



山东晨鸣纸业集团股份有限公司

2017 年度第三期短期融资券信用评级报告

大公报 D【2016】847 号（债）

信用等级：A-1

发债主体：山东晨鸣纸业集团股份有限公司
注册总额：30 亿元
本期发债额度：10 亿元
本期债券期限：365 天
偿还方式：到期一次还本付息
发行目的：偿还银行借款

评级观点

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”）主要从事机制纸、电力、热力和建筑材料的生产、销售以及设备融资租赁等业务。评级结果反映了造纸行业集中度不断提高，公司机制纸产品优势明显，木浆自给率较高，纸品种类丰富，融资租赁业务成为公司新的利润增长点以及资本市场融资渠道畅通等有利因素；同时也反映了公司融资租赁业务存在一定的款项回收风险，在建工程投资规模较大，受限资产占净资产比重较高，短期偿债压力较大以及政策较为激进不利因素。综合分析，公司能够对本期融资券的偿还提供很强的保障。

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2017.6	2016	2015	2014
货币资金	125.42	101.10	89.84	54.76
总资产	917.68	822.85	779.62	568.22
所有者权益	231.44	225.65	172.59	143.48
营业收入	137.49	229.07	202.42	191.02
利润总额	20.79	25.83	14.10	5.61
经营性净现金流	-41.13	21.53	-97.21	9.85
资产负债率(%)	74.78	72.58	77.86	74.75
速动比率(倍)	0.68	0.66	0.62	0.65
毛利率(%)	33.30	31.08	27.06	19.78
净资产收益率(%)	7.55	8.96	5.67	3.16
应收账款周转天数(天)	50.68	62.28	66.17	62.12
存货周转天数(天)	107.06	114.85	129.61	122.92
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	-4.08	1.13	-3.03	0.72
经营性净现金流/流动负债(%)	-8.21	4.52	-25.34	4.16

注：2017 年 6 月财务数据未经审计。

评级小组负责人：弓艳华
评级小组成员：周洋 韩星
联系电话：010-51087768
客服电话：4008-84-4008
传真：010-84583355
Email：rating@dagongcredit.com

有利因素

- 受结构调整、技术升级和淘汰落后产能影响，造纸行业集中度不断提高，有利于提高大型造纸企业经营稳定性；
- 公司机制纸产量较大，产能利用率较高，生产设备、技术先进，产品优势明显；
- 公司木浆自给率较高、自制成本较低，摊薄了纸品单位成本；
- 公司机制纸产品种类丰富，有利于分散纸品价格和需求波动风险；
- 融资租赁业务发展较快，成为公司新的利润增长点；
- 公司为国内首家 A+B+H 股上市公司，资本市场融资渠道畅通。

不利因素

- 公司融资租赁业务风险管理尚需完善，且业务投入较大，承租人行业和地域分布均较为集中，存在一定的款项回收风险；
- 公司在建工程投资规模较大，未来面临一定资本支出压力；
- 公司受限资产占净资产比重较高，影响资产流动性；
- 2015 年以来，受融资租赁业务扩张影响，公司短期



大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

短期融资券债项信用评级报告

有息债务规模大幅增长，短期偿债压力较大；

- 公司分红政策较为激进，长期来看，不利于资本积累。

大公国际资信评估有限公司
二〇一七年九月二十七日



大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。本评级报告所依据的评级方法在大公官网（www.dagongcredit.com）公开披露。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至本期融资券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

发债情况

本期融资券概况

晨鸣纸业拟在银行间市场交易商协会注册总额为30亿元的短期融资券，分期发行，本期为第一期（2017年第三期），发行金额10亿元人民币，发行期限365天。融资券面值100元，采用集中簿记建档、集中配售发行方式，到期一次性还本付息。本期短期融资券无担保。

募集资金用途

本期短期融资券募集的资金将主要用于偿还银行借款。

发债主体信用

晨鸣纸业的前身是1958年成立的山东省寿光造纸总厂，1993年5月5日，由山东省寿光市国有资产管理局独家发起，采用定向募集方式设立山东寿光造纸印刷包装集团股份有限公司，设立时注册资本为0.67亿元，1996年12月4日更名为现名，后经多次送股、转股、股票发行、可转债发行、股票回购等行为，公司注册资本变动较大，截至2017年6月末，注册资本为19.36亿元，公司控股股东为晨鸣控股，晨鸣控股的控股股东为山东寿光金鑫投资发展控股集团有限公司（以下简称“金鑫投资”），金鑫投资为晨鸣控股的控股股东，同时金鑫投资为寿光国资全资子公司，因此寿光国资为公司实际控制人。

根据公司提供的由中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至2017年9月8日，公司存在4次欠息、2笔垫款和2笔关注类票据贴现记录，均是银行系统原因所致；截至本报告出具日，公司在债券市场上发行过中期债券，到期本息均已按时兑付。

公司主要从事机制纸、电力及热力的生产、销售以及设备融资租赁等业务。公司机制纸产品种类丰富，主要包括双胶纸、铜版纸、白卡纸、静电纸、新闻纸、轻涂纸、书写纸、箱板纸和其他机制纸，其中其他机制纸包括轻型纸、生活纸、白板纸、白牛卡纸、牛皮纸、票据纸、防粘原纸等，在寿光、湛江、武汉、吉林、富裕和江西等地均有生产基地，2017年1~6月，公司机制纸半年¹产能254.93万吨，产量218.27万吨，产能利用率85.62%。分生产基地来看，2017年1~6月，寿光生产基地机制纸产能270.53万吨，湛江生产基地机制纸产能225万吨，武汉生产基地机制纸产能20.40万吨，吉林机制纸产能30.00万吨，江西机制纸产能70.00万吨；分产品来看，公司白卡纸产能最大为99.50万吨，其次为铜版纸65.50万吨。2014~2016年及2017年1~6月，公司产能利用率在85%~90%之间，产能利用率较高。

¹ 公司相似纸品生产线可以共用，根据市场情况，可随时调整纸品生产品种，同一生产线根据生产的纸品不同可实现不同产能，故此处统计半年产能。

公司在生产过程中重视设备和技术研发投入，产品优势明显。公司技术装备先进，主要生产设备均引进国际知名的芬兰维美德、奥斯龙、美卓、德国福伊特和美国 TBC 等厂家产品，其中寿光美伦 60 万吨高档涂布白牛卡纸生产线（已搬迁至湛江）和 80 万吨高档低定量铜版纸生产线、湛江晨鸣 65 万吨高档文化纸生产线均为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，产品各项技术指标引领国际领先水平。近年来，公司进行了大规模技术改造，上马的轻涂纸、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，均为国际先进设备，科技含量较高且资源消耗低、环境污染少。

