



# 信用等级通知书

信评委函字[2014]跟踪019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2011年公司债券”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，维持贵公司本期债券信用等级AA<sup>+</sup>，维持本次发债主体信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一四年四月十六日

## 山东晨鸣纸业集团股份有限公司 2011 年公司债跟踪评级报告（2014）

发行主体	山东晨鸣纸业集团股份有限公司
发行规模	人民币 20 亿元
存续期限	2011/7/6-2016/7/6
上次评级时间	2013/5/15
上次评级结果	债项级别 AA <sup>+</sup> 主体级别 AA <sup>+</sup> 评级展望稳定
跟踪评级结果	债项级别 AA <sup>+</sup> 主体级别 AA <sup>+</sup> 评级展望稳定

### 概况数据

晨鸣纸业	2011	2012	2013
所有者权益（亿元）	149.88	143.45	146.38
总资产（亿元）	456.31	477.25	475.22
总债务（亿元）	238.18	279.04	247.43
营业总收入（亿元）	177.47	197.62	203.89
营业毛利率（%）	15.87	15.52	18.33
EBITDA（亿元）	24.64	27.31	34.74
所有者权益收益率（%）	3.93	0.33	4.72
资产负债率（%）	67.15	69.94	69.20
总债务/EBITDA（X）	9.67	10.21	7.12
EBITDA 利息倍数（X）	2.50	1.90	2.53
总资本化比率（%）	61.38	66.05	62.83

### 分析师

徐娟 jxu@ccxr.com.cn

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2014 年 4 月 16 日

### 基本观点

2013 年，虽然国内经济增速放缓，造纸行业的下游需求难以提振，但趋紧的环保政策淘汰了众多中小企业，促使行业的供需关系得以改善。作为行业龙头企业，公司的规模优势仍较为显著，产品结构逐步优化，高端产品的占比加大，且林浆纸一体化进展顺利，对上游资源的控制能力增强，盈利能力明显提升，整体的偿债水平也得以修复。另外，中诚信证评将持续关注造纸行业周期性波动以及费用控制能力对公司未来盈利状况的影响。

中诚信证评维持晨鸣纸业主体信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定，维持“山东晨鸣纸业集团股份有限公司 2011 年公司债券”的信用等级为 AA<sup>+</sup>。

### 正面

- 规模优势明显。继 80 万吨铜版纸、60 万吨白牛卡纸等多个大型项目投产后，公司的产能大幅提升。截至 2013 年末，公司已形成年产浆纸超过 800 万吨的生产能力，产能规模在行业内排名前列。
- 林浆纸一体化产业链日趋完善。公司稳步推进林浆一体化建设项目，湛江林地和湖北黄冈林地的进展均较顺利。截至 2013 年末，公司共征原料林地近 200 万亩，其中 98% 已办理林权证。另外，公司当年自制浆 261 万吨，自给率高达 82.02%。
- 产品结构逐步优化。公司逐步淘汰落后产能，加大高端产品的研发和生产，产品结构趋于优化，同时也提升了自身的盈利水平，抗风险能力进一步增强。
- 偿债能力很强。公司近期暂无重大投资项目，资本性支出规模有所压缩，同时经营业绩明显改善，加之财务弹性良好，债务偿还能力仍然很强。

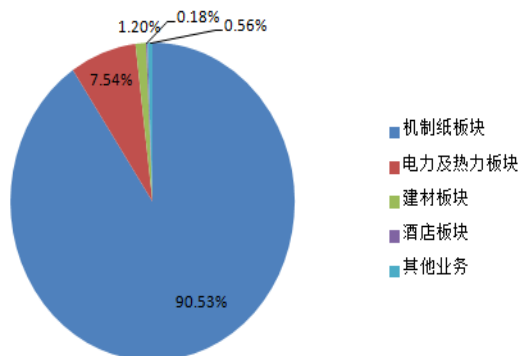
## 关 注

- 造纸行业属于强周期行业。造纸行业与宏观经济环境具有较强的正相关性，未来我们将继续关注行业的周期性波动对公司经营的影响。
- 为追求新的利润增长点，公司实行多元化产业投资，行业领域涉及能源、金融、房地产等，均为资金密集型行业，对此引致的风险应予以关注。

