

山东晨鸣纸业集团股份有限公司跟踪评级分析报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
08 鲁晨鸣 CP01	5 亿元	2008/06/10-2009/06/09	A-1	A-1
08 鲁晨鸣 CP02	12 亿元	2008/09/01-2009/08/31	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2009 年 6 月 15 日
上次评级时间: 2008 年 8 月 18 日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年	09 年 3 月
现金类资产(亿元)	24.23	38.27	53.85
资产总额(亿元)	220.11	262.99	277.61
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	105.81	140.22	140.27
短期债务(亿元)	40.56	48.65	60.62
全部债务(亿元)	84.48	88.84	105.26
营业收入(亿元)	151.65	155.30	28.74
利润总额(亿元)	14.89	15.55	0.11
EBITDA(亿元)	29.85	31.77	--
经营性净现金流(亿元)	13.24	19.34	-1.49
营业利润率(%)	20.26	19.06	9.53
净资产收益率(%)	11.52	8.98	--
资产负债率(%)	51.93	46.68	49.47
全部债务资本化比率(%)	44.40	38.78	42.87
流动比率(%)	89.56	118.70	124.16
全部债务/EBITDA(倍)	2.83	2.80	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.60	6.87	--
经营现金流/全部债务(倍)	17.97	23.60	--

注: 公司从 2007 年开始执行新会计准则, 2009 年 3 月报表未经审计。

分析师

张 华 010-85679696-8827
Zhanghua@lianheratings.com.cn
孙 炜 010-85679696-8870
Sunwei@lianheratings.com.cn

传真: 010-85679688

地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
中环世贸中心 D 座 7 层 (100022)

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

跟踪期内, 山东晨鸣纸业集团股份有限公司(以下简称“公司”)加快林业项目基地建设, 积极拓展林浆纸一体化产业链。受益于公司 H 股的成功发行, 公司所有者权益和现金类资产规模大幅度增长, 债务负担有所减轻, 现金类资产对存续期债券保护能力强。但受造纸行业整体景气度下滑的影响, 2009 年一季度, 公司整体盈利能力下降明显。

公司资产规模较大, 行业地位突出, 整体抗风险能力较强, 随着轻工业调整振兴规划的实施及公司原材料供应基地的建成投产, 公司抗风险能力有望进一步增强, 并有效支持公司信用基本面。

综合以上, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)维持公司主体长期信用等级 AA, 评级展望为稳定, 并维持“08鲁晨鸣CP01”和“08鲁晨鸣CP02” A-1 的信用级别。

优势

1. 跟踪期内, 公司资产规模稳定增长。
2. 公司 H 股成功发行, 债务负担较 2007 年底有所减轻。
3. 公司现金类资产对存续期内短期融资券保护能力强。

关注

1. 造纸行业整体景气度持续低迷, 造纸企业经营压力较大。
2. 公司营业利润率逐年下降, 09 年一季度销售收入同比下降, 盈利能力下降明显。

一、企业基本情况

山东晨鸣纸业集团股份有限公司（以下简称“公司”）前身为成立于 1958 年的山东省寿光县造纸厂。1992 年，经山东省体改委、中国人民银行山东省分行鲁体改生字[1992]98 号文和 1993 年 3 月 18 日山东省潍坊市体改委潍改发[1993]17 号文批准，由寿光市国有资产管理局独家发起，采用定向募集方式设立山东寿光造纸印刷包装集团股份有限公司，1996 年 12 月 4 日，更为现名。经国务院证券委员会证委发[1997]26 号文批准，公司于 1997 年 5 月 26 日在上海证券交易所公开发行业内上市外资股（B 股）11500 万股股票，股票代码：200488。2000 年 9 月，经中国证监会证监公司字[2000]151 号文批准，公司增发人民币普通股（A 股）7000 万股，股票代码：000488。2004 年 9 月 15 日，经中国证监会核准，公司发行 20 亿元 5 年期的可转换公司债券。2006 年 3 月 29 日，公司完成股权分置改革。2008 年 6 月，经香港联合交易所有限公司核准，公司发行 35570 万股 H 股，同时，公司相关国有股东为进行国有股减持而划拨给全国社会保障基金理事会并转为境外上市外资股（H 股）的股票 3557 万股。本次增加的 39127 万股 H 股，于 2008 年 6 月 18 日在香港联交所挂牌上市交易。截至 2008 年底，公司股本总额为 206204.59 万股，其中公司控股股东寿光晨鸣控股有限公司（以下简称“晨鸣控股”）持有公司 14.21% 股权，寿光市国有资产管理局为晨鸣控股的控股股东，持有晨鸣控股 75.73% 的股权，是公司实际控制人。

公司及其子公司经营范围为：机制纸及纸板等纸制品和造纸原料、造纸机械的加工、销售，电力、热力的生产、销售，林木种植、苗木培育、木材加工及销售，木制品的生产、加工及销售，人造板、强化木地板等的生产及销售。

截至 2008 年底，公司资产总额 2629949.57 万元，所有者权益（含少数股东权益）1402177.47

万元；2008 年实现营业收入 1552959.34 万元，净利润 125954.15 万元。

截至 2009 年 3 月底，公司资产总额 2776105.11 万元，所有者权益（含少数股东权益）1402716.42 万元；2009 年 1~3 月实现营业收入 287444.84 万元，净利润 538.82 万元。