公司机制纸业务原材料主要包括木浆、废纸、化工品和其他零配件等，其中木浆和废纸占比较大，木浆的采购成本约占总采购成本的 35%~45%，废纸的采购成本约占总采购成本的 15%~20%。2014~2016 年及 2017 年 1~6 月，公司木浆以自制浆为主，木浆自给率分别为 82.29%、76.28%、73.11%和 68.02%，自制浆成本分别为 2,335 元/吨、2,211 元/吨、2,245 元/吨和 2,547 元/吨，自制浆成本远低于外购木浆成本；废纸均为外购，采购价格分别为 1,323 元/吨、1,351 元/吨、1,350 元/吨和 1,262 元/吨。公司原材料供应商较分散，对单个供应商的依赖程度较低，2016 年及 2017 年 1~6 月，公司前五大供应商采购额占总采购额的比重分别为 49.68%和 20.35%。

根据纸品档次的不同，公司机制纸销售分别采用代理和直销两种模式，对于传统的中低端产品如低档双胶纸、新闻纸等，由于产品品牌优势明显，主要采取直销方式以减少中间环节，降低销售成本；对高端产品铜版纸和白卡纸则采用代理商方式。公司机制纸产销率较高，2014~2016 年及 2017 年 1~6 月，公司机制纸销量分别为 419 万吨、414 万吨、452 万吨和 244 万吨，产销率分别为 98.34%、99.28%、103.67%和 94.66%，处于较高水平。

公司机制纸销售区域包括国内区域和国外区域，其中以国内销售为主，2014~2016 年及 2017 年 1~6 月，国内销售量占比分别为 82.58%、80.96%、85.99%和 86.58%。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；而国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。从国内地区分布来看，公司机制纸在全国范围内销售，销售范围较广且分布较为均匀，并且近年来区域占比变化较小，公司客户较为稳定。

公司为推进多元化发展，拓展业务范围，于 2014 年 2 月成立山东晨鸣融资租赁有限公司（以下简称“晨鸣租赁”），注册资本 77.00 亿元人民币。自成立以来，公司不断拓展融资租赁业务，营业收入实现较快增长。2014~2016 年及 2017 年 1~6 月，公司分别实现营业收入 0.87 亿元、10.85 亿元、24.78 亿元和 11.28 亿元；毛利润分别为 0.72 亿元、9.57 亿元、22.10 亿元和 9.25 亿元，成为公司新的利润增长点。2016 年 11 月以前，公司风险管理不完善，未计提坏账或拨备，出现部

分逾期现象，同年 11 月 1 日起，晨鸣租赁业务形成的债权按照 5%~10%计提坏账准备，截至 2017 年 6 月末，晨鸣租赁共计提坏账准备金 3.32 亿元；2017 年 1~6 月，公司资产减值损失为 1.72 亿元。公司融资租赁客户行业主要集中在城市建设投资、造纸和化学原料及化学制品制造业等行业，2017 年 6 月末，上述三大行业的应收融资租赁款净额占公司全部应收融资租赁款净额的的比例分别为 30.58%、26.01%和 19.09%。

公司机制纸产量较大，产能利用率较高，生产设备、技术先进，产品优势明显；同时，公司具有木浆自制能力，自制率较高、自制成本较低，摊薄了纸品单位成本，增强了纸品市场竞争力；融资租赁业务发展较快，成为公司新的利润增长点；作为国内首家 A+B+H 股上市公司，公司拥有畅通的资本市场融资渠道，为未来项目投资提供了有效的支撑；但公司融资租赁业务风险管理还不完善，且业务投入较大，承租人行业和地域分布均较为集中，存在一定的款项回收风险；公司在建工程投资规模较大，未来面临一定资本支出压力；公司受限资产占净资产比重较高，影响资产流动性；2015 年以来受融资租赁业务扩张影响，公司短期有息债务规模大幅增长，短期偿债压力较大，存在资产错配问题；公司分红政策较为激进，长期来看不利于资本积累。综合分析，大公对晨鸣纸业 2017 年度企业信用等级评定为 AA+。

预计未来 1~2 年，公司经营规模将稳定增长。因此，大公对晨鸣纸业的评级展望为稳定。

注：发债主体的信用状况是评价短期融资券发行信用风险的基础，本部分观点详见《山东晨鸣纸业集团股份有限公司 2017 年度企业信用评级报告》。

资本结构

2014~2016 年末，公司负债以流动负债为主，规模有所波动，资产负债率亦有所波动；2015 年以来，受融资租赁业务扩张影响，短期有息债务规模大幅增长，短期偿债压力较大，资产负债错配较严重；公司分红政策较为激进，长期来看，不利于资本积累

2014~2016 年末及 2017 年 6 月末，公司总负债分别为 424.74 亿元、607.03 亿元、597.20 亿元和 686.24 亿元，有所波动，2017 年 6 月末，受在建工程投资增加及拓展融资租赁业务规模影响，负债规模较 2016 年末大幅增长；以流动负债为主，流动负债占总负债比重分别为 66.15%、80.12%、78.21%和 77.98%。

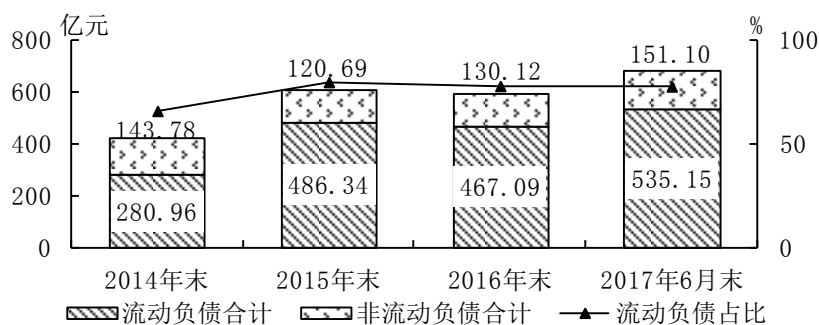


图1 2014~2016年末及2017年6月末公司负债构成情况

公司流动负债主要由短期借款、其他流动负债、一年内到期的非流动负债、应付票据和应付账款构成，2016年末，以上五项占流动负债的95.41%。

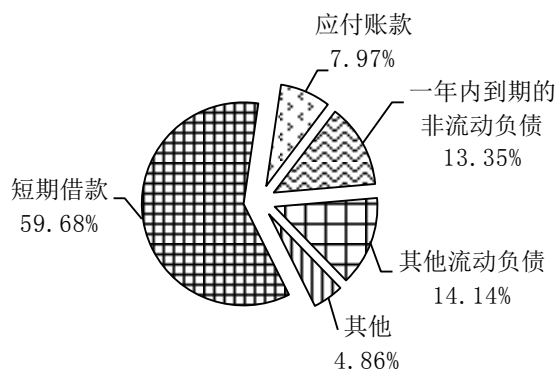


图2 2016年末公司流动负债构成情况

2014~2016年末，公司短期借款分别为204.70亿元、247.56亿元和278.76亿元，不断增长，主要为保证借款、信用借款、贴现借款和质押借款。2015年末，受公司在建项目投资增长及融资租赁业务继续增加影响，短期借款同比增长20.93%；2016年末，公司短期借款为278.76亿元，同比增长12.60%，主要是由于公司业务发展，资金需求增加，导致保证借款和贴现借款增加；2017年6月末，公司短期借款为316.87亿元，较2016年末增长13.67%，主要是由于公司为在建工程投资增加及拓展融资租赁业务规模而扩大融资规模所致。

