713,157.56
投资收益	6,903.56	8,871.55	8,436.99	12,134.82
净利润	45,330.89	97,793.16	202,260.58	272,425.82
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	335,947.98	454,254.92	598,015.28	598,238.67
经营活动产生现金净流量	98,539.97	-972,136.35	215,304.93	-161,313.97
投资活动产生现金净流量	-307,326.94	-346,058.55	-366,745.42	-148,393.44
筹资活动产生现金净流量	232,835.16	1,406,367.42	162,956.56	485,903.26
现金及现金等价物净增加额	24,956.39	91,201.06	9,175.36	173,360.86
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q3
营业毛利率（%）	19.78	27.06	31.08	33.26
所有者权益收益率（%）	3.16	5.67	8.96	13.46
EBITDA/营业总收入（%）	17.59	22.44	26.11	27.28
速动比率（X）	0.65	0.62	0.66	0.81
经营活动净现金/总债务（X）	0.03	-0.18	0.04	-0.03
经营活动净现金/短期债务（X）	0.04	-0.22	0.05	-0.04
经营活动净现金/利息支出（X）	0.64	-5.09	1.00	-1.00
EBITDA 利息倍数（X）	2.18	2.38	2.76	3.71
总债务/EBITDA（X）	10.69	11.89	8.67	7.98
资产负债率（%）	74.75	77.86	72.58	72.67
总资本化比率（%）	71.45	75.78	69.69	70.22
长期资本化比率（%）	47.03	37.15	32.05	34.99

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、2015~2016年末和2017年9月末其他流动负债中短期融资券及超短期融资券，进行相关财务指标计算时计入短期债务；2014年末其他非流动负债中中期票据和私募债，2015年末其他非流动负债中中期票据，2017年9月末其他非流动负债中理财直接融资工具，2016年末和2017年9月末长期应付款中设备售后直租款以及2015~2016年末和2017年9月末长期应付款中国开专项资金，进行相关财务指标计算时均计入长期债务；

3、2017年前三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/短期债务和总债务/EBITDA指标经年化处理。

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。