

香港交易及結算所有限公司及香港聯合交易所有限公司對本公告的內容概不負責，對其準確性或完整性亦不發表任何聲明，並明確表示概不就因本公告全部或任何部分內容而產生或因依賴該等內容而引致之任何損失承擔任何責任。



山東晨鳴紙業集團股份有限公司
SHANDONG CHENMING PAPER HOLDINGS LIMITED*

(於中華人民共和國註冊成立的股份有限公司)

(股份代號：1812)

海外監管公告

本公告乃根據香港聯合交易所有限公司證券上市規則第13.10B條而作出。

茲載列山東晨鳴紙業集團股份有限公司在深圳證券交易所網站刊登日期為二零二一年五月二十六日的「山東晨鳴紙業集團股份有限公司2018年面向合格投資者公開發行公司債券(第一期)跟蹤評級報告(2021)」，僅供參閱。

承董事會命
山東晨鳴紙業集團股份有限公司
陳洪國
主席

中國山東
二零二一年五月二十六日

於本公告日期，執行董事為陳洪國先生、胡長青先生、李興春先生及李峰先生；非執行董事為韓亭德先生及李傳軒先生；及獨立非執行董事為尹美群女士、孫劍非先生及楊彪先生。

* 僅供識別

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）跟踪评级报告（2021）

项目负责人：孙 抒 shsun@ccxi.com.cn

项目组成员：于 嘉 jyu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 5 月 25 日

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 0404 号

山东晨鸣纸业集团股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会最后审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为负面；

维持“18 晨债 01”的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年五月二十五日



评级观点：中诚信国际维持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”）的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为负面；维持“18晨债01”的债项信用等级为 **AA+**。跟踪期内公司债务虽有所下降，但仍保持高位，且短期债务占比较高，货币资金受限比例高，公司面临较大流动性压力；其次，融资租赁业务逾期及展期规模扩大，面临一定信用风险；此外，中诚信国际关注到造纸行业景气度波动对公司经营性业务利润产生一定影响、国有资本持股比例较低、股东质押比例偏高等因素对公司经营和整体信用状况的影响。同时，中诚信国际肯定了公司显著的规模优势和行业地位、较高的林浆纸一体化程度以及多元化的融资渠道等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。

概况数据

晨鸣纸业（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	1,053.19	979.59	915.75	909.25
所有者权益合计（亿元）	258.72	263.40	258.00	254.17
总负债（亿元）	794.47	716.19	657.75	655.07
总债务（亿元）	695.35	602.91	551.94	549.58
营业总收入（亿元）	288.76	303.95	307.37	102.06
净利润（亿元）	25.65	17.53	19.06	12.46
EBIT（亿元）	65.55	56.22	53.17	--
EBITDA（亿元）	82.99	75.36	76.37	--
经营活动净现金流（亿元）	141.00	122.33	112.60	33.87
营业毛利率(%)	31.27	28.36	23.07	29.08
总资产收益率(%)	6.14	5.53	5.61	--
资产负债率(%)	75.43	73.11	71.83	72.05
总资本化比率(%)	72.88	69.60	68.15	68.38
总债务/EBITDA(X)	8.38	8.00	7.23	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.26	1.99	2.43	--

注：中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ **规模优势显著和行业地位领先。**截至 2021 年 3 月末，晨鸣纸业机制纸的产能为 681 万吨/年，产品涵盖了 200 多个品种；公司产品产量和营业收入在造纸行业持续保持领先地位。

■ **林浆纸一体化程度较高。**截至 2021 年 3 月末，公司自制浆年生产能力升至 430 万吨，公司自制浆原料自给率达 81.29%，且自制浆成本远低于外购浆，自制浆产能扩张及释放有利于增强对上游原材料的控制力以及降低公司生产成本，提高经营效益。

■ **融资渠道多元化。**公司目前已在 A 股、B 股和 H 股三个证券交易市场上市，融资渠道多元化。此外，公司与银行等金融机构保持了密切的合作关系。

关注

■ **造纸行业景气度波动。**近年来造纸行业景气度持续波动，2020 年，受疫情等因素影响，需求低迷，纸价持续下行，受其影响，2020 年公司经营性业务利润有所下滑。受益于行业需求回暖，2021 年一季度纸价回升，公司经营性业务利润大幅增长。中诚信国际将对造纸行业周期性波动及其对公司盈利水平的影响保持关注。

■ **跟踪期内公司债务规模虽有所下降，但仍保持较高水平，货币资金受限比例高，公司流动性压力较大。**跟踪期内虽然公司债务规模有所下降，但前期受在建项目建设及融资租赁业务规模扩张较快等因素影响，债务水平仍保持高位，且以短期债务为主，流动性压力较大。此外，公司货币资金受限比例高，对债务本息的保障能力偏弱。

■ **融资租赁业务面临一定信用风险。**目前公司存量融资租赁余额仍然较大，部分业务出现逾期和展期情况，融资租赁款期限延长，面临一定资金回收风险。

■ **股权分散，国有持股比例偏低。**公司股权结构较为分散，国有资本持股比例较低。此外，公司控股股东晨鸣控股有限公司（以下简称“晨鸣控股”）持有公司股权质押比例偏高。

评级展望

中诚信国际认为，山东晨鸣纸业集团股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内可能下降。

■ **可能触发评级下调因素。**公司盈利能力大幅下滑，债务水平继续攀升，流动性压力进一步加大，融资租赁业务回收出现较大信用风险。

■ **可能触发负面展望调回为稳定因素。**公司资本实力显著增强，盈利能力大幅上升且具有持续性，债务规模大幅下滑，流动性压力改善。

同行业比较

2020 年部分机制纸企业主要指标对比表

公司名称	纸种	产量（万吨）	资产总额（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入（亿元）	总资产收益率(%)
金光纸业	文化纸、铜版纸	929	2,480.13	67.24	737.88	--
晨鸣纸业	文化纸、铜版纸、白卡纸	577	915.75	71.83	307.37	5.61

注：1、“金光纸业”为“金光纸业（中国）投资有限公司”简称；2、金光纸业的产量为 2019 年产量。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
18晨债01	AA+	AA+	2020/12/30	9	3.50	2018/4/2-2023/4/2	回售、票面利率选择权

