



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪174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公司已发行的“山东晨鸣纸业集团股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行人公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；维持本期公司债券信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年五月二十五日

山东晨鸣纸业集团股份有限公司 2017 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告（2018）

发行主体	山东晨鸣纸业集团股份有限公司		
债券代码	112570		
债券简称	17 晨债 01		
发行规模	不超过 20 亿元（含 20 亿元）		
存续期限	2017/8/21-2022/8/21		
上次评级时间	2017/4/20		
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	
跟踪评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	

基本观点

2017 年以来,我国宏观经济发展步入新常态,加之供给侧改革效果显著,造纸行业供给增速持续减缓,行业景气度有所提升;随着淘汰落后产能及环保限产力度的提升,市场份额逐渐向行业龙头集中,各主要纸种价格有所上涨。山东晨鸣纸业集团股份有限公司(以下简称“晨鸣纸业”或“公司”)作为行业龙头企业,规模优势仍较为明显,2017 年营业收入保持增长,产品结构逐步优化,且林浆纸一体化进展顺利,对上游资源的控制能力增强,整体盈利能力得到显著提升。同时,中诚信证券评估有限公司(以下简称“中诚信证评”)也关注到公司债务结构有待优化、融资租赁业务风险以及环控压力与风险等因素对公司信用水平产生的影响。

综上,中诚信证评维持晨鸣纸业主体信用等级为 AA⁺,评级展望为稳定;维持“山东晨鸣纸业集团股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)”的信用等级为 AA⁺。

正面

- 显著的规模优势和行业地位。作为国内造纸行业龙头企业,公司规模优势明显,目前已形成年产浆、纸超过 1,000 万吨的生产能力,在产品产量、收入规模和盈利水平方面均处在行业前列。
- 造纸产业链一体化布局持续深化。公司稳步推进林浆一体化建设项目,黄冈晨鸣林浆纸一体化项目和湛江美伦化学浆项目进展较为顺利。截至 2017 年末,公司自制浆产能为 332.40 万吨/年,自给率达 67.96%,未来自制浆产能扩张有助于公司增强原料控制力和降低生产成本。
- 产品结构逐步优化。公司积极调整产业布局,淘汰落后产能,加大高端机制纸产品的研发和生产,产品结构不断优化,自身盈利水平得以提升。2017 年,公司机制纸产品毛利率

概况数据

晨鸣纸业	2015	2016	2017
所有者权益(亿元)	172.59	225.65	302.74
总资产(亿元)	779.62	822.25	1,056.25
总债务(亿元)	538.55	511.71	652.46
营业总收入(亿元)	202.42	229.07	298.52
营业毛利率(%)	27.06	31.08	33.91
EBITDA(亿元)	45.43	59.80	87.41
所有者权益收益率(%)	5.67	8.96	12.42
资产负债率(%)	77.86	72.58	71.34
总债务/EBITDA(X)	11.86	8.56	7.46
EBITDA 利息倍数(X)	2.38	2.76	3.27

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、2015~2017 年其他流动负债中短期融资券计入短期债务;
3、2015 年末其他非流动负债中中期票据为 109,462.14 万元,2016 年末长期应付款中设备售后直租款为 300,517.88 万元,2017 年末长期应付款中设备售后直租款为 460,569.13 万元,进行相关财务指标计算时均计入长期债务。

分析师

梁晓佩 xpliang@ccxr.com.cn
钟晓南 xnzhang@ccxr.com.cn
Tel: (021) 60330988
Fax: (021) 60330991
www.ccxr.com.cn

2018 年 5 月 25 日

29.15%，较上年提升 5.38 个百分点。

- 融资渠道通畅。作为同时在 A 股、B 股和 H 股上市企业，公司融资渠道通畅。此外，截至 2017 年末，公司获得商业银行授信额度 755.51 亿元，未使用额度 279.00 亿元，备用流动性较充足。

关 注

- 债务结构有待优化。随着机制纸项目进度的推进及融资租赁业务的快速发展，公司外部融资需求旺盛，近年财务杠杆水平持续维持高位。截至 2017 年末，公司资产负债率 71.34%，总债务 652.46 亿元，长短期债务比达 3.52 倍，短期偿付压力较大。
- 融资租赁业务风险。近两年公司融资租赁业务扩张迅速，行业投向集中程度高，资金投入规模较大，另向房地产、钢铁制造及煤炭能源等产能过剩及政策受限行业投放资金比例上升，中诚信证评将对公司融资租赁业务的管理和风控措施持续关注。
- 环控压力与风险。造纸行业属于重污染行业，公司存在因人为操作失误等引发污染事件的可能性。此外，在当前环保政策不断趋严的背景下，公司未来存在因国家环保政策的变化需大量增加环保投入而加大相关投资的资金压力，对此应予以关注。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行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。

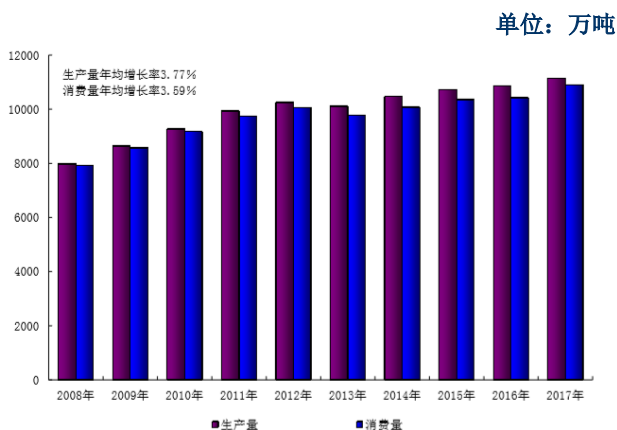
行业关注

我国宏观经济发展步入新常态，加之供给侧改革效果显著，造纸行业供给增速持续减缓，行业低迷情况有所改善

2017年以来，中国纸浆价格保持上涨的态势，造纸业景气度上涨，但随着环保加压、政策与市场的约束，行业洗牌将不可避免，行业集中度将进一步提升。

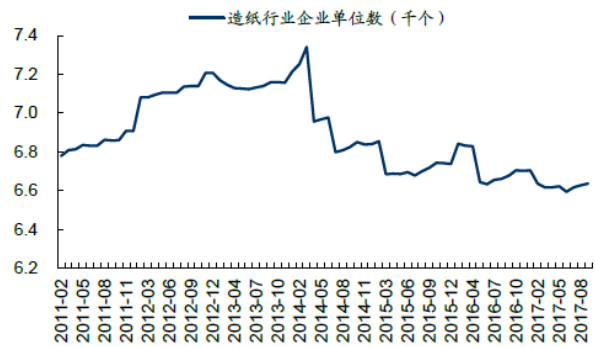
供需方面，随着供给侧改革的持续推进，自2014年去产能以来，行业企业单位数从最高的7,340家下降到目前的6,600余家，根据中商产业研究院监测数据显示，截至2017年底，我国造纸行业规模以上企业达到6,681家，较上年减少23家。亏损企业677家，行业亏损总额41亿元，同比下降46.8%。从固定资产投资增速来看，企业新增产能持续下降，纸及纸板过剩产能正在收窄。2016年我国机制纸及纸板消费量达1.04亿吨，同比增长0.65%，产量为1.08亿吨，同比增长1.35%；2017年我国纸及纸板消费量达到1.09亿吨，同比增长4.59%，产量1.11亿吨，同比增长2.53%。中诚信证评认为，在供给侧改革和环保政策趋严的大背景下，造纸行业在2018年将面临更加严酷的产能出清，而目前中国经济正在筑底，市场需求有望改善，未来供求格局将会发生改变。