公司注册地址：山东省寿光市圣城街 595 号；法定代表人：陈洪国。

二、行业分析

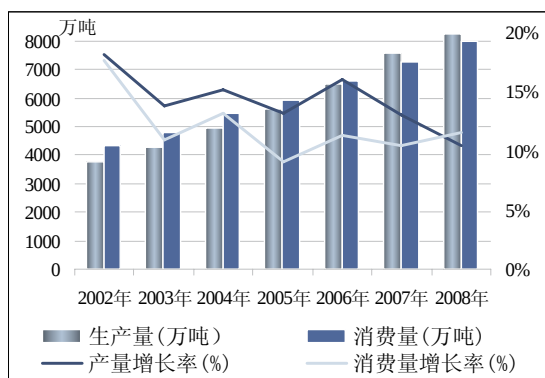
造纸工业属于国民经济的基础原材料工业，在产品总产量中，80% 以上作为生产资料用于新闻出版、印刷、商品包装等领域，其他 20% 用于人们的日常生活消费。造纸工业关联度大，涉及林业、农业、机械制造、化工、热电、交通运输、环保等产业，对上下游产业经济有一定的拉动作用。目前，在美国、加拿大、日本、芬兰、瑞典等发达国家，造纸工业已成为其国民经济的支柱产业之一。

纸及纸板的生产和消费水平，已成为衡量一个国家现代化水平和文明程度的重要标志之一。中国是造纸大国，同时也是消费大国，近年来产量增速始终高于消费量增速，供需矛盾逐步缓和（见图 1）；在结构上中高档产品的供求矛盾突出。目前，中国造纸总产量已经跃居世界第 2 位，仅次于美国。

根据 wind 资讯数据，2008 年国内纸张、纸浆的生产增速相比 2007 年有较大的放缓。自 2008 年 11 月起，国内纸业公司包括上市公司大多数发生亏损，与此同时成品纸的出口速度也下滑明显，甚至出现负增长。目前进口纸浆的价格已接近国内多数企业的制浆成本，导致国内纸浆的生产增速首次出现负增长，进口纸浆的增速有所加快。2008 年全国共生产机制纸及纸板 8391 万吨，同比增长 8.8%（低于 2007 年同期 18.1% 的增长）；其中生产新闻纸 461 万吨，同比增长 9.5%（低于 2007 年同期 18.1% 的增长）；生产书写纸 204 万吨，同比增长 3.7%

(远低于 2007 年同期 20.2% 的增长, 且 12 月份当月同比下降 47.0%); 生产箱板纸 1202 万吨, 同比增长 18.5% (高于 2007 年同期 17.0% 的增长)。2008 年全国共生产纸浆 2058 万吨, 同比下降 1.9% (远低于 2007 年同期 16.1 的增长, 且 12 月份当月同比下降 24.1%)。2008 年进口纸及纸板 357 万吨, 同比下降 11.2%; 其中新闻纸进口 1.47 万吨, 同比下降 2.2%。出口纸及纸板 412 万吨, 同比下降 13.5% (大大低于 2007 年同比 33.2% 的增长), 其中新闻纸出口 36.0 万吨, 同比下降 39.28%。2008 年 1~11 月国内整个造纸行业实现营业收入 3970.04 亿元左右, 同比增长 17.66%, 实现利润总额 228.22 亿元, 同比增长 17.51%。

图 1 中国纸品产量、消费量及增长率



资料来源：中国造纸协会 国家统计局

2008 年上半年, 造纸行业下游需求仍保持增长, 同期行业内新增产能有限并加大了淘汰落后产能力度, 市场整体供需状况进一步改善, 各细分纸品价格均有不同程度的提高, 行业整体收入规模和利润规模均有较大幅度的增长。根据国家统计局数据显示, 2008 年 1~5 月, 造纸行业营业收入和净利润同比增幅分别达到了 28.34% 和 61.65%; 进入 2008 年下半年, 由于受全球金融危机的影响以及造纸行业的终端客户出于减少库存的压力, 行业整体供求关系迅速发生逆转, 从 8 月份以来行业内出现量价齐跌的局面。主要原因是 2008 年上半年由于受奥运交通限行规定的影响, 许多出版社和生产企业加大了纸张采购量, 提高了储备水平, 透支

了 3 季度的部分需求量; 另一方面, 经济放缓也导致纸品需求放缓, 加剧了纸品需求量的下降。

2009 年以来, 随着国内宏观经济持续走弱, 在需求回落、高价库存无法消化的背景下, 国内造纸行业的景气程度也持续低迷, 行业内企业的经营压力逐步加大, 2009 年 1~2 月国内造纸行业实现销售收入 549.8 亿元, 较上年同期下降了 8.1%, 实现利润总额 14.3 亿元, 较上年同期下降了 52.9%。但在行业持续低位运行的同时, 行业整体经营环境有望在短期内出现反弹, 一方面行业内新的环保标准将于 2009 年 5 月 1 日开始实施, 新标准将从 COD、BOD、色度、排水量等方面对造纸企业的污水排放进行控制。相对于 2005 年以来执行的造纸企业废水排放标准, 新标准增加了色度、总氮、总磷等水污染物的排放限值, 大幅度提高了污染物排放控制水平, 将使业内的落后产能面临关停的境地, 这将有助于缓解行业内目前的供需压力; 另一方面经过最近几个月的去库存化过程, 行业整体库存水平下降, 部分纸品价格开始反弹, 且从 2 季度开始, 行业将进入传统的销售旺季, 下游需求有望得到提振。