## 基本分析

造纸行业供给增长放缓及淘汰落后产能促进了行业集中度的提高，其中具有规模优势的造纸企业竞争优势明显凸显。作为行业龙头企业，公司的主营业务较为突出，收入规模保持逐年增长的态势，2013年累计实现营业收入203.89亿元，其中主营业务收入201.53亿元，同比增长了3.78%，包括机制纸板块收入182.45亿元，占比为88.99%；电力及热力板块收入15.19亿元，占比为7.45%；建材板块收入2.41亿元，占比为1.18%；酒店板块收入约0.36亿元，占比为0.18%；以及其他业务板块收入合计1.12亿元，占比为5.48%。

图 1：公司 2013 年收入构成情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理；

随着产品结构的不断优化，加之原材料价格承压，2013年公司的盈利状况显著改善，全年获得的营业利润和归属于母公司所有者的净利润分别为4.04亿元和7.11亿元，较2012年分别增长了196.95%和221.51%，增幅较大，同时主业实现扭亏为盈。

虽然2013年我国宏观经济发展持续趋缓，造纸行业的下游需求难以提振，但由于行业内企业产能扩张意愿降低，加之淘汰落后产能，促使行业集中度不断提高，造纸企业经营环境有所好转。

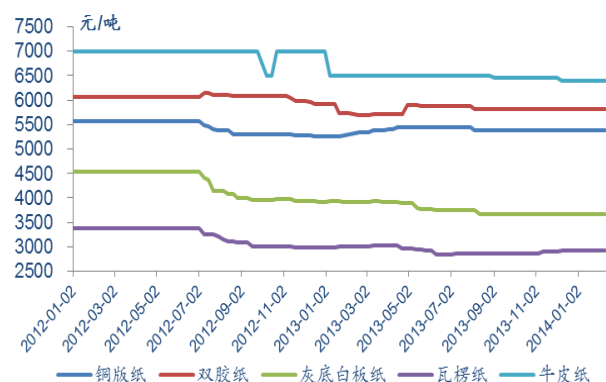
轻工造纸业的行业景气度与宏观经济增速高度相关。2013年，面对错综复杂的国内外形势，国民经济呈现低速发展，增速持续趋缓。初步核算，全年国内生产总值568845亿元，按可比价格计算，比上年增长7.7%。分季度看，一季度同比增长7.7%；二季度增长7.5%；三季度增长7.8%；四季度增长

7.7%。受宏观经济影响，我国造纸行业需求增长缓慢，导致行业景气度仍然较为低迷，故在一定程度上抑制了造纸企业的产能扩张意愿，新增产能较为有限。

目前我国造纸工业技术中技术装备比较落后的产能仍占35%左右，其COD排放量约占造纸行业排放总量的47%，物耗、污染负荷等指标均与国际先进水平存在相当大的差距，亟需加大改造或淘汰的力度。“十一五”期间，我国造纸工业加大了环境治理力度，推进节能减排，重点对草浆生产企业和较大污染源点和重点流域造纸企业进行了综合整治，关停了制浆造纸企业2000多家，淘汰落后产能1000余万吨。“十二五”期间，继续实行产业退出机制，调整和明确淘汰标准，量化淘汰指标，加大淘汰力度，新增日处理污水能力300万吨，淘汰纸及纸板落后产能1000万吨以上。其中工信部公布2013年第一批、第二批淘汰落后产能企业名单中，隶属于造纸行业的企业分别为274家和67家。

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推出市场，一定程度上缓解新增产能对行业供给造成的压力，促使行业集中度不断提高，同时一定程度上提升了大型造纸企业的自主提价能力。2013年，国内各类纸品价格走势基本保持稳定，其中高档纸品的价格较为坚挺，表现为小幅上扬；低端纸品的市场竞争激烈，价格表现疲软，呈现小幅下降的态势，具体价格走势见图2。

