



# 信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪306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贵公司已发行的“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）”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<sup>+</sup>，评级展望稳定，维持本期债券的信用等级为AA<sup>+</sup>。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
信用评级委员会

二零一九年五月二十九日

## 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（2019）

发行主体	山东晨鸣纸业集团股份有限公司		
债券代码	112641		
债券简称	18 晨债 01		
发行规模	人民币 9 亿元		
存续期限	2018/4/2-2023/4/2		
上次评级时间	2018/5/25		
上次评级结果	债项级别	AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定
	主体级别	AA <sup>+</sup>	
跟踪评级结果	债项级别	AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定
	主体级别	AA <sup>+</sup>	

### 基本观点

2018 年以来，我国宏观经济下行压力较大，且受到中美贸易战及环保治理趋严的影响，造纸行业原材料价格持续处于相对高位，造纸企业生产成本不断攀升，加之四季度需求端不振，导致造纸企业盈利状况有所下滑。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，仍保持了较强的规模优势，2018 年公司对产品结构转型升级，多个林、浆、纸一体化项目进展顺利，对上游资源的控制能力增强。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司营业收入和利润下滑、财务杠杆较高、债务结构有待优化、融资租赁业务风险较大以及存在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<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 2018 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<sup>+</sup>。

### 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 1,100 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、纸一体化项目和寿光美伦年产 40 万吨化学木浆项目分别于在 2018 年 11 月和 2019 年 2 月试生产。截至 2018 年末，公司自制浆产能为 298.20 万吨/年，自给率达 64.10%，较高的自制浆产能有助于公司增强原料控制力和降低生产成本。

### 概况数据

晨鸣纸业	2016	2017	2018	2019.3
所有者权益(亿元)	225.65	302.74	258.72	259.66
总资产(亿元)	822.85	1,056.25	1,053.19	1,060.40
总债务(亿元)	511.71	654.96	695.35	711.58
营业总收入(亿元)	225.67	294.72	288.76	61.60
营业毛利率(%)	30.04	33.06	31.27	23.03
EBITDA(亿元)	59.80	85.49	82.99	-
所有者权益收益率(%)	8.96	12.42	9.91	0.60
资产负债率(%)	72.58	71.34	75.43	75.51
总债务/EBITDA(X)	8.56	7.66	8.38	-
EBITDA 利息倍数(X)	2.76	3.44	2.26	-

- 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、2019 年一季报中所有者权益收益率指标经年化处理；  
3、将其他流动负债中的短期融资券计入短期债务，长期应付款中融资租赁款、其他非流动负债中的理财直融款和中期票据计入长期债务；  
4、2016-2017 年财务数据为追溯调整后数据。

## 分析师

梁晓佩 [xpli@ccxr.com.cn](mailto:xpli@ccxr.com.cn)  
钟晓南 [xnzhong@ccxr.com.cn](mailto:xnzhong@ccxr.com.cn)  
刘冠如 [grliu@ccxr.com.cn](mailto:grliu@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2019年5月29日

## 关注

- 营业收入和净利润下降。公司 2018 年实现营业收入 288.76 亿元，相较 2017 年下降 2.02%，同期实现净利润 25.65 亿元，同比下降 31.77%；公司 2019 年一季度实现营业收入 61.60 亿元，实现净利润 0.39 亿元，同比分别下降 14.94% 和 95.02%，降幅较大，对公司后续盈利情况应保持关注。
- 资产负债率高，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 2019 年 3 月末，公司资产负债率 75.51%，总债务 711.58 亿元，长短期债务比达 3.67 倍，短期偿付压力较大。
- 融资租赁业务风险。前期公司融资租赁业务扩张迅速，资金投入规模较大，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高，公司发布公告称将逐步剥离融资租赁业务，2018 年 4 月起融资租赁业务规模逐步压缩，但融资租赁业务剥离仍在筹划阶段，中诚信证评将对剥离进展及对公司资产和盈利产生的影响保持关注。
- 环控压力与风险。造纸行业属于污染行业，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](http://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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

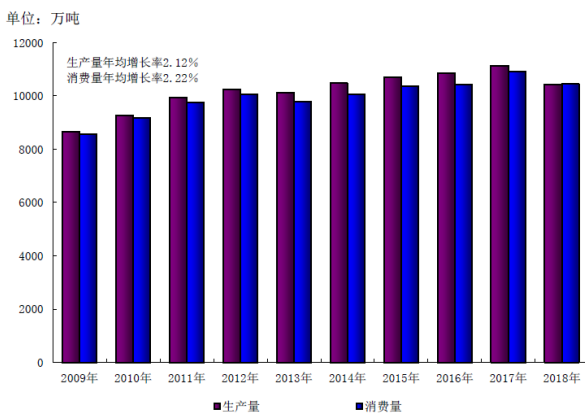
## 行业关注

2018年我国宏观经济整体下行，环保持续加压，纸浆价格持续处于相对高位且四季度机制纸需求下行，造纸行业面临较为严峻的经营环境

2018年以来，纸浆价格先扬后抑，但仍保持在相对高位，加之中美贸易战及环保加压等因素的影响，造纸行业制造成本不断攀升，四季度国内需求端放缓，各因素影响下行业竞争激烈，未来行业低效产能将逐步出清，行业集中度将进一步提升。

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。2018年我国机制纸及纸板消费量达1.04亿吨，同比下降4.20%，产量1.04亿吨，同比下降6.24%，为近五年来首次出现负增长。根据国家统计局数据显示，截至2018年底，我国造纸行业规模以上企业达到4,003家。中诚信证评认为，在供给侧改革持续深化和环保政策趋严的大背景下，造纸行业在2019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 1：2009~2018 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

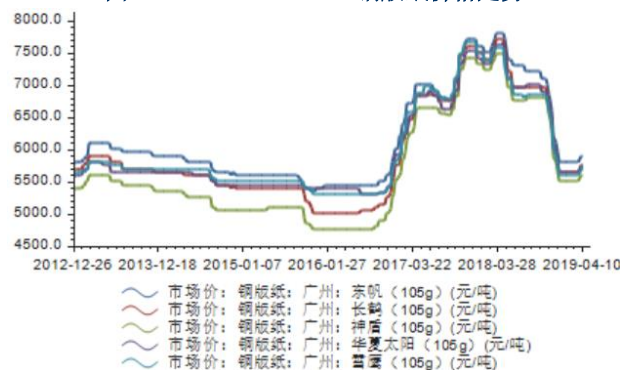
总体来看，2018年受经济下行、原材料供应收紧和贸易环境恶化等因素的影响，造纸行业面临着产量下降和经济效益下滑等多重挑战，造纸行业的生产和运行存在一定的困难，随着未来供给侧改革的深化及环保政策的趋严，行业内的竞争将进一步加剧。