注：公司于 2020 年 4 月完成对全部“18晨债01”的回售，并于 2020 年 6 月对外转售。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

表 1：公司募集资金使用情况

债项简称	募集资金 (亿元)	已使用资 金(亿 元)	募集用途	募集用途 是否变更
18 晨债 01	9	9	置换银行贷款	否

资料来源：公司发行公告，中诚信国际整理

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现

上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或

将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

2020 年以来，受疫情影响，行业景气度先抑后扬，受益于生产成本推动和需求全面复苏，纸价自 2020 年下半年快速攀升

造纸行业周期性显著，其景气程度与宏观经济走势呈显著的正相关关系。2018 年下半年以来，受宏观经济增速放缓、市场需求不振等因素影响，纸价明显下行；2019 年，造纸行业逐步回暖，各细分纸种价格低位企稳；2020 年上半年，受疫情等因素影响，下游需求低迷，纸价在二季度下降至最低点，2020 年下半年，国内需求逐步恢复，国外疫情蔓延，海外造纸生产受阻，国内企业出口规模增长，带动造纸行业景气度逐渐恢复；2021 年一季度，在原料成本和生产成本提高、造纸行业需求全面复苏等因素带动下，各纸种价格快速回升至 2018 年高位。

近年来，全国机制纸及纸产量小幅增加，受益于原材料价格下降和行业竞争格局优化，2020 年纸企盈利能力有所提升。根据中国纸网统计，2020 年，全国机制纸及纸板产量为 12,700.63 万吨，同比增长 0.78%；2020 年，规模以上造纸与纸制品业企业实现营业收入 13,012.65 亿元，同比下降约 2.68%，利润总额 826.69 亿元，受益于纸浆等原料价格下降，同比增长约 19.97%。

造纸行业各细分产品用途各异，市场关联度较低，各子行业供需波动不尽相同。目前纸及纸板按用途可以大致分为文化类用纸（含双胶纸、铜版纸、新闻纸等）、包装类用纸（含瓦楞纸、箱板纸、白卡纸等）、生活用纸和特种纸四类，从市场体量来看，包装类用纸和文化类用纸占据了绝大部分的市场份额，而生活用纸和特种纸受其属性影响，产销规模较小。

具体来看，文化类用纸以内销为主，报纸行业深度下跌导致新闻纸需求继续下降，2020 年新闻纸产量 100.93 万吨，同比下降 6.70%。书写纸主要用于出版物印刷，教辅类书籍下游需求较为稳定，2020 年全面建成小康社会、2021 年建档 100 周年等重要时期节点来临，支撑 2020 年书写纸需求。涂布类印刷用纸包括铜版纸，主要用于书刊印刷及地产、汽车等宣传页，近年来受电子无纸化冲击，期刊杂志总印数有所下降，2019 年铜版纸产量 630 万吨，同比下降 3.82%，2019 年消费量 535 万吨，同比下降 7.92%，2020 年涂布类印刷用纸产量亦有所下滑。

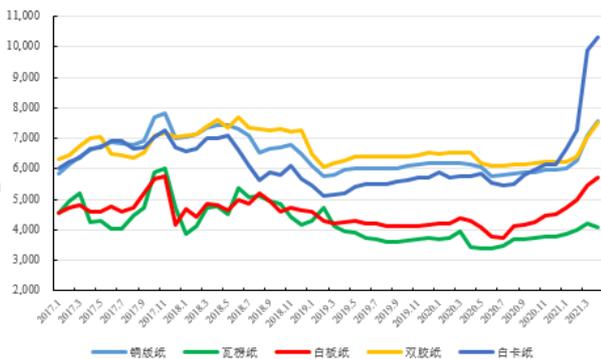
包装类用纸是商品的附属物，与零售、快递、家电等行业息息相关，2018 年下半年以来，受中美贸易战影响，出口订单有所萎缩，包装类用纸需求呈下滑态势，2019 年以来，受益于快递零售行业消费需求回暖，白纸板、箱板纸和瓦楞纸消费量分别为 1,277 万吨、2,403 万吨和 2,374 万吨，同比分别上升 4.76%、2.47%和 7.28%，2020 年，全国箱板纸产量亦有所增长。

供给方面，近年来，造纸行业保持了 95%以上的产销率，产能投放进度对于供给的预期起重要作用。2018 年以来，受环保法律法规不断完善，叠加碳中和等因素影响，造纸行业生产成本增加，成本端压力迫使落后产能退出市场，行业集中度有所提高，龙头纸企陆续投建新产能以抢占中小纸厂份额。文化纸行业集中度较高，新增产能集中于龙头企业，纸种以双胶纸为主，且部分铜版纸产能转换为双胶纸，产能投放相对维持稳定。包装用纸（如

卡纸、箱板及瓦楞纸等)方面,自2017年限废令政策发布以来,受废纸原料限制与成本影响,2018年我国箱板纸行业产量减少10%,自2019年以来,各企业通过海外布局、整合产业链等方式以应对限废令,箱板纸产量回升,但产销之间仍存在较大差额,还有一定的生产空间。此外,现阶段白卡纸盈利能力强,各纸企规划建设浆纸产能超千万吨。

纸价方面,文化纸经过2018年下半年的下跌周期,2019年初市场价格已落至低位,纸厂利润微薄,开工意向较弱,市场供应量减少,2019年以来各纸厂提价态度坚定,文化纸价格缓慢增长。2020年3月末,纸厂逐渐复工,受疫情影响,国内需求恢复缓慢,文化纸价格有所滑落,2020年下半年,需求有所恢复,纸厂涨价逐步落地,2021年以来,在生产成本推动和需求全面恢复带动下,纸价大幅上行。包装纸价格波动趋势总体与文化纸相似,2019年上半年,包装纸受中美贸易战和经济下行压力影响,需求低迷,库存压力凸显,价格有所下降,纸厂通过停机转产方式缓解产能压力,2019年下半年随着节日需求旺季的来临,包装纸价格趋于平稳。2020年3月末,海内外疫情爆发,出口受限,经销商库存高位,纸价快速下落,自2020年5月,受废纸成本上涨、出口增加和节日需求稳定增长等因素影响,包装纸行业巨头引领涨价,纸价快速上行。