图 2：2012~2014 年 1 月国内各类纸价格走势

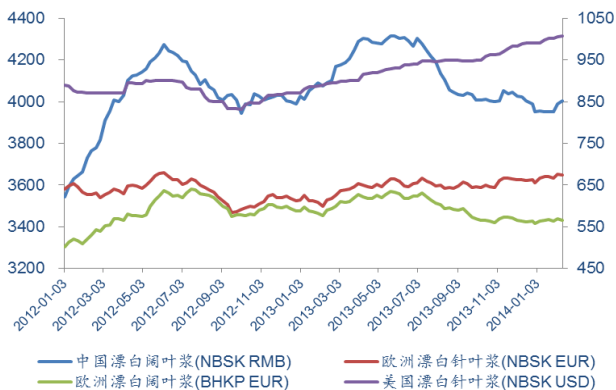


资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

原材料方面，目前浆料仍为国内造纸产业的主要原料，其价格波动情况与造纸企业的盈利能力息息相关。2013年，新兴经济体的造纸行业依旧保持强势增长、生活用纸对商品浆需求增强以及制纸级

商品浆产能净增长有限等因素均较好地保持了纸浆市场的供需平衡。美国漂白针叶浆价格一路走高，由 2013 年 1 月的 900 美元/吨左右攀升至年末 1000 美元/吨，增幅较为明显。但国内浆料市场的价格走势与国外差异较大，其中当年国内纸浆市场走势较为复杂，呈现先高后低的趋势。

图 3：中美欧浆价走势



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理；

中诚信证评认为，虽然国内经济增长缓慢，下游需求难以大幅提振，但趋紧的环保政策淘汰了部分中小企业，行业的供需关系有所改善，促使行业集中度不断提高，对规模较大、产业链较为完整的造纸企业发展较为有利。

### 公司积极调整产业布局，淘汰落后产能，优化产品结构，且林浆纸一体化进展顺利，整体的抗风险能力较强。

公司积极致力于产业结构的调整，淘汰落后产能，集中资金和资源重点发展高端优势产品。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、生活用纸等生产线，引进国际领先的技术装备，产品技术含量和附加值均较高。为进一步延伸产业链，公司 2013 年出资设立了湛江美伦浆纸有限公司和寿光鸿翔印刷包装有限责任公司，业务范围渗透至纸浆及包装领域。淘汰落后产能方面，2013 年公司对延边晨鸣纸业有限公司、武汉晨建新型墙体材料有限公司和上海润晨股权投资基金有限公司予以出售，并根据经营需要注销了武汉星之恋纸业有限公司、吉林晨鸣废旧物资回收有限公司等。

公司不断提高应对市场的能力，丰富产品结构，80 万吨铜版纸项目、60 万吨白牛卡纸项目、10 万

吨造纸助剂项目以及武汉晨鸣生活用纸项目陆续投产。此外，江西晨鸣 35 万吨高档包装纸、湛江晨鸣 18 万吨纸杯原纸及 19 万吨文化纸等项目正积极建设中。截至 2013 年末，公司拥有机制纸产能合计 448 万吨，若新建项目的产能全部释放，届时机制纸产能将增至 600 万吨，产能规模在行业排名前列。2013 年全年，公司完成机制纸产量 410 万吨，同比上涨 4.33%，产能利用率为 91.52%，较上年增加了 9.64 个百分点。

表 1：2013 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	19	18	94.74%
双胶纸	56	53	94.64%
书写纸	7	7	100%
铜版纸	128	97	75.78%
新闻纸	39	37	94.87%
箱板纸	40	33	82.5%
白卡纸	48	48	100%
生活用纸	5	5	100%
其他纸	106	112	105.66%
合计	448	410	91.88%

注：此处产能利用率未考虑新项目的投产时间，且其他纸产量系技改后的产量；

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

纸浆方面，公司积极发展上游产业，纸浆的自给能力不断增强。截至 2013 年末，公司拥有 307 万吨木浆生产能力，纸浆自给率高达 82.08%。其中 2013 年，公司全年自制浆 261 万吨，采购进口浆 63 万吨，主要采购于美国、加拿大、印尼等地。为降低对外购木浆的依赖度，增强自身的可持续能力，公司稳步推进林浆纸一体化建设，以建设湛江木浆项目及配套原料林为发展重点，同时加快湖北林业项目基地建设，逐步摆脱上游资源的约束。截至 2013 年末，公司共征原料林地近 200 万亩，其中 98% 已办理林权证。

公司湛江晨鸣林纸一体化项目（以下“湛江项目”）包括年可生产漂白硫酸盐阔叶木浆 70 万吨，高档文化纸 45 万吨；配套建设项目包括速生丰产林基地 300 万吨。截至 2013 年末，湛江项目已完成第一期 75 万亩以桉树为主的原料林基地建设。黄冈晨鸣林纸一体化项目包括建设年产 30 万吨漂白硫酸