图 1：2008~2017 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：我国造纸行业企业单位数量



资料来源：公开资料，中诚信证评整理

总体来看，随着国民经济下行压力的缓解、居民收入水平的提高以及整体经济的企稳，纸及纸板人均消费量预期还将持续增长；且在当前的市场环境下，落后产能淘汰和企业重组力度不断加大，未来造纸行业竞争有望进一步规范，造纸企业也具有一定的发展空间。

2017 年以来各主要纸种价格回升，整体价格水平处于上行通道；造纸各子行业下游需求波动差异明显，企业造纸品类多元化有助于分散经营风险

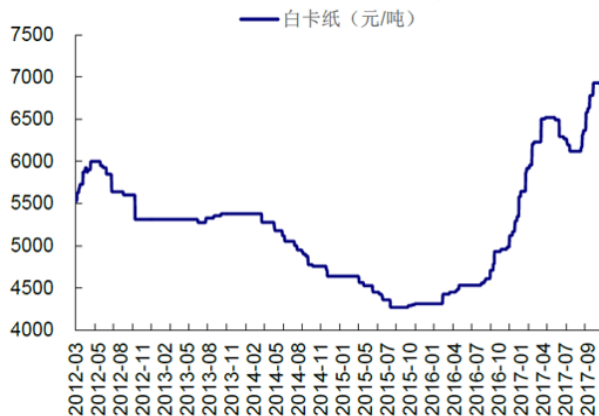
我国造纸行业主要受下游印刷、包装等产业的拉动；但各子行业间生产技术和用途各异，下游企业所处行业也不尽相同，加上消费替代性较小，子行业受经济波动影响差异较为明显。并且不同造纸企业在经营规模、产品的质量、性能、形状和用途上各不相同，也面临着不同的市场供求关系。

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

期波动相对不明显。因此，造纸品类的分散化有助于分散造纸企业的经营风险，在行业内生产多品类纸种的造纸企业具有相对更强的抗风险能力。

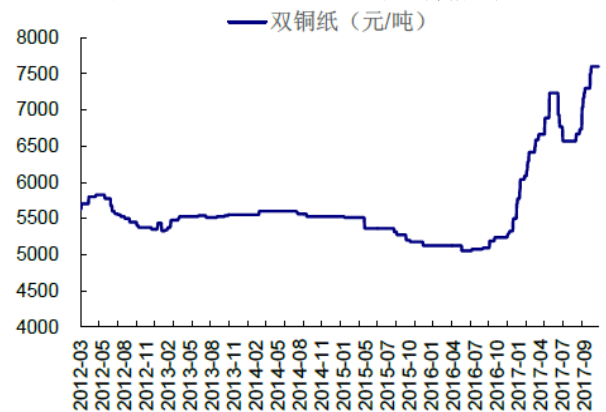
价格方面，2017年国内经济趋于平稳，供给侧改革取得阶段性成果，在宏观经济运行平稳的背景下，受供给侧结构性改革、国家环保整治、淘汰过剩产能以及市场需求增长等因素影响，推动造纸行业涨价提速。2017年以来，中国纸价保持上涨的态势，除了瓦楞纸外，我国其他纸张价格均在4,000元/吨上方。截至2017年12月29日，我国铜版纸价格为7,395元/吨，双胶纸7,835.4元/吨；白卡纸7,027.8元/吨；瓦楞纸4,515元/吨；白面牛卡纸5,426.7元/吨。2017年下半年之后，原材料价格突然走高，废旧黄板纸到厂价格从1,220元/吨涨至超过1,400元/吨，幅度达到15%。废纸价格的冲高，导致造纸企业生产制造成本持续增加，不得不通过上调原纸价格来应对，进一步推动纸价整体上涨。总体来看，包装纸及文化用纸等各类纸张价格2017年以来均不同程度上调，其中集中度高的纸种避免恶性竞争的协同性更好，纸价涨幅明显高于其他纸种。

图 3：2012.3~2017.11 白卡纸价格走势



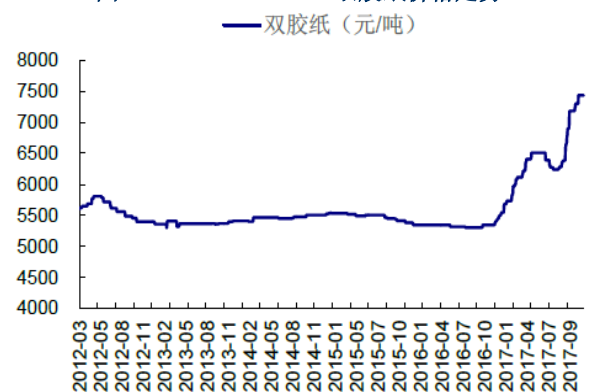
资料来源：公开资料，中诚信证评整理

图 4：2012.3~2017.11 双铜纸价格走势



资料来源：纸业联讯，中诚信证评整理

图 5：2012.3~2017.11 双胶纸价格走势



资料来源：纸业联讯，中诚信证评整理

总体看来，造纸各子行业供需形势不一，具体造纸企业经营水平将根据生产产品的种类、规模不同而有所分化。产品结构多元化、生产规模较大的造纸企业将更容易把握市场需求情况，及时调整各类纸品的生产量，从而能在一定程度上抵御市场需求波动和产业政策带来的经营风险。

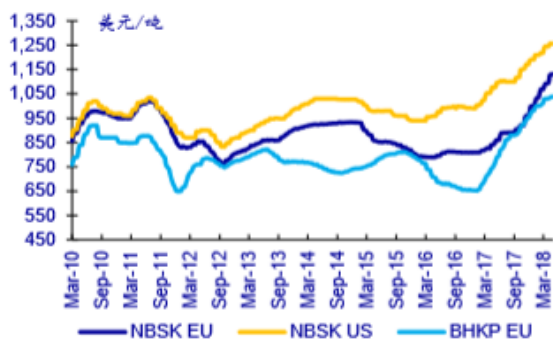
国内造纸行业原材料对进口依赖程度较高，其经营业绩受全球纸浆市场价格波动影响较大。2017年上游纸浆和废纸价格大幅上涨，短期内对造纸企业盈利空间产生一定影响

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。2017年全国纸浆进口量2,372万吨，同比增长12.63%；进口金额为153.34亿美元，同比增加