随着金融危机对实体经济影响的逐步扩散, 中国宏观经济增长放缓, 为防止宏观经济增长出现过快回落, 国家相继出台了多项政策刺激宏观经济的发展, 其中包括轻工业调整振兴规划, 主要的内容一是国家将通过提高出口退税税率扩大纸品的出口量及国内消费量, 二是政府通过节能减排淘汰落后产能来缓和造纸行业目前的外部环境, 同时又通过信贷支持、贴息等方式鼓励造纸行业进行产业并购、转移及升级, 以此来提高造纸行业自身的竞争力。

总体看, 受累于国内外经济增长下滑的负面影响, 造纸行业整体景气度持续低迷, 行业内企业盈利状况出现恶化, 短期内新环保标准的实施和传统销售旺季的到来, 有望带动行业走势反弹, 但长期看, 行业景气程度的回升更多的将依赖于宏观经济的全面复苏。

三、经营管理分析

1. 经营分析

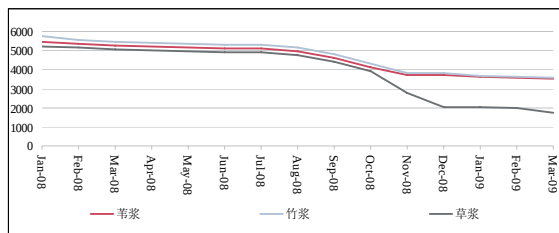
公司主营业务为机制纸、纸板等纸产品的生产和销售。2008 年上半年，随着国家节能降耗和环保减排政策，以及“十一五”规划对造纸企业淘汰落后产能等宏观政策的有力实施，通过加大对环保不达标企业和落后产能的关停力度，逐渐改变了纸产品的市场供需关系，同时受原材料成本上涨等多重因素驱动，公司多种产品均保持了不同幅度的价格提升；此外，受到“北京奥运效应”的影响，宏观经济处于快速发展的通道，由于造纸行业与宏观经济的高度正相关性，整个造纸行业也处于一个良好的发展环境中，表现在纸的需求明显增长，纸及纸浆的价格普遍处于高位；其次，人民币升值使得国内造纸企业进口纸浆、废纸及造纸设备会减少生产成本和财务费用，提高企业的盈利能力。受益于以上各因素，公司在 2008 年上半年经济效益大幅度增长。2008 年下半年，在需求萎缩和库存积压的情况下，国内大部分纸品的价格呈现明显的下滑趋势。针对新形势，公司管理层采取了相关措施：在原材料供应方面，由集团统一采购，降低采购成本；在生产方面，公司加大新产品开发力度，着力优化产品结构；在销售方面，公司采取灵活的销售策略，建立了防范业务风险制度。

原材料

公司原材料主要是木浆和废纸，木浆采购额约占总采购成本的 50%~60%。

国内芦浆、竹浆和草浆 2008 年第四季度价格大幅下降，2009 年第一季度价格处于低位盘整（详见图 2）。

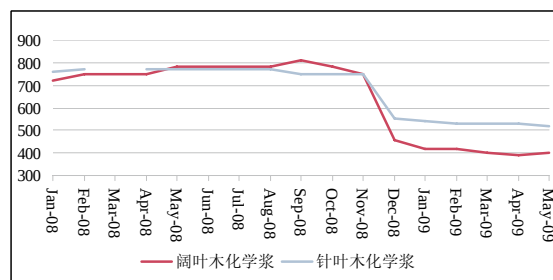
图 2 中国国内浆价情况（元/吨）



资料来源：Wind 资讯，联合资信整理

受全球经济危机影响，木浆需求疲软，进口木浆价格自 2008 年 11 月始大幅下降，2009 北美针叶浆的复产和南美阔叶浆的新增产能都将抑制国际木浆价格的复苏。

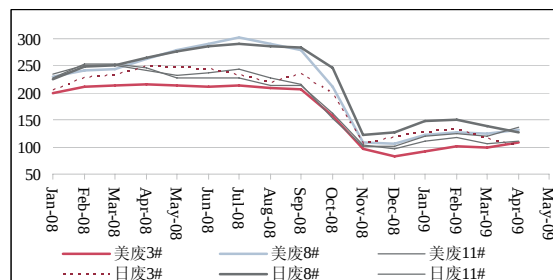
图 3 进口浆价情况（美元/吨）



资料来源：Wind 资讯，联合资信整理

受需求影响，废纸 2008 年第四季度价格大幅下滑，2009 年第一季度小幅反弹。

图 4 进口废纸价格情况（美元/吨）



资料来源：Wind 资讯，联合资信整理

公司 2008 年度向最大供应商的采购金额为 3.36 亿元，占公司 2008 年度采购总金额的 2.44%；向前五名最大供应商合计的采购金额为 14.03 亿元，占公司 2008 年度采购总金额的 10.17%。

公司自制浆比例已达到 75%~80%，但公司仍在积极向上游拓展。2008 年中期发行 H 股所募资金主要投向占地 300 万亩的湛江林纸项目，该项目达产后，公司有望获得 70 万吨的纸浆。由于金融危机，公司的湛江项目也推后进行，整个项目投产时间推迟到 2010 年底。截至 2008 年底，该项目已投入资金约 5.01 亿元，造纸原料林地建设面积已达到 60 万亩（其中到 2008 年底已依法领取林权证的造纸原料林地 26 万亩），湛江木浆项目的现场地面平整工作