盐针叶木浆；配套建设为 324.75 万亩原料林基地，其中公司自营林地 163.35 万亩，联营林地 161.40 万亩。截至 2013 年末，公司已累计完成近 100 万亩以马松尾和湿地松为主的原料林基地收购和建设。

为巩固生产纸品的市场占有率，公司成立了山东晨鸣纸业集团（富裕）销售有限公司，便于发挥统一销售的优势，提升市场开发力度。此外，公司在境外设立了晨鸣 GmbH，主要负责纸品的境外销售，集中于欧洲市场，逐步建立了更广泛、更完善的营销网络。

立足于夯实造纸主业基础的同时，公司积极探索新的利润增长点，涉足多元化产业领域。2013 年，公司的财务公司获中国银监会批准，正式介入金融领域；同时，融资租赁公司积极筹办，已于 2014 年一季度展业。截至 2013 年末，公司的新型项目包括广东慧锐海东新区岸线综合治理项目、海城菱铁矿开采项目、房地产项目、财务公司及融资租赁公司等，涉及金融、能源、房地产等行业。

中诚信证评认为，公司积极调整产业结构，淘汰落后产能，且产品结构不断优化，重点发展优势产品，加之林浆纸一体化进展顺利，一定程度上摆脱了上游原材料市场的发展制约，也平抑了原材料价格波动风险，主业的规模优势不断显现。但公司新拓展的产业跨度较大，且均为资金密集型产业，对此应予以关注。

### 得益于造纸行业有所回暖，公司机制纸业务发展良好，营业收入保持小幅增长态势，且盈利状况明显改善。

2013 年公司实现营业收入 203.89 亿元，较 2012 年增加 6.27 亿元，同比增长 3.17%，其中机制纸业务收入合计 182.44 亿元，同比增长 0.53%，收入规模较上年略有增长。全年公司共销售机制纸 416 万吨，较上年同期增加了 21 万吨，增长了 5.32%，同时产销率上升至 101.46%。

表 2：2011~2013 年公司机制纸销售情况

	2011	2012	2013
销售量（万吨）	310	395	416
产销率（%）	91.18	100.51	101.46

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

尽管 2013 年公司的纸品价格未能大幅提升，但

公司逐步加大高端纸品的比重，产能利用率随之大幅提升，且纸浆的自给能力增强，加上原材料价格承压，及人民币汇率持续升值等因素，使得机制纸的营业能力明显提升。2013 年，公司机制纸的营业毛利率为 17.30%，与上年相比上升了 2.42 个百分点。

行业比较方面，随着国内的环保政策持续趋紧，工信部先后淘汰了众多中小造纸企业，促使行业集中度不断提高，其中规模较大造纸企业的核心竞争力得到体现。2013 年，上市造纸企业的经营状况均有不同程度的改善，营业毛利率较上年均有提升，其中以生活用纸为主的营业毛利率较高。从规模上来，公司的收入规模在同行业中仍处于前列，具有明显的规模优势，且在高端产品占比加大推动下，盈利能力仍处于行业较高水平。

表 3：2013 年国内部分上市公司的经营状况

公司名称	单位：亿元		
	营业收入	营业利润	营业毛利率
晨鸣纸业	203.89	4.04	18.33%
太阳纸业	108.95	4.80	16.93%
岳阳林纸	66.10	-1.85	15.02%
银鸽投资	35.15	-2.89	7.85%
民丰特纸	12.56	0.18	16.07%
凯恩股份	9.80	0.16	28.78%
冠豪高新	9.46	1.67	25.05%

数据来源：公开资料收集，中诚信证评整理

中诚信证评认为，随着造纸主业供求关系逐步改善，公司主业的盈利能力有所恢复，且凭借规模优势及对原材料成本的控制能力，在行业内的核心竞争力仍表现较强，行业龙头地位得到巩固。

### 公司非机制纸业务逐年稳步增长，对营业收入及营业利润的贡献度不断增强，有望发展成为未来新的利润增长点。

表 4：2011~2013 年公司非机制纸业务经营情况

	2011	2012	2013
营业收入	14.07	16.14	19.08
营业收入占比	7.93%	8.17%	9.36%
营业毛利率	24.93%	22.80%	26.42%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