25.30%。2017年全国废纸进口量 2,572 万吨，同比减少 9.75%；进口金额为 399.35 亿元人民币，同比增长 21.30%。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，国际浆价自 2016 年第四季度开始上涨，自 2017 年第二季度中末期才略有回稳，6、7、8 月的国际浆价基本保持平稳。2017 年 8 月，国际纸浆的需求普遍增长，不过长纤浆库存天数略增，为 33 天，环比增加 1 天。2017 年 9 月开始，国际浆价开始了新一轮的增长。10 月亚洲市场长纤浆价提涨 100 美元/吨，而以桉木浆为主的短纤浆价调涨 60 美元/吨，漂白软木牛皮浆价格超过 900 美元/吨。亚洲市场浆价会突然飙升，主要是中国大陆严格实施环保政策所带来的影响。近年来，中国政府积极执行造纸业的关停并转措施，大幅淘汰不符合经济效益及环保要求的中、小型浆纸厂。此外，中国政府基于环保考量，将未经分拣的废纸调整为《禁止进口固体废物目录》，减少了废纸进口量，使得纸厂不得不以纸浆作为一部分废纸替代品，争相抢购进口纸浆，带动了国际浆价大幅推升。

图 6：2010.3~2018.3 国际纸浆价格走势



资料来源：纸业联讯，中诚信证评整理

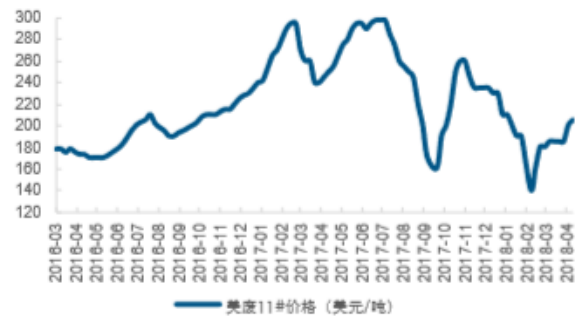
图 7：2008.1~2017.12 国内纸浆价格走势



资料来源：纸业联讯，中诚信证评整理

另外，受制于我国废纸回收体系不完整以及造纸用林木资源工业的不足，我国废纸主要来自于美国、欧洲和日本等地。2016 年以来，美废受周期旺季和美国造纸结构变化影响率先提价，其中 OCC#11 从 2016 年初的 175 美元/吨持续上涨至 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，下半年仍保持上涨趋势。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 8：2016.3~2018.4 美废 11#价格走势



资料来源：纸业联讯，中诚信证评整理

图 9：2016.4~2018.4 国废黄板纸价格走势

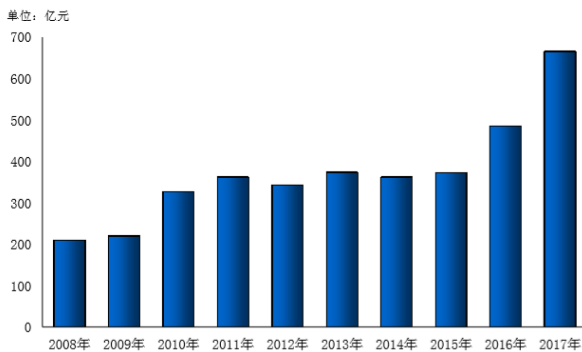


资料来源：纸业联讯，中诚信证评整理

受废纸价格上调影响，国内纸价也相应上调，促使造纸行业整体盈利水平上升。据国家统计局统计，2017 年规模以上造纸生产企业 2,754 家；主营业务收入 9,215 亿元，同比增长 15.37%；工业增加值增速 3.90%；产成品存货 334 亿元，同比增长 27.78%；利润总额 666 亿元，同比增长 55.63%；资产总计 10,317 亿元，同比增长 4.07%；资产负债率

55.91%，较上年减少 1 个百分点；负债总额 5,768 亿元，同比增长 1.34%；在统计的 2,754 家造纸生产企业中，亏损企业有 281 家，占 10.20%。

图 10：2008~2017 年规模以上造纸生产企业利润总额



资料来源：中国造纸协会，中诚信证评整理

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

2017年，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。

2017 年国家继续加大环保违规行为的惩罚力度，并进一步扩大环保整治行业的覆盖面，同时积极采取行政和税收手段对治污进行合法化和规范化，供给侧改革取得一定成效。严格的环保法规使盈利能力弱、技术落后的中小造纸企业难以达到环保指标而被迫退出；此外，对僵尸企业、技术落后的企业的限贷措施也使得落后产能迅速淘汰。据统计，“十一五”、“十二五”期间造纸行业共淘汰产能 4,000 万吨，其中 3,000 万吨是由政府主导的行政淘汰。与市场淘汰相比，行政淘汰是吊销营业执照，无法复产，由此可见政府产能淘汰的力度之大。预计 2018 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。

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

未来融资租赁业仍有较大的发展空间，但随着融资租赁公司监管职责划给银保监会，对其风险管理提出更高要求

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 2017 年底，国内融资租赁企业数量共约 9,090 家，较上年底的 7,136 家，同比增长 27.4%。其中，金融租赁公司 69 家，同比增加 10 家；内资租赁公司 276 家，同比增加 72 家；外商租赁公司达到 8,745 家，较上年底的 6,872 家同比增长 27.26%。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 1：2017 年底中国融资租赁公司数量及占比

企业类型	数量	比例 (%)	监管机构
外资租赁公司	8,745	96.20	商务部
金融租赁公司	69	0.76	银监会
内资试点企业	276	3.04	商务部

资料来源：中国租赁联盟、天津滨海融资租赁研究院，中诚信证评整理

从业务发展情况看，截至 2017 年底，全国融资租赁合同余额约为 60,600 亿元，较上年底 53,300 亿元增加 7,300 亿元，同比增长 13.7%，增速略有下降。其中，金融租赁合同余额约 22,800 亿元，较上年底的 20,400 亿元增加 2,400 亿元，同比增长 11.8%，业务总量约占全行业的 37.62%；内资租赁合同余额约 18,800 亿元，较上年底的 16,200 亿元增加 2,600 亿元，同比增长 16.0%，业务总量约占全行业的 31.02%；外资租赁合同余额约 19,000 亿元，较上年底的 16,700 亿元增加 2,300 亿元，同比增长 13.8%，业务总量约占全行业的 31.36%。

表 2：2017 年底中国融资租赁业务概况

单位：亿元、%

企业类型	业务总量	较上年同期增长	同期所占比重
外资租赁公司	19,000	13.8	31.36
金融租赁公司	22,800	11.8	37.62
内资试点企业	18,800	16.0	31.02
合计	60,600	13.7	100.00

资料来源：中国租赁联盟、天津滨海融资租赁研究院，中诚信证评整理

从资本金规模来看，截至 2017 年底，全行业注册资金达到 32,031 亿元人民币，较上年末的 25,569 亿元增加 6,462 亿元，同比增长 25.3%。其中金融租赁板块的注册资金达到 1,974 亿元，较上年末增加 288 亿元；内资租赁板块的注册资金达到 2,057 亿元人民币，较上年末增加 637 亿元；外资租赁板块的注册资金达到 28,000 亿元人民币，较上年末增加 5,537 亿元。