2018年四季度受需求下降影响，各主要纸种价格大幅下跌；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。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。

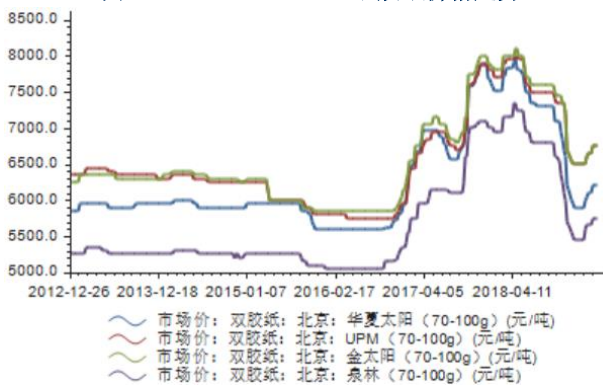
价格方面，2018年前期造纸行业延续了2017年相对景气的行情，但后期受到中美贸易战等因素的影响，国内纸价自高位回落，尤其是2018年四季度市场观望情绪重，机制纸需求降低，导致机制纸价格大幅下跌。2018年4月底，铜版纸价格达到约7,700元/吨，双胶纸价格达到约8,000元/吨，均达到价格高位，随着市场需求的下滑铜版纸与双胶纸价格也双双回落，截至2018年底，铜版纸价格约为5,700元/吨，双胶纸价格达到约6,500元/吨；白卡纸价格方面，由于在2017年投放了过多产能，客户积压的库存较多，白卡纸在2017年底达到价格高位约6,700元/吨，2018年起价格呈下跌趋势，2018年末价格约为5,100元/吨。

图 2：2012.12~2019.04 铜版纸价格走势



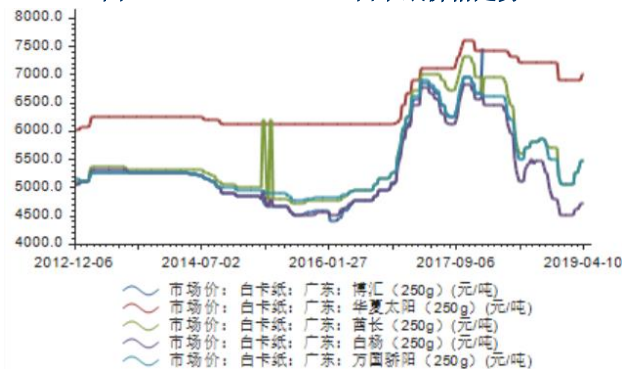
资料来源：Choice，中诚信证评整理

图 3: 2012.12~2019.04 双胶纸价格走势



资料来源: Choice, 中诚信证评整理

图 4: 2012.12~2019.04 白卡纸价格走势



资料来源: Choice, 中诚信证评整理

2019 年以来, 国内经济呈触底复苏态势, 政府对供给侧改革的力度不减, 同时受原材料价格震荡调整, 国家对环保整治、淘汰落后产能和市场需求增长等因素的影响, 造纸行业价格在经历了大幅回落后有所回升。

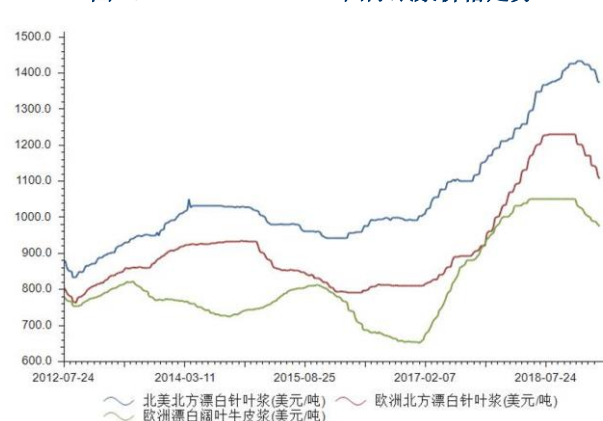
**国内造纸行业原材料对进口依赖程度较高, 其经营业绩受全球纸浆市场价格波动影响较大。2018 年上游纸浆和废纸价格持续高位波动, 对造纸企业盈利空间产生一定影响**

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, 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。2018 年全国纸浆进口量 2,479 万吨, 同比增长 4.51%; 进口平均价格为 795.31 美元/吨, 同比增加 22.99%。受禁废令实施影响, 2018 年全国废纸进口量 1,703 万吨, 同比减少 33.79%; 进口平均价格为 252.03 美元/吨, 同比增长 10.33%。目前, 我国正持续积

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 2017 年开始上涨, 至 2018 年第二季度末期才进入相对稳定价格, 2018 年底国际浆价有所回落, 前期国际浆价突然飙升, 主要是由于中国大陆严格实施环保政策, 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、小型浆纸厂等所致。后期由于国内下游需求减缓, 供需形势变化, 纸浆价格呈现回落态势。

图 5: 2012.07~2019.03 国际纸浆价格走势



资料来源: choice, 中诚信证评整理

图 6: 2012.07~2019.03 国内纸浆价格走势

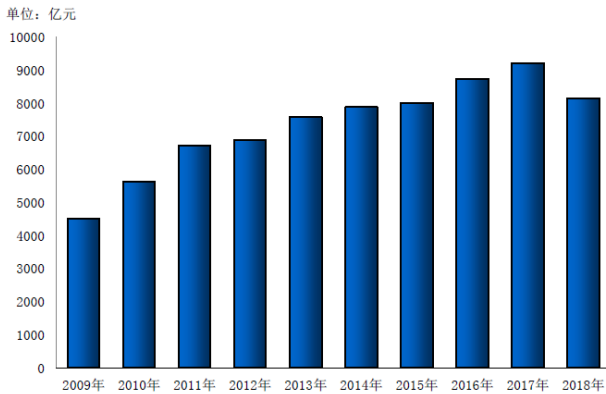


资料来源: choice, 中诚信证评整理

受纸浆、废纸价格高位宽幅震荡影响, 国内纸价也相应上调, 但纸价增速不及原材料价格增速, 2018 年造纸企业经营情况相较往年有所下滑。据国家统计局统计, 2018 年规模以上造纸生产企业 4,003 家; 主营业务收入 8,152 亿元, 同比下降 11.54%; 工业增加值增速-0.70%; 产成品存货 390 亿元, 同比增长 14.31%; 利润总额 466 亿元, 同比

下降 15.05%；资产总计 10,505 亿元，同比增长 4.58%；资产负债率 59.30%，较上年增加 3.39 个百分点；负债总额 6,229 亿元，同比增长 6.02%。

