

# 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（2020）

---

项目负责人：向 岚 [lxiang@ccxi.com.cn](mailto:lxiang@ccxi.com.cn)

项目组成员：孙 抒 [shsun@ccxi.com.cn](mailto:shsun@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 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](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 [2020]跟踪 0359 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<sup>+</sup>**，评级展望为稳定，维持“18 晨债 01”的信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年五月二十六日

**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+**，评级展望为稳定；维持“18晨债01”的债项信用等级为 **AA+**。中诚信国际肯定了公司显著的规模优势和行业地位、很高的林浆纸一体化程度以及多元化的融资渠道。同时，中诚信国际也关注造纸行业景气度波动、公司流动性压力较大、融资租赁业务风险、国有资本持股比例较低和分红政策较为激进等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

### 概况数据

晨鸣纸业（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	1,056.25	1,053.19	979.59	968.49
所有者权益合计（亿元）	302.74	258.72	263.40	263.43
总负债（亿元）	753.51	794.47	716.19	705.06
总债务（亿元）	654.96	695.35	602.91	605.15
营业总收入（亿元）	298.52	288.76	303.95	60.85
净利润（亿元）	37.59	25.65	17.53	2.11
EBIT（亿元）	68.30	65.55	56.22	--
EBITDA（亿元）	85.49	82.99	75.36	--
经营活动净现金流（亿元）	0.24	141.00	122.33	6.56
营业毛利率(%)	33.91	31.27	28.36	28.24
总资产收益率(%)	7.27	6.21	5.53	--
资产负债率(%)	71.34	75.43	73.11	72.80
总资本化比率(%)	68.39	72.88	69.60	69.67
总债务/EBITDA(X)	7.66	8.38	8.00	--
EBITDA 利息倍数(X)	3.44	2.26	1.99	--

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 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 2019 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。**2019 年以来，黄冈晨鸣和寿光美伦 100 万吨化学浆项目先后投产，2019 年末，自制浆年生产能力升至 420 万吨，公司自制浆原料自给率达 71.58%，自制浆产能扩张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，截至 2019 年末，公司在各大金融机构中共获得人民币 827.20 亿元的综合授信额度，其中尚未使用的授信额度为人民币 340.72 亿元。

### 同行业比较

2019 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	1,074	1,913.78	64.27	651.10	5.02
晨鸣纸业	文化纸、铜版纸、白卡纸	501	979.59	73.11	303.95	5.53

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 2018 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	发行金额（亿元）	存续期
18晨债01	AA+	AA+	9	2018/4/2-2023/4/2

注：公司于 2020 年 4 月完成对全部“18晨债01”的回售，拟于 2020 年 5 月 20 日前对外转售。

### 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，2018 年四季度以来，受供需矛盾加大等因素影响，纸价持续下行，受其影响，2019 年公司经营性业务利润有所下滑。
  - **跟踪期内公司债务规模虽有所下降，但仍保持较高水平，货币资金受限水平高，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，流动性压力大。此外，公司货币资金受限规模较大，对债务本息的保障能力偏弱。
  - **融资租赁业务风险。**目前公司存量融资租赁余额仍然较大，且面临一定的回收风险。公司正在与长城国瑞证券有限公司（以下简称“长城国瑞”）合作对子公司山东晨鸣融资租赁有限公司（以下简称“融资租赁公司”）进行整合及剥离，该事项尚在进行中。
  - **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。
  - **分红政策激进。**近三年公司分红占上市公司股东净利润的比重一直维持在较高比例。
- 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 个月内将保持稳定。
- **可能触发评级上调因素。**公司资本实力显著增强，盈利能力大幅上升且具有持续性。
  - **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。

## 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：**在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年末大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显现、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

**宏观风险：**虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依

存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

**宏观政策：**在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

**宏观展望：**尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球

主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

**中诚信国际认为**，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

## 近期关注

**2018 年下半年以来，受宏观经济增速放缓及市场需求疲软等因素影响，造纸行业景气度明显下行；2019 年以来，行业景气度先抑后扬，文化纸价格在年初低位基础上缓慢上升，包装纸价格经上半年下调后趋于平稳**

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 年以来，造纸行业逐步回暖，各细分纸种价格低位企稳，2019 年，据中国纸网统计，2019 年，全国机制纸及纸板产量为 12,515.30 万吨，同比增长 3.50%。据统计局统计，2019 年，规模以上造纸与纸制品业企业实现营业收入 13,370.1 亿元，同比下降 3.0%，利润总额 689.1 亿元，同比下降 9.1%，利润增长率排名全部 41 个工业行业中位列倒数第八。

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印刷类用纸（含书写纸、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