2014~2016年末，公司其他流动负债分别为0.00亿元、102.94亿元和66.03亿元，波动较大，主要是公司发行的短期融资券。受在建项目投资支出较大及融资租赁业务资金需求较多影响，2015年末，公司短期融资券规模较大。2016年末，公司其他流动负债为66.03亿元，较2015年末下降35.86%，主要是由于公司偿还超短期融资券及短期融资券所致；2017年6月末，公司其他流动负债为101.56亿元，较2016年末增长23.80%，主要是新发行短期融资券所致。

2014~2016 年末，公司一年内到期的非流动负债分别为 11.00 亿元、54.71 亿元和 62.37 亿元，规模持续增长，主要是一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券。2016 年末，公司一年内到期的非流动负债为 62.37 亿元，同比增长 14.00%，主要是归还了到期的长期债务所致；2017 年 6 月末，公司一年内到期的非流动负债为 54.02 亿元，较 2016 年末下降 13.39%，主要是由于 2017 年 6 月偿还了一年内到期的非流动负债 11 亿元中期票据所致。

2014~2016 年末，公司应付票据分别为 15.98 亿元、32.82 亿元和 5.15 亿元，有所波动，主要是公司用银行承兑汇票支付货款不断增长所致。2016 年末，公司应付票据为 5.15 亿元，同比下降 84.31%，主要是由采用银行承兑汇票支付货款的规模减少所致；2017 年 6 月末，公司应付票据为 8.83 亿元，较 2016 年末增长 71.42%，主要是由于采用银行承兑汇票支付的贷款规模增加所致。

2014~2016 年末，公司应付账款分别为 34.08 亿元、29.42 亿元和 37.24 亿元，有所波动，主要是应付供应商货款。2015 年末，公司应付账款同比下降 13.67%，主要是公司支付了部分货款所致。2016 年末，公司应付账款为 37.24 亿元，同比增长 26.58%，主要是因为公司应付工程项目款增加；2017 年 6 月末，公司应付账款为 35.30 亿元，较 2016 年末变化不大。

公司非流动负债主要由长期借款、长期应付款、递延收益和专项应付款构成，2016 年末以上四项占非流动负债的比重为 100%。

2014~2016 年末，公司长期借款分别为 43.78 亿元、51.69 亿元和 69.36 亿元，不断增长，包括保证借款、质押借款和信用借款。2014~2015 年末，公司长期借款分别同比增长 17.57%和 18.07%，主要是在建项目投入及融资租赁业务发展导致的资金需求不断增加所致。2016 年末，公司长期借款为 69.36 亿元，同比增长 34.18%，主要是由于加大在建项目投入导致资金需求不断增加所致；2017 年 6 月末，公司长期借款为 77.87 亿元，较 2016 年末增长 12.27%，主要是因为公司通过长期借款改善中短期负债结构所致。

2014~2016 年末，公司长期应付款分别为 0.00 亿元、3.44 亿元和 39.51 亿元。2015 年末，公司长期应付款主要是融资租赁业务保证金及国开专项资金；2016 年末，公司长期应付款为 39.51 元，同比增加 36.07 亿元，主要是新增应付融资租赁款 11.99 亿元所致；2017 年 6 月末，公司长期应付款为 41.71 亿元，较 2016 年末增长 5.57%，主要是集团因设备售后直租原因导致长期应付款增加所致。

2014~2016 年末，公司递延收益分别为 14.76 亿元、14.95 亿元和 14.44 亿元，主要是政府补助。2017 年 6 月末，公司递延收益为 14.71 亿元，较 2016 年末变化不大。

表 1 2014~2016 年末及 2017 年 6 月末公司有息债务构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年 6 月末	2016 年末	2015 年末	2014 年末
短期有息债务 ²	481.28	415.92	438.02	231.68
长期有息债务	129.58	148.29	102.03	127.40
总有息债务	610.86	564.21	540.05	359.09
总有息债务占总负债比重	89.02	94.48	88.97	84.54

2014~2016 年末，公司有息债务规模不断上升，占总负债的比重不断提高；2015 年以来，受公司融资租赁业务扩张影响，短期有息债务规模大幅增长，截至 2017 年 6 月末，公司短期有息债务占总负债的比重达 70.13%，短期偿债压力较大。

表 2 截至 2017 年 6 月末公司未来一年有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	短期借款	应付票据	一年内到期的非流动负债	其他流动负债	合计	占比
2017 年第三季度	71.85	2.43	16.02	50.00	140.30	29.15
2017 年第四季度	108.95	3.52	38.00	25.00	175.47	36.46
2018 年第一季度	62.90	1.02	-	11.56	75.48	15.68
2018 年第二季度	73.17	1.86	-	15.00	90.03	18.71
合计	316.87	8.83	54.02	101.56	481.28	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

2014~2016 年末，公司资产负债率有所波动，债务资本比率不断下降，总体处于较高水平；长期资产适合率、流动比率和速动比率均有所波动，整体来看流动资产对流动负债的覆盖程度较差，资产负债错配较严重。2017 年 6 月末，资产负债率和债务资本比率有所上升，长期资产适合率、流动比率和速动比率均有所提高。

表 3 2014~2016 年末及 2017 年 6 月末公司部分财务指标（单位：%、倍）

项目	2017 年 6 月末	2016 年末	2015 年末	2014 年末
资产负债率	74.78	72.58	77.86	74.75
债务资本比率	72.08	69.74	71.62	73.48
长期资产适合率	77.97	76.48	68.53	86.39
流动比率	0.80	0.77	0.72	0.84
速动比率	0.68	0.66	0.62	0.65

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，所有者权益规模持续增长。2015 年末，公司所有者权益大幅增长，主要是发行了 26 亿元的永续债，其他权益工具增加所致。同期，未分配利润分别为 46.66 亿元、54.16 亿元和 67.46 亿元，未分配利润规模持续增长。近年来，公司分红政策较为激进，力度较

² 此处计入公司应付票据，但公司应付票据不付息。

大，2014~2016年，公司派发人民币现金红利（含税）分别为2.71亿元、5.81亿元和11.62亿元，占当年合并报表中归属于上市公司普通股股东净利润的53.66%、60.53%和56.30%，短期来看保障了投资者利益，长期来看不利于公司的资本积累。2016年末，公司所有者权益为225.65亿元，同比增长30.74%，主要是非公开发行优先股所致，共收到资金223,875万元；2017年6月末，公司所有者权益为231.44亿元，较2016年末变化不大。

