

# 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（2022）

---

项目负责人： 孙 抒 shsun@ccxi.com.cn

项目组成员： 刘彦迪 ydliu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 5 月 26 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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，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，不存在因发行人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](http://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。

■ 本次信用评级结果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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 0343 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审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA+**；

维持“18 晨债 01”的信用等级为 **AA+**；并将主体和债项信用等级列入信用评级观察名单。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年五月二十六日

**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+**，维持“18晨债 01”的债项信用等级为 **AA+**，并将主体和债项的信用等级列入信用评级观察名单。此次列入信用评级观察名单主要考虑到以下因素：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，短期偿债压力较大；其次，融资租赁业务面临一定信用风险；此外，中诚信国际将持续关注造纸行业景气度波动对公司经营性业务利润产生的影响、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）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	979.59	915.75	828.41	828.84
所有者权益合计（亿元）	263.40	258.00	225.47	227.31
总负债（亿元）	716.19	657.75	602.95	601.53
总债务（亿元）	602.91	551.94	503.47	513.71
营业总收入（亿元）	303.95	307.37	330.20	85.15
净利润（亿元）	17.53	19.06	20.90	1.32
EBIT（亿元）	56.22	53.17	49.54	6.47
EBITDA（亿元）	75.36	76.37	73.76	--
经营活动净现金流（亿元）	122.33	112.60	85.82	2.23
营业毛利率(%)	28.36	23.07	23.61	16.19
总资产收益率(%)	5.53	5.61	5.68	3.13*
资产负债率(%)	73.11	71.83	72.78	72.58
总资本化比率(%)	69.60	68.15	69.07	69.33
总债务/EBITDA(X)	8.00	7.23	6.83	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.99	2.43	2.79	--

注：中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告及 2022 年一季报整理；带\*数据为年化数据。

## 正面

■ **规模优势显著和行业地位领先。**截至 2021 年末，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 末，公司自制浆年生产能力达 430 万吨，公司自制浆原料自给率达 80.66%，较高的自制浆自给率有利于增强对上游原材料的控制力以及控制公司生产成本，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。

## 同行业比较

2021 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(%)
仙鹤股份	特种纸	78	110.49	41.65	60.17	10.72
晨鸣纸业	文化纸、铜版纸、白卡纸	550	828.41	72.78	330.20	5.68

注：“仙鹤股份”为“仙鹤股份有限公司”简称。

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+	2021/5/25	9	3.50	2018/4/2~2023/4/2	回售、票面利率选择权

## 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，受 2021 年纸价及原材料价格波动影响，下半年以来公司盈利能力大幅下滑。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，短期偿债压力较大。**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。此外，公司货币资金受限比例高，可动用货币资金规模减小，对债务本息的保障能力减弱，短期偿债压力较大。

■ **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。

## 评级观察

中诚信国际认为，由于未来行业波动对公司业绩和偿债能力的影响具有不确定性，山东晨鸣纸业集团股份有限公司信用评级在未来 3~6 个月内调整方向不明。

## 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)	已使用募集 资金(亿 元)	募集用途	募集用途是 否变更
18 晨债 01	9.00	9.00	置换银行贷 款	否

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，产需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型

通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

**宏观风险：**2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

**宏观政策：**2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非正规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，

并为后续调整预留政策空间。

**宏观展望：**疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，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，中国经济运行长期向好的基本面未改。

## 近期关注

**2021年以来，受原材料波动及疫情影响，行业景气度先扬后抑，造纸各细分子行业供需波动各异，纸价走势不一，需关注包装纸新增产能释放及其对纸价的影响**

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。近年来，全国机制纸及纸产量持续增加，2021年上半年，纸价大幅上涨推动了造纸企业营收和利润增加，而2021年下半年，快速回落的纸价压缩了造纸企业的盈利空间。根据中国纸网统计，2021年，全国机制纸及纸板产量13,583.9万吨，同比增长6.8%。2021年规模以上造纸和纸制品企业营业收入15,006.2亿元，同比增长14.7%，实现利润总额884.8亿元，同比增长6.9%。

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，2021年全国新

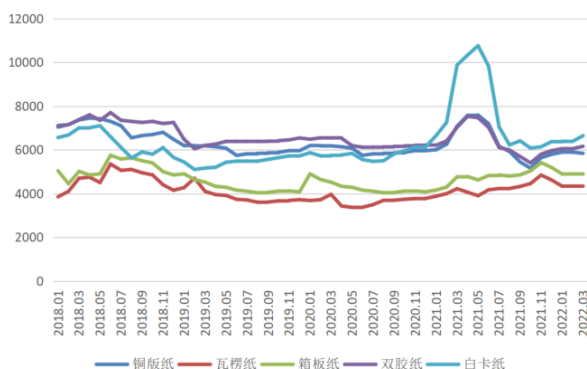
闻纸产量89.55万吨，同比下降11.26%。书写纸主要用于出版物和教辅类书籍印刷等，下游需求相对平稳。涂布类印刷用纸包括铜版纸，主要用于书刊印刷及地产、汽车等宣传页，近年来受电子无纸化冲击，画册单页及期刊杂志总印数有所下降，部分产能关闭或转产，产量呈持续下降态势，2021年涂布类印刷用纸产量为681.23万吨，较2020年下降2.72%。纸价方面，2020年以来，文化纸价格波动幅度较大主要系图书印刷需求变化和纸浆价格波动剧烈因素影响。2021年下半年，受素质教育双减政策收紧影响，双胶纸需求有所回落，但四季度以来，随着进入传统旺季，教材教辅订单陆续释放使得双胶纸需求回暖，同时，受能耗双控影响，部分纸机停机，供给收紧，文化用纸价格有所回升。2022年以来，受疫情和部分区域物流不畅影响，下游需求较弱，但在成本和海外订单支撑下，文化纸价格呈缓慢上升态势。