用纸和印刷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，2019 年新闻纸产量 108.86 万吨，同比下降 22.06%。书写纸主要用于出版物印刷，下游需求量较为稳定，2019 年末涂布类印刷书写用纸产量 544.35 万吨，同比小幅下降 0.20%。铜版纸主要用于书籍印刷及地产、汽车等宣传页，2018 年铜版纸销量下降 4.73%，2019 年需求量与上期基本持平，2019 年涂布类印刷用纸产量 719.96 万吨，同比小幅增长 0.29%。

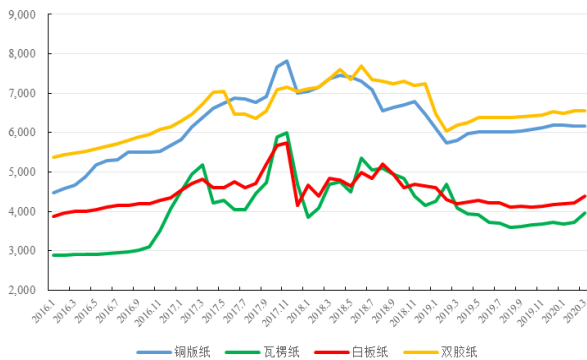
包装类用纸是商品的附属物，与零售、快递、家电等行业息息相关，2018 年下半年以来，受中美贸易战影响，出口订单有所萎缩，包装类用纸需求呈下滑态势，2018 年，白卡纸、箱板纸和瓦楞纸消费量分别为 1,219 万吨、2,345 万吨和 2,213 万吨，同比分别下滑 6.16%、6.57% 和 7.64%。受益于下半年包装纸行业进入传统旺季，加之行业较好的消化了前期的库存压力，2019 年，全国包装类用纸产量有所增长。

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。2016 年以来，受供给侧改革、落后产能清退等因素影响，造纸行业复苏，龙头纸企投资意愿明显增大。造纸生产线投资约 12~18 个月，新增产能预计在 2018~2019 年逐步投放。从各纸种投产计划来看，包装用纸（如卡纸、箱板及瓦楞纸等）产能投放较多，而文化纸由于需求较为刚性，产能投放相对维持稳定，主要为新闻纸技改产能被动增加。2019 年以来，受经济下行压力影响，造纸业新增产能意愿减弱，2019 年 1~11 月，造纸业固定资产投资额累计同比下降 10.50%。

从纸的价格方面来看，2019 年我国主要纸产品价格低位小幅波动。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。

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。

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，受新冠肺炎疫情影响，2020 年一季度，造纸行业原材料紧缺、物流不畅、行业复工率低等现象突出，行业供给有所缩减，而随着下游包装、印刷等企业的陆续复工复产，纸品行业供需结构不平衡导致纸价上涨。同时值得注意的是，食品饮料、家电电子、日用品及服装鞋帽等行业及海外出口受疫情影响较大，包装用纸需求或有所萎缩，特别是 2020 年 3 月全球疫情爆发，海外纸品需求受抑制，价格下行压力大，相关纸企经营压力将进一步加大。

### 受下游需求低迷影响，木浆价格整体有所下滑；受外废进口额度大幅收紧影响，2019 年下半年国废价格有所回升

从成本端来看，印刷类用纸原料以木浆为主，中国木浆进口依赖度高。2019 年以来，木浆库存压力大，下游需求低迷导致上游原材料价格持续走低，2020 年 3 月进口针叶浆价格为 4,750 元/吨，较 2019 年 1 月下跌 24%。阔叶浆价格在文化用纸需求旺季 2019 年 3 月达到顶峰后持续下降，2020 年 3 月国产阔叶浆价格 3,730 元/吨，较 2019 年 1 月下跌 32.18%；进口阔叶浆价格 4,340 元/吨，较 2019

年 1 月下跌 21.09%。

废纸方面，虽现阶段我国废纸进口依存度较高，但随着对外废进口管控的日趋严格以及长期固废零进口目标的确定，废纸进口量比例逐年降低。废纸浆价格走势方面，2019 年，国内废纸呈先抑后扬的态势，受下游需求疲软影响，纸厂对于废纸收购意愿不强，国废价格波动下降，下半年随着节日来临，包装纸需求上升，且外废审批额度收紧，国废价格小幅增长。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。