图1:近年来部分纸产品价格走势(元/吨)



资料来源:中国纸网

中诚信国际关注到,白卡纸主要用于高端包装,在消费升级、白板纸产能清退、禁废令和限塑

令背景下,白卡纸逐步替代白板纸和塑料,近年来需求快速增长,2020年下半年以来价格增长速度远超其他纸种。各中大纸厂迅速布局白卡纸产能,且部分为林浆纸一体化项目,投资规模和新增产能规模均较高,新增产能投放最早将于2021年底落地。目前白卡纸行业集中度高,产能主要集中于金光纸业、晨鸣纸业和山东太阳纸业股份有限公司等,龙头议价能力较强,随着新增产能释放,行业竞争格局及供需平衡情况值得进一步观察。

2020年初受疫情影响,纸浆价格下滑,2020年末受下游需求旺盛及禁废令带来的长纤缺口增加影响,木浆价格整体快速上扬;受外废进口额度大幅收紧影响,2020年下半年国废价格有所回升,加大纸企生产压力

从成本端来看,印刷类用纸和白卡纸原料以木浆为主,中国木浆进口依赖度高。2018年下半年以来,受纸业景气度低迷影响,木浆价格持续下滑;2020年初,受疫情影响,纸浆价格再度下滑;2020年第四季度,文化纸及生活用纸需求旺盛,同时,出口高增长带动包装纸需求提升,禁废令带来的长纤缺口需用纸浆替代,木浆价格攀升。

图2:近年来纸浆价格走势(元/吨)



资料来源:中国纸网

包装类用纸原料以废纸和废纸浆为主,废纸方面,受外废进口管控影响,废纸进口量比例逐年降低,废纸消耗以国废为主。纸浆价格走势方面,2020年2~3月,在国内疫情影响下,废纸回收不足,物流运输受阻,短期内需求攀升的国废价格大幅上涨,3~4月,下游需求疲软,纸厂对于废纸进购意

愿不强，国废价格下降，下半年随着疫情好转、节日来临，包装纸需求上升，且外废审批额度收紧，国废价格小幅增长，2021年外废进口归零，国废价格或将进一步提升，增加纸企生产成本。

“限塑令”转为“禁塑令”，2021年废纸进口额度归零，“碳达峰、碳中和”背景下的节能减排政策力度加大

近年来我国不断出台政策，逐步从“限塑”转变为“禁塑”。2020年1月，国家发改委联合生态环境部公布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》，重点针对不可降解塑料袋、一次性塑料餐具、宾馆和酒店一次性塑料用品、快递塑料包装四个领域提出禁止、限制使用的要求。到2025年底，禁止使用不可降解的塑料包装袋、不可降解一次性塑料餐具、塑料胶带、一次性塑料编织袋等。中央发文后地方政策相继出台，部分省市禁塑政策要求时间点更早。

2020年，全国开始实施《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》，逐步基本实现固体废物零进口。

近年来，为实现“碳达峰”，节能减排领域的政策力度明显加大，2021年，中国生态环境部印发《关于统筹和加强应对气候变化与生态环境保护相关工作的指导意见》和《碳排放权交易管理办法（试行）》，2021年作为“碳中和”元年，各地出台相关政策。

中诚信国际认为，龙头企业通过建设纸浆产能向上下游产业链延伸，纸浆自给率持续增长，受废纸进口收紧政策影响较小，同时，碳排放压力进一步清退中小落后产能，龙头企业竞争优势将日益明显。

跟踪期内，公司机制纸产能保持稳定；2020年受益于市场拓展和行业集中度提高影响，产销量有所提升，但文化纸受疫情等因素影响，价格及毛利率水平整体有所下降，白卡纸受益于政策支持，价格增

长；2021年以来，市场需求回暖，公司各类纸品量价齐升

截至2021年3月末，晨鸣纸业已形成年产681万吨机制纸的能力，产能保持稳定，在造纸行业中具有明显的规模优势。目前公司在全国拥有6个生产基地、36条造纸制浆生产线，生产技术水平达到国际先进水平。此外，公司正在推进武汉和江西基地搬迁至黄冈基地（即黄冈晨鸣二期项目）的工作。公司拟建设4条年产150万吨纸生产线（包含文化纸、白卡纸等品种，该项目全部采用原生浆造纸，含武汉和江西现有2条产线搬迁），并配套建设年产52万吨机械浆生产线、污水处理、热电联产项目及码头等。

表2：截至2021年3月末公司分区域产能情况

基地名称	主要产品	产能 (万吨/年)	2021年一季度产 能利用率(%)
山东	机制纸	330	83.37
	浆	170	94.12
湛江	机制纸	225	83.96
	浆	157	76.97
江西	机制纸	70	97.03
	浆	25	92.64
武汉	机制纸	25	77.76
	浆	0	--
黄冈	机制纸	0	--
	浆	60	74.27
吉林	机制纸	30	70.40
	浆	18	59.78

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

产品结构方面，公司产品仍以双胶纸、铜版纸、白卡纸和静电纸为主，其中，公司文化纸市场占有率第一，白卡纸、铜版纸市场占有率均为第二。跟踪期内，受益于产能释放及行业集中度上升，文化纸、铜版纸和静电纸产量的增长推动公司年产量增长15.17%。产能利用方面，受益于新增产能逐步释放，2020年公司产能利用率较2019年上升11.15个百分点至84.72%。

表3：近年来公司产量情况（万吨）

主要产品	2018	2019	2020	2021.3

轻涂纸	4	2	1	0
双胶纸	111	143	157	38
铜版纸	92	75	100	25
白卡纸	130	154	167	44
静电纸	44	51	86	20
防粘原纸	21	24	25	5
生活纸	10	10	10	2
其他纸	45	43	31	7
合计	457	501	577	143

注：合计数与分项数之和差异系末位数四舍五入所致

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司注重市场拓展和库存规模的平衡，产销率保持在很高水平。2020年，受益于产能释放及加强市场拓展，公司年销售量同比增长6.86%。