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，2021年以来，受益于快递零售行业消费持续增长，白卡纸、箱板纸和瓦楞纸产销量均保持增长态势，同时，受能源双控和原材料废纸供应受限等因素影响，供给收紧，纸价呈持续上升态势。同时，限塑令的推出提供了以纸代塑的机会，白卡纸等细分纸种需求大幅增加。2020年下半年以来白卡纸价格增长速度远超其他纸种，2021年太阳纸业和金光等白卡纸项目逐步投产，且行业内预期白卡纸未来投产产能规模较大，加之木浆价格下降，2021年6月以来白卡纸价格快速回归。

生活用纸方面，在2020年疫情刺激之下，大众的卫生需求提升，生产量和消费量均有所增长，但受品牌知名度、产品设计、包装、广告营销和销售渠道等多方面因素影响，具体细分品牌价格有较大差距。特种纸方面，品种较为分散，包括家装行业的装饰纸、烟标、发票、彩票、快递单等，产销量规模较小，大部分特种纸的下游需求都相对稳定，市场供求相对平衡，近年来，受益于消费带动和技术更新，特种纸产量迅速扩大。但由于不同子

行业产品的属性差异较大，价格也不具有统一性。

图 1：近年来部分纸产品价格走势（元/吨）



资料来源：中国纸网

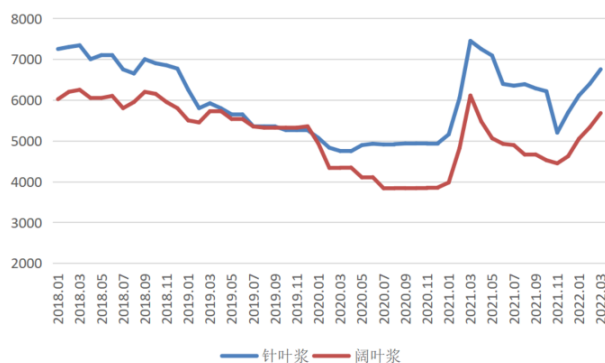
2021 年以来，受环保法律法规不断完善，叠加碳中和等因素影响，造纸行业生产成本增加，成本端压力迫使落后产能退出市场，行业集中度有所提高，龙头纸企通过新建、收购重组等方式，产能规模持续扩张。中诚信国际关注到，文化纸受下游需求疲软影响产能扩张仅有太阳纸业，而其他纸品的主要龙头企业产能均有所扩张，其中包装用纸（如卡纸、箱板和瓦楞纸等）产能新增较多。随着新增产能释放，行业竞争格局、供需平衡情况及其对纸价的影响值得进一步观察。

**受疫情、通货膨胀及下游需求变化等因素影响，2021 年以来木浆价格持续波动，受废纸进口限制政策影响，国废价格呈波动上升态势；为控制成本，龙头纸企加大上游原料布局，进一步增强其竞争实力**

从成本端来看，文化纸和白卡纸原料以木浆为主，我国森林覆盖率低，林木资源较少，木浆进口依赖度高，2020 年进口木浆消耗量占比 63.17%，较 2019 年下降 1.5 个百分点，进口依存度小幅下降，其中，针叶木浆进口率接近 100%。木浆价格方面，2020 年初，受疫情影响，纸浆价格回落；2020 年第四季度至 2021 年一季度，资金面宽松，通货膨胀预期拉动大宗商品涨价，同时，文化纸及生活用纸需求旺盛，禁废令带来的长纤缺口需用木浆替代，叠加海运费上涨影响，木浆价格攀升。自 2021 年二季度，因原材料价格高位运行，利润空间收窄，

加之三季度能源双控工作开展，部分造纸企业停工停产，木浆需求持续疲弱，价格快速回落。2021 年第四季度至 2022 年一季度，受益于传统文化纸旺季带动需求恢复，且受疫情影响，国际运力短缺、海运费上涨，加之部分海外浆厂停机，国际供给收缩，推动了纸浆价格快速回升。

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，中国于 2021 年全面禁止洋废物的进口，禁废令下，国废价格呈波动上升态势。目前国内废纸回收率不足 50%，远低于欧美国家的 80% 废纸回收率，废纸行业对进口依存度较高，国内取消废纸进口短期内加大造纸企业的成本压力，龙头企业纷纷在欧美、东南亚等地建设废纸浆生产产能，利用当地废纸纸浆，并输送至国内，进一步增加龙头企业竞争优势。

**“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，增加中小企业经营压力，造纸行业集中度或将进一步提升**

2021 年以来，造纸行业供给受到了双碳政策影响。2021 年 8 月，国家发改委印发《2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》，能耗不降反升的青海、宁夏、广西、广东等 9 省（区）暂停国家规划布局的重大项目以外的“两高”项目节能审查，江苏、广东、广西等双“一级预警”省份发布限电、限产要求。双“一级预警”省份造纸产量占比

约 45%，为响应国家节能减排号召，部分造纸企业停机，以限产去库存。造纸行业虽非“两高”行业，但仍受到限电影响，供给收缩。

近年来我国不断出台政策，逐步从“限塑”转变为“禁塑”。2020 中央发布“禁塑令”后，上海、天津、重庆等地方政策相继出台。限塑令的推出提供了以纸代塑的机会，白卡纸等细分纸种需求大幅增加。原料方面，我国逐渐从“限废”转变为“禁废”，中国于 2021 年全面禁止洋废物的进口，并推动废纸回收系统的建设。禁废令的提出对以废纸为原材料的包装纸生产企业的成本控制提出更高要求，龙头企业加大海外废纸浆产能布局，龙头企业的竞争优势更加突出。