图 7：2009~2018 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

### 融资租赁公司业务经营和监管职责划归银保监会<sup>1</sup>后，对融资租赁公司内部控制和规范运营提出更高要求

2018 年 5 月 14 日，商务部办公厅发布《商务部办公厅关于融资租赁公司、商业保理公司和典当行管理职责调整有关事宜的通知》，通知称自 4 月 20 日起，商务部已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。

在此之前，我国融资租赁业根据监管主体的不同，分为两类三种机构：一类是原银监会审批设立的金融租赁公司，属于非银行金融机构；另一类是融资租赁公司，属于一般工商企业，其中外资融资租赁公司由商务部省级主管部门审批设立，内资试点融资租赁公司由商务部和国家税务总局及其授权机构审批设立。随着融资租赁业分部门监管的基本框架形成，原银监会和商务部各自针对所监管的融资租赁公司，出台和修订管理办法及制度，最终形成了后来的监管分割格局。

不同监管部门适用的监管规则不同。特别是在融资方式上，融资租赁公司资金来源除了资本金以外主要是银行借款，其与商业银行是一般企业和商业银行的关系；金融租赁公司资金来源除资本金外，还能吸收股东存款、同业拆借、同业借款、发

行金融债券等，融资成本低，资金吸纳能力强，其与商业银行属于金融同业的关系。在商务部将融资租赁公司经营和监管职责划归银保监会后，对融资租赁公司而言，其在业务开展范围、业务发展模式等方面将与金融租赁实现统一监管，在政策和指标上或实现统一，在风控、资金端等方面会更加细化和严格，从长远来看，能促进融资租赁公司自我完善和创新，更有利于租赁行业的健康发展。

整体来看，统一监管可以有效避免监管空白区域，有利于深化产业金融创新，提高整个租赁行业的抗风险能力和发展质量，但同时亦对融资租赁公司内部控制和规范运营提出更高要求。

### 业务运营

2018 年以来，宏观经济下行压力较大，同期国家对环保整治力度不减，加之后期受中美贸易战等因素的影响，市场对机制纸的需求有所下降，造纸行业在经历了相对景气的高位后进入低迷时期。尽管公司造纸主业保持着较强的规模与品牌优势，但受造纸行业整体行情和公司调整产品结构的影响，公司部份机制纸的产销量下滑，导致收入规模出现一定程度的下降。2018 年，公司全年实现营业收入 288.76 亿元，同比减少 2.02%，其中主营业务收入 282.15 亿元，同比减少 3.49%。从主营业务收入构成来看，2018 年公司实现机制纸销量 432.16 万吨，同比下降 12.92%，实现销售收入 243.04 亿元，同比下降 7.52%，占主营业务收入的比重为 86.14%，是公司收入的主要来源。2018 年公司实现融资租赁业务收入 22.02 亿元，较去年增加 11.90%。受机制纸价格同比下滑的影响，2019 年一季度公司实现营业收入 61.60 亿元，同比下降 14.94%，当期实现机制纸销量 112.37 万吨，与去年销量持平。

<sup>1</sup> 全称为“中国银行保险监督管理委员会”。



**表 1：公司 2018 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	243.04	26.55	-7.52	-2.59
融资租赁	22.02	92.38	11.90	6.72
电力及热力	1.55	25.11	-21.98	-8.15
建材	2.89	20.71	12.87	1.94
化工用品	1.11	5.56	0.99	-14.38
酒店	0.26	61.24	7.44	-14.13
镁矿	4.16	52.40	-	-
其他	7.13	15.39	78.99	3.82
合计	282.15	31.67	-3.49	-0.98

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

### 公司不断调整产业布局，逐步淘汰落后产能，优化产品结构，继续推进林、浆、纸一体化，整体竞争实力增强

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。2018 年以来，公司加大技术创新，积极加强产品差异化、精细化研发，“防霉白卡纸技术开发”、“超高松儿童画册专用铜版纸技术开发”、“高浓涂布用变性淀粉技术开发”等 12 项科研项目先后列入 2018 年山东省技术创新项目计划，与齐鲁工业大学进行产学研合作开发的“浑河阔叶材水热与生物协同处理制备机械化浆技术研发”项目针对磨浆电耗高、纸浆白度不稳定、易返黄等化机浆生产过程中的核心技术难题进行科研攻关，并最终实现其在高档白卡纸、铜版纸中高比例配抄使用；同时“超高松白卡纸”、“奶茶包装杯专用纸技术开发”分别获得 2018 年度山东省企业技术创新优秀产品、优秀成果一等奖；白卡纸芯纸、手提袋纸等 14 个新产品先后完成研发，进一步加快企业产品结构调整。

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。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。

截至 2018 年末，公司拥有机制纸产能 577.23 万吨，较上年减少 43.70 万吨，主要系 2018 年度公

司新闻纸改文化纸项目，以及公司调整产品结构导致新闻纸、轻涂纸和书写纸产能下降。当年公司实现机制纸产量 456.72 万吨，同比减少 10.53%；产能利用率为 79.12%，较上年下降 3.09 个百分点，主要系公司实行以销定产策略，受市场需求相对低迷的影响，公司为控制库存降低产量，进而导致产能利用率下降。后期随着公司产品结构调整战略的实施，公司整体机制纸产能及其利用率有望得到提高，但仍应关注电子化办公趋势下对公司机制纸产品的替代加速引起的产能释放不足。2019 年一季度，公司机制纸产能 610.23 万吨，相较年初增加 33 万吨，主要系新闻纸改文化纸项目转固投产；同期公司机制纸产量共计 103.03 万吨。

**表 2：2018 年公司产能利用情况**

纸品	产能	单位：万吨，万吨，%	
		产量	产能利用率
轻涂纸	8.00	3.85	48.13
双胶纸	114.52	110.62	96.59
书写纸	2.86	2.00	69.93
铜版纸	128.50	92.28	71.81
新闻纸	-	-	-
防粘原纸	22.07	21.05	95.38
生活用纸	11.60	10.18	87.76
白卡纸	203.50	129.89	63.83
静电纸	46.30	43.85	94.71
其他机制纸	39.88	43.00	107.82
<b>合计</b>	<b>577.23</b>	<b>456.72</b>	<b>79.12</b>

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2018 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，纸浆的自给能力持续增强。其中海鸣矿业菱镁矿项目一期于 2018 年 1 月转为固定资产，黄冈晨鸣林、浆、纸一体化项目和寿光美伦年产 51 万吨高档文化纸项目均在 2018 年已达到试生产阶段，寿光美伦年产 40 万吨化学木浆项目也已于 2019 年 2 月试车。除此外，公司还根据市场需求，积极推行了新闻纸改文化纸项目，已于 2018 年 8 月底试车，并于 2019 年 3 月转为固定资产。