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 2017 年的 8.80% 左右。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，融资租赁业仍有较大的发展空间。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。

行业政策方面，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”）。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。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。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。

自 2018 年 4 月 20 日起，商务部将制定融资租赁公司、商业保理公司、典当行业务经营和监管规则职责划给银保监会，融资租赁公司将在内部管理及风险控制方面面临更高监管要求。

业务运营

近年来受供给侧结构性改革、国家环保整治加码、持续淘汰过剩产能及木浆、废纸、物流和煤炭等原材料（燃料）成本上行影响，各大纸种引来涨价潮，行业景气度明显提升，公司造纸主业保持着较强的规模与品牌优势，经营状况总体较好，加之融资租赁业务稳步开展，收入规模保持增长。2017 年，公司全年实现营业收入 298.52 亿元，同比增长 30.32%，其中主营业务收入 296.14 亿元，同比增长 30.11%。从主营业务收入构成来看，2017 年公司实现机制纸销量 496 万吨，实现销售收入 262.80 亿元，同比增长 34.52%，占主营业务收入的比重为 88.74%，是公司收入的主要来源。当年公司实现融资租赁业务收入 23.47 亿元，与上年基本持平。

表 3：公司 2017 年主营业务收入结构与毛利率情况

业务板块	收入（亿元）	毛利率（%）	收入较上年同期增减（%）	毛利率较上年同期增减（百分点）
机制纸	262.80	29.15	34.52	5.38
融资租赁	23.47	87.97	0.31	-2.65
电力及热力	1.98	33.26	-41.52	-3.47
建材	1.10	19.94	-51.71	-3.53
化工用品	2.56	18.77	98.25	-5.71
酒店	0.24	75.37	-8.65	-0.60
其他	3.98	11.58	146.21	-10.78
合计	296.14	33.52	30.11	2.63

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

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

近年来在环保政策趋严的背景下，公司加快产品结构调整，从源头削减污染源。公司在寿光本埠累计投资 200 多亿元进行了大规模技术改造，先后建设高档铜版纸、高档食品包装纸、高档白卡纸等文化用纸生产线，引进国际领先的技术装备，产品技术含量和附加值均较高。2017 年以来，公司紧紧把握国内及行业经济、市场形势，以客户需求为导向，以提高经济效益为目标，加大技术创新、推广应用打浆酶、填料改性增强剂等新技术、新材料，研发技术含量高，经济效益好的新产品，积极加强产品差异化、精细化研发，“低定量彩色双胶纸技术开发”、“低油墨吸收单面铜版纸技术开发”、“工程复印原纸技术开发”、“格拉辛纸专用氧化淀粉技术开发”等 6 项科研项目先后列入 2017 年山东省技术创新项目计划，在造纸节水和清洁生产领域与南京林业大学产学研合作开发的“造纸节水与清洁生产关键技术及应用”项目荣获 2017 年教育部科技进步奖二等奖，同时微涂纸、精致双胶、白芯白卡等高附加值产品先后完成研发和升级换代，产业化应用后加快了企业产品结构调整，促进了企业转型升级。

随着产品结构调整的不断深化，公司的产品类型不断丰富，高附加值产品占比增加。近年来，公司先后建设了高档铜版纸、高档食品包装纸、高档白卡纸等文化用纸生产线，产品逐步形成了以高档胶版纸、铜版纸、白卡纸、轻涂纸、生活纸、静电复印纸、热敏纸、格拉辛纸为主导的高中档并举的八大系列产品结构，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。截至 2017 年末，公司拥有机制纸产能 620.93 万吨，较上年增加 124 万吨，主要系湛江晨鸣 120 万吨白卡纸项目投产。当年公司完成机制纸产量 510.48 万吨，同比增长 16.95%；产能利用率为 82.21%，较上年下降 5.63 个百分点，后期随着湛江晨鸣新投产产能的释放，公司整体机

制纸产能有望得到提高，但仍应关注阅读电子化趋势下对公司新闻纸产品的替代加速引起的产能释放不足。

表 4：2017 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	11.35	7.68	67.67%
双胶纸	109.23	115.35	105.60%
书写纸	7.42	5.33	71.83%
铜版纸	128.90	106.90	82.93%
新闻纸	34.73	17.38	50.04%
轻型纸	17.75	13.68	77.07%
白卡纸	202.60	141.82	70.00%
静电纸	44.08	42.75	96.98%
其他纸	64.87	59.58	91.85%
合计	620.93	510.48	82.21%

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2017 年公司继续推进前期林浆纸一体化项目建设，在建纸浆项目包括黄冈晨鸣林浆一体化项目、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，纸浆的自给能力将持续增强。其中黄冈晨鸣林浆纸一体化项目于 2015 年下半年开工，截至 2017 年 12 月末，该项目已投资 29.50 亿元，施工建设已完成 84.65%，其中厂区道路已完成 90%，土建基础设施建设完成 95%，桩基工程已基本完成，制浆项目设备安装完成 90%，预计该项目将在 2018 年 6 月份全部完工，达到试生产状态。截至 2017 年末，公司共征原料林地 165.84 万亩，均已办理林权证，拥有 332.40 万吨木浆生产能力，纸浆自给率达 67.96%，较上年下降 5.14 个百分点。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。2017 年，公司全年自制浆 273.52 万吨，较上年增加 8.20%，采购进口浆 126.43 万吨，较上年增加 124.29%，采购区域集中于美国、加拿大、智利、印尼等地。未来随着在建纸浆项目陆续投产，公司对进口浆的依赖将持续降低，原料成本将进一步下降。

在产业一体化发展逐步完善过程中，公司不断

提高污染治理能力，截至 2017 年末，已累计投资 30 多亿元引进当今世界上最先进的环保技术，配套建设碱回收工程、污水处理工程（中水回用工程）、垃圾焚烧炉、电厂脱硫和脱硝等环保项目。目前公司吨机制纸综合能耗 285 千克标准煤，吨机制纸（含浆）耗清水 10 立方米，其中铜版纸吨纸耗清水 3.9 立方米，轻涂纸吨耗清水 2.6 立方米，化机浆吨浆耗清水 9.6 立方米，均居同行业领先水平。

环保处罚方面，2017 年 11 月 16 日，江西省委、省政府通报中央环境保护督察移交生态环境损害责任追究问题问责情况。公司下属子公司江西晨鸣纸业有限公司在未取得环评批复文件的情况下，于 2014 年 3 月至 2015 年 6 月违规建成二期项目，被江西省通报。此前，公司曾因污染问题屡屡被环保部门处罚，在国内环保整治力度愈加趋严的态势下，公司未来仍面临较大的环控压力和安全运营风险。