中诚信国际认为，中小企业在限电、禁废令等政策影响下生存压力进一步加大。未来龙头企业依托兼并重组及新增投入扩张产能优势，市场地位愈发稳固，行业集中度或将持续上升。

### 跟踪期内，公司轮值总经理发生变动，股权结构较为分散，国有资本对公司的持股比例仍较低

2021 年 8 月 8 日，因时任董事兼总经理李峰轮值时间到期，经董事长陈洪国先生提名，董事会提名委员会审核，聘任陈刚先生为新一任轮值总经理，李峰将继续担任公司执行董事职务。现任执行总经理陈刚历任公司分厂厂长、湛江晨鸣总经理、吉林晨鸣总经理、江西晨鸣分管领导、公司生产总监助理、黄冈晨鸣总经理、公司生产副总监、公司执行董事、副总经理等职务，拥有较为丰富的管理经验。

公司股权结构较为分散，截至 2022 年 4 月 20 日，公司第一大股东兼控股股东晨鸣控股有限公司（以下简称“晨鸣控股”）直接及间接合计持有公司 27.52% 的股权；晨鸣控股所持有公司股份累计被质押的数量为 2.74 亿股，占其持有公司股权的 33.38%，质押比例较高。截至 2021 年末，公司实控人为寿光市国有资产运营中心，国有资本持股比例仍较低。

### 跟踪期内，公司保持稳定的产能规模优势；受下游

### 市场需求不振影响，产销量有所减少；受行业景气度大幅波动影响，平均纸价上扬，但部分季度经营不佳

截至 2021 年末，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，为提升生产效率，公司正在推进武汉基地搬迁至黄冈基地（即黄冈晨鸣二期项目）的工作。产能利用率方面，受市场需求下降影响，产量减少，2021 年公司产能利用率较 2020 年有所下降。中诚信国际关注到，部分生产基地产能利用率较低，其中武汉生产基地因设备老旧，生产效率较低，机制纸产线产能利用率较低；而吉林生产基地因当地造纸企业较少，生产的纸浆主要为自用，纸浆生产线产能利用率较低。

表 2：截至 2021 年末公司分区域产能情况

基地名称	主要产品	产能 (万吨/年)	2021 年度产能利用率 (%)
山东	机制纸	329	79.16
	浆	170	85.39
湛江	机制纸	228	85.23
	浆	157	81.96
江西	机制纸	69	88.48
	浆	25	86.52
武汉	机制纸	24	57.58
	浆	0	--
黄冈	机制纸	0	--
	浆	60	82.10
吉林	机制纸	31	80.71
	浆	18	55.00

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，受文化纸下游市场需求疲软影响，双胶纸、铜版纸和静电纸产量的下降导致公司年产量同比减少 4.68%。

表 3：近年来公司产量情况（万吨）



主要产品	2019	2020	2021
轻涂纸	2	1	1
双胶纸	143	157	150
铜版纸	75	100	89
白卡纸	154	167	170
静电纸	51	86	78
防粘原纸	24	25	23
生活纸	10	10	6
其他纸	43	31	34
合计	501	577	550

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。2021年，受下游市场需求波动较大影响，公司年销售量同比略有下降。

表 4：近年来公司销售情况（万吨、%）

	2019	2020	2021
销售量	525	561	545
产销率	104.82	97.23	99.09

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，受原材料价格上涨等因素影响，2021年公司主要纸种纸品价格均有所提升，毛利率波动各异，其中生活纸因产线在武汉，当地没有纸浆产能，受当年纸浆价格上涨影响，毛利率大幅下降。

表 5：公司各类机制纸产品平均价格（元/吨）

主要产品	2019	2020	2021
轻涂纸	4,908.80	5,021.51	4,718.88
铜版纸	4,695.52	4,305.20	4,782.15
轻型纸	4,908.80	4,815.07	5,128.71
白卡纸	4,298.90	4,838.20	5,718.82
双胶纸	5,141.20	4,547.82	4,910.32
热敏纸	8,474.05	7,010.85	7,480.08
静电纸	5,353.92	4,770.90	5,021.17
防粘原纸	5,038.13	4,606.37	5,025.77
生活用纸	6,549.45	5,554.53	6,096.31
其他机制纸	6,013.82	8,238.79	8,234.68

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	2019	2020	2021
双胶纸	25.80	17.76	17.60
铜版纸	27.97	21.31	27.38
白卡纸	16.70	27.04	31.72

静电纸	29.80	21.12	18.57
防粘原纸	31.62	22.36	25.29
生活纸	16.91	5.42	-9.25

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。2021年，公司为扩大销售收入，加大了对信用质量较高客户的赊销比例，赊销方式销售的比例约为62%，现金方式结算比例约为38%，现金结算比例较2020年同比减少三个百分点。

公司的销售以内销为主，得益于产品价格提升等因素影响，2021年，公司境内销售收入288.94亿元，同比增长4.37%；受海外机制纸需求增加影响，公司海外销售41.26亿元，同比增长35.13%。

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，龙头地位稳固。但受文化纸下游需求疲软影响，公司产销量有所下滑，2021年行业景气度大幅波动，公司第四季度经营业绩不佳，经营恢复情况值得关注。