### 为避免环保“一刀切”问题，国内首次执行环保分类分级限产政策，废纸进口额度持续收紧

环保政策方面，2019 年第二轮中央生态环境保护督察启动，增加对国务院有关部门以及中央企业开展督察，明确中央环保督查的长期化和常态化，避免“一刀切”问题。2019 年 1 月 21 日，生态环境部和国家发改委一同发布《长江保护修复攻坚战行动计划》，深入推进排污许可证制度，加强固体废物规范化管理，完善高耗水行业用水价格机制。2019 年 8 月，生态环境部发布《关于加强重污染天气应对夯实应急减排措施的指导意见》，为避免环保“一刀切”问题，首次执行环保分类分级限产政策。2019 年 8 月，住房和城乡建设部印发《关于在全国地级及以上城市全面开展生活垃圾分类工作的通知》，要求到 2020 年底，先行先试的 46 个重点城市基本建成垃圾分类处理系统；2025 年前，全国地级及以上城市基本建成垃圾分类处理系统。2019 年中国继续实施禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革，2019~2020 年废纸进口许可证发放额度将持续收紧，直至 2020 年底全面禁止废纸进口。

中诚信国际认为，龙头企业通过建设纸浆产能向上游纸浆延伸，纸浆自给率持续增长，受废纸进口收紧政策影响较小，其竞争优势将日益明显。

### 跟踪期内受益于美伦文化纸和新闻纸技改项目投

## 产运营，公司产能和产销量均有所提升；但受造纸行业景气度的变化影响，公司纸品价格有所下降

受益于美伦高档文化纸项目和新闻纸改文化纸项目陆续完工投产，截至 2019 年末，晨鸣纸业已形成年产 681 万吨机制纸的能力，在造纸行业中具有明显的规模优势。目前公司在全国拥有 5 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。

2019 年受益于产能释放及白卡纸市场认可度有所提升，双胶纸和白卡纸产量的增长推动公司年产量增长 9.63%。近年来铜版纸产量持续下降，主要由于产品价格下行幅度较大，公司主动限产保价所致。产能利用方面，受新增产能未完全释放影响，2019 年公司产能利用率较 2018 年下降 5.63%至 73.57%。

**表 2：近年来公司产量变动情况（万吨）**

主要产品	2017	2018	2019
轻涂纸	8	4	2
双胶纸	115	111	143
铜版纸	107	92	75
新闻纸	17	--	--
白卡纸	142	130	154
静电纸	43	44	51
防粘原纸	22	21	24
生活纸	11	10	10
其他纸	45	45	43
<b>合计</b>	<b>510</b>	<b>457</b>	<b>501</b>

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。2019 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 21.53%。

**表 3：近年来公司销售情况（万吨、%）**

	2017	2018	2019
销售量	496	432	525
产销率	97.25	94.53	104.82

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，2019 年以来，受纸浆等原材料价格回落及市场需求不振等因素影

响，公司主要纸品价格大幅下降；但受益于纸浆自给率上升，产品毛利率下降幅度明显小于纸价下降幅度。此外，受益于进口纸浆价格大幅下降影响，生活纸毛利率有所增长。

**表 4：公司各类机制纸产品价格（元/吨）**

主要产品	2017	2018	2019
轻涂纸	6,198.65	5,729.27	4,908.80
铜版纸	5,215.46	5,294.65	4,695.52
轻型纸	5,569.91	5,829.36	4,908.80
白卡纸	5,258.11	5,106.39	4,298.90
双胶纸	5,543.47	6,083.86	5,141.20
热敏纸	7,480.15	10,893.79	8,474.05
静电纸	5,515.89	6,130.06	5,353.92
防粘原纸	5,311.97	5,863.87	5,038.13
生活用纸	6,723.28	7,343.68	6,549.45
其他机制纸	5,295.55	5,748.68	6,013.82

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 5：公司主要机制纸种毛利率（%）**

主要产品	2017	2018	2019
双胶纸	26.50	26.60	25.80
铜版纸	30.66	27.47	27.97
白卡纸	30.94	16.23	16.70
静电纸	36.59	40.11	29.80
防粘原纸	34.11	39.74	31.62
生活纸	7.98	6.13	16.91

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。2019 年，公司加强两金管理，调整结算方式，采取赊销方式销售的比例有所下降，2019 年赊销方式销售的比例约为 58%，现金方式结算比例约为 42%。

2020 年以来，新冠肺炎疫情对纸品生产影响相对有限，但仍需关注物流不畅及包装市场需求不振等因素对公司生产销售的影响。

## 跟踪期内公司木浆采购价格有所下降；同时，受益于寿光美伦化学浆和黄冈纸浆项目投产，公司原料自给率进一步提升

公司原材料采购产品主要包括木浆、木片和化工品等，其中，木浆的采购成本约占总采购成本的 35%~50%。2019 年受下游需求不振影响，纸浆价格



较 2018 年明显下降，公司采购针叶浆和阔叶浆价格亦有所下降。

**表 6：近年来公司纸浆采购价格变动情况（元/吨）**

主要产品	2017	2018	2019
针叶浆	4,768	5,707	4,274
阔叶浆	4,278	4,687	4,104
木浆平均采购价格（不含税）	4,474	5,121	4,136