表 5：截至 2017 年末公司主要在建项目情况

项目名称	计划投资 (亿元)	已投资 (亿元)	工程 进度
高档文化纸项目 (寿光美伦)	37.61	6.97	18.53%
林浆一体化项目 (黄冈晨鸣)	34.85	29.50	84.65%
化学浆项目(寿光美伦)	43.00	18.02	41.91%
菱镁矿开采及深加工 (海城海鸣)	18.50	10.47	56.59%
合计	133.96	64.96	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司积极调整产业结构，淘汰落后产能，产品结构不断优化，林浆纸一体化项目建设进展顺利。但林浆纸一体化项目建设投资规模较大，回收周期较长，公司面临一定的资本支出压力；同时，当前环保政策不断趋严背景下公司可能存在的环保风险及增加环保投入带来的投资资金压力等问题亦值得关注。

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

2017 年公司实现营业收入 298.52 亿元，同比增加 30.32%，其中机制纸板块收入 262.80 亿元，同比增长 34.52%。全年公司共销售机制纸 510.48

万吨，较上年增长 58.48 万吨，产销率虽由 2016 年的 103.67% 降至 97.25%，但仍保持在较高水平。

表 6：2015~2017 年公司机制纸销售情况

	2015	2016	2017
销售量(万吨)	415	452	496
产销率(%)	99.28	103.67	97.25

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 7：2015~2017 年公司主要产品价格情况

产品名称	单位：元/吨		
	2015	2016	2017
轻涂纸	4,426.79	4,244.70	6,198.65
双胶纸	4,494.25	4,443.97	5,543.47
书写纸	4,124.98	3,952.72	5,080.40
铜版纸	4,222.57	4,025.38	5,215.46
新闻纸	3,422.62	3,359.44	4,333.23
轻型纸	2,489.41	2,023.56	5,569.91
白卡纸	3,871.86	4,160.20	5,258.11
静电纸	4,980.67	4,754.89	5,515.89

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2017 年受禁废令及市场供需失衡影响，纸品价格基本有所上扬，同时公司逐步优化产品结构，不断加大高端纸品的比重（毛利率较高的双胶纸、铜版纸和白卡纸的收入占比持续提升至 53.30%），加之纸浆的自给能力较强，利润受进口浆涨价影响小，机制纸的盈利能力小幅提升。2017 年，公司机制纸产品毛利率为 29.15%，较上年提升 5.38 个百分点，为历史最高水平。

公司持续完善金融布局，融资租赁业务规模趋于稳定，已成为公司新的利润增长点

近年来，公司立足于夯实主业基础的同时，为推进集团多元化发展，先后设立济南晨鸣投资管理有限公司、晨鸣集团财务有限公司、山东晨鸣融资租赁有限公司，并投资互联网金融平台上海利得财富管理资产管理有限公司、瑞京人寿保险公司、德辰新三板股权投资基金，以及产业基金投资基金。公司多元化的金融布局提升资本运作效率，也有助于提升公司整体的盈利能力。2017 年公司融资租赁业务在去年跨越式发展后，趋于稳定，全年实现收入约 23.47 亿元，同比增加 0.31%，毛利率为 87.97%，同比下降 2.65 个百分点。

目前公司主要采取售后回租方式开展融资租

赁业务，租赁期限大多在一年以上，并允许融资租赁客户展期，但展期期限不超过原期限。截至 2017 年末，公司将于一 年内到期的应收融资租赁款为 102.77 亿元，占应收融资租赁款总额的 31.14%，应收融资租赁款流动性一般。从客户行业结构来看，截至 2017 年末，公司存量租赁资产第一大投向为城市基础设施行业，占比 25.44%，主要包括公路、轨道交通等城市建设投资相关租赁项目；其次为造纸行业，占比 19.72%，主要为晨鸣集团等关联方的租赁项目；第三为房地产开发，占比 16.25%，主要系江西业高投资有限公司、惠州新悦力创房地产开发有限公司、淮安华德力置业有限公司等，前三大行业客户占比达 61.41%，行业投放集中度较高。从近年合同量及合同金额来看，2017 年融资租赁公司租赁业务新增签约数量同比增加 69.09%，新增合同额同比增加 105.25%，业务增速再次提升。截至 2017 年末，融资租赁公司租赁合同余额（含剩余本金、利息、未收手续费和顾问费等）266.28 亿元，同比增加 38.01%。截至 2017 年末，融资租赁公司款项回收出现少数客户逾期情况，共有 4,334.93 万元在诉讼中；2017 年末，租赁公司共计提坏账准备金 3.9 亿元，在应收融资租赁款期末余额中的占比为 1.18%。逾期标的涉及两笔诉讼分别为（2017）鲁 0191 民初 106 号和（2017）鲁 07 民初字第 437 号，现在案件（2017）鲁 0191 民初 106 号已经审理结束，案件正在执行过程中，已收回现金 63 万元，所查封房产正在拍卖，下一步会尽快收执行款项；（2017）鲁 07 民初字第 437 号正在审理过程中等待出具判决，公司起诉逾期客户后迅速保全了对方资产，所查封资产完全覆盖所诉标的，以上案件均不会形成最终风险。截至 2017 年末，公司未发生实际不良及损失。

表 8：近两年末融资租赁公司租赁款期限结构

期限	2016 年末		2017 年末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
1 年以内	120.09	50.71	102.77	31.14
1~3 年	89.04	37.60	129.66	39.29
3~5 年	27.67	11.69	97.59	29.57
合计	236.81	100.00	330.02	100.00

注：数据为融资租赁公司口径，非合并口径

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 9：截至 2017 年末融资租赁公司前五大客户

客户	融资租赁 金额 (亿元)	客户所属 行业	所有权 性质
寿光市金海投资 开发有限公司	3.04	城市基础 建设	国有企业
成都市新津县国 有资产投资经营 有限责任公司	3.00	城市基础 建设	国有企业
四川阳安交通投 资有限公司	3.00	城市基础 建设	国有企业
寿光市惠农新农 村建设投资开发 有限公司	3.00	城市基础 建设	国有企业
许昌晨鸣纸业股 份有限公司	3.00	造纸	民营企业

注：数据为融资租赁公司口径，非合并口径

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 10：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	2017 年末	占比
城市建设投资	83.95	25.44
造纸	65.08	19.72
化学原料和化学制品制造业	17.39	5.27
煤炭、能源	7.09	2.15
木业	8.08	2.45
房地产开发	53.63	16.25
钢铁制造业	35.17	10.66
其他	59.63	18.06
合计	330.02	100.00

注：数据为融资租赁公司口径，非合并口径

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

其他业务板块方面，2017 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 12.24 亿元，较上年增加 1.94 亿元，在营业收入中的占比为 4.10%，较上年下滑 0.40 个百分点。

此外，公司实施跨领域产业投资，不断丰富公司收入结构，目前海城海鸣菱镁矿开采项目、广东

慧锐海东新区岸线综合治理项目、武汉万兴房地产项目和黄冈晨鸣综合码头等项目正在持续拓展中。其中综合码头项目主要是为满足黄冈晨鸣原材料及产成品的运输装卸要求。

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

财务分析

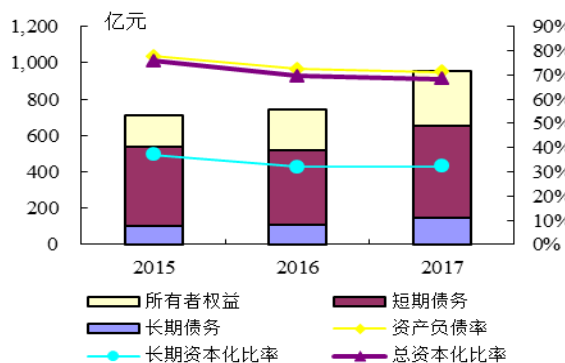
以下分析基于公司提供的 2015~2017 年度合并财务报表，均由瑞华会计师事务所有限公司审计，并出具标准无保留意见的审计报告。