表 4：近年来公司销售情况（万吨、%）

	2018	2019	2020	2021.3
销售量	432	525	561	143
产销率	94.53	104.82	97.23	110.43

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从公司产品的销售价格来看，2020年以来，受益于“限塑令”等因素影响，白卡纸价格及毛利率迅速上升。除白卡纸和轻涂纸外，2020年受疫情对需求的负面影响，其他纸价均有所下滑。2021年一季度，受原材料价格上涨及市场需求回暖等因素影响，产品价格迅速回升，毛利率亦呈上升态势。

表 5：公司各类机制纸产品平均价格（元/吨）

主要产品	2018	2019	2020	2021.1~3
轻涂纸	5,729.27	4,908.80	5,021.51	5,104.20
铜版纸	5,294.65	4,695.52	4,305.20	5,103.68
轻型纸	5,829.36	4,908.80	4,815.07	5,256.31
白卡纸	5,106.39	4,298.90	4,838.20	6,458.01
双胶纸	6,083.86	5,141.20	4,547.82	5,129.29
热敏纸	10,893.79	8,474.05	7,010.85	7,463.19
静电纸	6,130.06	5,353.92	4,770.90	5,150.03
防粘原纸	5,863.87	5,038.13	4,606.37	5,188.09
生活用纸	7,343.68	6,549.45	5,554.53	6,085.42
其他机制纸	5,748.68	6,013.82	8,238.79	7,141.75

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 6：公司主要机制纸种毛利率（%）

主要产品	2018	2019	2020	2021.3
双胶纸	26.60	25.80	17.76	23.26
铜版纸	27.47	27.97	21.31	31.91
白卡纸	16.23	16.70	27.04	43.92
静电纸	40.11	29.80	21.12	23.98

防粘原纸	39.74	31.62	22.36	28.52
生活纸	6.13	16.91	5.42	7.01

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司拥有较为成熟的销售网络，设立专门的销售公司负责国内、国外市场的开发、产品销售、销售政策的制定和销售价格制定。2020年赊销方式销售的比例约为59%，现金方式结算比例约为41%，较2019年基本持平。

公司的销售以内销为主，得益于产能释放及行业需求逐步回暖等因素影响，2020年公司境内销售收入276.83亿元，同比增长3.34%。而海外市场受疫情等因素影响需求低迷，2020年公司海外销售30.53亿元，同比减少15.36%，占营业总收入9.93%，较2019年下降1.94个百分点。

整体来看，跟踪期内，晨鸣纸业保持了行业内领先的产能规模优势，产销量进一步提升，龙头地位稳固。2021年以来，造纸行业景气度明显提升，公司经营业绩得以明显改善。

跟踪期内，受益于新投产纸浆项目产能释放，公司原料自给率进一步提升，随着木浆市场价格持续走高，公司成本控制优势逐步显现

公司原材料采购金额占总生产成本的比重约为60%，采购产品主要包括木浆、木片和化工品等。2020年木片和木浆的采购成本约占总采购成本的55%和20%。

2020年，随着美伦和黄冈化学浆产能的逐渐释放，公司木片采购量大幅上升而纸浆采购量持续下降。价格方面，2020年受下游需求不振影响，纸浆价格较2019年明显下降，公司对外采购针叶浆和阔叶浆价格亦有所下降；2021年以来，外购纸浆价格随市场价格大幅回升，但公司自制浆比重很高，成本上涨压力相对较小。

表 7：近年来公司主要原材料采购量情况（万吨）

主要产品	2018	2019	2020	2021.3
木片	295.15	401.27	675.41	170.63
针叶浆	63.47	64.16	58.93	14.52

阔叶浆	57.86	39.45	10.06	3.31
-----	-------	-------	-------	------

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 8：近年来公司主要原材料采购价格变动情况（元/吨）

主要产品	2018	2019	2020	2021.3
木片	1,023	1,140	1,037	996
针叶浆	5,707	4,274	4,106	5,309
阔叶浆	4,687	4,104	3,394	4,300
木浆平均采购价格（不含税）	5,121	4,136	3,814	4,877

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

晨鸣纸业作为国内大型造纸企业集团，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 2020 年末，公司自有林地面积 85 万余亩，自制浆年产能达 430 万吨，处于国内很高水平。2020 年受益于美伦和黄冈纸浆项目产能逐步释放，原料自给率上升至 81.29%。公司自制浆单位生产成本低于外购商品浆价格，较高的木浆自给率有助于公司成本控制能力的提升。

表 9：近年来公司自制浆情况（万吨/年、万吨、元/吨）

主要产品	2018	2019	2020	2021.3
产能	298.2	420.0	430.0	430.0
产量	230.4	282.5	349.2	83.8
原料自给率	64.10%	71.58%	81.29%	80.13%
自制浆生产成本	2,707	2,916	2,722	2,729

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内公司融资租赁业务继续收缩，但展期及逾

期货规模有所扩大，中诚信国际将对公司面临的信用风险及融资租赁款项收回保持关注

截至 2020 年末，融资租赁公司资产总额为 132.13 亿元，负债总额为 55.59 亿元，所有者权益合计 76.54 亿元；2020 年，融资租赁公司实现营业收入 9.40 亿元，受计提资产减值准备影响净利润亏损 3.46 亿元¹。

公司自 2018 年 4 月开始调整融资租赁业务发展战略，缩减对外放款规模，2020 年，融资租赁业务实行“持续压缩”政策，实际投放租赁合同数量和金额均有所减少。截至 2020 年末，公司融资租赁余额下降至 99.22 亿元，2021 年一季度末进一步压降至 95.22 亿元。

表 10：近年来融资租赁公司合同签订与投放情况

指标	2018	2019	2020
签订租赁合同数量（个）	14	8	4
签订合同本金（亿元）	73.57	19.73	16.11
实际投放租赁合同数量（个）	14	8	4
实际投放租赁金额（亿元）	73.57	19.73	16.11

注：数据为晨鸣纸业合并口径

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2020 年，公司存量项目仍以房地产开发、城市基础设施和钢铁制造业为主。期限结构方面，2020 年受疫情影响，部分下游客户经营不善，公司展期贷款规模增加，期限在 1~3 年的租赁款余额规模大幅提高，融资租赁款期限加长，公司面临一定信用风险。