截至 2018 年末，公司共征原料林地 85 万亩，



均已办理林权证，拥有 298.20 万吨木浆生产能力，纸浆自给率达 64.10%，较上年下降 3.86 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。2018 年，公司全年自制浆 230.37 万吨，较上年减少 15.78%，外购木浆 129.04 万吨，较上年同比增加 2.06%，其中采购进口浆 43.38 万吨，较上年增加 14.16%，进口浆的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释放产能，公司对外购木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 2018 年末，已累计投资 30 多亿元引进较为先进的环保技术，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，2018 年 8 月至 10 月，公司下属子公司江西晨鸣纸业有限公司多次因污染物处理不恰当等原因被南昌市环境保护局处罚。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。

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。但前期林、浆、纸一体化项目建设投资规模较大，回收周期较长，公司面临一定的资金回笼压力；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。

### 受制于需求端下滑，加之公司调整产品结构，公司机制纸业务销量及收入有所下滑

2018 年公司实现营业收入 288.76 亿元，同比增下降 2.02%，其中机制纸板块收入 243.04 亿元，同比下降 7.52%，主要系受四季度市场需求下滑，

当期销量及价格大幅下降的影响。2018 年公司共销售机制纸 432.16 万吨，较上年下降 78.32 万吨，产销率虽由 2016 年的 103.67% 降至 94.62%，但仍保持在较高水平。由于机制纸价格的大幅下降主要在 2018 年第四季度，2018 年前三季度机制纸价格仍处于高位运行，从 2018 年全年来看，公司机制纸大部分产品的平均销售价格同比有不同幅度的增长。

2019 年一季度，受行业景气度下行影响，公司销售机制纸销售 112.37 万吨，与去年同期持平，产销率为 109.07%；公司机制纸所有产品的平均销售价格同比均有较大幅度的回落。

表 3：2016~2019 年 1-3 月公司机制纸销售情况

单位：万吨，%				
	2016	2017	2018	2019.1-3
销售量	452	510.48	432.16	112.37
产销率	103.67	97.25	94.62	109.07

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 4：2016~2019 年 1-3 月公司主要产品价格情况

单位：元/吨				
产品名称	2016	2017	2018	2019.1-3
轻涂纸	4,244.70	6,198.65	5,729.27	4,874.78
双胶纸	4,443.97	5,543.47	6,083.86	4,669.51
书写纸	3,952.72	5,080.40	5,796.39	3,701.04
铜版纸	4,025.38	5,215.46	5,294.65	4,291.68
新闻纸	3,359.44	4,333.23	4,687.03	-
防粘原纸	4,466.37	5,311.97	5,863.87	4,658.29
白卡纸	4,160.20	5,258.11	5,106.39	4,283.68
静电纸	4,754.89	5,515.89	6,130.06	4,675.98
生活用纸	6,012.57	6,723.28	7,343.68	6,981.92

注：上述机制纸价格为不含税价格

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

### 公司聚焦造纸主业，拟剥离融资租赁业务，融资租赁业务规模持续压缩

2018 年公司重新聚焦造纸主业，拟将旗下融资租赁业务剥离，自 2018 年 4 月份起融资租赁业务规模不断压缩。但由于存续业务收入为逐期确认，依托前期业务的积累，公司融资租赁业务 2018 年全年实现收入 22.02 亿元，同比增加 11.90%，毛利率为 92.38%，同比上涨 6.72 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 2018 年末，公司存续的合同中，合同期限 1 年以内到期融资租赁本金余额为 91.11 亿元，占融资租赁本金

余额的 42.38%；1~3 年期的融资租赁本金余额为 66.42 亿元，占比 30.90%；3~5 年期的融资租赁本金余额为 57.44 亿元，占比 26.72%，流动性一般。

**表 5：2018 年融资租赁公司租赁合同本金余额期限结构**

单位：亿元，%

期限	2016		2017		2018	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
1 年以内	72.78	28.91	102.77	31.14	91.11	42.38
1~3 年	85.08	33.80	129.66	39.29	66.43	30.90
3~5 年	93.87	37.29	97.59	29.57	57.44	26.72
合计	251.73	100.00	330.02	100.00	214.98	100.00

注：数据为山东晨鸣融资租赁有限公司（简称“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

从客户行业结构来看，截至 2018 年末，公司存量租赁资产第一大投向为城市建设投资行业，占比 22.43%，主要包括公路、轨道交通等城市建设投资相关租赁项目，且主要以寿光当地政府平台为主；其次为钢铁制造行业，占比 17.96%，由于钢铁行业产能过剩压力依然存在，钢铁企业整体经营状况有待改善，或将对公司租赁资产质量产生一定影响；第三为房地产开发，占比 14.91%，前三大行业客户占比达 55.30%，行业投放集中度较高。截至 2019 年 3 月末，融资租赁行业投向前三大行业依旧系城市基础建设、钢铁制造业和房地产开发，合计占比为 53.80%。

从租赁资产区域分布来看，截至 2019 年 3 月末，山东省租赁资产数量为 33 个，占比为 39.76%，客户地域集中度高。

从近年合同量及合同金额来看，由于公司计划将融资租赁业务从主营业务中剥离，2018 年及 2019 年一季度融资租赁业务新增签约数量同比大幅下降。截至 2019 年 3 月末，融资租赁公司款项回收出现客户逾期情况，共有 6,691 万元在诉讼中。截至 2019 年 3 月末，融资租赁公司共计提坏账准备金 2.96 亿元。

**表 6：截至 2019 年 3 月末存量融资租赁资产按地区分布情况**

单位：个，%

区域	数量	占比
山东	33	39.76
四川	8	9.64
贵州	6	7.23
湖南	5	6.02
湖北	3	3.61
其他	28	33.73
合计	83	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 7：融资租赁公司租赁合同本金余额按板块分布**

单位：亿元，%

行业	2018 年末	占比	2019 年 1-3 月	占比
城市建设投资	48.21	22.43	42.52	21.37
造纸	26.95	12.53	23.95	12.03
化学原料和化学制品制造业	12.55	5.84	10.82	5.44
煤炭、能源	5.70	2.65	5.79	2.91
木业	6.57	3.06	5.94	2.98
房地产开发	32.05	14.91	25.90	13.02
钢铁制造业	38.60	17.96	38.62	19.41
其他	44.35	20.63	45.47	22.85
合计	214.98	100.00	199.01	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

公司于 2019 年 1 月 17 日发布公告称与长城国瑞证券有限公司签订战略框架协议，协议内容包括但不限于对融资租赁公司资产及各项业务的实质

性整合；对融资租赁公司租赁资产的逐步剥离、整合，达到完全市场化运作；资产证券化；综合投融资业务。中诚信证评将密切关注公司后期融资租赁剥离等相关进展。但由于公司在融资租赁剥离完成前仍将有关业务存续，租赁业务风险仍然存在，对公司租赁资产质量可能产生不良影响。