截至2017年6月末，公司无对外担保。

2014~2016年末，公司负债以流动负债为主，规模有所波动，资产负债率亦有所波动；2015年以来，受融资租赁业务扩张影响，短期有息债务规模大幅增长，短期偿债压力较大，资产负债错配较严重；公司分红政策较为激进，长期来看，不利于资本积累。

内部流动性

公司资产规模不断增长，资产构成比例较均衡；受限资产占净资产比重较高，资产流动性一般；公司存货周转率和应收账款周转天数均有所波动

2014~2016年末及2017年6月末，公司总资产分别为568.22亿元、779.62亿元、822.85亿元和917.68亿元，总资产规模持续增加，2015年末资产规模同比增长37.20%，一是公司融资租赁业务规模扩大，其他流动资产和长期应收款大幅增长所致；二是林浆一体化项目和寿光美伦化学浆项目持续推进导致在建工程大幅增长所致。资产构成较为均衡，非流动资产占比分别为58.52%、54.90%、56.53%和53.46%。

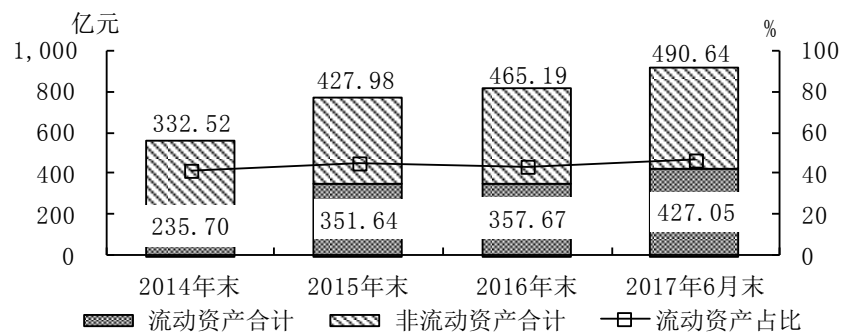


图3 2014~2016年末及2017年6月末公司资产构成情况

公司流动资产主要由货币资金、其他流动资产、一年内到期的非流动资产、存货、应收账款构成，2016年末，以上五项占流动资产的比重为86.81%。

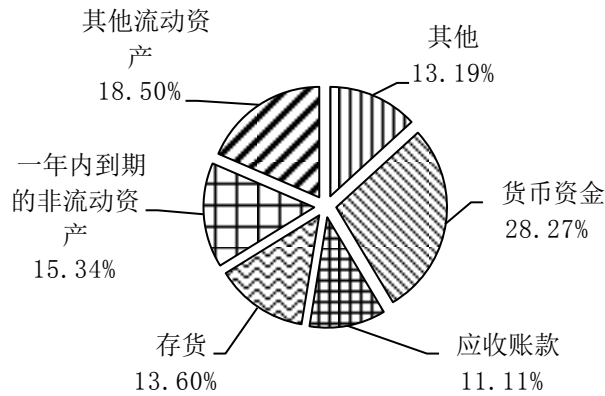


图 4 2016 年末公司流动资产构成情况

2014~2016 年末，公司货币资金分别为 54.76 亿元、89.84 亿元和 101.10 亿元，货币资金规模持续增长，主要由其他货币资金和银行存款构成。2014~2015 年末，公司货币资金分别同比增长 114.92%和 64.08%，主要是银行保函及银行承兑汇票的保证金存款大幅增长所致；2016 年末，公司货币资金为 101.10 亿元，较 2015 年末增长 12.53%，主要是开具银行承兑汇票、保函、国内信用证存入的保证金增加所致；2017 年 6 月末，公司货币资金为 125.42 亿元，较 2016 年末增长 24.06%，主要是由于开具银行承兑汇票、保函、国内信用证存入的保证金增加所致。

2014~2016 年末，公司其他流动资产分别为 16.57 亿元、75.83 亿元和 66.17 亿元，波动较大，主要是应收短期融资租赁款和待抵扣增值税。2015 年末，公司其他流动资产同比大幅增长，主要是融资租赁业务规模快速发展，新增应收一年期融资租赁款 61.61 亿元所致。2016 年末，公司其他流动资产为 66.17 亿元同比下降 12.74%，主要是一年期融资租赁款较和抵扣增值税均同比减少所致；2017 年 6 月末，公司其他流动资产为 103.41 亿元，较 2016 年末增长 56.28%，主要是因为应收一年期融资租赁款增加较大所致。

2014~2016 年末，公司一年内到期的非流动资产分别为 8.66 亿元、28.93 亿元和 54.87 亿元，主要是一年内的长期融资租赁款，受融资租赁业务快速发展影响，一年内到期的长期融资租赁款增幅较大。2016 年末，公司一年内到期的非流动资产为 54.87 亿元，同比增长 89.66%，主要是对寿光市金财共有资产经营有限公司共有资产的委托贷款 9 亿元和租赁一年内到期的长期应收款增加近 17 亿元所致；2017 年 6 月末，公司一年内到期的非流动资产为 43.14 亿元，较 2016 年末下降 21.38%，主要是由于一年内到期的长期融资租赁款减少原因和收回金财共有资产经营有限公司的委托贷款 9 亿元所致。

2014~2016 年末，公司存货分别为 54.21 亿元、52.11 亿元和 48.63 亿元，不断下降，主要由原材料、在产品、库存商品、开发产品和消



耗性生物资产构成；消耗性生物资产主要是林木资产，同期，消耗性生物资产分别为 14.08 亿元、15.10 亿元和 16.34 亿元，逐年增加。2015 年末，公司存货同比变动不大，且未计提跌价准备。2016 年末，公司存货为 48.63 亿元，较 2015 年末下降 6.68%，其中消耗性生物资产为 16.34 亿元。2017 年 6 月末，公司存货为 60.57 亿元，较 2016 年末增长 24.55%，主要是原材料和库存商品增加所致。

2014~2016 年末，公司应收账款分别为 34.89 亿元、39.51 亿元和 39.74 亿元，应收账款规模持续增长，主要是应收下游客户的货款。2014 年末，公司应收账款同比增长 12.47%，主要是销量增长所致；2015 年末，公司应收账款同比增长 13.24%，主要是造纸行业低迷，公司为维护客户，赊销比例增加所致，1 年以内的占应收账款总额的 94.41%，计提坏账准备 3.05 亿元。2016 年末，公司应收账款为 39.74 亿元，较 2015 年末变动不大；2017 年 6 月末，公司应收账款为 37.68 亿元，较 2016 年末下降 5.18%，主要是由于公司账款回收情况良好所致。