表 11：融资租赁公司融资租赁款期限结构（亿元、%）

期限	2018		2019		2020		2021.1~3	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
1 年以内	91.11	42.38	54.79	40.14	7.26	7.32	7.26	7.62
1~3 年	66.43	30.90	57.51	42.13	81.50	82.14	80.46	84.50
3~5 年	57.44	26.72	24.21	17.73	10.46	10.54	7.50	7.88
合计	214.98	100.00	136.51	100.00	99.22	100.00	95.22	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

中诚信国际关注到，融资租赁公司主要的放款

资金来源于融资租赁公司的股本金和晨鸣纸业借

¹此处数据为融资租赁公司口径数据。

款，自身融资能力不强，且资金来源多为短期资金，存在期限错配问题。

跟踪期内，融资租赁业务未出现新的重大诉讼。2020年，租赁业务前五大客户租赁余额合计43.88亿元，占对外租赁余额的比例约为46%，客户集中度较高。截至2020年末，融资租赁业务逾期资产金额为14.39亿元，逾期率14.5%，2020年新增逾期及展期规模较大。公司逾期及展期客户主要涉及房地产及制造业，区域主要分布在上海和山东。坏账计提方面，2020年和2021年一季度，公司计提信用减值损失分别为6.52亿元和1.19亿元，较2019年虽有所减少，但仍对公司利润产生一定侵蚀。

中诚信国际认为，2020年以来，公司融资租赁规模进一步压缩，但租赁业务客户集中度仍然较高，受经济金融环境变化等因素影响，客户逾期和展期金额增加，款项期限增长，公司融资租赁业务的信用风险有所加大，尽管公司在签订合同时已要求客户提供了相关的担保或抵质押措施，但相关措施执行仍存在一定时滞。中诚信国际将对公司融资租赁业务的资金回收情况及未来发展战略保持关注。

跟踪期内公司拓展产业链，在建项目投资基本完工，未来公司将根据自身资金状况合理推进拟建项目建设，短期投资压力尚可

公司聚焦主业，并延伸产业链。2020年公司以2.20亿元收购昆山拓安塑料制品有限公司（以下简称“拓安塑料”）100%股权，2020年9~12月拓安塑料营业总收入1.27亿元，净利润0.78亿元。

2018年5月，公司下属子公司湛江晨鸣浆纸有限公司（以下简称“湛江晨鸣”）以自有资金认购广东南粤银行股份有限公司（以下简称“南粤银行”）定向增发股份及四家南粤银行股东转让的股份共计13.69亿股。截至2021年3月末，公司持股南粤银行16.62%股份，为南粤银行第一大股东。2020年

末，南粤银行总资产2,405.97亿元，受疫情及实体经济下行影响，2020年南粤银行营业总收入49.38亿元，较2019年下滑12.57%，净利润15.40亿元。

截至2021年3月末，公司在建项目规模不大。但公司拟建项目为黄冈晨鸣二期项目，项目总投资128亿元，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。总体来看，公司短期投资压力尚可。

表 12：截至 2021 年 3 月末公司主要在建项目情况（亿元）

项目名称	计划投产时间	计划投资额	已投资
新上年产 20 万方粉煤灰污泥陶粒项目	2021.12	0.55	0.54
轻钙项目（美化）	2021.07	0.20	0.15
合计	--	0.75	0.69

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务分析

以下分析基于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2018年度财务报表、致同会计师事务所审计并出具的标准无保留意见的2019~2020年审计报告²和公司披露的未经审计的2021年一季度财务报表。公司各期财务报表均依据新会计准则编制，财务数据均采用报表期末数。为计算有息债务，中诚信国际已将公司各期末短期及超短期融资券由其他流动负债调整至短期债务，将公司其他流动负债中的理财直融和长期应付款中的融资租赁款调整入长期债务。

跟踪期内，受纸品价格较 2019 年明显下降影响，公司盈利水平有所下滑，2021 年以来，受益于纸价提升，公司盈利水平呈回升态势；但中诚信国际仍将对融资租赁减值损失及财务费用对利润的侵蚀等因素保持关注

2020年，受益于产能的释放及市场拓展力度增强，机制纸销量上升带动公司营业总收入增长，但新投

² 2019年9月，公司董事会改聘致同会计师事务所（特殊普通合伙）

为公司2019年度财务审计和内部控制审计机构。

产线折旧规模较大，且纸价降低，公司毛利率水平有所下降。受公司压缩融资租赁放款规模影响，融资租赁收入下滑，受外部环境影响，毛利率也有所

下降。2021年以来，受益于纸价快速上涨，公司毛利率水平明显提升。

表 13：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元，%）

项目	2018		2019		2020	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
机制纸	243.04	26.55	259.12	24.92	267.99	20.79
融资租赁	22.02	92.38	18.15	93.39	9.35	86.35
营业总收入/综合毛利率	288.76	31.27	303.95	28.36	307.37	23.07

注：2020年公司将原计入销售费用的运费纳入生产成本核算。

资料来源：公司提供

公司期间费用主要由财务费用和管理费用构成。2020年，停工损失的减少带动管理费用下降，同时，公司偿还债务增多导致利息支出降低；此外，公司加大研发力度，材料耗用费用增加推高研发费用。受上述因素影响，跟踪期内，公司费用控制能力略有加强，但对毛利的侵蚀仍然较明显。公司的利润主要来自经营性业务利润和政府补助，2020年纸价明显下行，经营性业务利润呈下降态势。因搬迁、研发技改和税收返还等，2020年公司获得政府补助合计9.44亿元，较2019年增加约3亿元，对公司利润形成良好补充。**中诚信国际**注意到，近年来融资租赁业务的部分应收债权回收进度滞后，公司大规模计提信用资产减值损失，2020年信用资产减值损失虽同比下降，但仍对公司利润形成侵蚀。2020年，公司总资产收益率和EBITDA利润率保持稳定，受新投入产能折旧规模较大影响，EBIT利润率有所下滑。

2021年一季度，受益于需求回暖，纸价快速回升，公司经营性业务利润同比大幅增加。

表 14：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
销售费用	11.90	12.97	2.98	0.70
管理费用	18.98	11.35	10.25	2.49
研发费用	--	9.92	12.74	3.65
财务费用	27.41	29.16	25.62	6.99
期间费用合计	58.30	63.40	51.60	13.83
期间费用率(%)	20.19	20.86	16.79	13.55
经营性业务利润	30.48	25.67	20.44	15.65