其他业务板块方面，2018年，公司电力及热力、建筑材料、化工用品、酒店、镁矿及其他六大部分业务合计实现收入 23.70 亿元，较上年增加 11.46 亿元，在营业收入中的占比为 8.20%，较上年增长 4.05 个百分点，整体比重仍较小。

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一期已于 2018 年 1 月完成，二期项目正在设备订货、场地平整和土建施工阶段，预期 2019 年上半年完工投产，且公司已于 2019 年 1 月获得采矿证；广东慧锐海东新区岸线综合治理项目一期建设已经完成，二期建设需待政府许可后继续投建。

总体来看，公司聚焦机制纸业务，并积极推进产业多元化，同时公司拟剥离风险较高的融资租赁项目。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，未来经营具有一定的不确定性。

## 财务分析

以下分析主要基于公司提供的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 2016~2018 年度审计报告和未经审计的 2019 年一季度财务报表。

公司公告，根据相应会计准则对 2015~2017 年营业收入、财务费用及财务费用中的利息收入进行了追溯调整。本评级结果报告采用的 2016~2017 年财务数据为追溯调整后的数据。

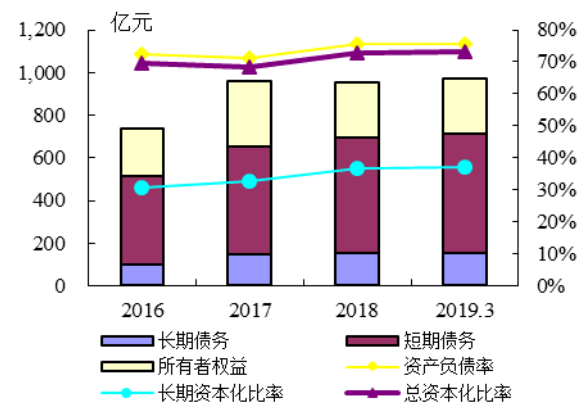
### 资本结构

2018 年以来随着公司持续推进技改和新投资项目，公司资本支出不断增加，同期公司主动压缩融资租赁资产规模，故资产规模相对稳定，截至 2018 年末，公司资产总额为 1,053.19 亿元，与上年基本持平；同期公司负债水平较上年增加 5.44% 至 794.47 亿元；所有者权益方面，主要由于赎回部份

永续债，公司所有者权益较去年下降 14.54% 至 258.72 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司资产总额 1,060.40 亿元，负债总额 800.75 亿元，所有者权益总额 259.66 亿元，基本与上年末持平。

财务杠杆比率方面，截至 2018 年末，公司资产负债率和总资本化率分别为 75.43% 和 72.88%，同比增加 4.10 个百分点和 4.49 个百分点。截至 2019 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化率分别为 75.51% 和 73.27%。

图 8：2016~2019 年 3 月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 2018 年末，公司非流动资产合计 573.51 亿元，占公司资产总额的 54.45%，主要包括长期应收款 79.27 亿元、投资性房地产 48.45 亿元、固定资产 279.14 亿元、在建工程 118.71 亿元和无形资产 19.39 亿元，资产整体质量较好。其中长期应收款主要系融资租赁款，较上年下降 15.68%，系公司主动缩减融资租赁业务规模所致；投资性房地产均为浦江国际项目，所处位置为上海北外滩地区，地理位置较好；固定资产主要系房屋建筑物和机械设备等，较上年下降 1.11%；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、新闻纸改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 54.50%，主要系公司为扩大产能对相关生产线不断新建改造所致，截至 2019 年 4 月末大部分项目已进入试生产阶段，近 1-2 年内公司无其他计划中重大在建工程项目；无形资产主要系公司拥有的土地使用权。截至 2019 年 3 月末，公司



非流动资产合计 567.11 亿元，占公司资产总额的 53.48%，其中长期应收款、投资性房地产、固定资产、在建工程和无形资产分别为 61.01 亿元、47.59 亿元、291.23 亿元、112.32 亿元和 19.28 亿元。

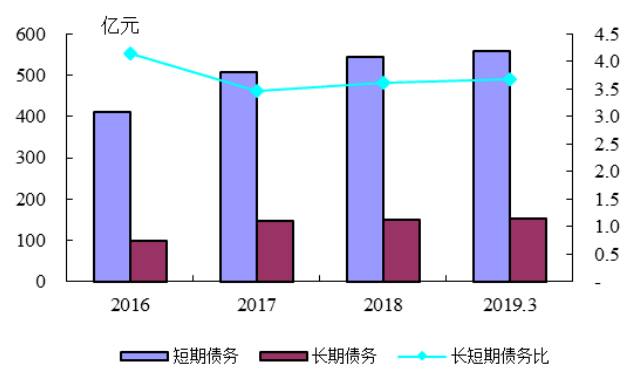
截至 2018 年末，公司流动资产合计 479.68 亿元，占公司资产总额的 45.55%，主要包括货币资金 192.93 亿元、其他流动资产 102.81 亿元、存货 67.71 亿元和一年内到期的非流动资产 40.08 亿元。其中，货币资金受限部分为 169.11 亿元，主要系公司向银行申请开具的银行承兑汇票、信用证和保函所存入的保证金 151.60 亿元和法定存款准备金 13.53 亿元，资产流动性受到影响；其他流动资产主要为应收一年期融资租赁款，较上年下降 11.13%，主要系公司缩减融资租赁业务，应收一年期融资租赁款减少所致；存货主要包括原材料、库存商品和消耗性生物资产，较上年增幅为 12.43%，其中原材料 32.66 亿元，较去年增加 34.75%，库存商品 16.55 亿元，较去年增加 16.65%，原材料和库存商品的增多主要系市场需求度下降，原材料和库存商品有所积压；一年内到期的非流动资产主要为一年内到期的长期应收融资租赁款，较上年下降 41.93%。截至 2019 年 3 月末，公司流动资产合计 493.29 亿元，占公司资产总额的 46.52%，主要包括货币资金、其他流动资产、存货和一年内到期的非流动资产，金额分别为 201.96 亿元、95.78 亿元、57.77 亿元和 52.55 亿元。

从负债结构来看，公司负债主要以流动负债为主。截至 2018 年末，公司流动负债合计 614.15 亿元，占公司负债总额的 77.30%，主要包括短期借款 402.28 亿元、应付票据 42.19 亿元、应付账款 41.50 亿元以及一年内到期的非流动负债 72.16 亿元。其中短期借款较上年增幅为 14.62%，主要系随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；应付票据增加 230.02%，主要系公司采购结算方式采用开票结算所致；应付账款金额与去年持平，主要系一年内的应付账款，占比 85.94%；一年内到期的非流动负债较去年增加 99.05%，主要系公司其他非流动负债中的理财直融和长期应付款中的融资租赁款债务期限划分至一