资本结构

随着技改及新投项目的推进，公司资本性支出增加，加之对外投资规模大幅增长，2017 年末公司资产规模较上年有所增加。截至 2017 年末，公司资产总额为 1,056.25 亿元，较上年同期增长 28.36%。受益于永续债的发行，同期公司所有者权益增至 302.74 亿元，同比增长 34.17%。

2017 年公司通过发行永续债方式进行融资，账面所有者权益有所增加，财务杠杆水平有所下降。截至 2017 年末，公司负债总额为 753.51 亿元，较上年增加 156.30 亿元，同比增加 26.17%；同期资产负债率和总资本化比率分别为 71.34% 和 68.31%，较上年同期均有所下降，但永续债本质仍为债务，实质公司财务杠杆水平仍处高位。

图 11：2015~2017 年末公司资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

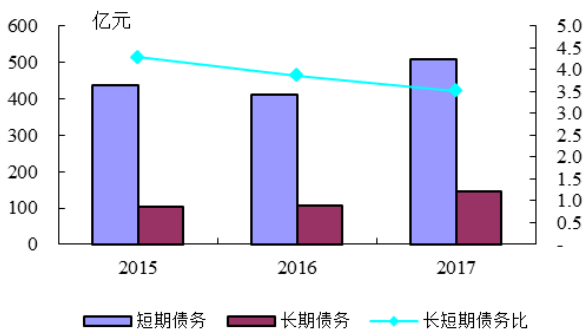
从资产结构来看，公司资产主要以非流动资产为主。截至 2017 年末，公司非流动资产合计 562.07 亿元，占公司资产总额的 53.21%，主要包括可供出售金融资产 24.53 亿元、长期应收款 94.01 亿元、固定资产 282.28 亿元、在建工程 76.69 亿元和无形资产 20.59 亿元，资产的整体质量较好。其中可供出售金融资产主要系公司参股的相关企业股权，由于 2017 年公司对上海衡峥创业投资中心（有限合伙）和广东德骏投资有限公司追加了资本金投入，故当期可供出售金融资产较上年增幅为 26.12%；长期应收款主要系融资租赁款，较上年增幅为 6.29%；固定资产主要系房屋建筑物和机械设备等，较上年下降 2.03%；在建工程主要系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，较上年末增幅为 86.35%，主要系公司为扩大产能对相关生产线不断新建改造所致；无形资产主要系公司拥有的土地使用权，较上年末增幅为 33.63%，主要系公司为新建生产线购置土地所致。

截至 2017 年末，公司流动资产合计 494.18 亿元，占公司资产总额的 46.79%，主要包括货币资金 144.43 亿元、其他流动资产 115.69 亿元、存货 60.23 亿元和一年内到期的非流动资产 69.02 亿元。其中，其他流动资产主要为应收一年期融资租赁款，较上年增幅为 74.84%，主要系应收一年期融资租赁款增加所致；存货主要包括原材料、库存商品和消耗性生物资产，较上年增幅为 23.86%，主要系造纸行业景气度上升，公司为扩大生产增加了原材料储备；一年内到期的非流动资产主要为一年内到期的长期应收款，较上年增幅为 25.77%。从负债结构来看，公司负债主要以流动负债为主。截至 2017 年末，公司流动负债合计 572.49 亿元，占公司负债总额的 75.98%，主要包括短期借款 350.97 亿元、应付账款 40.14 亿元以及一年内到期的非流动负债 36.25 亿元。其中短期借款较上年增幅为 25.90%，主要系随着技改及新投项目的推进，公司通过借款以满足不断增加的资金需求所致。截至 2017 年末，公司非流动负债合计 181.02 亿元，占公司负债总额的 24.02%，主要包括长期借款 76.46 亿元和长期应付

款 55.51 亿元。其中长期借款较上年下降 28.14%，主要由于借款期限原因，记账科目做了相应调整所致；长期应付款主要包括设备售后直租，较上年增加 40.48%，主要系设备售后直租业务规模大幅增长所致。

截至 2017 年末，公司有息刚性债务总额 652.46 亿元，较上年增加 140.75 亿元。未来随着新项目投资的推进以及金融业务的持续发展，公司将持续面临一定的债务压力。从债务期限结构来看，2017 年末公司短期债务为 507.98 亿元，长期债务为 144.48 亿元，长短期债务比由 2016 年 4.15 倍降至 3.52 倍，短期偿付压力仍较大。

图 12：2015~2017 年末公司债务结构情况



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2017 年以来，随着在建和拟建项目的持续推进以及金融业务的开展，公司外部融资需求较大，财务杠杆水平持续维持高位，加之债务期限结构不合理，短期偿付压力和流动性压力仍较大。

盈利能力

2017 年受供给侧结构性改革、国家环保整治、淘汰过剩产能以及市场需求增长等因素影响，造纸行业涨价提速，公司机制纸业务稳中有升，全年实现营业收入 298.52 亿元，同比增加 30.32%。

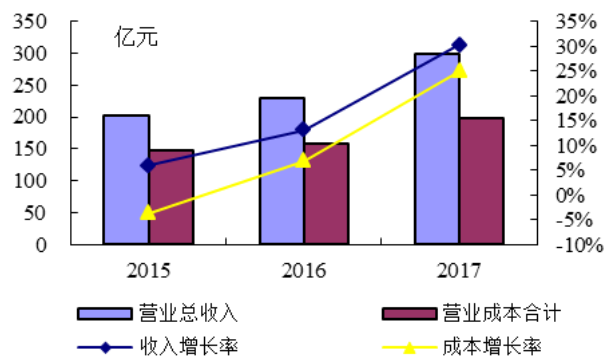
受益于产品价格的快速上涨和结构的逐步优化，较高的木浆自给率带来的对原材料成本的合理控制，以及盈利能力较强的融资租赁业务的快速发展，2017 年公司整体盈利水平大幅提升，当年营业毛利率为 33.91%，较上年提升 2.83 个百分点。整体来看，无论从收入规模还是盈利水平来看，公司均处在行业前列。

表 11：2017 年国内部分造纸行业上市公司的经营状况

公司名称	营业收入 (亿元)	营业利润 (亿元)	营业毛利率 (%)
晨鸣纸业	298.52	44.18	33.91
博汇纸业	89.55	11.65	24.03
太阳纸业	188.94	29.50	26.03
华泰股份	136.59	8.59	16.06
山鹰纸业	174.70	22.91	23.01