³ 上海和睿主要资产为上海市杨浦区“海上颐和城”房产，房产评估价值为7.21亿元，上海和睿未偿还公司融资租赁款合计6.20亿元，原

资产减值损失	1.65	11.55	6.65	1.19
公允价值变动收益	-1.15	0.27	0.06	-0.60
投资收益	2.49	1.74	1.73	0.63
营业外损益	3.00	4.65	5.88	0.08
利润总额	32.06	20.48	21.72	14.62
EBITDA 利润率 (%)	28.74	24.79	24.85	--
EBIT 利润率 (%)	22.70	18.50	17.30	--
总资产收益率 (%)	6.14	5.53	5.61	--

注：1、资产减值损失含信用资产减值损失；2、2018年管理费用包含研发费用；3、2019年公司营业外损益包含南粤银行入账调整3.65亿元；2020年公司将原计入销售费用的运费纳入生产成本核算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受前期融资租赁业务扩张较快及在建项目持续推进等因素影响，公司债务规模偏大，杠杆水平高企；跟踪期内公司债务规模有所收缩，但债务结构仍有待优化

公司的资产结构受融资租赁业务影响较大。公司将应收融资租赁款分别计入其他应收款、其他流动资产、一年内到期的非流动资产和长期应收款等科目。2020年以来，公司压缩融资租赁业务，且受疫情影响，公司对部分融资租赁客户办理展期，当期末公司其他流动资产和一年内到期的非流动资产下降，而长期应收款增加。跟踪期内，公司偿还借款增多导致货币资金规模有所下降。此外，黄冈化学浆等项目完工转固，在建工程和固定资产此消彼长，公司投资性房地产增加主要由于受让上海和睿投资有限公司³（以下简称“上海和睿”）抵偿融资租赁公司债务，长期股权投资的增加主要受益于

股东上海水岚物业管理有限公司将上海和睿100%股权转让给公司，转让价款为1.77亿元。

对南粤银行的投资收益。

2021 年以来，公司继续压降融资租赁业务规模，长期应收款有所下降，同时，受子公司对潍坊晨创股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“晨创基金”）增资 4 亿元影响，长期股权投资有所增加。

表 15：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	192.93	193.07	177.60	179.29
应收票据及应收账款	46.18	29.68	24.73	32.03
存货	67.71	47.74	51.35	47.92
其他应收款	21.33	22.04	24.17	23.29
其他流动资产	102.81	81.09	27.17	29.95
一年内到期的非流动资产	40.08	69.75	42.23	41.78
流动资产合计	479.68	449.52	358.82	365.29
长期股权投资	4.85	36.06	39.06	43.30
投资性房地产	48.45	50.82	59.43	59.05
固定资产	279.13	344.40	376.52	370.70
在建工程	118.71	54.76	1.80	2.10
长期应收款	79.27	12.01	46.59	35.64
其他非流动资产	15.22	1.74	0.59	0.46
非流动资产合计	573.51	530.06	556.93	543.96
资产合计	1,053.19	979.59	915.75	909.25

注：表中应收账款包含应收款项融资

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司总负债仍主要由有息债务构成。2020 年以来，公司压缩债务规模，但债务仍以短期债务为主，债务结构有待优化。

所有者权益方面，2020 年，公司进行股权激励并定向增发限售股，利润累积带动未分配利润进一步增加，且少数股东潍坊晨融新旧动能转换股权投资基金合伙企业（有限合伙）向寿光美伦增资 4.15 亿元。但受赎回 20 亿元“17 鲁晨鸣 MTN002”影响，公司所有者权益规模有所下降。2021 年以来，晨创基金⁴向子公司寿光美伦增资 9 亿元，同时，公司赎回优先股，所有者权益规模进一步下降。2020 年，公司分红 5.52 亿元，占当期归属于上市公司普通股股东净利润的比率为 32.25%。跟踪期内，受益于债务规模减少，公司财务杠杆水平小幅下降。

⁴ 五矿国际信托有限公司向晨创基金投资 5 亿元，公司向晨创基金投

表 16：近年来公司主要负债情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.1~3
短期债务	544.80	442.84	431.11	431.56
长期债务	150.55	160.08	120.83	118.02
长短期债务比	3.62	2.77	3.57	3.66
总债务	695.35	602.91	551.94	549.58
应付账款	41.50	43.51	40.42	38.56
总负债	794.47	716.19	657.75	655.07
实收资本	29.05	29.05	29.84	29.84
其他权益工具	74.66	74.66	54.74	32.35
资本公积	50.91	50.87	53.22	51.65
其他综合收益	-7.37	-8.79	-5.62	-5.97
盈余公积	11.49	12.12	12.12	12.12
未分配利润	91.07	93.06	100.00	110.81
少数股东权益	8.23	11.70	15.23	24.90
所有者权益合计	258.72	263.40	258.00	254.17
资产负债率	75.43	73.11	71.83	72.05
总资本化比率	72.88	69.60	68.15	68.38

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，EBITDA 和经营活动净现金流对债务本息覆盖能力仍然偏弱，流动性压力偏大

2020 年，受融资租赁业务净回收规模降低影响，公司经营活动净现金流入规模较 2019 年有所下降，2020 年，公司在建项目基本完工，投资活动现金流净流出规模明显下降。筹资活动方面，跟踪期内，受公司压缩债务规模及融资租赁业务调整等因素影响，筹资活动现金流出维持较高水平。

2020 年，受折旧规模上升等因素影响，公司 EBITDA 较 2019 年小幅上升，其对债务本息的覆盖能力有所增强。受益于公司债务规模的下降，经营活动净现金流对总债务的覆盖能力基本持平，对利息的覆盖能力有所提升。但总体来看，公司流动性压力仍然偏大，偿债能力偏弱。

表 17：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2018	2019	2020	2021.1~3
经营活动净现金流	141.00	122.33	112.60	33.87
投资活动净现金流	-17.79	-20.26	-1.81	-1.87
筹资活动净现金流	-128.53	-94.87	-95.94	-32.86
经营活动净现金流/短期债务	0.26	0.28	0.26	0.31*
经营活动净现金流	0.20	0.20	0.20	0.25*