年内所致。截至 2018 年末，公司非流动负债合计 180.32 亿元，占公司负债总额的 22.70%，主要包括长期借款 77.99 亿元、长期应付款 39.00 亿元、应付债券 20.98 亿元、其他非流动负债 20.48 亿元和递延收益 18.62 亿元。其中长期借款与上年持平；长期应付款主要包括融资租赁设备款，较上年减少 29.74%，主要系期限调整所致；应付债券系公司发行的两期公司债；其他非流动负债系公司发行的中期票据。截至 2019 年 3 月末，公司流动负债合计 621.97 亿元，占公司负债总额的 77.67%，主要包括短期借款、应付票据、应付账款以及一年内到期的非流动负债，金额分别为 424.15 亿元、44.83 亿元、37.04 亿元和 60.39 亿元。

截至 2018 年末，公司有息刚性债务总额 695.35 亿元，较上年末增加 40.40 亿元。公司所投项目主要系资本密集型，后期资金回笼速度较慢，公司将持续面临一定的债务压力。从债务期限结构来看，截至 2018 年末，公司短期债务为 544.80 亿元，长期债务为 150.55 亿元，长短期债务比为 3.62 倍，短期偿付压力仍较大。截至 2019 年 3 月末，公司有息刚性债务总额 711.58 亿元，其中短期债务 559.20 亿元，长期债务 152.38 亿元，长短期债务比为 3.67。

图 9：2016~2019.3 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

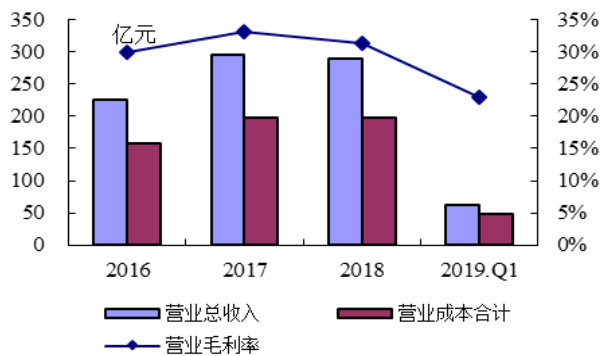
总体来看，前期在建和拟建项目的持续推进以及金融业务的开展，导致公司外部融资需求较大，财务杠杆水平持续维持高位，加之公司债务期限结构不合理，短期偿付压力和流动性压力较大。公司计划未来逐步剥离融资租赁业务，且在建工程的后续支出将不断缩减，未来财务杠杆水平或将改善。

## 盈利能力

2018年以来，受环保趋严、市场对机制纸的需求有所下降等因素的影响，公司机制纸业务发展不及预期，全年实现营业收入288.76亿元，同比下降2.02%。2019年一季度，公司实现营业收入61.60亿元，较去年同期下降14.94%，主要受到公司机制纸价格下降的影响。

受制于下游需求不振和原材料价格居高不下的影响，2018年公司盈利水平有所下滑，当年营业毛利率为31.27%，较上年下降1.79个百分点。2019年一季度，受市场机制纸价格下降的影响，公司营业毛利率进一步降至23.03%。

图 10：2016~2019.Q1 公司营业收入、营业成本及营业毛利率分析



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2018年期间费用合计58.30亿元，同比增长9.35%，占营业收入的比重为20.19%，较上年增加2.10个百分点。其中财务费用增幅较为明显，主要是系当年融资成本增加所致。2019年一季度公司期间费用合计14.87亿元，占营业收入比重为24.15%。

表 8：2016~2019.Q1 公司期间费用分析

项目	单位：亿元			
	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	11.66	13.04	11.90	2.87
管理费用	14.41	19.09	18.98	4.65
财务费用	14.78	21.17	27.41	7.35
三费合计	40.86	53.31	58.30	14.87
营业总收入	225.67	294.72	288.76	61.60
三费收入占比	18.11%	18.09%	20.19%	24.15%

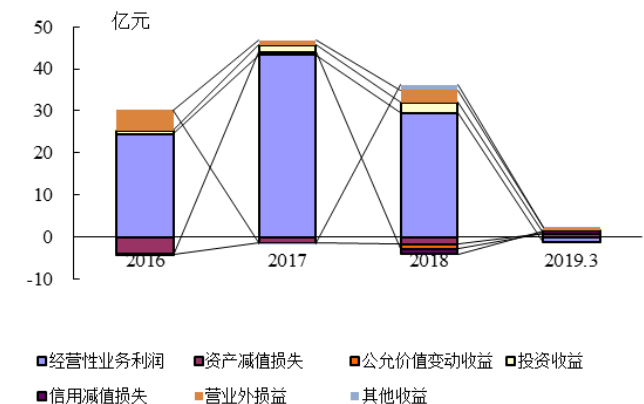
注：管理费用中含研发费用

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。2018年，公司利润总额为32.06亿元，同比减少29.32%。其中经营性业务利润29.50亿元，同比减少31.85%，2018年公司收入和毛利率有所下滑，同期财务费用增幅较大，使得经营性业务利润呈下滑态势；投资收益为2.49亿元，较上年增长54.63%，主要系公司出售武汉万兴置业股权获得投资收益0.84亿元和出售广东德骏投资有限公司股权获得投资收益1.56亿元；营业外损益3.00亿元，主要系政府补助，较上年增长154.36%，增幅较大主要系由于2017年公司存在一笔未决诉讼，相关金额计入营业外支出，降低了2017年营业外损益水平。此外，2018年资产减值损失、信用减值损失、公允价值变动损益和其他收益分别为1.65亿元、1.28亿元、-1.15亿元和1.15亿元。2019年一季度公司利润总额共1.05亿元，其中经营性业务利润、资产减值损失、信用减值损失、营业外损益和其他收益分别为-1.34亿元、-0.83亿元、-0.60亿元、0.82亿元和0.15亿元。

图 11：2016~2019.Q1 公司利润总额构成分析



注：2016~2017年资产减值损失金额中含信用减值损失金额。根据最新会计准则，2018年和2019年一季度报表中信用减值损失单独呈列。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