已完成 70%，项目现场的附属设施围墙工程、引海排水工程设计、招标工作正在进行中，即将进入全面施工。与此同时，公司在湖北组建了两家林业公司（黄冈晨鸣林业发展有限责任公司和咸宁晨鸣林业发展有限责任公司），现已发展林地 100 万亩，进一步加快了林浆纸一体化发展步伐。

生产经营

跟踪期内，公司年产 9.8 万吨废纸脱墨浆项目、年产 12 万吨美术纸项目、吉林日产 300 吨化学浆生产线陆续投入运行，2007 年投入运行的年产 30 万吨超压纸项目、吉林晨鸣 18 万吨轻涂纸项目全面达产。

2008 年公司完成机制纸产量 317 万吨，比

2007 年增加 30 万吨，增长幅度 10.45%；实现营业收入为 1552959.34 万元（详见表 1、2），比 2007 年增加 36485.10 万元，增长幅度为 2.41%；主营业务成本 1255676.23 万元，比 2007 年增加 48228.09 万元，增加幅度 3.99%；实现营业利润及归属于母公司股东的净利润分别为 129277.17 万元、107529.17 万元，增长幅度 0.62%和 11.13%。产量及利润规模增长主要是由于公司年产 9.8 万吨废纸脱墨浆项目、年产 12 万吨美术纸项目、吉林日产 300 吨化学浆生产线在跟踪期内陆续投入运行，2007 年投入运行的年产 30 万吨超压纸项目、吉林晨鸣 18 万吨轻涂纸项目在跟踪期内全面达产，生产规模扩大所致。

表 1 公司 2008 年营业收入产品分布情况（单位：亿元）

产品	营业收入	比 2007 年增减	营业成本	比 2007 年增减	营业利润率	比 2007 年增减
轻涂纸	17.59	-6.94%	14.66	-4.64%	16.65%	-2.01%
双胶纸	20.60	-0.56%	15.84	-2.11%	23.10%	1.21%
书写纸	3.89	53.72%	3.08	57.92%	20.96%	-2.10%
铜版纸	26.11	12.96%	19.77	11.41%	24.30%	1.05%
新闻纸	21.33	7.64%	17.25	7.74%	19.10%	-0.08%
箱板纸	8.33	-9.10%	7.98	4.03%	4.24%	-12.09%
白卡纸	21.59	-8.20%	17.49	-9.42%	18.99%	1.09%

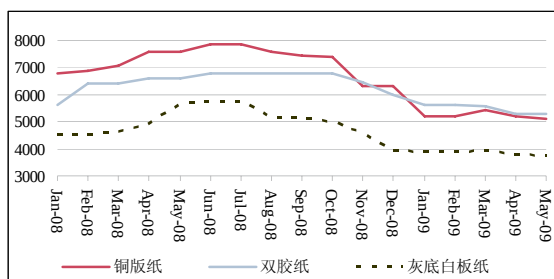
资料来源：公司审计报告

表 2 公司 2008 年营业收入行业分布情况（单位：亿元）

行业	营业收入	比 2007 年增减	营业成本	比 2007 年增减	营业利润率	比 2007 年增减
机制纸	145.74	5.18%	118.15	7.02%	18.93%	-1.39%
电力热力	2.36	-3.92%	1.99	8.67%	15.31%	-9.81%
建筑材料	5.13	-41.08%	4.44	-38.92%	13.33%	-3.06%
造纸化工用品	0.89	-3.66%	0.37	-19.44%	58.29%	8.17%
酒店业	0.24		0.08		65.40%	
其他	0.95	-7.18%	0.53	-32.05%	44.35%	20.36%
合计	155.30	2.41%	125.57	3.99%	19.06%	-1.23%

资料来源：公司审计报告

图5 纸品价格指数（元/吨）



资料来源：Wind 资讯，联合资信整理

市场营销

公司 2008 年度内向最大客户的销售金额为 1.93 亿元，占公司 2008 年度销售总金额的 1.24%；向前五名最大客户合计的销售金额为 7.68 亿元，占公司 2008 年度销售总金额的 4.94%。

跟踪期内，公司对营销策略进行了相应调整：所有产品按产品线实行专业化销售，加强与客户的沟通；加强新产品市场推广和开发，不断拓展新的市场空间；对员工考核方案进行调整，实行业绩与工资收入直接挂钩，调动了员工积极性；建立和完善业务风险防范管理制度，对发货、合同、回款、抵押、对帐等所有业务过程实施监督。

2. 节能减排

公司在生产系统实施了分质、分量、分工序、分工艺用水的科学方案，最大限度地进行循环利用，抄纸用水重复率达到 90%以上。跟在期内，启动了日处理 3 万立方中水回用工程，经处理后的污水全部回用于生产，污染物及排污总量减排 40%。在对厌氧处理污水过程中产生的沼气、电厂灰渣、造纸污泥回收利用的基础上，采用“双碱法”脱硫工艺对三台煤粉炉进行脱硫改造，每年可减少二氧化硫 7000 吨，年消化造纸碱回收白泥 17000 吨；启动 130t/h 循环硫化床垃圾焚烧炉，配套 12MW 单抽凝汽式汽轮发电机组，对树皮、木渣、锯末、油墨渣以及污泥等固体废弃物进行综合利用，实现经济效益与环境效益的双赢。