数据来源：公开资料，中诚信证评整理

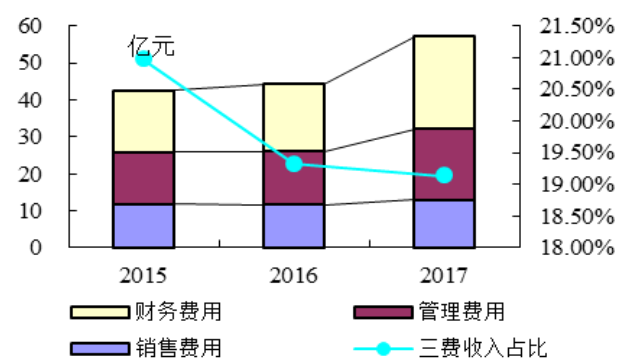
图 13：2015~2017 年公司收入成本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，公司 2017 年期间费用合计 57.10 亿元，同比增长 29.01%，占营业收入的比重为 19.13%，较上年减少 0.19 个百分点。其中管理费用和财务费用增幅较为明显，管理费用增长主要系研发投入增加，财务费用增长是由于利息支出增加。

图 14：2015~2017 年公司三费情况

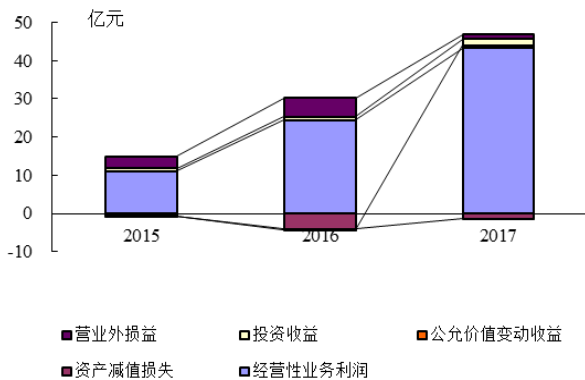


数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润、投资收益和营业外损益构成。2017 年公司产品价格的快速上涨和产品结构不断改善，促使经营性业务利润大幅增长。同时，受对广东德骏投资有限公司投资收益增加的影响，2017 年公司投资收益有所增长。此外，公司为当地重点发展企业，且在节能环保、淘汰落后产能方面表现良好，每年均能得到大额的政

府补贴，营业外损益对公司利润总额形成较好的补充。2017年，公司利润总额为45.36亿元，较上年增长75.62%；其中经营性业务利润43.29亿元，较上年增长77.27%，主要是系2017年造纸行业景气度上升，公司机制纸业务发展良好，加之产品结构不断改善，盈利状况得到优化所致；营业外损益1.18亿元，较上年下降75.95%，主要由于2017年公司有关笔未决诉讼，相关金额计入营业外支出，降低了营业外损益水平；投资收益1.61亿元，较上年增长90.84%，主要因为公司对广东德骏投资有限公司投资收益增加。

图 15：2015~2017 年公司利润总额构成分析



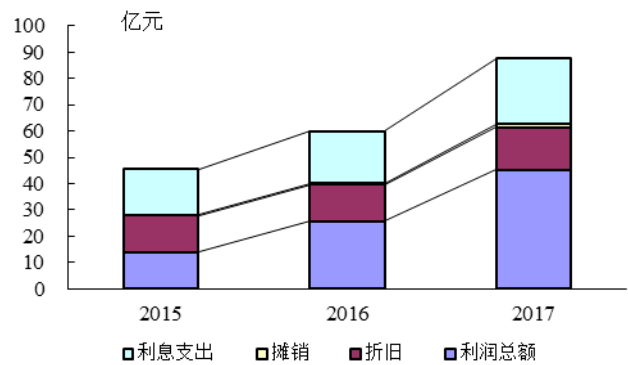
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，得益于纸品价格的大幅上涨，公司收入及盈利规模显著增加；公司积极调整产品结构，并大力发展融资租赁业务，整体经营效益增长明显。

偿债能力

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额、折旧和利息支出构成。2017 年，公司 EBITDA 总额为 87.41 亿元，同比增长 46.19%，主要系利润总额和利息支出增长所致。从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，2015~2017 年，公司总债务/EBITDA 分别为 11.86 倍、8.56 倍和 7.46 倍；EBITDA 利息保障倍数分别为 2.38 倍、2.76 倍和 3.27 倍，公司获现能力增强，EBITDA 对债务本息的保障程度逐步提高。

图 16：2015~2017 年公司 EBITDA 变化及其构成



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

现金流方面，随着 2017 年公司融资租赁款净投放规模大幅增长，当年公司经营活动产生的现金流量净额为 0.24 亿元，同比大幅减少。2017 年，公司经营活动净现金/总债务与经营活动净现金/利息支出分别为 0.0004 倍和 0.01 倍，经营性现金流对利息和债务的保障能力减弱。

表 12：2015~2017 年公司主要偿债能力指标

	2015	2016	2017
短期债务 (亿元)	438.02	412.31	507.98
长期债务 (亿元)	100.53	99.41	144.48
总债务 (亿元)	538.55	511.71	652.46
资产负债率 (%)	77.86	72.58	71.34
总资本化比率 (%)	75.73	69.40	68.31
总债务/EBITDA (X)	11.86	8.56	7.46
经营活动净现金/总债务 (X)	-0.18	0.04	0.0004
EBITDA 利息倍数 (X)	2.38	2.76	3.27
经营活动净现金/利息支出 (X)	-5.09	1.10	0.01

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 2017 年末，公司无对外担保，对内担保余额 186.81 亿元，总规模较上年有所增长。鉴于被担保对象均为公司旗下的子公司，对其经营状况较为了解，经营较为稳定，未来代偿风险不大，存在的或有债务风险较小。

未决诉讼方面，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。聆讯已于2018年5月11日上午在香港高等法院上诉法庭完成，聆讯结束时，法院指示将另定日期宣判。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。

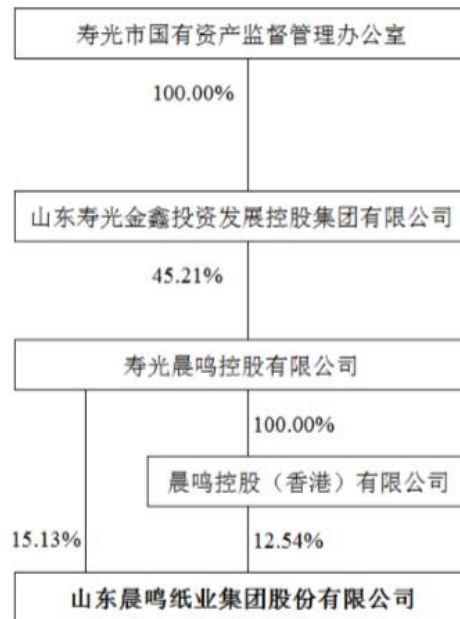
财务弹性方面，作为同时在A股、B股和H股上市企业，公司与各大银行保持着良好的合作关系。截至2017年末，公司共获得银行授信755.51亿元，其中尚未使用的授信额度279.00亿元，备用流动性尚可。