### 跟踪期内，木浆市场价格大幅上涨，但公司原料自给率维持在较高水平，成本上涨压力相对可控

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。2021年木片和木浆的采购成本约占总采购成本的50%和27%。

2021年，随着美伦和黄冈化学浆产能的逐渐释放，公司木片采购量持续上升，而纸浆采购量同比变动不大。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	2019	2020	2021
木片	401.27	675.41	729.72
针叶浆	64.16	58.93	58.50
阔叶浆	39.45	10.06	15.34

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	2019	2020	2021
木片	1,140	1,037	1,056
针叶浆	4,274	4,106	5,322
阔叶浆	4,104	3,394	4,290
木浆平均采购价格（不含税）	4,136	3,814	4,860

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 2021 年末，公司自有林地面积 80 万余亩，自制浆年产能达 430 万吨，处于国内很高水平。

**表 9：近年来公司自制浆情况（万吨/年、万吨、元/吨）**

自制浆	2019	2020	2021
产能	420.0	430.0	430.0
产量	282.5	349.2	354.6
原料自给率	71.58%	81.29%	80.66%
自制浆生产成本	2,916	2,722	2,715

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，但展期及逾期贷款规模仍较大，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 2021 年末，融资租赁公司资产总额为 113.96 亿元，负债总额为 37.80 亿元，所有者权益

合计 76.16 亿元；2021 年，融资租赁公司实现营业收入 4.38 亿元，净利润为-0.38 亿元。

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，2021 年，公司融资租赁无对外投放。截至 2021 年末，公司融资租赁对外投放余额下降至 78.05 亿元，较年初 99.22 亿减少 21.17 亿元，其中，通过收购债务人抵质押资产压降的融资租赁款为 7 亿元<sup>1</sup>。

**表 10：近年来融资租赁公司合同签订与投放情况**

指标	2019	2020	2021
签订租赁合同数量（个）	8	4	0
签订合同本金（亿元）	19.73	16.11	0
实际投放租赁合同数量（个）	8	4	0
实际投放租赁金额（亿元）	19.73	16.11	0

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

2021 年，公司存量项目仍以房地产开发及建筑施工类为主。2021 年，租赁业务前五大客户租赁余额合计 35.23 亿元，占对外租赁余额的比例约为 45.14%，客户集中度较高。期限结构方面，2021 年公司加大对期限较长融资租赁款的清缴力度，但租赁款余额期限仍集中于 1~3 年。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关联公司借款，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。

**表 11：融资租赁公司融资租赁款期限结构（亿元、%）**

期限	2019		2020		2021	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
1 年以内	54.79	40.14	7.26	7.32	7.50	9.61
1~3 年	57.51	42.13	81.50	82.14	64.66	82.84
3~5 年	24.21	17.73	10.46	10.54	5.88	7.53
合计	136.51	100.00	99.22	100.00	78.05	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

跟踪期内，融资租赁业务未新增重大诉讼。截至 2021 年末，融资租赁业务逾期资产金额为 9.74 亿元，逾期率 12.48%。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，主要逾期和展期项目有抵质押措施，目前公司已经对所有的逾期项目发起诉讼并加大多展期客户的

<sup>1</sup> 租赁公司抵债收购了债务人武汉骏恒物业管理有限公司 100% 股权，武汉骏恒物业管理有限公司的主要资产为持有的上海市西藏南路商

铺，主要用于对外出租，计入投资性房地产科目。

催收力度。坏账计提方面，2021年，公司计提与融资租赁相关的信用减值损失为2.39亿元。

**跟踪期内，公司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；公司坚持绿色生产、加大节能减排力度，积极履行社会责任，未发生重大安全生产及环保事故**

截至2022年3月末，公司在建项目规模不大，主要的在建项目都已完工。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。

污染防治方面，公司及各子公司均配套完善的环保处理设施。污水处理方面，各子公司都配套了中水回用系统，尽可能的回用处理后污水，以减少污染的排放；公司共建设9个污水处理厂，日处理能力为35万立方。废气防治方面，各子公司有组织废气排放口均安装在线监测系统，实时监控；各子公司均有自备电厂，各自备电厂锅炉均建有电除尘、脱硫、脱硝等环保设施，排放指标优于国家和地方排放执行标准。跟踪期内未发生重大安全生产及环保事故。

节能减排方面，跟踪期内，公司大力发展清洁能源和能源循环利用项目，减少碳排放量。寿光生产基地33兆瓦和湛江生产基地24兆瓦光伏发电项目建设正在推进中，投产后每年减少碳排放约6.8万吨。另外，公司建设寿光化学浆、黄冈晨鸣、湛江晨鸣废热发电项目，就近接入公司内部电网，净发电量2400KW/小时，减少部分煤炭消耗。通过采取一系列的减排措施，2021年与2020年相比减少碳排放量约60万吨。

公司积极履行社会责任。跟踪期内，公司继续坚持“朝阳助学”、“夕阳扶老”、“爱心助残”等慈善救助公益项目，积极带头参与寿光市“慈心一日

捐”活动，向寿光总工会捐款100万元，发挥龙头企业示范带动作用；同时，公司全力助力抗击疫情和脱贫攻坚工作，向吴川市政府捐赠40吨消毒液；积极参与“广东扶贫济困日活动”，累计捐款1,100万元，为精准扶贫攻坚工作做出积极贡献；公司通过爱心教育基金会捐资救助贫困学子，通过教育联盟基金会捐款，表彰优秀教师，助力师资队伍建设。