公司非流动资产主要由固定资产、长期应收款和在建工程构成，2016 年末，以上三项占非流动资产的 89.79%。

2014~2016 年末，公司固定资产分别为 247.45 亿元、241.70 亿元和 288.12 亿元，有所波动，主要是机器设备、房屋及建筑物、电子设备和运输设备。2015 年末，公司固定资产同比变动不大，累计折旧 113.17 亿元，尚未办妥产权证书的固定资产为 30.64 亿元。2016 年末，公司固定资产为 288.12 亿元，同比增长 19.21%，主要是由于 2016 年湛江白卡纸项目等在建工程转入固定资产 64.5 亿元使得固定资产增加所致；2017 年 6 月末，公司固定资产为 285.37 亿元，较 2016 年末变化不大。

2014~2016 年末，公司长期应收款分别为 14.21 亿元、90.84 亿元和 88.44 亿元，有所波动，主要是 2014 年开始公司新增融资租赁业务，形成融资租赁款增加所致。2016 年末，公司长期应收款为 88.44 亿元，同比变化不大；2017 年 6 月末，公司长期应收款为 95.74 亿元，较 2016 年末增长 8.25%，主要是由于司新增融资租赁业务形成融资租赁款增加所致。

2014~2016 年末，公司在建工程分别为 37.09 亿元、58.30 亿元和 41.15 亿元，有所波动，主要是在建项目完工、结转以及新增项目所致。2015 年末，公司在建工程同比增长 57.16%，主要是新增 60 万吨液体包装纸项目所致；2016 年末，公司在建工程同比下降 29.42%，主要是由于湛江晨鸣 60 万吨液体包装纸项目、江西晨鸣食品包装纸项目等完工转资减少；2017 年 6 月末，公司在建工程为 50.54 亿元，较 2016 年末增长 22.82%，主要是由于公司黄冈林浆一体化项目、美伦化学浆、高档文化纸项目和海鸣菱镁矿项目等在建项目的投入增加原因所致。

截至 2017 年 6 月末，公司受限资产为 162.66 亿元，占总资产的

比重为 17.72%，占净资产的比重为 70.82%，受限资产占净资产比重较高，影响资产流动性；其中受限货币资金 101.20 亿元，用于质押的应收票据 12.59 亿元，用于抵押的固定资产和无形资产分别为 44.58 亿元和 4.28 亿元。

2014~2016 年，公司存货周转天数分别为 122.92 天、129.61 天和 114.85 天，受消耗性生物资产纳入存货及机制纸行业低迷影响，存货周转率有所波动；应收账款周转天数分别为 62.12 天、66.17 天和 62.28 天，周转效率有所波动。2017 年 1~6 月，存货周转天数和应收账款周转天数分别为 107.16 天和 50.68 天。

总体来看，公司资产规模不断增长，资产构成比例较均衡；受限资产占净资产比重较高，资产流动性一般；公司存货周转率和应收账款周转天数均有所波动。

2014~2016 年，公司营业收入和毛利率均逐年增长；期间费用逐年递增，占营业收入比重较高且有所波动，挤占利润空间；公司总资产报酬率和净资产收益率较高，均高于行业优秀值水平

2014~2016 年，公司营业收入不断增长，2015 年公司营业收入同比增长 5.97%，主要是融资租赁业务快速发展，收入大幅增长所致。2016 年公司营业收入同比增长 13.17%，主要是机制纸销量增加和新增融资租赁业务所致。同期，毛利率逐年增加，主要是新增的融资租赁业务毛利率较高所致。

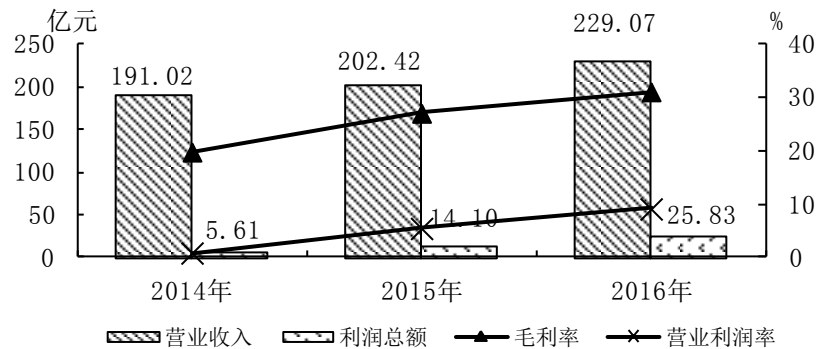


图 5 2014~2016 年公司营业收入及盈利情况

2014~2016 年，公司期间费用逐年递增，由于有息债务持续大幅增加，债务负担加重，利息支出增加，导致财务费用快速增加，侵蚀利润；公司销售费用主要是运输费及工资，管理费用主要是技术开发费，2016 年技术开发费占管理费用的比重为 51.08%；期间费用占营业收入比重有所波动，且比重较大，挤占了利润空间。2017 年 1~6 月，公司期间费用为 25.52 亿元，受公司收入规模扩大影响，期间费用同比增长 14.13 个百分点。

表 4 2014~2016 年及 2017 年 1~6 月公司期间费用情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年 1~6 月	2016 年	2015 年	2014 年
销售费用	6.41	11.66	11.91	11.48
管理费用	8.56	14.41	13.85	11.61
财务费用	10.55	18.19	16.69	12.29
期间费用	25.52	44.27	42.45	35.38
期间费用/营业收入	18.56	19.32	20.97	18.52

2014~2016 年，公司资产减值损失分别为 0.60 亿元、0.61 亿元和 4.14 亿元，逐年增加，主要是坏账损失和存货跌价损失，2015 年均均为坏账损失；2016 年公司资产减值损失主要为坏账损失和固定资产减值损失。

2014~2016 年，公司营业外收入分别为 4.10 亿元、3.11 亿元和 5.01，主要是政府补助、非流动资产处置利得和搬迁停产损失补偿款。2015 年，公司营业外收入下降主要是非流动资产处置利得下降所致。2016 年，营业外收入增加主要是政府补助增加所致；政府补助主要是补贴收入、递延收益摊销和增值税退税，2014~2016 年，政府补助分别为 2.70 亿元、2.51 亿元和 4.72 亿元。

2014~2016 年，公司利润总额分别为 5.61 亿元、14.10 亿元和 25.83 亿元，利润总额持续增加。2015 年，利润总额同比增长 151.36%，主要是融资租赁业务利润规模大幅增长所致；2016 年，利润总额同比增长 83.18%，一是受纸价上涨影响，机制纸业务利润有所增长，二是融资租赁业务利润大幅增长所致同期，净利润分别为 4.53 亿元、9.78 亿元和 20.23 亿元，变化趋势与利润总额趋同。

2014~2016 年，公司总资产报酬率³分别为 3.17%、3.55%和 5.23%，净资产收益率分别 3.16%、5.67%和 8.96%，均不断提高，2016 年公司总资产报酬率和净资产收益率均高于行业优秀值。