资 4 亿元。

/总债务				
经营活动净现金流/利息支出	3.84	3.24	3.58	--
(CFO-股利)/总债务	0.15	0.14	0.15	--
EBITDA 利息保障倍数	2.26	1.99	2.43	--
总债务/EBITDA	8.38	8.00	7.23	--
EBITDA/短期债务	0.15	0.17	0.18	--
货币资金/短期债务	0.35	0.44	0.41	0.41

注：表中加*为年化指标

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司为 A+B+H 股上市公司，具有多元化的融资渠道；公司受限资产占比较高，货币资金对债务本息的保障能力较弱

目前公司已在 A 股、B 股和 H 股三个证券市场发行上市，具有多元化的直接融资渠道。此外，截至 2021 年 3 月末，公司从各大金融机构共获得人民币 831.65 亿元的综合授信额度，其中尚未使用的授信额度为人民币 400.57 亿元。

跟踪期内，公司计划将已发行的境内上市外资股（B 股）合计 7.06 亿股以转换方式在香港联合交易所主板挂牌交易，变更为在香港联合交易所上市的境外上市外资股（H 股），公司将安排第三方向全体 B 股股东提供现金选择权，中诚信国际将对本次转换上市地进展保持关注。

资产抵质押方面，截至 2021 年 3 月末，公司将账面价值 301.41 亿元资产作为取得银行借款及长期应付款的抵押物，公司受限资产占期末总资产比重为 33.15%；其中，公司受限货币资金 130.70 亿元、受限固定资产 108.46 亿元、投资性房地产 48.80 亿元、无形资产 12.22 亿元、应收款项融资 0.25 亿元、交易性金融资产 0.96 亿元，货币资金对债务本息的保障能力较弱。

对外担保方面，截至 2021 年 3 月末，公司对外担保合计 4.20 亿元，占期末所有者权益合计的

1.65%，为对湛江润宝商贸有限公司⁵（以下简称“润宝商贸”）担保 1.60 亿元，担保期限为 2020 年 12 月 4 日~2022 年 4 月 25 日；对湛江定进商贸有限公司⁶（以下简称“定进商贸”）担保 1.36 亿元，担保期限为 2020 年 12 月 4 日~2022 年 11 月 22 日；对合营企业潍坊森达美西港有限公司（公司持有其 50% 股权）担保 1.25 亿元，担保期限为 2017 年 12 月 20 日~2027 年 12 月 20 日；对外担保企业经营情况一般，公司面临一定代偿风险。公司股权结构较为分散，控股股东晨鸣控股有限公司持股比例偏低。此外，截至 2021 年 4 月 22 日，晨鸣控股所持有上市公司股份累计被质押的数量为 2.23 亿股，占其持有公司股权的 27.09%，质押比例较高。

未决诉讼方面，2017 年 2 月公司因合资经营纠纷被 ArjowigginsHKK2Limited（以下简称“HKK2 公司”）提交 H 股清盘呈请至香港高等法院，并被 HKK2 索赔经济损失 1.67 亿人民币及相应利息、354 万美元律师费用和 330 万港元仲裁费用及相应利息。2017 年公司提起上诉，2017 年 9 月 11 日，公司发布公告称“公司已透过一第三方向香港高等法院存入一笔港币 389,112,432.44 元（此相当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。”截至 2020 年 8 月，香港法院驳回公司上诉请求，公司正在寻求再上诉途径，已就该项诉讼计提了 3.25 亿元的预计负债，中诚信国际将密切关注该事项后续情况。

过往债务履约情况：根据提供的数据，近年来公司未发生债务违约情况。截至 2021 年 3 月末，近三年来公司本部及子公司无已到期尚未偿还的银行借款及其他债务融资工具。

表 18：截至 2021 年 4 月末公司公开市场存续债务融资工具情况

债券名称	到期日/回售日	债券余额（亿元）
17 晨债 01	2021/8/21	0.90
18 鲁晨鸣 MTN002	2021/12/28	6

⁵ 润宝商贸由武汉晨鸣汉阳纸业股份有限公司原少数股东 Aberdeen Industrial Limited 及 VNN Holdings Limited 提供质押担保质押期限至 2022 年 4 月 25 日，2020 年 1~9 月，润宝商贸营业收入 2.22 亿元，净利润 0.14 亿元。

⁶ 定进商贸由上海和睿提供质押担保，公司收购上海和睿的股权受让款为 1.77 亿元，其中，1.36 亿元在定进商贸贷款到期归还银行并解除质押后再支付。

18 晨债 01	2022/4/2	3.50
美元债	2022/4/28	换算约 10.97
19 鲁晨鸣 MTN001	2022/7/17	7
19 鲁晨鸣 MTN002	2022/8/13	5
17 鲁晨鸣 MTN001*	2023/7/12	10