## 财务分析

以下分析基于经致同会计师事务所审计并出具的标准无保留意见的2019~2021年审计报告和公司披露的未经审计的2022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，受益于2021年上半年的纸价提升，公司盈利水平同比实现增长，但下半年以来纸价下降致使公司盈利能力大幅下降；公司融资租赁业务产生的资产减值损失仍对利润产生一定侵蚀**

2021年，受益于上半年纸价上涨，机制纸营收提升带动公司营业总收入增长，公司毛利率水平亦小幅提升。受公司压缩融资租赁放款规模影响，融资租赁收入进一步下滑，同时融资租赁业务从集团拆借的资金逐年减少，支出利息的减少，带动融资租赁业务毛利率有所提升。2022年一季度，公司实现营业收入85.15亿元，同比下降16.57%；毛利率16.19%，同比下降12.89个百分点。中诚信国际关注到，2021年三季度以来，纸价大幅下降致使公司盈利能力下降，其中，2021年三至四季度，公司分别实现净利润0.62亿元和-0.38亿元，环比均大幅下降；2022年一季度，公司实现净利润1.32亿元，环比虽有所上升，但同比仍下降89.41%。造纸行业景气度的波动情况对公司的盈利水平较大影响，中诚信国际将对公司未来盈利保持关注。

表 12：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元，%）

项目	2019		2020		2021	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
机制纸	259.12	24.92	267.99	20.79	290.72	23.50
融资租赁	18.15	93.39	9.35	86.35	3.27	93.53
<b>营业总收入/综合毛利率</b>	<b>303.95</b>	<b>28.36</b>	<b>307.37</b>	<b>23.07</b>	<b>330.20</b>	<b>23.61</b>

注：2020 年开始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、研发费用和管理费用构成。2021 年以来，受益于公司加强控制各项管理费用支出，管理费用下降，同时，公司债务规模的减少导致利息支出降低；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。公司的利润主要来自经营性业务利润和政府补助，受益于 2021 年上半年机制纸价格提升，且公司浆纸一体化优势较为明显，经营性业务利润同比实现增长。公司 2021 年公司获得政府补助 2.61 亿元，较 2020 年减少 6.82 亿元，同比减少主要系搬迁补助大幅下降所致<sup>2</sup>。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，公司每年均计提一定规模的信用资产减值损失，2021 年信用资产减值损失规模虽同比下降，但仍对利润形成一定侵蚀。2022 年一季度，公司寿光本部生产基地和吉林生产基地受区域性疫情影响，物流受阻，产能发挥和发货均受到较大影响，且公司纸价大幅下降，部分原材料价格上涨，致使当期经营性业务利润虽环比提升，但同比大幅下降，2022 年一季度，公司净利润同比下降约 90%。

表 13：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
销售费用	12.97	2.98	2.94	0.75
管理费用	11.35	10.25	9.42	2.10
研发费用	9.92	12.74	14.54	3.44
财务费用	29.16	25.62	23.87	5.52
期间费用合计	63.40	51.60	50.77	11.80
期间费用率(%)	20.86	16.79	15.38	13.86
经营性业务利润	25.67	20.44	26.57	2.24
资产减值损失	11.55	6.65	2.80	-0.26
公允价值变动收益	0.27	0.06	-0.77	-0.63

<sup>2</sup> 2020 年~2021 年，公司收到与搬迁相关的政府补助分别为 5.33 亿元和 0 亿元。

投资收益	1.74	1.73	-0.70	-0.31
营业外损益	4.65	5.88	0.25	-0.02
利润总额	20.48	21.72	23.06	1.55
EBITDA 利润率(%)	24.79	24.85	22.34	--
EBIT 利润率(%)	18.50	17.30	15.00	7.60
总资产收益率(%)	5.53	5.61	5.68	3.13*

注：1、资产减值损失含信用资产减值损失；2、2019 年公司营业外损益包含南粤银行入账调整 3.65 亿元；3、2020 年开始公司将原计入销售费用的运费纳入生产成本核算；4、带\*号数据为年化值。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 跟踪期内公司总债务规模进一步收缩，可动用货币资金规模下降，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，短期债务规模仍偏大，杠杆水平高企

近年来公司资产规模呈下降趋势，2021 年末流动资产和非流动资产均有所下降。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。2021 年，公司继续压缩融资租赁业务，其他应收款、其他流动资产和长期应收款均有所下降，一年内到期的非流动资产增加是由于部分长期应收融资租赁款临近到期所致。2021 年以来，货币资金规模持续下降，截至 2021 年末，货币资金受限规模为 107.57 亿元，主要为保证金存款，货币资金受限比例 76.18%，可动用货币资金规模同比下降。2021 年末，公司应收账款规模同比增加，主要系为增加营收，公司适当延长重点优质客户的付款期限所致，账期集中在一年以内，未来应收账款的收回情况值得关注。2021 年末，长期股权投资规模大幅下降，主要是受公司参股的广东南粤银行股份有限公司（以下简称“南粤银行”）适用新金融工具准则影响<sup>3</sup>；固定资产减

<sup>3</sup> 公司执行新金融工具准则时间早于公司之联营企业-广东南粤银行股份有限公司，但在联营企业尚未执行新准则的期间，因客观条件限制，

少主要受其折旧计提及出售部分子公司影响；公司投资性房地产增加主要是租赁公司抵债收购债务人资产所致。2022 年一季度末，公司应收款项融资增加 7.40 亿元至 11.76 亿元主要为银行承兑汇票增长，同时，随着公司对寿光美伦纸业有限公司（以下简称“美伦纸业”）技改及生活纸搬迁项目投入增加，在建工程规模有所提升。