2017 年 1~6 月，公司营业收入为 137.49 亿元，同比增长 29.63%，主要是纸品销量增加和融资租赁业务收入增长所致；毛利率为 33.30%，同比增长 1.29 个百分点；期间费用为 25.52 亿元，占营业收入比重有所下降，其中财务费用同比增幅较大，主要是公司借款增加导致利息费用增加；资产减值损失为 0.50 亿元，主要是坏账损失；营业外收入为 1.59 亿元，同比减少 30.57%，主要是政府补助减少所致；利润总额和净利润分别为 20.79 亿元和 17.48 亿元，分别同比增长 68.60%和 88.73%，主要是融资租赁业务带动利润大幅增长所致；总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.27%和 7.55%。

总体来看，2014~2016 年，公司营业收入和毛利率均逐年增长；期间费用逐年递增，占营业收入比重较高且有所波动，挤占利润空间；公司总资产报酬率和净资产收益率较高，均高于行业优秀值水平。

³ 据 Wind 资讯，造纸及纸制品业 2016 年总资产报酬率行业优秀值为 4.90%，净资产收益率为行业优秀值为 5.00%。

2017年1~6月，公司经营活动现金流大幅净流出，不利于对债务及利息的保障

2014~2016年，公司经营性净现金流分别为9.85亿元、-97.21亿元和21.53亿元，有所波动。2014年，公司经营性净现金流下降主要是由于电力及热力业务收入下降，销售商品、提供劳务收到的现金减少所致；2015年，经营活动现金流转为净流出状态，且净流出规模较大，主要是融资租赁业务造成的应收融资租赁业务本金净增加值大幅增长所致；2016年由于缩减融资租赁业务规模，经营活动现金流转为净流入。

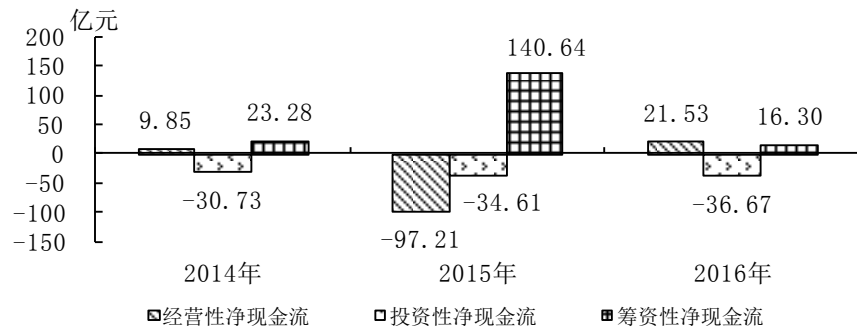


图6 2014~2016年公司现金流情况

2014~2016年，公司投资性净现金流分别为-30.73亿元、-34.61亿元和-36.67亿元，净流出规模逐年增加，主要是公司林浆纸一体化、食品包装纸和湛江60万吨液体包装纸等在建项目投入支出的现金逐年增加所致。

2014~2016年，公司筹资性净现金流分别为23.28亿元、140.64亿元和16.30亿元，有所波动。2014~2015年，公司着重发展融资租赁业务和项目投入，借款大幅增加；2016年，公司筹资性净现金流为16.30亿元，同比减少124.34亿元，主要是由于偿还到期的公司债、私募和短期融资券。

2017年1~6月，公司经营性净现金流、投资性净现金流和筹资性净现金流分别为-41.13亿元、-3.63亿元和50.25亿元。公司经营活动和投资活动现金支出基本依赖于筹资性活动获得的现金。

2014~2016年，公司经营性净现金流对债务和利息的保障程度有所波动，2017年1~6月，经营活动现金流大幅净流出，不利于对债务及利息的保障。

表 5 2014~2016 年及 2017 年 1~6 月公司债务及利息的覆盖情况

项目	2017 年 1~6 月	2016 年	2015 年	2014 年
经营性净现金流/流动负债 (%)	-8.21	4.52	-25.34	4.16
经营性净现金流/总负债 (%)	-6.41	3.58	-18.84	2.62
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-4.08	1.13	-5.09	0.31
EBIT 利息保障倍数 (倍)	2.98	2.25	1.64	0.60
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	3.01	2.38	1.05

总体来看,2017 年 1~6 月,公司经营活动现金流大幅净流出,不利于对债务及利息的保障。

外部流动性

公司与金融机构保持良好的合作关系,截至 2017 年 6 月末,公司获得多家银行综合授信额度合计 723.38 亿元,未使用额度为 303.59 亿元。公司国内首家 A、B、H 股三种股票上市公司,并发行过多期债券,融资渠道多元且较为畅通。

短期偿债能力

2014~2016 年末,受融资租赁业务规模扩大及在建工程大幅增长影响,公司资产和负债规模不断增长,资产负债率不断提高,流动比率和速动比率不断下降,流动资产对流动负债的覆盖能力逐渐减弱;同期现金比率分别为 19.49%、18.47%和 21.64%,现金回笼率分别为 90.65%、91.78%和 98.02%,均有所波动;经营性活动净现金流有所波动,2015 年转为净流出状态,不利于对债务和利息的保障。2017 年 1~6 月,公司资产和负债规模进一步增加,资产负债率有所上升,流动比率和速动比率均有所提高,流动资产对流动负债的覆盖能力有所增强;现金比率和现金回流率分别为 23.44%和 89.95%,均有所波动;经营活动现金流大幅净流出,不利于对债务及利息的保障。总体来看,公司短期偿债能力很强。

结论

综合分析,公司能够对本期融资券的到期偿付提供很强的保障。

跟踪评级安排

山东晨鸣纸业集团股份有限公司（以下简称“发债主体”）拟发行 10 亿元人民币的 2017 年度第三期短期融资券。在本期短期融资券的存续期内，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对其进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体本期融资券的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

1) 跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本期融资券发行后 6 个月内发布定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下 1 个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