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 2019 年末，公司自有林地面积 85 万余亩，公司自制浆年产能达 420 万吨，处于行业较高水平。2019 年以来，寿光美伦化学浆和黄冈纸浆项目投产运营，公司自制浆产能进一步提升，原料自给率上升至 71.58%。公司自制浆单位生产成本远低于外购商品浆价格，较高的木浆自给率有助于公司成本控制能力的提升。

**表 7：近年来公司自制浆情况（万吨/年、万吨、元/吨）**

主要产品	2017	2018	2019
产能	332.4	298.2	420.0
产量	273.52	230.37	282.45
原料自给率	68.39%	64.10%	71.58%
自制浆生产成本	2,612	2,707	2,916

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持续收缩，但存量规模仍然较大，且面临一定信用风险

**表 9：近年来存量项目本金余额按行业分布（亿元、%）**

行业	2017		2018		2019	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
城市基础设施	83.95	25.44	48.21	22.43	22.46	16.45
造纸	65.08	19.72	26.95	12.53	2.75	2.02
化学原料及化学制品制造业	17.39	5.27	12.55	5.84	5.30	3.89
煤炭、能源	7.09	2.15	5.70	2.65	5.66	4.14
木业	8.08	2.45	6.57	3.06	3.90	2.85
房地产开发	53.63	16.25	32.05	14.91	25.96	19.01
钢铁制造业	35.17	10.66	38.60	17.96	29.02	21.26

<sup>1</sup>租赁公司注册资本为 77.00 亿元，实收资本为 59.00 亿元。

截至 2019 年末，融资租赁公司注册资本为 77.00 亿元<sup>1</sup>。同期末，融资租赁公司资产总额为 170.78 亿元，负债总额为 71.13 亿元，所有者权益合计 99.65 亿元；2019 年，融资租赁公司实现营业收入 18.67 亿元，净利润 3.26 亿元<sup>2</sup>。

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，融资租赁公司业务有所回落，但由于前期基数较高及利息收入具有一定滞后性，业务收入仍保持较大规模。2019 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 2019 年末，公司融资租赁余额较 2018 年末大幅下降 36.50% 至 136.51 亿元。

**表 8：近年来融资租赁公司合同签订与投放情况**

指标	2017	2018	2019
签订租赁合同数量（个）	93	14	8
签订合同本金（亿元）	237.23	73.57	19.73
实际投放租赁合同数量（个）	93	14	8
实际投放租赁金额（亿元）	237.23	73.57	19.73

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

2019 年，公司存量项目仍以城市基础设施、房地产开发和钢铁制造业为主，期限结构方面，2019 年以来，融资租赁公司持续压缩，各期限租赁规模均有所下降，但期限在 1 年以上的租赁款余额规模仍然较大。

<sup>2</sup>此处数据为融资租赁公司口径数据。

其他	59.63	18.06	44.35	20.63	41.47	30.38
<b>总计</b>	<b>330.02</b>	<b>100</b>	<b>214.98</b>	<b>100.00</b>	<b>136.51</b>	<b>100.00</b>

注：由于四舍五入原因，表中各分项加总数可能与总计数略有差异。数据为融资租赁公司口径，非合并口径；由于统计口径变更，表中 2016 年数据有所调整。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 10：融资租赁公司融资租赁款期限结构（亿元、%）**

期限	2017		2018		2019	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
1 年以内	102.77	31.14	91.11	42.38	54.79	40.14
1~3 年	129.66	39.29	66.43	30.90	57.51	42.13
3~5 年	97.59	29.57	57.44	26.72	24.21	17.73
<b>合计</b>	<b>330.02</b>	<b>100.00</b>	<b>214.98</b>	<b>100.00</b>	<b>136.51</b>	<b>100.00</b>

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和晨鸣纸业借款，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。

坏账计提方面，2016 年 11 月 1 日起，融资租赁公司融资租赁业务形成的债权按照 5%~10% 计提坏账准备。2019 年公司未出现新的重大诉讼。2019 年和 2020 年一季度，公司计提信用减值损失分别为 10.34 亿元和 1.80 亿元。**中诚信国际认为**，2018 年以来，受金融环境变化等因素影响，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。

为聚焦造纸主业，逐步剥离非核心业务，2019 年 1 月，公司与长城国瑞签署了战略合作协议，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，以及资产证券化安排。截至报告出具日，公司与长城国瑞的合作尚未有进展，中诚信国际将持续关注上述事项的进展。