除了机制纸业务外，公司还从事电力和热力、建筑材料、造纸化工用品、酒店等其他业务。2013

年，公司非机制纸业务收入为 19.08 亿元，较上年增加 2.94 亿元，非机制纸业务与营业总收入比达到 9.34%，也较上年也略有上升。细分来看，公司控股的山东晨鸣热电股份有限公司全年实现电力销售收入约 15.19 亿元，较上年大幅增加，同比增长 89.81%；公司建材业务则主要是利用机制纸业务耗用热、电后产生的炉灰及木材余料等，生产销售水泥、混泥土砌块、人造板等，全年建材业务实现销售收入 2.41 亿元，较上年的降幅较大。受益于各项非机制纸业务的毛利率均有不同程度的上升，公司 2013 年非机制纸业务的综合毛利率上升至 26.42%，较 2012 年增加了 3.62 个百分点。

中诚信证评认为，目前公司机制纸业务发展较好，主业优势突出，机制纸以外的业务范围较广，目前对公司的业绩贡献逐步提升但仍然处于较低水平，近年公司新投资的项目较多，尚在开发前期，具有一定的不确定的性。若未来新业务发展稳定，将成为新的业务增长点，对公司的收入及利润等提供一定补充。

## 财务分析

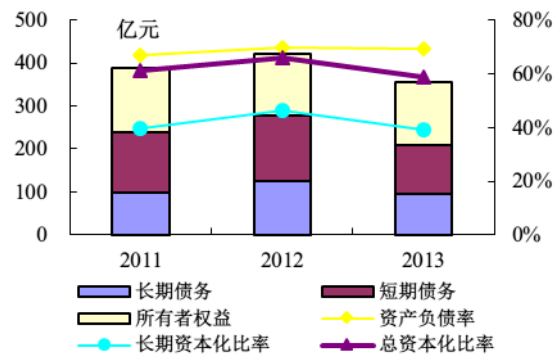
以下分析基于公司提供的 2011~2013 年度财务报表。其中 2011~2013 年财务报告均由瑞华会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

### 资本结构

公司暂未启动重大投资项目，其中部分项目已完工结转，资产规模基本维持稳定。截至 2013 年末，公司资产总额为 475.22 亿元，较上年末小幅下降了 0.43%；所有者权益合计 146.38 亿元，同比增加了 2.93 亿元，主要系当年经营获利所致。

2013 年，公司资本性支出规模有所压缩，且期间加强库存清理，纸品的销售情况良好，补充了日常的流动资金并偿还了部分银行借款，债务规模不断减少。截至年末，公司负债总额合计 328.84 亿元，较上年减少了 4.96 亿元，同比下降 1.49%；同期资产负债率和总资本化率分别为 69.20% 和 58.50%，与上年同期均有所下降，其中总资本化率的降幅明显，资本结构的稳健度有所改善。

图 4：2011~2013 年公司资本结构分析



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。2013 年末，公司非流动资产合计 306.14 亿元，占公司资产总额的 64.42%，主要包括固定资产 211.82 亿元、在建工程 52.66 亿元、无形资产 13.65 亿元和消耗性生物资产 13.17 亿元，资产的整体质量较好。其中消耗性生物资产系林纸一体化项目的原料林地，保持逐年增长的态势；固定资产余额较上年末有所增长，主要系在建项目完工转固。

在负债结构方面，作为在 A 股、B 股和 H 股同时上市的企业，公司融资渠道相对较多，除了银行贷款还可公开发行债券，但目前集中在债权融资，具有较大的刚性偿债压力。截至 2013 年末，公司负债总额 328.84 亿元，其中包括银行借款 148.91 亿元、应付债券 57.68 亿元、应付款项 29.85 亿元等。从债务期限结构来看，2013 年末公司总债务为 247.43 亿元，其中短期债务为 152.51 亿元，长期债务为 94.92 亿元，长短期债务比为 1.61，较上年上升，债务期限结构有待进一步优化。

表 5：公司债务结构情况

指标	2011	2012	2013
短期债务 (亿元)	139.06	155.30	152.51
长期债务 (亿元)	99.12	123.74	94.92
长短期债务比 (X)	1.40	1.26	1.61
总债务 (亿元)	238.18	279.04	247.43