2) 跟踪评级程序安排

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

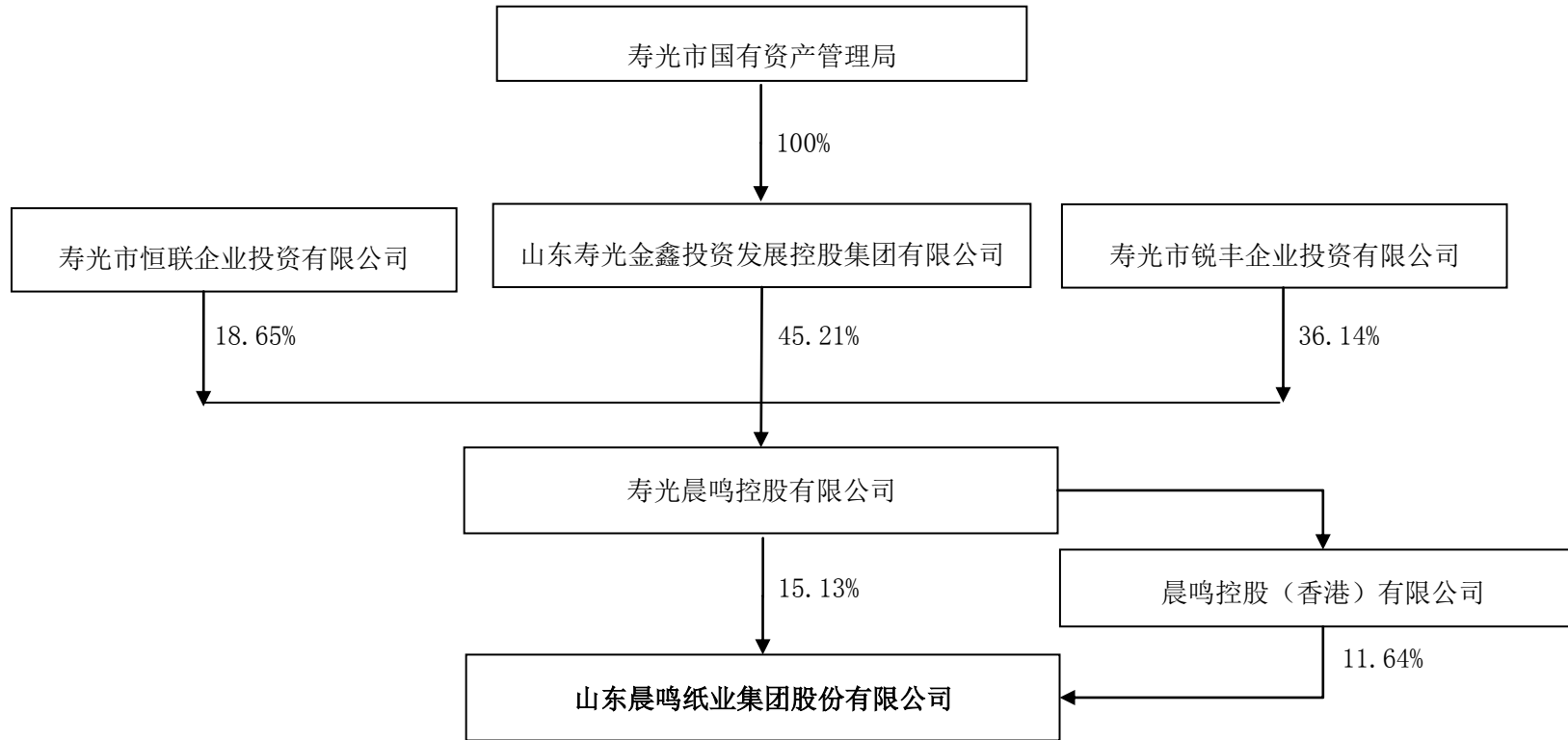
大公的跟踪评级报告和评级结果将对发债主体、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

3) 如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至发债主体提供所需评级资料。



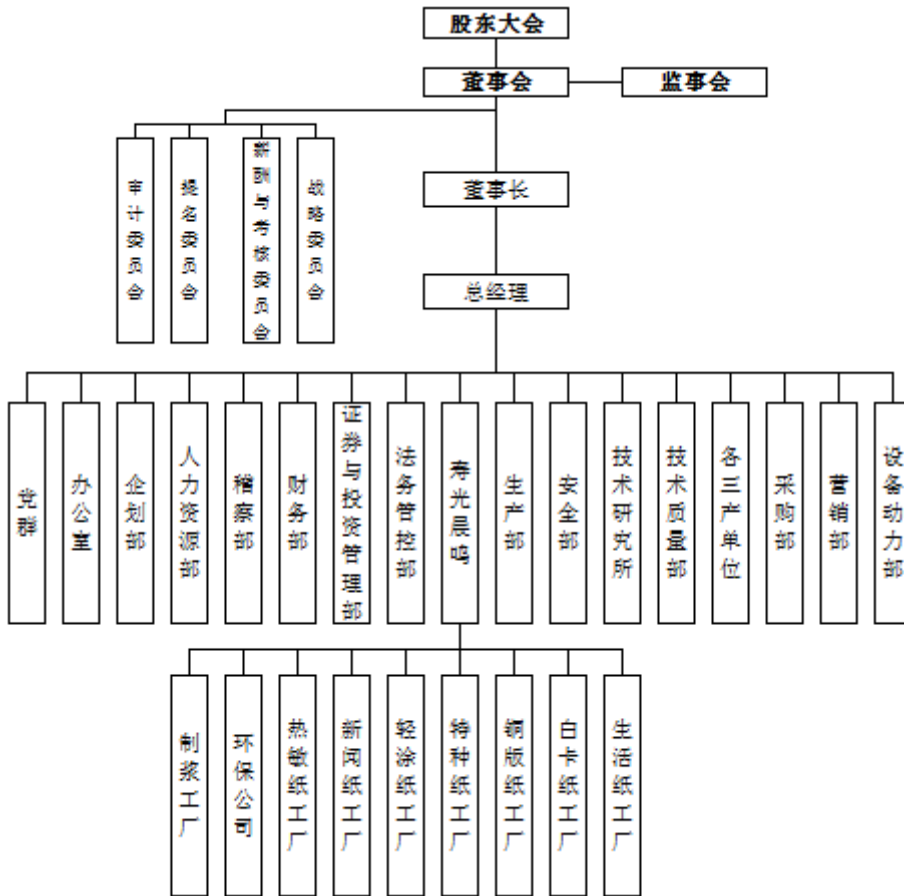
附件 1

截至 2017 年 6 月末山东晨鸣纸业集团股份有限公司股权结构图





附件2 截至2017年6月末山东晨鸣纸业集团股份有限公司组织结构图





附件 3 山东晨鸣纸业集团股份有限公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2017年6月 (未经审计)	2016年	2015年	2014年
资产类				
货币资金	1,254,150	1,010,993	898,433	547,566
应收票据	224,513	159,046	399,878	304,754
应收账款	376,771	397,407	395,129	348,941
其他应收款	181,997	161,421	146,957	177,647
预付款项	161,819	151,136	107,299	183,802
存货	605,747	486,267	521,092	542,074
其他流动资产	1,034,105	661,674	758,284	165,660
一年内到期的非流动资产	431,356	548,738	289,313	86,574
流动资产合计	4,270,458	3,576,682	3,516,385	2,357,018
固定资产	2,853,678	2,881,156	2,416,973	2,474,473
在建工程	505,414	411,519	582,962	370,927
无形资产	198,034	154,096	146,271	131,910
长期应收款	957,370	884,426	908,409	142,060
非流动资产合计	4,906,353	4,651,853	4,279,785	3,325,185
总资产	9,176,811	8,228,535	7,796,170	5,682,203
占资产总额比 (%)				
货币资金	13.67	12.29	11.52	9.64
应收票据	2.45	1.93	5.13	5.36
应收账款	4.11	4.83	5.07	6.14
其他应收款	1.98	1.96	1.88	3.13
预付款项	1.76	1.84	1.38	3.23
存货	6.60	5.91	6.68	9.54
其他流动资产	11.27	8.04	9.73	2.92
一年内到期的非流动资产	4.70	6.67	3.71	1.52
流动资产合计	46.54	43.47	45.10	41.48
固定资产	31.10	35.01	31.00	43.55
在建工程	5.51	5.00	7.48	6.53
无形资产	2.16	1.87	1.88	2.32
长期应收款	10.43	10.75	11.65	2.50
非流动资产合计	53.46	56.53	54.90	58.52
负债类				
短期借款	3,168,658	2,787,551	2,475,554	2,047,030
应付票据	88,335	51,530	328,160	159,811