**受金融环境变化影响，跟踪期内公司多元化业务拓展有所放缓，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

除造纸和融资租赁业务外，公司也在不断拓展其他业务。2012 年 10 月公司与辽宁北海实业（集团）有限公司共同出资成立了海城海鸣矿业有限责任公司（以下简称“海鸣矿业”），2018 年 1 月 1 日已经转固投产，2019 年 8 月，公司以 4.21 亿元将海鸣矿业出售并确认 1.22 亿元投资收益，截至 2019 年末，公司收到 2.21 亿元股权转让款。

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 2020 年 3 月末，公司投资南粤银行合计约 24 亿元，持股南粤银行股份 13.09 亿股，占南粤银行总股本 16.62%，为南粤银行第一大股东。2019 年末，南粤银行总资产 2,065.43 亿元，2019 年南粤银行营业总收入 110.08 亿元，净利润 16.34 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司近年来持续推进的造纸项目寿光美伦高档文化纸、寿光美伦化学木浆项目主体工程以及制浆项目黄冈晨鸣林浆纸一体化均已完工投产，公司拟建的“差别化粘胶纤维项目”及配套项目总投资约 136.80 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。

中诚信国际认为，晨鸣纸业前期多元化投资较多，导致公司债务压力有所加大；2019年以来，公司已放缓相关投资进度，加之在建项目陆续完工，未来公司投资压力尚可。

## 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2017~2018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年审计报告<sup>3</sup>和公司提供的未经审计的2020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

表 11：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元，%）

项目	2017		2018		2019	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
机制纸	262.80	29.15	243.04	26.55	259.12	24.92
融资租赁	23.47	88.12	22.02	92.38	18.15	93.39
<b>营业总收入/综合毛利率</b>	<b>298.52</b>	<b>33.91</b>	<b>288.76</b>	<b>31.27</b>	<b>303.95</b>	<b>28.36</b>

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，近年来债务规模及资金成本的上升推动财务费用快速增长，公司期间费用高企。公司的利润主要来自经营性业务利润，2019年以来，纸价明显下行，公司经营性业务利润呈下降态势。2020年一季度，受行业季节性和疫情影响，经营性业务利润规模较小。中诚信国际注意到，2018年和2019年，融资租赁业务的部分应收债权转让产生了部分信用资产减值损失，且2019年信用资产减值损失明显扩大，对公司利润形成侵蚀。

表 12：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
期间费用合计	57.10	58.30	63.40	14.20
期间费用率(%)	19.13	20.19	20.86	23.33
经营性业务利润	43.29	30.48	25.67	3.12
资产减值损失	1.41	1.65	11.55	1.80
公允价值变动收益	0.73	-1.15	0.27	0.00
投资收益	1.61	2.49	1.74	0.89
营业外损益	1.18	3.00	4.65	0.27
利润总额	45.36	32.06	20.48	2.31

<sup>3</sup> 注：2019年9月，公司董事会改聘致同会计师事务所（特殊普

末数字。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2018年明显下降影响，公司盈利水平有所下滑，期间费用高企对利润侵蚀明显；公司信用资产减值损失规模有所扩大

2019年，受益于新增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；受公司压缩融资租赁放款规模影响，融资租赁收入有所下滑。同期，纸价延续2018年四季度以来下行趋势，公司营业毛利率持续下降。

EBITDA 利润率(%)	28.64	28.74	24.79	--
EBIT 利润率(%)	22.88	22.70	18.50	--
总资产收益率(%)	7.27	6.21	5.53	--

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。

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。前期融资租赁业务扩张较快，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；2019年以来，公司继续压缩融资租赁业务，长期应收款及其他流动资产持续下降导致资产规模有所收缩。2019年以来，美伦高档文化纸、寿光化学木浆和新闻纸改文化纸等项目完工转固，在建工程和固定资产此消彼长。此外，2019年以来公司加强两金占用管理，应

通合伙）为公司2019年度财务审计和内部控制审计机构。

收账款和存货规模有所下降。

**表 13: 近年来公司主要资产情况 (亿元)**

	2017	2018	2019	2020.1~3
货币资金	144.43	192.93	193.07	179.45
应收票据及应收账款	78.86	46.18	29.68	33.33
存货	60.23	67.71	47.74	53.25
其他应收款	5.39	21.33	22.17	22.57
其他流动资产	115.69	102.81	81.09	83.59
一年内到期的非流动资产	69.02	40.08	69.75	67.61
<b>流动资产合计</b>	<b>494.18</b>	<b>479.68</b>	<b>449.52</b>	<b>446.64</b>
可供出售金融资产	24.53	0	1.47	1.47
投资性房地产	48.10	48.45	50.82	50.52
固定资产	282.28	279.13	344.40	389.06
在建工程	76.69	118.71	54.76	4.91
长期应收款	94.01	79.27	12.01	8.95
其他非流动资产	5.00	15.22	1.74	1.67
<b>非流动资产合计</b>	<b>562.07</b>	<b>573.51</b>	<b>530.06</b>	<b>521.85</b>
<b>资产合计</b>	<b>1,056.25</b>	<b>1,053.19</b>	<b>979.59</b>	<b>968.49</b>