**表 14：近年来公司主要资产情况（亿元）**

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	193.07	177.60	141.20	135.49
应收账款	25.25	19.85	26.57	28.27
存货	47.74	51.35	52.83	53.42
其他应收款	22.04	24.17	22.53	21.74
其他流动资产	81.09	27.17	19.04	19.56
一年内到期的非流动资产	69.75	42.23	52.17	52.64
<b>流动资产合计</b>	<b>449.52</b>	<b>358.82</b>	<b>328.70</b>	<b>333.21</b>
长期股权投资	36.06	39.06	18.67	19.10
投资性房地产	50.82	59.43	64.74	64.28
固定资产	344.40	376.52	356.53	350.73
在建工程	54.76	1.80	1.90	3.37
长期应收款	12.01	46.59	17.89	17.85
<b>非流动资产合计</b>	<b>530.06</b>	<b>556.93</b>	<b>499.71</b>	<b>495.63</b>
<b>资产合计</b>	<b>979.59</b>	<b>915.75</b>	<b>828.41</b>	<b>828.84</b>

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。跟踪期内，公司压缩债务规模，但债务仍以短期债务为主，且长期债务减少，短期债务占比提升，债务结构有待优化。

所有者权益方面，截至 2021 年末，未分配利润下降主要系公司联营企业南粤银行适用新金融工具准则，调减期初未分配利润 18.87 亿元；其他权益工具下降主要由于公司回购了 45 亿元优先股；少数股东权益增加，主要是美伦纸业引入战略投资者增资所致<sup>4</sup>。受上述因素影响，2021 年末公司所有者权益同比减少。

财务杠杆方面，公司负债中有息负债占比较大，跟踪期内财务杠杆水平同比略有增长。截至 2022 年 3 月末，公司资产负债率为 72.58%，总资本化率为

69.33%，财务杠杆处于较高水平。

**表 15：近年来公司主要负债情况（亿元、%）**

	2019	2020	2021	2022.3
短期债务	442.84	431.11	432.14	434.26
长期债务	160.08	120.83	71.34	79.45
长短期债务比	2.77	3.57	6.06	5.47
<b>总债务</b>	<b>602.91</b>	<b>551.94</b>	<b>503.47</b>	<b>513.71</b>
应付账款	43.51	40.42	38.71	34.94
<b>总负债</b>	<b>716.19</b>	<b>657.75</b>	<b>602.95</b>	<b>601.53</b>
实收资本	29.05	29.84	29.84	29.84
其他权益工具	74.66	54.74	9.96	9.96
资本公积	50.87	53.22	52.83	52.42
其他综合收益	-8.79	-5.62	-4.46	-4.36
盈余公积	12.12	12.12	12.12	12.12
未分配利润	93.06	100.00	92.10	94.08
少数股东权益	11.70	15.23	34.57	34.75
<b>所有者权益合计</b>	<b>263.40</b>	<b>258.00</b>	<b>225.47</b>	<b>227.31</b>
资产负债率	73.11	71.83	72.78	72.58
总资本化比率	69.60	68.15	69.07	69.33

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 跟踪期内，受融资租赁资金回收规模下降等影响，经营活动净现金流规模下降，EBITDA 和经营活动净现金流对债务本息覆盖能力仍然偏弱，短期偿债压力较大

现金流方面，2021 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同比有所下降；公司投资活动产生的现金流量净额由负转正，主要系跟踪期内子公司晨鸣新旧动能转换基金收回对晨融基金的投资 2 亿元、黄冈晨鸣处置土地收回 1.64 亿元所致；受公司压缩债务规模和赎回优先股等因素影响，筹资活动现金流出规模维持较高水平。2022 年一季度，公司经营活动净现金流同比下降较多，主要是公司盈利水平同比下降所致；由于当期有一定规模的在建项目投入，投资活动净现金流小幅净流出；筹资活动净现金流为负，主要由于当期支付债务本息所致。

跟踪期内，公司债务规模减少，利息支出亦呈下降态势，但 EBITDA 及经营活动净现金流对债

公司采用权益法核算时未按照新准则对联营企业或合营企业的财务报表进行调整。

<sup>4</sup>2021 年，潍坊晨创股权投资基金合伙企业（有限合伙）、建信金融资

产投资有限公司和西证创新投资有限公司分别增资美伦纸业 9 亿元、14 亿元和 2 亿元。

务本息的覆盖能力依然较弱。货币资金无法对短期债务有效覆盖，公司短期偿债压力较大。

**表 16：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	122.33	112.60	85.82	2.23
投资活动净现金流	-20.26	-1.81	1.66	-0.26
筹资活动净现金流	-94.87	-95.94	-99.40	-7.40
经营活动净现金流/短期债务	0.28	0.26	0.20	0.02*
经营活动净现金流/总债务	0.20	0.20	0.17	0.02*
经营活动净现金流/利息支出	3.24	3.58	3.24	0.45
经调整的经营净现金流/总债务	0.14	0.15	0.10	--
EBITDA 利息保障倍数	1.99	2.43	2.79	--
总债务/EBITDA	8.00	7.23	6.83	--
EBITDA/短期债务	0.17	0.18	0.17	--
货币资金/短期债务	0.44	0.41	0.33	0.31

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，资产流动性较弱

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 2022 年 3 月末，公司从各大金融机构共获得人民币 833.2 亿元的综合授信额度，其中尚未使用的授信额度为人民币 427.6 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，本次 B 转 H 方案实施完成后，公司 H 股持股数量将由 528,305,250 股增加至 1,234,690,516 股。H 股持股占总股本比例将有 17.70% 上升至 41.37%。公司 B 股转 H 股申请已由中国证监会正式批复，目前正在积极推进中。