3. 管理分析

跟踪期内，公司实行生产、销售、管理联席会议制度，每月召集公司管理层及相关部门负责人、各子公司主要负责人、销售管理区首席代表以上干部参加联席会，对每个品种、每个机台的经济运行情况认真分析，查找和提出问题，针对问题逐项提出整改措施，对公司及各子公司暴露出的管理薄弱环节，专门成立技术、环保、节能及设备、调度、成本、电、安全等专业小组，加强专业化对口管理，协助公司及各子公司发现并解决经营中存在的问题，有效提高了整个公司管理水平。另外，公司根据中国证券监督管理委员会公告[2008]27 号文和山东证监局《关于做好加强上市公司治理专项活动自查阶段有关工作通知》、《关于进一步规范相关行为防止大股东占用上市公司资金问题复发的通知》（鲁证监公司字[2008]41 号）、《山东辖区防止大股东及关联方占用上市公司资金行为专项活动实施方案》（鲁证监公司字[2008]42 号）的要求，深入推进上市公司治理专项活动，并对公司治理方面存在的问题继续进行的自查和整改。于 2008 年 7 月 18 日公司第五届董事会第二次临时会议审议通过了公司关于治理整改情况说明以及关于建立《防范控股股东及关联方占用公司资金专项制度》的议案，从而进一步完善了法人治理结构。

四、财务分析

公司提供的 2008 年财务报表已经德勤华永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结论。公司 2009 年第一季度财务报表未经审计。

截至 2008 年底，公司（合并）资产总额 2629949.57 万元，所有者权益（其中含少数股东权益）1402177.47 万元；2008 年公司实现营业收入 1552959.34 万元，净利润 125954.15 万元。

截至 2009 年 3 月底，公司（合并）资产

总额 2776105.11 万元，所有者权益（其中含少数股东权益）1402716.42 万元；2009 年 1~3 月公司实现营业收入 287444.84 万元，净利润 538.82 万元。

1. 盈利能力

2008 年，公司实现营业收入 1552959.34 万元，较 2007 年增长 2.41%，营业收入继续保持小幅增长；2008 年公司营业成本为 1255676.23 万元，较 2007 年增长 3.99%，成本增长高于营业收入。

2008 年，公司营业利润、利润总额和净利润分别为 129277.17 万元、155533.93 万元和 125954.15 万元，较 2007 年分别增长 0.62%、4.43%和 3.36%。公司各项利润均有不同幅度增长，盈利规模较 2007 年有所上升。公司收入规模增长主要来自于部分生产线在跟踪期内陆续建成并投产，生产规模扩大所致。2008 年，公司营业外收入为 27436.62 万元，主要是当地政府为支持公司及子公司发展而给予的财政奖励资金及其他扶持金（合计 17625.93 万元）和缴纳的增值税享受即征即退的优惠（合计 3385.19 万元）；营业外支出为 1179.86 万元。

2008 年公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 19.06%、8.21%和 8.98%，较 2007 年的 20.26%、8.78%和 11.52%均有所下降。

2009 年 1~3 月，公司实现营业收入 287444.84 万元，同比下降 30.22%，同期，公司实现营业利润-517.68 万元，主营业务出现亏损。得益于营业外收入（政府补贴收入）的大幅增长，公司 2009 年第一季度实现利润总额和净利润分别为 1054.19 万元和 538.82 万元，分别同比下降 98.45%和 98.99%。

总体看，从 2008 年第四季度以来，全球金融危机已逐步波及到实体经济，造纸产业整体景气度下滑，公司盈利能力有所下降。公司 2008 年营业收入保持平稳增长趋势，利润规模有所上升，但受经济危机影响，公司 2009 年第

一季度主营业务出现亏损。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2008 年公司经营活动产生的现金流入 1685492.82 万元，经营活动产生的现金流出 1492078.74 万元，分别较 2007 年增长 8.46%和 4.96%。公司经营活动现金流量净额为 193414.08 万元，较 2007 年大幅增长，这主要是由于 2008 年公司收入增加，以及公司减少应收票据结算比例以及收到的财政补助增加所致。2009 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为-14904.28 万元，经营活动产生的现金净流量较 2008 年同期减少 127.59%，主要是由于销量降低及销售价格下降，同时收到的未到期票据增加。

从投资活动来看，2008 年公司投资活动产生的现金流入 5851.29 万元，投资活动现金流出 156236.35 万元，投资性现金流量净额-150385.05 万元。公司投资活动产生的现金净流出量较 2007 年大幅增加，主要是公司跟踪期内 12 万吨美术纸项目、子公司富裕晨鸣纸业有限责任公司在 2008 年度整体收购了黑龙江斯达纸业有限公司及黑龙江造纸厂、湛江项目以及其他技改项目投资增加所致。2009 年 1~3 月，公司投资活动产生的现金流净额为-17429.49 万元，投资活动产生的现金净流量较 2007 年同期降低 23.24%，主要是湛江项目支付土地款导致购建固定资产、无形资产支付的现金增加所致。