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

公司总负债主要由有息债务构成, 且以短期债务为主; 2019 年以来公司收缩债务规模, 但债务结构有待优化。所有者权益方面, 截至 2019 年末, 受益于利润累积, 公司所有者权益有所增长, 同时, 寿光美伦纸业有限责任公司引入战略投资者增资, 增加了少数股东权益。**中诚信国际注意到**, 2015 年以来, 公司通过发行永续中票以及非公开发行优先股改善公司杠杆结构, 但永续中票均附第 3 个付息日和其后每个付息日公司赎回权, 优先股也增加了公司的利息支付压力, 若将永续中票调整至债务, 公司的财务杠杆水平将进一步上升。2019 年, 公司分红 4.36 亿元, 占当期归属于上市公司普通股股东净利润的比率为 26.30%, 分红比例较高。

**表 14: 近年来公司主要负债情况 (亿元、%)**

	2017	2018	2019	2020.1~3
短期债务	507.98	544.80	442.84	441.41
长期债务	146.98	150.55	160.08	163.73
长短期债务比	3.46	3.62	2.77	2.70
总债务	654.96	695.35	602.91	605.15
总负债	753.51	794.47	716.19	705.06
所有者权益合计	302.74	258.72	263.40	263.43
资产负债率	71.34	75.43	73.11	72.80

总资本化比率	68.39	72.88	69.60	69.67
--------	-------	-------	-------	-------

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

## EBITDA 和经营活动净现金流对债务本息覆盖能力偏弱

2019 年, 受主要纸品销售利润率下降影响, 公司经营活动净现金流入规模较 2018 年有所下降, 对利息支出的覆盖能力有所弱化, 但受益于公司短期债务和总债务的下降, 经营活动净现金流对公司总债务的覆盖能力基本持平, 对短期债务的覆盖能力有所提升。2019 年, 公司推进在建项目建设和股权投资项目, 投资活动现金流出维持在一定水平。筹资活动方面, 2019 年, 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。

2019 年, 受造纸行业景气度较低影响, 公司 EBITDA 较 2018 年小幅下降, 其对利息支出的覆盖能力有所减弱, 受益于短期债务规模下降, 其对债务覆盖能力有所增强。但总体来看, 公司流动性压力仍然偏大, 偿债能力偏弱。

**表 15: 近年来公司现金流及偿债指标情况 (亿元、X、%)**

	2017	2018	2019	2020.1~3
经营活动净现金流	0.24	141.00	122.33	6.56
投资活动净现金流	-36.31	-17.79	-20.26	3.31
筹资活动净现金流	44.77	-128.53	-94.87	-20.87
经营活动净现金流/短期债务	0.00	0.26	0.28	0.06*
经营活动净现金流/总债务	0.00	0.20	0.20	0.04*
经营活动净现金流/利息支出	0.01	3.84	3.24	--
(CFO-股利)/总债务	-0.05	0.15	0.14	--
EBITDA 利息保障倍数	3.44	2.26	1.99	--
总债务/EBITDA	7.66	8.38	8.00	--
EBITDA/短期债务	0.17	0.15	0.17	--
货币资金/短期债务	0.28	0.35	0.44	0.41

注: 表中经营活动净现金流/总债务为年化指标

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

## 公司是 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 2019 年末，公司从各大金融机构共获得人民币 827.20 亿元的综合授信额度，其中尚未使用的授信额度为人民币 340.72 亿元。

资产抵质押方面，截至 2019 年末，公司将账面价值 323.03 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 32.98%；其中，公司受限货币资金 161.76 亿元、受限固定资产 105.74 亿元、投资性房地产 45.19 亿元、无形资产 8.81 亿元、应收账款和应收票据 1.53 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 2019 年末，公司对外担保合计 1.35 亿元，占期末所有者权益合计的 0.58%，为对合营企业潍坊森达美西港有限公司（公司持有其 50% 股权）的担保，潍坊森达经营情况一般，公司面临一定代偿风险。