<sup>5</sup> 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 12 月 4 日，2021 年 1-12 月，润宝商贸营业收入 31.97 亿元，净利润 2.39 亿元。

受限资产方面，公司受限资产主要为货币资金中的保证金及部分固定资产、无形资产、投资性房地产、应收票据。截至 2021 年末，公司受限资产总额为 301.59 亿元，占总资产的比重为 36.41% 受限资产规模较大。

**表 17：截至 2021 年末公司的受限资产情况**

项目	期末账面价值（亿元）	受限原因
货币资金	107.57	作为银行承兑票据、信用证的保证金以及存款准备金等
应收票据/应收款	0.04	作为取得开立保函、信用证的质押物
应收账款	2.32	作为取得借款的质押物
交易性金融资产	0.55	作为招银国际证券借款的质押物
固定资产	128.66	作为银行借款、长期应付款的抵押物
无形资产	12.10	作为银行借款、长期应付款的抵押物
投资性房地产	50.34	作为银行借款的抵押物
合计	301.59	--

资料来源：2021 年公司年报

对外担保方面，截至 2021 年末，公司对外担保合计 4.16 亿元，占期末所有者权益合计的 1.85%，为对湛江润宝商贸有限公司<sup>5</sup>（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 12 月 4 日；对湛江定进商贸有限公司<sup>6</sup>（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 12 月 4 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 1.20 亿元，担保期限为 2017 年 12 月 20 日~2027 年 12 月 20 日；部分担保企业经营情况一般，公司面临一定代偿风险。

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

<sup>6</sup> 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。

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“公司已透过第三方向香港高等法院存入一笔港币 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。”2020 年 8 月，香港高等法院驳回公司上诉请求，2022 年 1 月 21 日，香港终审法院受理了公司的上诉申请。目前公司已就该项诉讼计提了 3.25 亿元的预计负债。2021 年 9 月 14 日，北京国电富通科技发展有限公司(以下简称富通科技公司)因施工合同纠纷向湖北省黄冈市中级人民法院上诉黄冈晨鸣浆纸有限公司(以下简称黄冈晨鸣公司)及公司，一审判决黄冈晨鸣公司向富通科技公司支付工程款 54,715,691.40 元及逾期利息，黄冈晨鸣公司已经在应付账款中计提欠款，同时黄冈晨鸣公司不服判决已上诉，截至 2022 年 3 月 30 日二审尚未结束。中诚信国际将密切关注上诉事项后续情况。

**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 2022 年 3 月末，“17 鲁晨鸣 MTN001”为附赎回选择权的永续中票，该债券首个到期日为 2020 年 9 月 28 日，债券到期时公司决定不行使赎回权并按照约定重置票面利率。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：目前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）
19 鲁晨鸣 MTN001	2022/7/17	7
19 鲁晨鸣 MTN002	2022/8/13	5
18 晨债 01	2023/4/2	3.5
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

## 外部支持

**跟踪期内，寿光市经济发展持续向好，公司为寿光市造纸主要企业，为区域经济和就业提供了有力支持，可在政策和补助等方面获得政府一定支持**

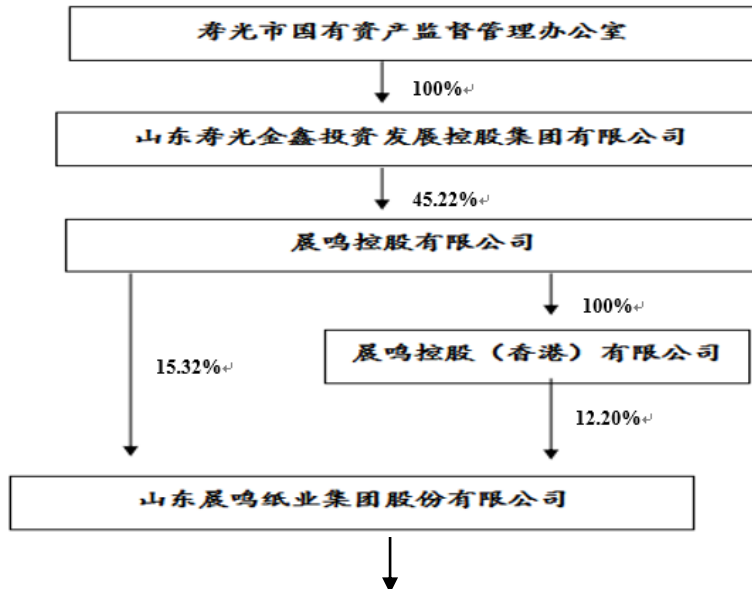
公司地处山东省寿光市，为寿光市造纸行业营收和资产规模最大的企业，为区域发展和就业提供有力支持。公司实控人为寿光市国有资产监督管理局，可在政策和补助等方面获得政府一定支持，2021 年公司共获得政府补助 2.63 亿元。

2021 年以来，寿光市财政实力进一步增强，经济发展稳健向好。2021 年，寿光市实现一般公共预算收入 103.3 亿元，位居山东强县第三位；寿光全市 GDP 达 953.6 亿元，同比增长 10.5%，高于山东全省 2.2 个百分点，较上年提高 7.4 个百分点，总量居潍坊全市首位；寿光市固定资产投资同比增长 17.8%。