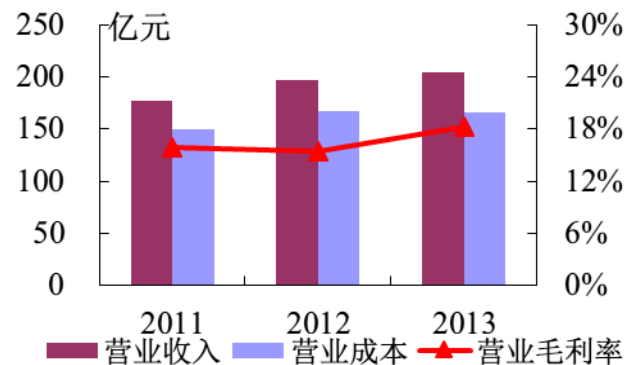
数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

综合来看，随着前期重大项目的相继完工结转，公司近期的资本性支出规模有所控制，资产和负债规模趋于稳定，公司债务指标有所优化，短期债务压力有所缓解。

### 盈利能力

2013年，公司新建项目陆续投产，机制纸的生产持续扩张，同时在市场有所回暖的背景下，销量进一步增加，全年共销售机制纸416万吨。此外，公司非机制纸业务稳步发展，对当年的营业收入和营业利润形成了一定补充。公司2013年累计完成营业总收入203.89亿元，同比增长了3.17%。得益于公司的产品结构较优，高端产品的占比逐年加大，且原材料价格波动风险控制得当，进一步提升了整体的盈利空间。2013年，公司的营业毛利率为18.33%，比2012年增加了2.81个百分点。

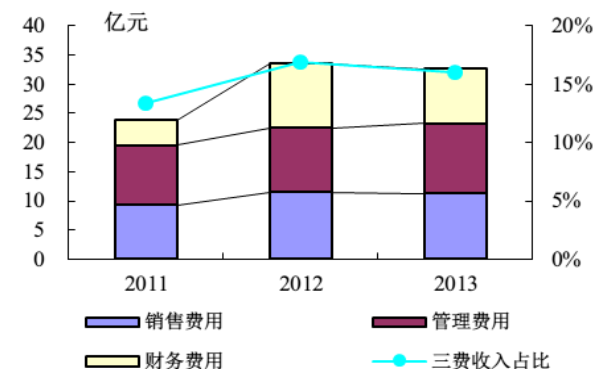
图5：2011~2013年公司收入、成本及毛利率情况



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，公司强化内部管理，费用控制已有成效，2013年的期间费用较上年同期减少，全年的期间费用合计32.58亿元，占营业收入的比重为15.98%，同比略有下降。其中财务费用9.31亿元，较上年减少了1.62亿元，主要由于人民币升值，汇兑收益增加及利息费用减少等因素。

图6：2011~2013年公司三费情况



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，由于行业集中度不断提高，行业龙头企业的规模优势凸显。同时，公司积极优化产品结构，并提升上游资源的控制能力，使得当年的营

业毛利率得以提升。另外，在人民币升值、利息支出减少的利好因素带动下，公司的财务费用明显减少，且其他各项费用合理控制，使得经营性业务扭亏为盈，盈利能力明显改善。

### 偿债能力

随着重大项目进入建设后期，公司2013年的资本性支出规模下降，总债务规模相应减少，整体债务压力有所释放。截至2013年末，公司总债务和净债务分别为247.43亿元和158.67亿元，同比分别下降了33.56%和-17.27%，相应总资本化比率也减至62.83%。

偿债能力方面，公司2013年EBITDA主要由折旧、利息支出和利润总额构成，年末余额为34.74亿元，较上年末余额24.65亿元提升明显，主要由于当年利润总额大幅增长所致。2013年，公司的总债务/EBITDA和EBITDA利息倍数分别为7.12倍和2.53倍，对债务本息的保障程度显著提升。

现金流方面，公司加强库存处理能力，存货规模由年初的44.13亿元降至37.26亿元，但为争取上游供应商，降低采购成本，2013年加大了现金支付的比例，造成经营活动净现金同比减少了42.63%，当年为11.23亿元。2013年，公司经营活动净现金/总债务与经营活动净现金/利息支出的比率分别为0.05和0.82，指标较上年均略有下降，但整体的偿债能力相对较强。