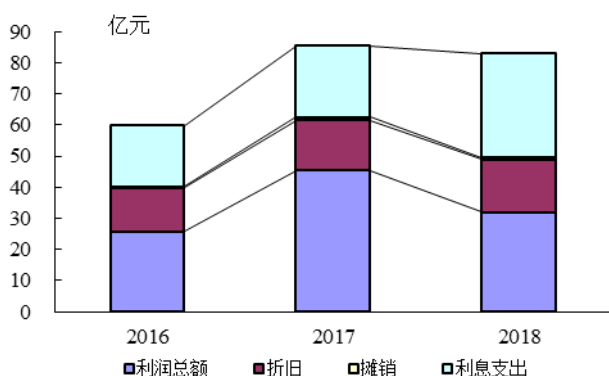
总体来看，2018年主要受市场需求放缓、原材料价格上涨等外部因素影响，公司机制纸业务收入及毛利率受到一定的影响，同时期间费用增长较多，公司整体盈利能力有所下降。后续中诚信证评将持续关注机制纸原材料及产品价格波动、融资租赁业务剥离等对公司盈利能力的影响。

## 偿债能力

EBITDA 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。2018年，公司

EBITDA 总额为 82.99 亿元，同比下降 2.93%，主要系利润总额下降所致。从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，2018 年，公司总债务/EBITDA 为 8.38 倍，较 2017 年上升 0.72 倍；EBITDA 利息保障倍数为 2.26 倍，较 2017 年下降 1.18 倍，EBITDA 对债务本息的保障程度有所下降。

图 12：2016~2018 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，2018 年公司经营活动产生的现金流量净额为 141.00 亿元，同比大幅增长，主要系由于公司融资租赁业务规模持续压缩，净回收金额较大。2018 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 0.20 倍和 3.84 倍，经营性现金流对利息和债务的保障能力有所改善。2019 年一季度，公司经营活动净现金为 14.25 亿元。

表 9：2016~2019 年 3 月公司主要偿债能力指标

	2016	2017	2018	2019.3
短期债务 (亿元)	412.31	507.98	544.80	559.20
长期债务 (亿元)	99.41	146.98	150.55	152.38
总债务 (亿元)	511.71	654.96	695.35	711.58
资产负债率 (%)	72.58	71.34	75.43	75.51
总资本化比率 (%)	69.40	68.39	72.88	73.27
EBITDA (亿元)	59.80	85.49	82.99	-
经营活动净现金 (亿元)	21.53	0.24	141.00	14.25
总债务/EBITDA (X)	8.56	7.66	8.38	-
经营活动净现金/总债务 (X)	0.04	0.0004	0.20	0.08
EBITDA 利息倍数 (X)	2.76	3.44	2.26	-
经营活动净现金/利息支出 (X)	1.00	0.01	3.84	-

注：经营活动净现金/总债务数据经年化处理。

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 2019 年 3 月末，公司无

对外担保，对内担保共 124.79 亿元，总规模较 2018 年年底有所上升。鉴于对内担保的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，公司存在一未决诉讼及仲裁事项，为 ArjowigginsHKK2Limited（以下简称“HKK2”）于 2017 年 2 月因合资经营纠纷向香港高等法院提交对晨鸣纸业的 H 股清盘呈请，并要求晨鸣纸业向 HKK2 赔偿经济损失 1.67 亿人民币及相应利息、354 万美元律师费和 330 万港元仲裁费用及相应利息。公司已于 2017 年就该项未决诉讼计提了 3.25 亿元的预计负债。截至 2019 年 3 月 31 日，香港法院尚未就该案件作出裁决，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且已经预提预计负债，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，截至 2019 年 3 月末，公司共获得银行授信 825.36 亿元，其中尚未使用的授信额度 286.94 亿元。

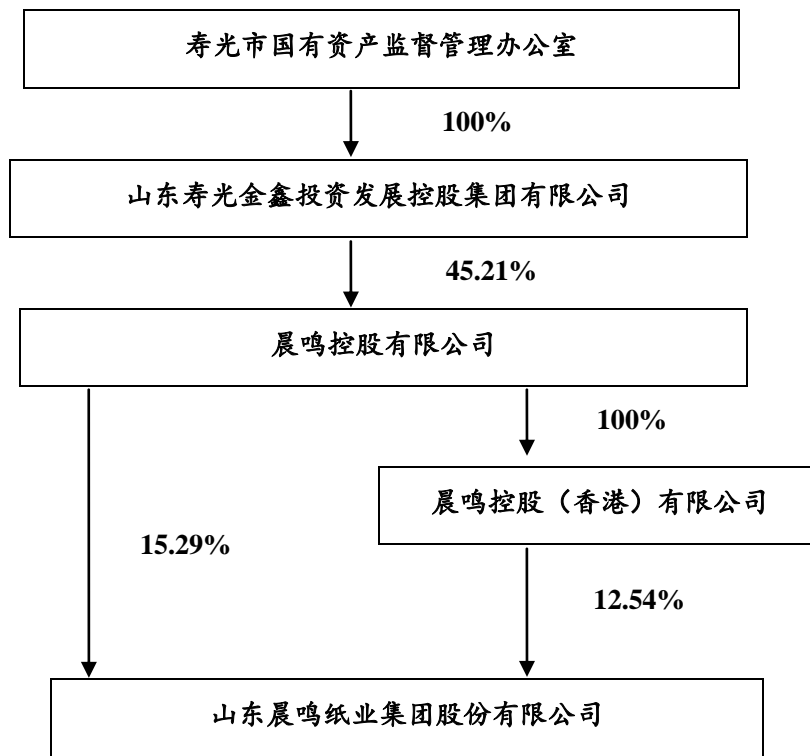
总体来看，2018 年公司受造纸行业景气度下行影响，公司盈利水平有所下降，同时公司整体负债水平维持在高位，短期债务压力较大，债务期限结构有待改善。但作为造纸行业龙头企业，公司规模优势突出，林、浆、纸一体化优势明显，具有很强的业务竞争实力和抗风险能力。