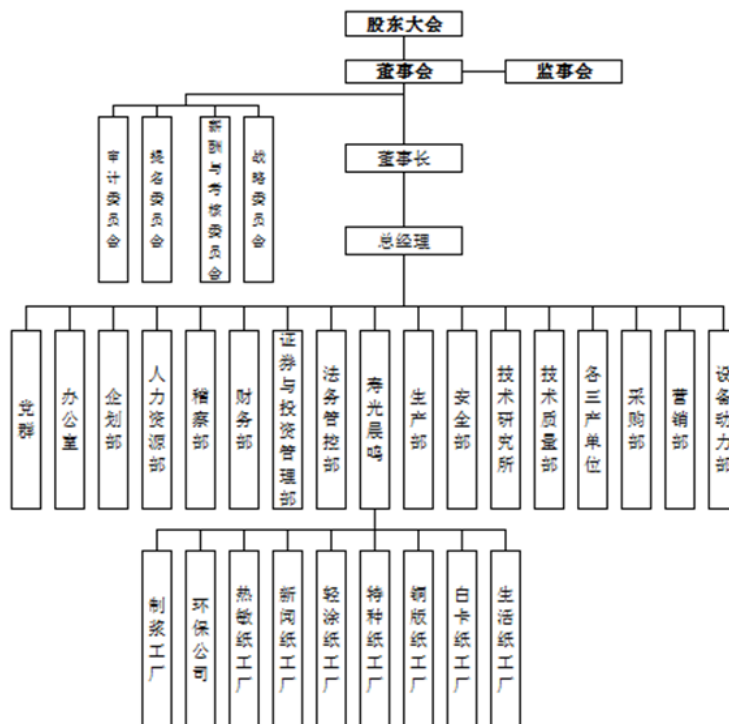
## 评级结论

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+**，维持“18 晨债 01”的债项信用等级为 **AA+**，并将主体和债项的信用等级列入信用评级观察名单。

## 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 2022 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	57.66 亿人民币	88.63
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	48.01 亿人民币	62.49
山东晨鸣集团财务有限公司	50.00 亿人民币	80.00



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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	1,930,652.95	1,775,953.76	1,411,978.29	1,354,948.11
应收账款净额	296,799.92	247,331.73	309,197.65	400,257.08
其他应收款	220,365.46	241,724.06	225,286.41	217,374.46
存货净额	477,443.01	513,529.33	528,263.19	534,228.24
长期投资	375,378.47	405,206.84	238,651.47	243,031.84
固定资产	3,443,993.50	3,765,170.67	3,565,349.27	3,507,275.71
在建工程	547,612.29	17,985.79	18,981.83	33,684.63
无形资产	178,106.19	198,050.12	179,010.21	159,825.49
总资产	9,795,890.99	9,157,545.78	8,284,145.46	8,288,396.82
其他应付款	238,605.99	195,671.54	148,257.58	156,848.59
短期债务	4,428,356.56	4,311,091.71	4,321,384.87	4,342,594.78
长期债务	1,600,779.74	1,208,295.32	713,352.24	794,506.47
总债务	6,029,136.30	5,519,387.03	5,034,737.11	5,137,101.26
净债务	4,098,483.35	3,743,433.27	3,622,758.82	3,782,153.14
总负债	7,161,913.71	6,577,519.41	6,029,462.55	6,015,332.35
费用化利息支出	357,386.52	314,446.41	264,820.04	49,251.20
资本化利息支出	20,650.81	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	2,633,977.29	2,580,026.37	2,254,682.91	2,273,064.47
营业总收入	3,039,543.41	3,073,651.80	3,301,981.23	851,498.31
经营性业务利润	256,690.93	204,419.18	265,657.28	22,390.30
投资收益	17,400.08	17,336.35	-6,957.83	-3,069.19
净利润	175,329.82	190,621.33	208,968.40	13,168.22
EBIT	562,234.40	531,673.40	495,438.07	64,749.88
EBITDA	753,601.70	763,722.51	737,578.81	--
经营活动产生现金净流量	1,223,270.72	1,125,980.27	858,188.82	22,270.50
投资活动产生现金净流量	-202,555.30	-18,103.98	16,572.12	-2,577.87
筹资活动产生现金净流量	-948,742.77	-959,403.79	-994,049.60	-73,968.25
资本支出	111,218.69	25,420.24	63,260.68	2,997.58
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	28.36	23.07	23.61	16.19
期间费用率(%)	20.86	16.79	15.38	13.86
EBITDA 利润率(%)	24.79	24.85	22.34	--
总资产收益率(%)	5.53	5.61	5.68	3.13*
净资产收益率(%)	6.72	7.31	8.64	2.33*
流动比率(X)	0.85	0.70	0.65	0.66
速动比率(X)	0.76	0.60	0.55	0.56
存货周转率(X)	3.77	4.77	4.84	5.37*
应收账款周转率(X)	9.54	11.30	11.87	9.60*
资产负债率(%)	73.11	71.83	72.78	72.58
总资本化比率(%)	69.60	68.15	69.07	69.33
短期债务/总债务(%)	73.45	78.11	85.83	84.53
经营活动净现金流/总债务(X)	0.20	0.20	0.17	0.02
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.28	0.26	0.20	0.02
经营活动净现金流/利息支出(X)	3.24	3.58	3.24	0.45*
经调整的经营净现金流/总债务(%)	14.43	14.80	10.44	--
总债务/EBITDA(X)	8.00	7.23	6.83	--
EBITDA/短期债务(X)	0.17	0.18	0.17	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.99	2.43	2.79	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.49	1.69	1.87	1.31

注：1、中诚信国际根据公司 2019~2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季报整理；2、中诚信国际将“其他流动负债”中的“短期融资券”计入短期债务，将“长期应付款”中的“应付融资租赁款”以及“租赁负债”计入长期债务；3、带\*数据为年化值。

### 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。