中诚信证评认为，作为造纸行业龙头企业，公司规模优势突出，林浆纸一体化优势明显，同时融资租赁业务的稳定发展贡献较为可观的利润，整体盈利水平处于行业前列。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压力将持续存在。考虑到公司经营发展平稳，盈利能力较强，加之融资渠道通畅，财务弹性较好，整体的债务偿还能力仍然很强。

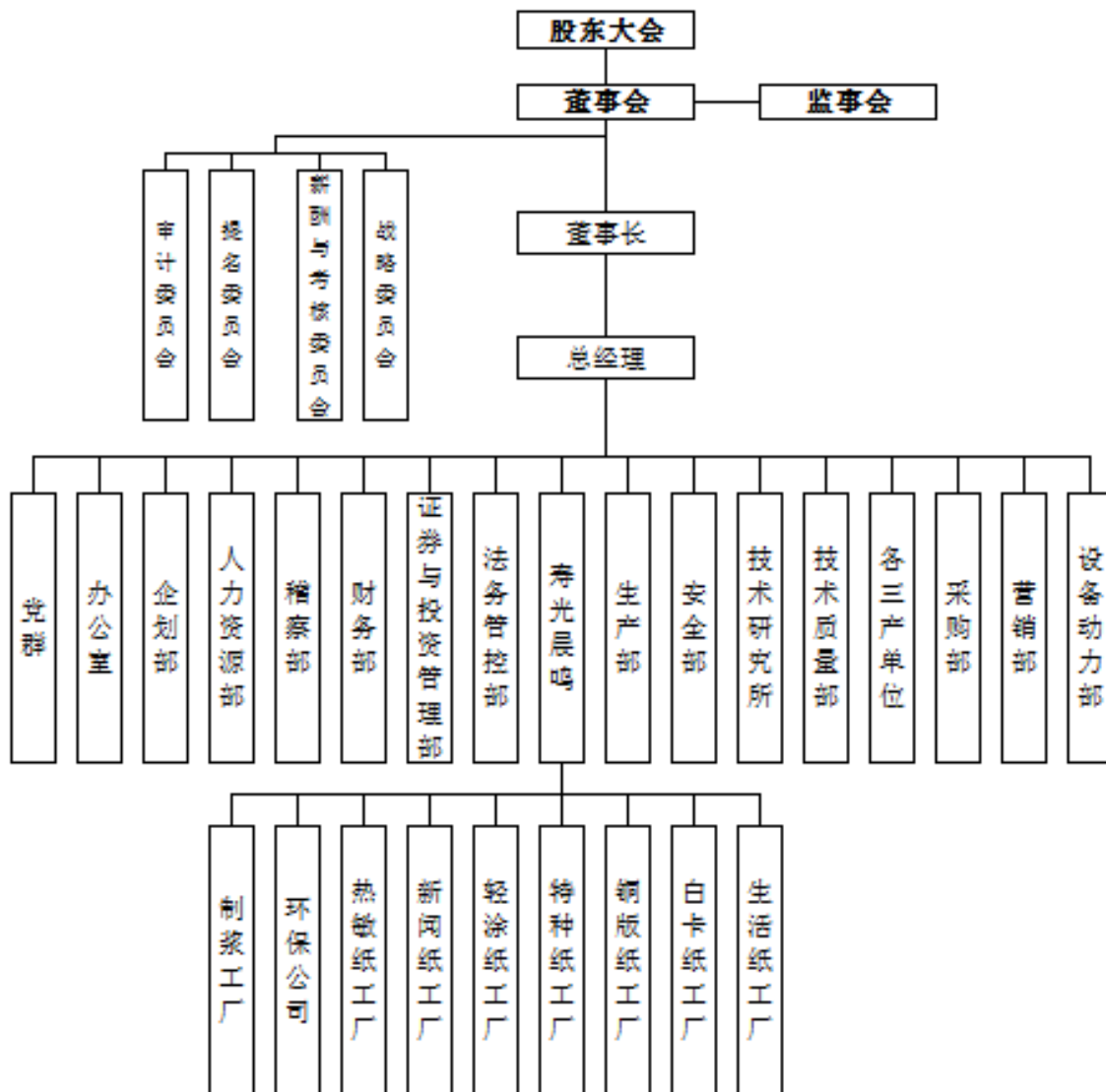
结 论

综上，中诚信证评维持晨鸣纸业主体信用等级为AA⁺，评级展望为稳定；维持“山东晨鸣纸业集团股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”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 2017 年 12 月 31 日）



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 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）	2015	2016	2017
货币资金	898,432.60	1,010,993.03	1,444,349.25
应收账款净额	395,128.80	397,406.51	366,586.56
存货净额	521,091.79	486,266.87	602,280.55
流动资产	3,516,385.13	3,576,682.38	5,620,736.14
长期投资	17,949.23	201,225.20	284,486.88
固定资产合计	3,003,000.38	3,295,985.65	2,822,750.95
总资产	7,796,169.95	8,228,535.45	10,562,509.61
短期债务	4,380,196.51	4,123,069.33	5,079,764.89
长期债务	895,792.03	994,077.75	1,444,807.56
总债务（短期债务+长期债务）	5,275,988.54	5,117,147.08	6,524,572.46
总负债	6,070,277.31	5,972,049.53	7,535,091.75
所有者权益（含少数股东权益）	1,725,892.64	2,256,485.92	3,027,417.85
营业总收入	2,024,190.61	2,290,711.82	2,985,174.38
三费前利润	534,419.60	686,833.86	1,003,900.93
投资收益	8,871.55	8,436.99	16,100.90
净利润	97,793.16	202,260.58	375,896.28
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	454,254.92	598,015.28	874,109.40
经营活动产生现金净流量	-972,136.35	215,304.93	2,376.60
投资活动产生现金净流量	-346,058.55	-366,745.42	-363,085.24
筹资活动产生现金净流量	1,406,367.42	162,956.56	447,713.68
现金及现金等价物净增加额	91,201.06	9,175.36	82,454.73
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率（%）	27.06	31.08	33.91
所有者权益收益率（%）	7.55	8.96	12.42
EBITDA/营业总收入（%）	22.44	26.11	29.28
速动比率（X）	0.62	0.66	0.76
经营活动净现金/总债务（X）	-0.18	0.04	0.0004
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.22	0.05	0.0005
经营活动净现金/利息支出（X）	-5.09	1.00	0.01
EBITDA 利息倍数（X）	2.38	2.76	3.27
总债务/EBITDA（X）	11.61	8.56	7.46
资产负债率（%）	77.86	72.58	71.34
总资本化比率（%）	75.35	69.40	68.31
长期资本化比率（%）	34.17	30.58	32.31

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、2015~2017 年其他流动负债中短期融资券计入短期债务；

3、2015 年末其他非流动负债中中期票据为 109,462.14 万元，2016 年末长期应付款中设备售后直租款为 300,517.88 万元，2017 年末长期应付款中设备售后直租款为 460,569.13 万元，进行相关财务指标计算时均计入长期债务。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体、偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。