## 结 论

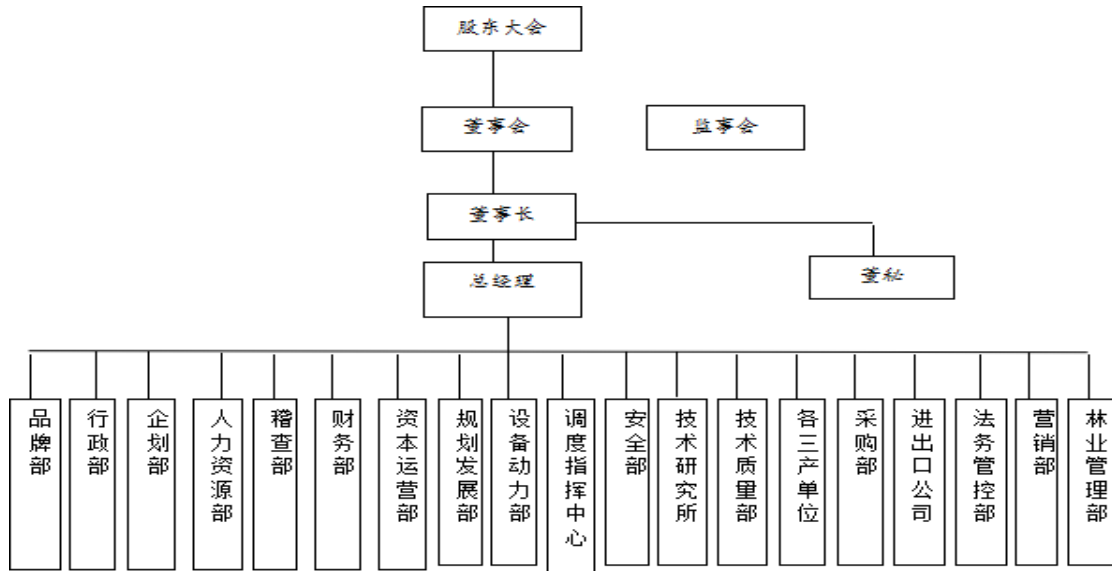
综上，中诚信证评维持晨鸣纸业主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；维持“山东晨鸣纸业集团股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。



附一：山东晨鸣纸业集团股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 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 2019 年 3 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）	2016	2017	2018	2019.3
货币资金	1,010,993.03	1,444,349.25	1,929,277.47	2,019,595.34
应收账款净额	397,406.51	366,586.56	340,448.70	366,008.17
存货净额	486,266.87	602,280.55	677,148.84	577,702.50
流动资产	3,576,682.38	4,941,773.47	4,796,751.18	4,932,895.78
长期投资	201,225.20	284,486.88	48,467.43	48,475.35
固定资产合计	3,295,985.65	4,072,098.97	4,463,033.00	4,511,457.77
总资产	8,228,535.45	10,562,509.61	10,531,873.48	10,604,027.39
短期债务	4,123,069.33	5,079,764.89	5,448,017.72	5,591,980.04
长期债务	994,077.75	1,469,807.56	1,505,511.73	1,523,797.15
总债务（短期债务+长期债务）	5,117,147.08	6,549,572.46	6,953,529.45	7,115,777.19
总负债	5,972,049.53	7,535,091.75	7,944,704.36	8,007,473.86
所有者权益（含少数股东权益）	2,256,485.92	3,027,417.85	2,587,169.12	2,596,553.53
营业总收入	2,256,692.25	2,947,245.36	2,887,575.62	615,983.66
三费前利润	652,814.28	965,971.90	877,964.09	135,291.96
投资收益	8,436.99	16,100.90	24,896.29	7.92
净利润	202,260.58	375,896.28	256,473.86	3,889.60
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	598,015.28	854,943.12	829,893.43	-
经营活动产生现金净流量	215,304.93	2,376.60	1,409,970.19	142,468.50
投资活动产生现金净流量	-366,745.42	-363,085.24	-177,899.10	-86,681.75
筹资活动产生现金净流量	162,956.56	447,713.68	-1,285,315.81	10,403.84
现金及现金等价物净增加额	9,175.36	82,454.73	-42,285.01	45,898.74
财务指标	2016	2017	2018	2019.3
营业毛利率（%）	30.04	33.06	31.27	23.03
所有者权益收益率（%）	8.96	12.42	9.91	0.60
EBITDA/营业总收入（%）	26.50	29.01	28.74	-
速动比率（X）	0.66	0.76	0.67	0.70
经营活动净现金/总债务（X）	0.04	0.0004	0.20	0.08
经营活动净现金/短期债务（X）	0.05	0.0005	0.26	0.10
经营活动净现金/利息支出（X）	1.00	0.01	3.84	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.76	3.44	2.26	-
总债务/EBITDA（X）	8.56	7.66	8.38	-
资产负债率（%）	72.58	71.34	75.43	75.51
总资本化比率（%）	69.40	68.39	72.88	73.27
长期资本化比率（%）	30.58	32.68	36.79	36.98

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、2019 年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/短期债务指标经年化处理；

3、将其他流动负债中的短期融资券计入短期债务，长期应付款中融资租赁款、其他非流动负债中的理财直融款和中期票据计入长期债务；

4、2016~2017 年财务数据为追溯调整后数据。



**附四：基本财务指标的计算公式**
$$\text{货币资金等价物} = \text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$$
$$\text{长期投资} = \text{可供出售金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{长期股权投资}$$
$$\text{固定资产合计} = \text{投资性房地产} + \text{固定资产} + \text{在建工程} + \text{工程物资} + \text{固定资产清理} + \text{生产性生物资产} + \text{油气资产}$$
$$\text{短期债务} = \text{短期借款} + \text{交易性金融负债} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债}$$
$$\text{长期债务} = \text{长期借款} + \text{应付债券}$$
$$\text{总债务} = \text{长期债务} + \text{短期债务}$$
$$\text{净债务} = \text{总债务} - \text{货币资金}$$
$$\text{三费前利润} = \text{营业总收入} - \text{营业成本} - \text{利息支出} - \text{手续费及佣金收入} - \text{退保金} - \text{赔付支出净额} - \text{提取保险合同准备金净额} - \text{保单红利支出} - \text{分保费用} - \text{营业税金及附加}$$
$$\text{EBIT (息税前盈余)} = \text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$$
$$\text{EBITDA (息税折旧摊销前盈余)} = \text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$$
$$\text{资本支出} = \text{购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金} + \text{取得子公司及其他营业单位支付的现金净额}$$
$$\text{营业毛利率} = (\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入}$$
$$\text{EBIT 率} = \text{EBIT} / \text{营业总收入}$$
$$\text{三费收入比} = (\text{财务费用} + \text{管理费用} + \text{销售费用}) / \text{营业总收入}$$
$$\text{所有者权益收益率} = \text{净利润} / \text{所有者权益}$$
$$\text{流动比率} = \text{流动资产} / \text{流动负债}$$
$$\text{速动比率} = (\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$$
$$\text{存货周转率} = \text{主营业务成本 (营业成本)} / \text{存货平均余额}$$
$$\text{应收账款周转率} = \text{主营业务收入净额 (营业总收入净额)} / \text{应收账款平均余额}$$
$$\text{资产负债率} = \text{负债总额} / \text{资产总额}$$
$$\text{总资本化比率} = \text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{长期资本化比率} = \text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{EBITDA 利息倍数} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$$

## 附五：信用等级的符号及定义

### 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，CCC 级（含）以下等级外，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

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

### 长期债券信用评级等级符号及定义

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（含）以下等级外，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。

## 短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
<b>A-1</b>	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息能力较强，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息能力很低，违约风险较高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。