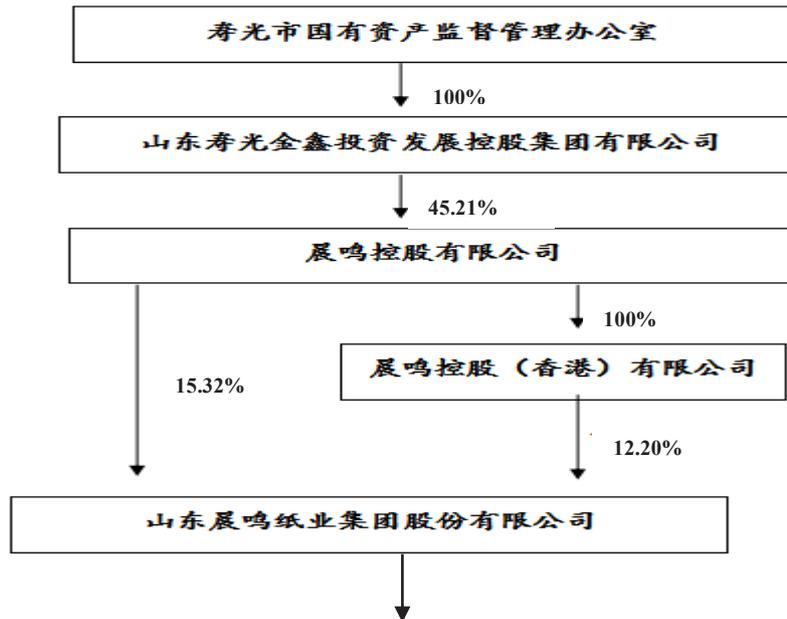
注：加“*”为永续中票，所列到期日为其首个票面利率重置日。

资料来源：中诚信国际根据公开信息整理

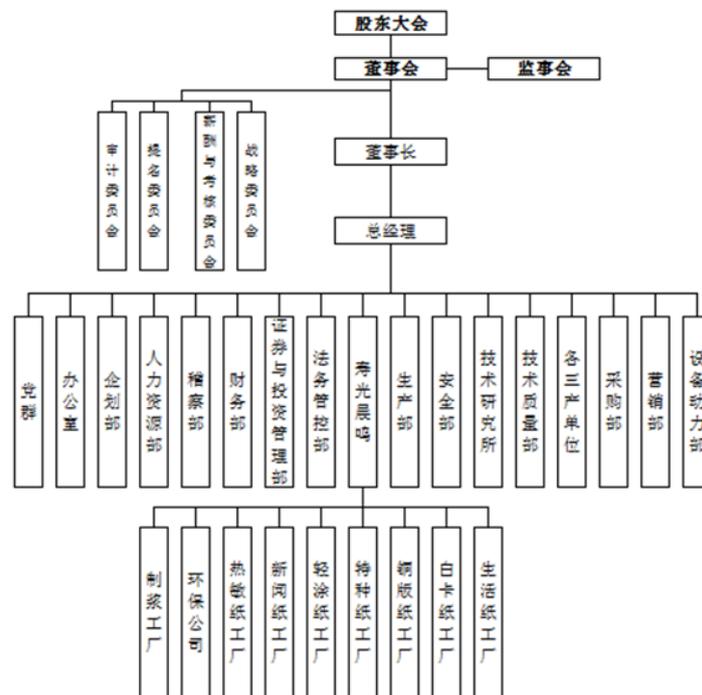
评级结论

综上所述，中诚信国际维持山东晨鸣纸业集团股份有限公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为负面；维持“18 晨债 01”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：山东晨鸣纸业集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



重要子公司名称	注册资本	持股比例 (%)
湛江晨鸣浆纸有限公司	55.00 亿人民币	100
江西晨鸣纸业有限责任公司	3.27 亿美元	89.95
寿光美伦纸业有限责任公司	39.48 亿人民币	76.00
山东晨鸣集团财务有限公司	50.00 亿人民币	100



资料来源：公司提供

附二：山东晨鸣纸业集团股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	1,929,277.47	1,930,652.95	1,775,953.76	1,792,872.06
应收账款净额	340,448.70	296,799.92	247,331.73	320,333.60
其他应收款	213,309.00	220,365.46	241,724.06	232,885.86
存货净额	677,148.84	477,443.01	513,529.33	479,216.84
长期投资	48,467.43	375,378.47	405,206.84	447,238.01
固定资产	2,791,398.62	3,443,993.50	3,765,170.67	3,706,992.40
在建工程	1,187,135.08	547,612.29	17,985.79	20,999.39
无形资产	193,935.53	178,106.19	198,050.12	176,083.45
总资产	10,531,873.48	9,795,890.99	9,157,545.78	9,092,459.12
其他应付款	177,771.80	238,605.99	195,671.54	215,846.05
短期债务	5,448,017.72	4,428,356.56	4,311,091.71	4,315,598.45
长期债务	1,505,511.73	1,600,779.74	1,208,295.32	1,180,203.87
总债务	6,953,529.45	6,029,136.30	5,519,387.03	5,495,802.32
净债务	5,024,251.97	4,098,483.35	3,743,433.27	3,702,930.26
总负债	7,944,704.36	7,161,913.71	6,577,519.41	6,550,749.62
费用化利息支出	334,860.69	357,386.52	314,446.41	--
资本化利息支出	31,856.11	20,650.81	0.00	--
所有者权益合计	2,587,169.12	2,633,977.29	2,580,026.37	2,541,709.49
营业总收入	2,887,575.62	3,039,543.41	3,073,651.80	1,020,572.40
经营性业务利润	304,775.52	256,690.93	204,419.18	156,479.66
投资收益	24,896.29	17,400.08	17,336.35	6,289.17
净利润	256,473.86	175,329.82	190,621.33	124,610.73
EBIT	655,492.30	562,234.40	531,673.40	--
EBITDA	829,893.43	753,601.70	763,722.51	--
经营活动产生现金净流量	1,409,970.19	1,223,270.72	1,125,980.27	338,689.02
投资活动产生现金净流量	-177,899.10	-202,555.30	-18,103.98	-18,748.30
筹资活动产生现金净流量	-1,285,315.81	-948,742.77	-959,403.79	-328,579.74
资本支出	360,869.88	111,218.69	25,420.24	8,374.63
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	31.27	28.36	23.07	29.08
期间费用率(%)	20.19	20.86	16.79	13.55
EBITDA 利润率(%)	28.74	24.79	24.85	--
总资产收益率(%)	6.14	5.53	5.61	--
净资产收益率(%)	9.14	6.72	7.31	--
流动比率(X)	0.78	0.85	0.70	0.71
速动比率(X)	0.67	0.76	0.60	0.62
存货周转率(X)	3.10	3.77	4.77	5.83*
应收账款周转率(X)	8.17	9.54	11.30	14.38*
资产负债率(%)	75.43	73.11	71.83	72.05
总资本化比率(%)	72.88	69.60	68.15	68.38
短期债务/总债务(%)	78.35	73.45	78.11	78.53
经营活动净现金流/总债务(X)	0.20	0.20	0.20	0.25*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.26	0.28	0.26	0.31*
经营活动净现金流/利息支出(X)	3.84	3.24	3.58	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	14.88	14.43	14.80	--
总债务/EBITDA(X)	8.38	8.00	7.23	--
EBITDA/短期债务(X)	0.15	0.17	0.18	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.26	1.99	2.43	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.79	1.49	1.69	--

注：1、2021年一季报未经审计；2、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+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
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业总收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。