未决诉讼方面，2016 年 10 月 25 日，公司发布《山东晨鸣纸业集团股份有限公司提示性公告》（以下简称“公告”），公告称公司香港注册地址于 2016 年 10 月 18 日收到一自称为债权人根据香港《公司〈清盘及杂项条文〉》送达的关于声称金额为人民币 16,786 万元及利息、美元 354.89 万元及利息、港币 330.39 万元及利息（以下简称“该声称债务”）的法定要求偿债书（以下简称“该法定要求偿债书”），要求公司于该法定要求偿债书送达之日起二十一天内偿还该声称债务。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。”截至 2019 年末，香港法院就该案件尚未做出裁决，公司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 2020 年 3 月末，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 16：截至 2020 年 3 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	发行金额（亿元）
19 鲁晨鸣 SCP006	2020/4/26	3
17 鲁晨鸣 MTN001*	2020/7/12	10
17 鲁晨鸣 MTN002*	2020/9/28	20
18 鲁晨鸣 MTN001	2021/3/20	10
18 鲁晨鸣 MTN002	2021/12/28	6
19 鲁晨鸣 MTN001	2022/7/17	7
19 鲁晨鸣 MTN002	2022/8/13	5
17 晨债 01	2022/8/21	12
18 晨鸣租赁 MTN001	2021/4/25	10

注：1、加“\*”为永续中票，所列到期日为其首个票面利率重置日；2、根据公司公告，截至报告出具日，公司已完成对“18 晨债 01”的回售，公司拟于 2020 年 5 月 20 日前对回售债券实施转售，截至本报告出具日，公司暂未对债券的转售情况进行公告。

资料来源：中国货币网，中诚信国际整理

## 外部支持

**公司股权分散，国有资本持股比例较低，控股股东晨鸣控股质押比例较高；公司为当地经济贡献较高，可获得政府一定支持**

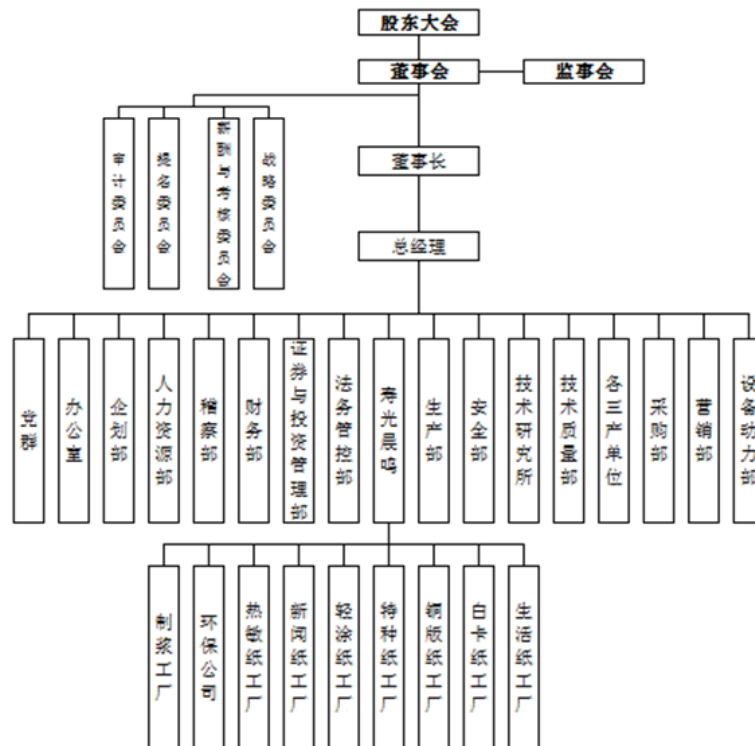
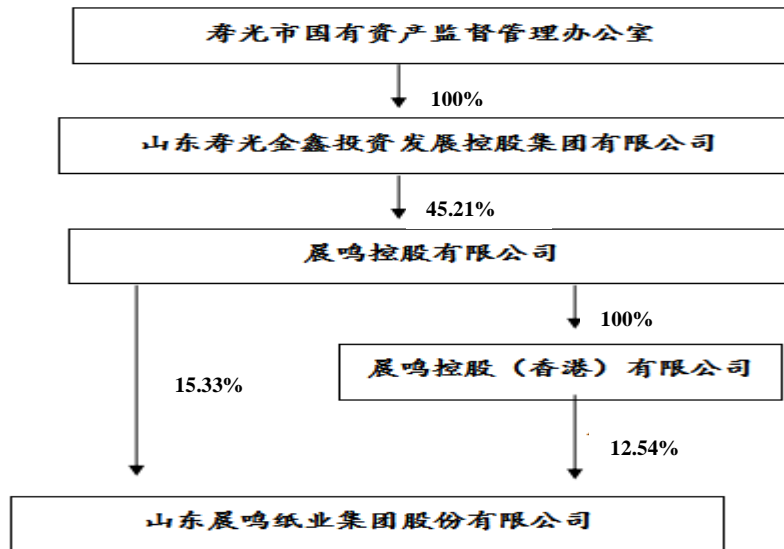
公司股权结构较为分散，控股股东晨鸣控股有限公司持股比例偏低。此外，截至 2020 年 3 月末，晨鸣控股所持有上市公司股份累计被质押的数量为 2.99 亿股，占其持有公司股权的 36.93%，质押比例较高。公司实际控制人为寿光市国有资产监督管理办公室。