附件 3 山东晨鸣纸业集团股份有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年 份	2017年6月 (未经审计)	2016年	2015年	2014年
应付账款	353,038	372,427	294,234	340,837
其他应付款	102,606	94,892	115,857	78,379
一年内到期的非流动负债	540,194	623,702	547,129	109,997
其他流动负债	1,015,627	660,286	1,029,354	0
流动负债合计	5,351,453	4,670,864	4,863,414	2,809,566
长期借款	778,664	693,560	516,938	437,829
应付债券	100,000	0	378,854	577,713
长期应付款	417,110	395,137	34,400	0
其他非流动负债	0	0	109,462	258,477
递延收益	147,076	144,385	149,510	147,612
非流动负债合计	1,510,953	1,301,185	1,206,863	1,437,829
负债合计	6,862,406	5,972,050	6,070,277	4,247,396
占负债总额比 (%)				
短期借款	46.17	46.68	40.78	48.19
应付票据	1.29	0.86	5.41	3.76
应付账款	5.14	6.24	4.85	8.02
其他应付款	1.50	1.59	1.91	1.85
一年内到期的非流动负债	7.87	10.44	9.01	2.59
其他流动负债	14.80	11.06	16.96	0.00
流动负债合计	77.98	78.21	80.12	66.15
长期借款	11.35	11.61	8.52	10.31
应付债券	1.46	0.00	6.24	13.60
长期应付款	6.08	6.62	0.57	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	1.80	6.09
递延收益	2.14	2.42	2.46	3.48
非流动负债合计	22.02	21.79	19.88	33.85
权益类				
少数股东权益	38,825	34,605	38,743	43,072
股本	193,641	193,641	193,641	193,641
资本公积	614,926	614,926	614,914	614,914
盈余公积	113,212	113,212	113,212	113,212
未分配利润	711,227	674,597	541,605	466,592
归属于母公司所有者权益	2,275,580	2,221,881	1,687,149	1,391,734
所有者权益合计	2,314,405	2,256,486	1,725,893	1,434,807

附件 3 山东晨鸣纸业集团股份有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年 份	2017 年 6 月 (未经审计)	2016 年	2015 年	2014 年
损益类				
营业收入	1,374,924	2,290,712	2,024,191	1,910,168
营业成本	917,107	1,578,734	1,476,466	1,532,310
销售费用	64,150	116,648	119,096	114,806
管理费用	85,635	144,146	138,465	116,054
财务费用	105,540	181,856	166,940	122,926
资产减值损失	4,981	41,371	6,097	5,954
投资收益	6,586	8,437	8,872	6,904
营业利润	192,400	209,240	110,785	16,604
营业外收支净额	15,497	49,076	30,232	39,497
利润总额	207,897	258,317	141,017	56,101
所得税	33,125	56,056	43,224	10,770
净利润	174,772	202,261	97,793	45,331
归属于母公司所有者的净利润	174,551	206,399	102,122	50,520
占营业收入比 (%)				
营业成本	66.70	68.92	72.94	80.22
销售费用	4.67	5.09	5.88	6.01
管理费用	6.23	6.29	6.84	6.08
财务费用	7.68	7.94	8.25	6.44
资产减值损失	0.36	1.81	0.30	0.31
投资收益	0.48	0.37	0.44	0.36
营业利润	13.99	9.13	5.47	0.87
营业外收支净额	1.13	2.14	1.49	2.07
利润总额	15.12	11.28	6.97	2.94
所得税	2.41	2.45	2.14	0.56
净利润	12.71	8.83	4.83	2.37
归属于母公司所有者的净利润	12.70	9.01	5.05	2.64
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	-411,294	215,305	-972,136	98,540
投资活动产生的现金流量净额	-36,343	-366,745	-346,059	-307,327
筹资活动产生的现金流量净额	502,539	162,957	1,406,367	232,835
财务指标				
EBIT	300,352	430,385	276,511	180,320
EBITDA	-	574,412	417,680	324,673
总有息负债	5,976,051	5,200,743	4,356,096	3,976,157

附件 3 山东晨鸣纸业集团股份有限公司主要财务指标（续表 3）

年 份	2017年6月 (未经审计)	2016年	2015年	2014年
毛利率 (%)	33.30	31.08	27.06	19.78
营业利润率 (%)	13.99	9.13	5.47	0.87
总资产报酬率 (%)	3.27	5.23	4.02	3.37
净资产收益率 (%)	7.55	8.96	5.67	3.16
资产负债率 (%)	74.78	72.58	77.86	74.75
债务资本比率 (%)	72.08	69.74	71.62	73.48
长期资产适合率 (%)	77.97	76.48	68.53	86.39
流动比率 (倍)	0.80	0.77	0.72	0.84
速动比率 (倍)	0.68	0.66	0.62	0.65
保守速动比率 (倍)	0.28	0.25	0.27	0.30
存货周转天数 (天)	107.16	114.85	129.61	122.92
应收账款周转天数 (天)	50.68	62.28	66.17	62.12
经营性净现金流/流动负债 (%)	-8.21	4.52	-25.34	4.16
经营性净现金流/总负债 (%)	-6.41	3.58	-18.84	2.62
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-4.08	1.13	-3.03	0.72
EBIT 利息保障倍数 (倍)	2.98	2.25	0.86	1.32
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	3.83	3.01	1.30	2.38
现金比率 (%)	23.44	21.64	18.47	19.49
现金回笼率 (%)	89.95	98.02	91.78	90.65
担保比率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

附件 4 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) = $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) = $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数⁴ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数⁵ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

⁴ 半年取 180 天。

⁵ 半年取 180 天。

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）= 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%

附件 5 短期债券信用等级符号和定义

A-1 级：为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。

A-2 级：还本付息能力较强，安全性较高。

A-3 级：还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。

B 级：还本付息能力较低，有一定的违约风险。

C 级：还本付息能力很低，违约风险较高。

D 级：不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。