表6：2011~2013年公司主要偿债能力指标

	2011	2012	2013
短期债务 (亿元)	139.06	155.48	152.51
长期债务 (亿元)	99.12	62.19	94.92
总债务 (亿元)	238.18	217.66	247.43
资产负债率 (%)	67.15	69.94	69.20
总资本化比率 (%)	61.38	66.05	62.83
总债务/EBITDA (X)	9.67	10.21	7.12
经营活动净现金/总债务 (X)	-0.02	0.10	0.05
EBITDA利息倍数 (倍) (X)	2.50	1.90	2.53
经营活动净现金/利息支出 (X)	-0.44	1.36	0.82

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2013年底，公司无对外担保，对内担保余额29.59亿元，总规模较上年大幅



下降。鉴于被担保对象均为公司旗下的子公司或联营公司，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。

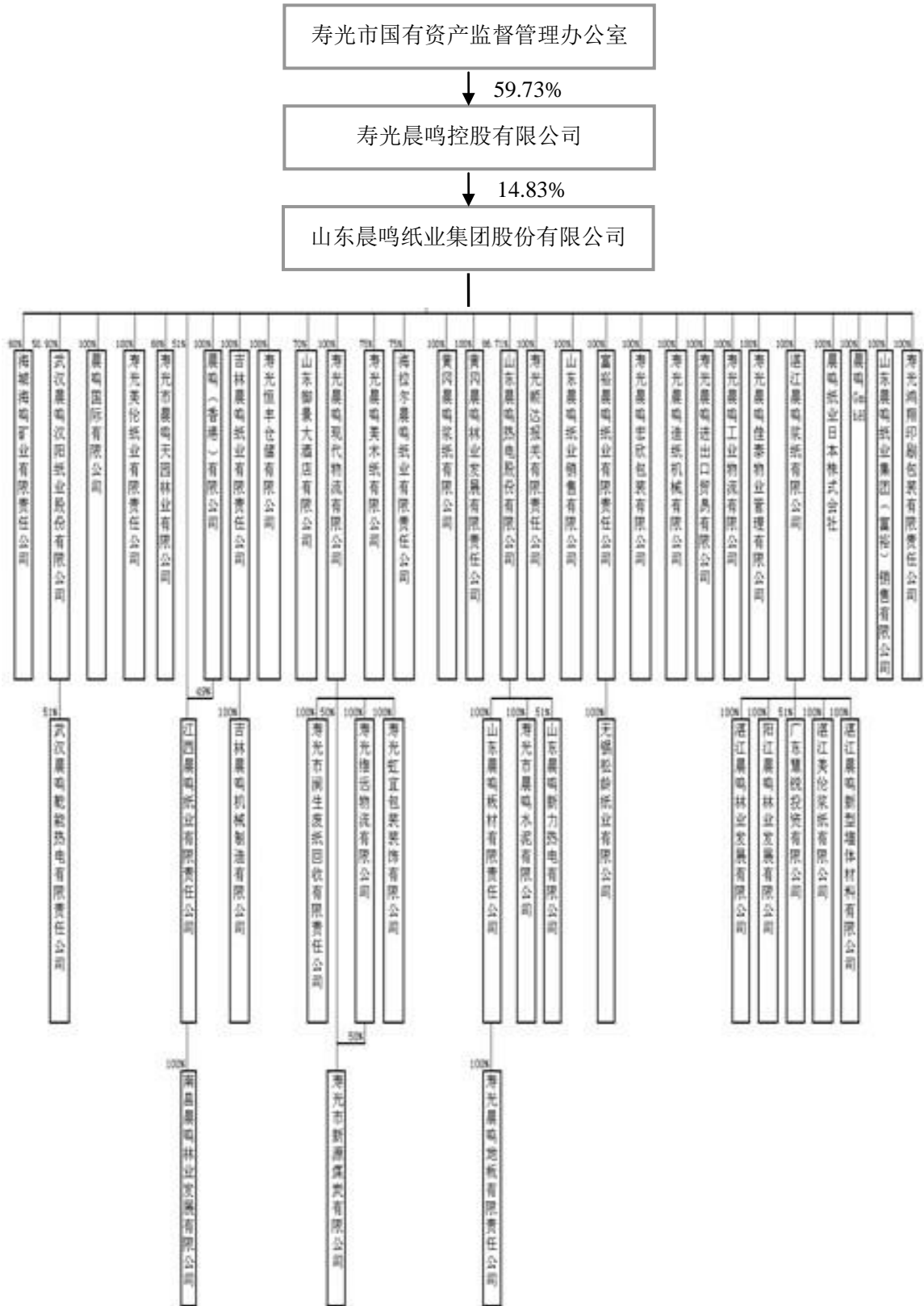
财务弹性方面，作为同时在 A 股、B 股和 H 股上市企业，公司与各大银行保持着良好的合作关系。截至 2013 年末，公司共获得 449 亿元的综合授信，其中尚未使用的授信额度 311 亿元。