2018 年，寿光市完成地区生产总值 902.7 亿元，同比增长 6.5%，固定资产投资同比增长 7.9%。公司为寿光市造纸主要企业，为区域经济和相关专业提供了有力支持，对当地财政贡献程度较高。2019 年，公司收到政府补助 6.70 亿元。

## 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<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；维持“18晨债01”的债项信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

### 附一：山东晨鸣纸业集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



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）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	1,444,349.25	1,929,277.47	1,930,652.95	1,794,506.50
应收账款净额	366,586.56	340,448.70	252,508.33	258,591.30
其他应收款	53,873.47	213,309.00	221,665.46	225,664.28
存货净额	602,280.55	677,148.84	477,443.01	532,463.78
长期投资	284,486.88	48,467.43	375,378.47	369,022.52
固定资产	2,822,750.95	2,791,398.62	3,443,993.50	3,890,632.57
在建工程	766,866.94	1,187,135.08	547,612.29	49,098.43
无形资产	205,922.14	193,935.53	178,106.19	167,053.43
总资产	10,562,509.61	10,531,873.48	9,795,890.99	9,684,900.02
其他应付款	142,662.95	177,771.80	259,424.96	195,732.13
短期债务	5,079,764.89	5,448,017.72	4,428,356.56	4,414,133.79
长期债务	1,469,807.56	1,505,511.73	1,600,779.74	1,637,320.98
总债务	6,549,572.46	6,953,529.45	6,029,136.30	6,051,454.76
净债务	5,105,223.21	5,024,251.97	4,098,483.35	4,256,948.27
总负债	7,535,091.75	7,944,704.36	7,161,913.71	7,050,643.85
费用化利息支出	229,311.07	334,860.69	357,386.52	--
资本化利息支出	19,166.28	31,856.11	20,650.81	--
所有者权益合计	3,027,417.85	2,587,169.12	2,633,977.29	2,634,256.17
营业总收入	2,985,174.38	2,887,575.62	3,039,543.41	608,537.68
经营性业务利润	432,858.14	304,775.52	256,690.93	31,156.24
投资收益	16,100.90	24,896.29	17,400.08	8,915.67
净利润	375,896.28	256,473.86	175,329.82	21,087.99
EBIT	682,958.92	655,492.30	562,234.40	--
EBITDA	854,943.12	829,893.43	753,601.70	--
经营活动产生现金净流量	2,376.60	1,409,970.19	1,223,270.72	65,558.15
投资活动产生现金净流量	-363,085.24	-177,899.10	-202,555.30	33,080.11
筹资活动产生现金净流量	447,713.68	-1,285,315.81	-948,742.77	-208,715.25
资本支出	225,296.32	360,869.88	111,218.69	5,710.70
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	33.91	31.27	28.36	28.24
期间费用率(%)	19.13	20.19	20.86	23.33
EBITDA 利润率(%)	28.64	28.74	24.79	--
总资产收益率(%)	7.27	6.21	5.53	--
净资产收益率(%)	14.23	9.14	6.72	3.20*
流动比率(X)	0.86	0.78	0.85	0.86
速动比率(X)	0.76	0.67	0.76	0.76
存货周转率(X)	3.62	3.10	3.77	3.46*
应收账款周转率(X)	7.81	8.17	10.25	9.53*
资产负债率(%)	71.34	75.43	73.11	72.80
总资本化比率(%)	68.39	72.88	69.60	69.67
短期债务/总债务(%)	77.56	78.35	73.45	72.94
经营活动净现金流/总债务(X)	0.00	0.20	0.20	0.04*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.00	0.26	0.28	0.06*
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.01	3.84	3.24	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-4.54	14.88	14.43	--
总债务/EBITDA(X)	7.66	8.38	8.00	--
EBITDA/短期债务(X)	0.17	0.15	0.17	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.44	2.26	1.99	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.75	1.79	1.49	--

注：1、2020年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的超短期融资券和短期融资券调整至短期债务；3、将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款，将研发费用计入管理费用；4、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。