从筹资活动来看，2008 年筹资活动现金流入为 1060564.34 万元，流出为 894457.66 万元。筹资活动产生的现金净流量为 166106.68 万元，比 2007 年增加 423.80%，主要是公司于 2008 年 6 月 10 日及 2008 年 8 月 29 日分别发行了金额为 70000 万元及 120000 万元的短期融资券所致。

总体看，公司经营活动现金流量受到一定影响。近几年公司投资规模较大，公司对外融资规模较大，随着公司各项目陆续投产，公司

未来现金流入量有望保持稳定增长。

3. 资本及债务结构

截至 2008 年底,公司资产总额 2629949.57 万元(其中流动资产占 36.99%,非流动资产占 63.01%),较 2007 年底增长 19.48%,主要由于公司在 2008 年 6 月发行了 H 股,增加了货币资金所致。

截至 2008 年底,公司流动资产合计 972803.92 万元,较 2007 年增长 47.44%,主要是货币资金和存货增加所致。公司货币资金为 285341.81 万元(占比 29.33%),较 2007 年增长 285.27%,主要是由于公司发行 H 股收到募集资金及利息共计 27.28 亿元。公司存货为 339779.29 万元(占比 34.93%),从存货的构成来看,在产品的存货规模比较正常,原材料存货略高,而产成品库存(库存商品)则大幅增长。公司 2008 年存货较 2007 年增长 94.77%,这主要是受金融危机影响,纸制品市场价格 2008 年下半年回落且需求锐减,公司产销率下降,但公司在 2008 年 4 季度产品市场低迷时期,仍保持一定的开工水平,因此导致存货较高。

截至 2008 年底,公司非流动资产合计 1657145.66 万元,较 2007 年增长 7.52%。公司非流动资产主要由固定资产构成,占公司非流动资产 85.77%。固定资产为 1421344.18,较 2007 年增长 7.33%,主要是由于①12 万吨美术纸项目、山东御景大酒店工程、9.8 万吨废纸脱墨浆项目等在建工程项目转固,增加固定资产;②子公司富裕晨鸣纸业有限责任公司本年整体收购了黑龙江斯达纸业公司及黑龙江造纸厂的固定资产,使固定资产增加。

截至 2009 年 3 月底,公司资产总额 2776105.11 万元,其中变动较大的科目主要是:①货币资金较 2008 年底增长 38.38%,主要是由于公司 2009 年 1~3 月份贴现票据影响;②应收票据增长 47.44%,主要是由于公司进口原料增加,对外支付票据相应减少,应收票据增加。总体来看,跟踪期内,公司资产规模稳定

增长。

截至 2008 年底,公司所有者权益为 1402177.47 万元,较 2007 年增长 32.52%,主要由于公司公开发行 35570 万股 H 股增加了股本及所收到的募集资金扣除发行费用及股本后,增加公司资本公积人民币 235549.19 万元所致。

截至 2008 年底,公司负债总额为 1227772.11 万元,其中流动负债和非流动负债分别占 66.75%和 33.25%,债务结构适宜。公司流动负债主要由短期借款(18.51%)、应付账款(32.24%)、一年内到期的非流动负债(12.67%)和应付短期融资券(23.70%)构成;非流动负债主要为长期借款(98.45%)。跟踪期内,公司流动负债增长较快,非流动负债基本维持稳定。

受益于公司 H 股成功发行,公司债务负担较 2007 年底有所减轻。截至 2008 年底,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 46.68%、38.78%和 22.28%,较 2007 年均有所下降。

截至 2009 年 3 月底,公司所有者权益基本维持稳定,为 1402716.42 万元,同期负债总额为 1373388.69 万元;2009 年 3 月底,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 49.47%、42.87%和 24.14%,公司债务负担有所加重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,受募集资金到位影响,公司流动比率和速动比率整体均大幅上升,截至 2008 年底,公司流动比率、速动比率分别为 118.70%和 77.24%,较 2007 年底 89.56%和 65.88%上升幅度较大。2008 年,公司经营现金流动负债比率为 23.60%,较 2007 年上升 5.63 个百分点,经营现金流对流动负债的保障能力有较大幅度增强。2009 年 3 月底,公司流动比率和速动比率分别为 124.16%和 87.44%,公司短期偿债能力明显增强。

从长期偿债能力指标看,2008 年公司

EBITDA 为 31.77 亿元,较 2007 年增长 6.43%;2008 年底,公司 EBITDA 利息倍数由 2007 年的 6.60 倍上升为 6.87 倍,EBITDA 对利息支出的保护能力有所增强;2008 年底公司全部债务/EBITDA 为 2.80 倍,EBITDA 对全部债务保护能力继续增强。

截至 2008 年底,公司现金类资产为 38.27 亿元,是“08 鲁晨鸣 CP01”和“08 鲁晨鸣 CP02”合计的 2.04 倍,现金类资产对存续期债券的保护能力强。2008 年公司经营活动现金流入量为 168.55 亿元,经营活动现金流量净额为 19.34 亿元,对“08 鲁晨鸣 CP01”和“08 鲁晨鸣 CP02”合计的保护倍数分别为 8.87 倍和 1.02 倍。整体看公司对存续债券保护能力强。

总体看,公司长短期偿债能力强。

跟踪期内,公司未对外提供担保(不包括为控股子公司提供担保)。截止 2008 年底,公司为所属控股子公司提供担保 78409.44 万元,占归属于母公司股东净资产的 6.40%。