中诚信证评认为，公司近期已进入投资后期，资金需求有所减少，相应的债务规模下降，短期偿债压力进一步释放，但期限结构仍有待优化。受市场回暖、原材料成本合理控制以及产能利用率提高等因素影响，公司的盈利能力明显提升，且经营性现金流情况较好；另外，作为行业龙头企业，公司的规模优势明显，财务弹性良好，整体的债务偿还能力仍然很强。

## 结 论

综上，中诚信证评维持“山东晨鸣纸业集团股份有限公司 2012 年公司债券”的信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，维持晨鸣纸业主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定。

附一：山东晨鸣纸业集团股份有限公司股权结构图（截至 2013 年 12 月 31 日）



注：2014 年 1 月 20 日，寿光晨鸣控股有限公司购回通过约定购回式证券交易售出的 8,660 万股，此次交易后持有公司股份数量为 293,003,657 股，占公司总股本的比例为 14.83%。

**附二：山东晨鸣纸业集团股份有限公司主要财务数据及指标**

财务数据(单位: 万元)	2011	2012	2013
货币资金	352,993.82	445,621.74	254,772.98
应收账款净额	288,643.78	360,295.51	310,264.31
存货净额	558,647.21	441,254.87	372,580.99
流动资产	1,723,615.05	1,904,834.51	1,690,806.91
长期投资	7,743.40	35,679.68	11,547.72
固定资产合计	2,640,287.97	2,603,448.06	2,843,644.36
总资产	4,563,082.90	4,772,542.19	4,752,188.36
短期债务	1,390,592.89	1,553,013.51	1,525,058.24
长期债务	991,237.08	1,237,370.13	949,228.44
总债务(短期债务+长期债务)	2,381,829.96	2,790,383.63	2,474,286.68
总负债	3,064,305.41	3,338,000.40	3,288,353.00
所有者权益(含少数股东权益)	1,498,777.49	1,434,541.79	1,463,835.35
营业总收入	1,774,748.99	1,976,167.92	2,038,889.01
三费前利润	274,061.92	298,922.09	365,117.18
投资收益	787.14	-3,552.50	2,370.60
净利润	58,872.68	4,668.63	69,035.32
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	246,416.75	273,193.69	347,357.98
经营活动产生现金净流量	-43,746.30	195,686.65	112,261.68
投资活动产生现金净流量	-427,517.12	-264,612.49	-191,094.80
筹资活动产生现金净流量	518,505.10	72,319.64	-83,203.71
现金及现金等价物净增加额	46,181.26	2,650.16	-161,701.73
财务指标	2011	2012	2013
营业毛利率(%)	15.87	15.52	18.33
所有者权益收益率(%)	3.93	0.33	4.72
EBITDA/营业总收入(%)	13.88	13.82	17.04
速动比率(X)	0.58	0.73	0.68
经营活动净现金/总债务(X)	-0.02	0.07	0.05
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.03	0.13	0.07
经营活动净现金/利息支出(X)	-0.44	1.36	0.82
EBITDA 利息倍数(X)	2.50	1.90	2.53
总债务/EBITDA(X)	9.67	10.21	7.12
资产负债率(%)	67.15	69.94	69.20
总资本化比率(%)	61.38	66.05	62.83
长期资本化比率(%)	39.81	46.31	39.34

**附三：基本财务指标的计算公式**

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

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）

## 附四：信用等级的符号及定义

### 债券信用评级等级符号及定义

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

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

### 主体信用评级等级符号及定义

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

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

### 评级展望的含义

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

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