截至 2009 年 3 月底,公司从中国银行、农业银行和建设银行等多家银行获得综合授信总额为 173.2 亿元,其中未使用额度为 114.9 亿元,公司间接融资渠道畅通。公司为上市公司,直接融资渠道较为畅通。

综合考虑,联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“08 鲁晨鸣 CP01”和“08 鲁晨鸣 CP02” A-1 的信用级别。

附表 1-1 2006~2009 年 3 月资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 3 月
流动资产：				
货币资金	74062.18	285341.81	285.27	394856.78
交易性金融资产	595.55			
应收票据	167668.41	97400.98	-41.91	143604.61
应收账款	166002.07	175240.93	5.57	173232.63
预付款项	57401.48	46252.63	-19.42	61490.06
应收利息				
应收股利				
其他应收款	19616.27	13588.96	-30.73	13269.14
存货	174449.26	339779.29	94.77	336638.83
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产		15199.30		15031.59
流动资产合计	659795.22	972803.92	47.44	1138123.65
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资	9628.99	9267.38	-3.76	8874.16
投资性房地产	2990.3	2816.47	-5.81	2787.50
固定资产	1324315.6	1421344.18	7.33	1387843.42
在建工程	90475.36	43137.93	-52.32	51426.99
工程物资	4443.32	4207.99	-5.30	5799.27
消耗性生物资产	9215.99	30121.27	226.84	33741.67
无形资产	82230.18	127707.66	55.31	127742.82
开发支出				
商誉	2028.38	2028.38		2028.38
长期待摊费用	5651.32	3722.77	-34.13	4830.92
递延所得税资产	10336.16	12791.64	23.76	12906.33
其他非流动资产				
非流动资产合计	1541315.61	1657145.66	7.52	1637981.46
资产总计	2201110.83	2629949.57	19.48	2776105.11

附表 1-2 2006~2009 年 3 月资产负债表（负债与所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 3 月
流动负债：				
短期借款	359400.01	151694.50	-57.79	317033.17
交易性金融负债		19.89		19.89
应付票据	13005.63	36762.76	182.67	38681.44
应付账款	165670.7	264230.82	59.49	236194.06
预收款项	17028.66	10169.36	-40.28	13713.08
应付职工薪酬	23488.02	19020.91	-19.02	20669.06
应交税费	10244.45	4996.60	-51.23	4979.23
应付利息				
应付股利	3.61	3.61	-0.03	3.61
其他应付款	30505	34622.62	13.50	34854.18
一年内到期的非流动负债	66774.64	103812.52	55.47	53821.37
应付短期融资券		194187.44		196657.44
其他流动负债	50621.29			
流动负债合计	736742.01	819521.03	11.24	916626.52
非流动负债：				
长期借款	405619.47	401925.08	-0.91	446423.54
应付债券				
长期应付款				
递延收益	83	5682.84	6746.79	9695.47
递延所得税负债	610.39	643.15	5.37	643.15
其他非流动负债				
非流动负债合计	406312.85	408251.07	0.48	456762.17
负债合计	1143054.86	1227772.11	7.41	1373388.69
所有者权益：				
实收资本（或股本）	170634.59	206204.59	20.85	206204.59
资本公积	373799.19	609348.38	63.01	609348.38
减：库存股				
盈余公积	72374.29	82547.69	14.06	82547.69
未分配利润	257665.03	327719.28	27.19	328503.90
外币报表折算差额	30.39	87.95	189.40	88.08
归属于母公司所有者权益合计	874503.5	1225907.89	40.18	1226692.64
少数股东权益	183552.47	176269.58	-3.97	176023.78
所有者权益合计	1058055.97	1402177.47	32.52	1402716.42
负债和所有者权益总计	2201110.83	2629949.57	19.48	2776105.11

附表 2 2006~2009 年 3 月利润及利润分配表
 (单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 3 月
一、营业收入	1516474.25	1552959.34	2.41	287444.84
减: 营业成本	1207448.15	1255676.23	3.99	259735.24
营业税金及附加	1785.44	1258.24	-29.53	324.34
销售费用	78328.93	70559.56	-9.92	14516.74
管理费用	53082.09	56119.45	5.72	17054.19
财务费用	39216.31	28713.65	-26.78	9305.03
资产减值损失	10219.86	9312.53	-8.88	-13366.23
加: 公允价值变动收益 (损失以“—”号填列)	3037.09	265.67	-91.25	
投资收益 (损失以“—”号填列)	-946.16	-2308.18	143.95	-393.22
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益				
汇兑收益 (损益以“—”号添列)				
二、营业利润 (亏损以“—”号填列)	128484.4	129277.17	0.62	-517.68
加: 营业外收入	23221.81	27436.62	18.15	1942.20
减: 营业外支出	2772.59	1179.86	-57.45	370.33
其中: 非流动资产处置损失				
三、利润总额 (亏损总额以“—”号填列)	148933.62	155533.93	4.43	1054.19
减: 所得税费用	27079.5	29579.79	9.23	515.37
四、净利润 (净亏损以“—”号填列)	121854.12	125954.15	3.36	538.82
其中: 归属于母公司所有者的净利润	96763.62	107529.17	11.13	784.62
少数股东损益	25090.5	18424.97	-26.57	-245.80
五、每股收益:				
(一) 基本每股收益		0.57		
(二) 稀释每股收益				

附表 3-1 2006~2009 年 3 月现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 3 月
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	1534693.32	1658397.85	8.06	200060.68
收到的税费返还	7537.3	3385.19	-55.09	410.86
收到其他与经营活动有关的现金	11808.5	23709.78	100.79	6645.63
经营活动现金流入小计	1554039.12	1685492.82	8.46	207117.17
购买商品、接受劳务支付的现金	1181190.54	1212317.56	2.64	186433.91
支付给职工以及为职工支付的现金	48712.67	69657.48	43.00	12018.30
支付的各项税费	103912.41	131293.56	26.35	13837.41
支付其他与经营活动有关的现金	87797.19	78810.14	-10.24	9731.84
经营活动现金流出小计	1421612.81	1492078.74	4.96	222021.45
经营活动产生的现金流量净额	132426.31	193414.08	46.05	-14904.28
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金				
取得投资收益收到的现金		8.59		0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	1574.61	60.38	-96.17	71.81
收到其他与投资活动有关的现金		5782.32		3500.00
投资活动现金流入小计	1574.61	5851.29	271.60	3571.81
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	88402.21	154279.88	74.52	20901.29
投资支付的现金	10872.55	1956.46	-82.01	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额				100.00
投资活动现金流出小计	99274.76	156236.35	57.38	21001.29
投资活动产生的现金流量净额	-97700.15	-150385.05	53.93	-17429.49
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	3755.4			
取得借款收到的现金	807626.72	600205.15	-25.68	334518.90
发行债券收到的现金	49696.5	189240.00	280.79	
筹资活动现金流入小计	861078.62	1060564.34	23.17	334518.90
偿还债务支付的现金	613710.14	754663.04	22.97	185086.19
偿还短期融资券所支付的现金	89753.48	50000.00		
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	200000	85890.26	-57.05	7536.91
支付其他与筹资活动有关的现金	8914.63	3904.36	-56.20	0.00
筹资活动现金流出小计	912378.25	894457.66	-1.96	192623.09
筹资活动产生的现金流量净额	-51299.63	166106.68	423.80	141895.81
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-475.92	-1760.44	269.90	-47.08
五、现金及现金等价物净增加额	-17049.39	207375.27	-1316.32	109514.97
加: 期初现金及现金等价物余额	78432.04	61382.65	-21.74	285341.81
六、期末现金及现金等价物余额	61382.65	268757.92	337.84	394856.78

附表 3-2 2006~2008 年现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

补充资料	2007 年	2008 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量:			
净利润	121854.12	125954.15	3.36
加: 资产减值准备	10219.86	9312.53	-8.88
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	100852.56	112329.86	11.38
投资性房地产折旧	169.22	173.83	2.72
无形资产摊销	2101.13	2478.50	17.96
长期待摊费用摊销	1358.06	1047.91	-22.84
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“-”号填列)	974.83	121.94	-87.49
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)			
公允价值变动损失(收益以“-”号填列)	-4823	-265.67	-94.49
财务费用(收益以“-”号填列)	-3037.09	28964.49	-1053.69
投资损失(收益以“-”号填列)	34948.51	2308.18	-93.40
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	946.16	-2410.55	-354.77
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)	-6523.16	32.77	-100.50
存货的减少(增加以“-”号填列)	610.39	-197161.08	-32400.84
消耗性生物资产减少(减: 增加)		-20525.56	
企业取得少数股权投资成本可辨认净资产公允价值产生的损益	-28677.42	-2820.94	
企业取得子公司的投资成本可辨认净资产公允价值产生的损益	-2404.09	-6.05	
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	-90964.97	63197.18	-169.47
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	-5178.79	70682.61	-1464.85
其他			
经营活动产生的现金流量净额	132426.31	193414.08	46.05
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:			
债务转为资本	181515.14		
一年内到期的可转换公司债券			
融资租入固定资产			
3.现金及现金等价物净变动情况:			
现金的期末余额	61382.65	268757.92	337.84
减: 现金的期初余额	78432.04	61382.65	-21.74
加: 现金等价物的期末余额			
减: 现金等价物的期初余额			
现金及现金等价物净增加额	-17049.39	207375.27	-1316.32

附件 4 主要财务计算指标

项 目	2007 年	2008 年	2009 年 3 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	5.06	11.39	--
存货周转次数(次)	6.73	7.39	--
总资产周转次数(次)	0.71	1.18	--
盈利能力			
营业利润率(%)	20.26	19.06	9.53
总资本收益率(%)	8.78	8.21	--
净资产收益率(%)	11.52	8.98	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	27.71	22.28	24.14
全部债务资本化比率(%)	44.40	38.78	42.87
资产负债比率(%)	51.93	46.68	49.47
偿债能力			
流动比率(%)	89.56	118.70	124.16
速动比率(%)	65.88	77.24	87.44
经营现金流动负债比率(%)	17.97	23.60	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.60	6.87	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.83	2.80	--

附件 5 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率*	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入 / 平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润 / 主营业务收入净额×100%
营业利润率*	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / 利息支出
本期债券偿债能力	
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额 / 本期债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期债券到期偿还额
现金偿债倍数	(现金+现金等价物) / 本期债券到期偿还额

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

全部债务= (长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

标*的指标为新会计准则下对应的指标

附件 6 企业主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，企业主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	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	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	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	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用评级设置及其含义同企业主体长期信用等级。

附件 7 短期融资券信用等级的定义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息