

# 信用等级公告

联合[2008] 135 号

---

联合资信评估有限公司通过对山东晨鸣纸业集团股份有限公司信用状况进行综合分析和评估, 确定

山东晨鸣纸业集团股份有限公司  
企业主体长期信用等级为  
AA

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零零八年五月二十三日



---

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)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lianheratings.com.cn>

# 山东晨鸣纸业集团股份有限公司

## 企业主体长期信用评级分析报告

评级结果：AA

评级展望：稳定

评级时间：2008年5月23日

### 财务数据

| 项 目            | 2005年  | 2006年  | 2007年  | 08年3月  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 资产总额(亿元)       | 179.69 | 205.48 | 220.11 | 225.18 |
| 所有者权益(亿元)      | 54.66  | 60.10  | 105.81 | 109.85 |
| 长期债务(亿元)       | 37.97  | 69.25  | 40.56  | 40.91  |
| 全部债务(亿元)       | 86.46  | 105.47 | 84.48  | 79.78  |
| 营业收入(亿元)       | 97.22  | 118.14 | 151.65 | 41.19  |
| 净利润(亿元)        | 6.02   | 6.03   | 12.19  | 6.79   |
| EBITDA(亿元)     | 19.17  | 23.09  | 29.85  | --     |
| 营业利润率(%)       | 20.01  | 18.74  | 20.26  | 21.37  |
| 净资产收益率(%)      | 11.02  | 10.03  | 11.52  | --     |
| 资产负债率(%)       | 59.99  | 62.29  | 51.93  | 51.21  |
| 全部债务资本化比率(%)   | 54.60  | 57.64  | 44.40  | 42.07  |
| 流动比率(%)        | 81.19  | 102.04 | 89.56  | 94.23  |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 4.51   | 4.57   | 2.83   | --     |
| EBITDA利息倍数(倍)  | 7.67   | 5.20   | 6.60   | --     |

注：公司从2007年开始执行新会计准则，主营业务收入和所有者权益等科目已作相应调整，2008年3月报表未经审计。

### 分析师

张晓斌

电话：010-85679696-8839

邮箱：zhxb@lianheratings.com.cn

孙 炜

电话：010-85679696-8870

邮箱：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

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对山东晨鸣纸业集团股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为国内最大的国有控股造纸企业，在行业地位、生产规模、技术水平、盈利能力等方面具备的优势。同时，联合资信也关注到行业竞争激烈、原材料价格上涨、投资规模大等因素对公司造成的影响。

未来几年，随着公司在建项目的完成以及完善上游原材料供应基地的建设，公司收入及盈利能力有望进一步提高。联合资信对公司评级展望为稳定。

### 优势

1. 近几年，中国造纸行业整体发展良好，并且是近年投资的重点，行业发展前景良好。
2. 公司拥有较强的规模及技术优势。
3. 公司主营业务稳步增长，盈利能力较强。
4. 随着原材料资源进入收益期，公司综合竞争力及盈利能力将得到进一步提升。
5. 公司计划发行30亿港元H股。

### 关注

1. 造纸行业属于完全竞争行业，企业经营压力较大。
2. 国际市场木浆及美废等原材料价格波动在未来三年仍将对国内造纸业利润产生影响。
3. 未来几年公司投资规模大。

## 信用评级报告声明

- 除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与山东晨鸣纸业集团股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与山东晨鸣纸业集团股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 联合资信与评估人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因山东晨鸣纸业集团股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由山东晨鸣纸业集团股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。
- 山东晨鸣纸业集团股份有限公司企业主体长期信用等级自 2008 年 5 月 23 日至 2009 年 5 月 22 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内山东晨鸣纸业集团股份有限公司的主体长期信用等级有可能发生变化。

## 一、发债主体概况

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境内上市外资股（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。截至 2007 年底，公司股本总数 136567.02 万股，其中寿光晨鸣控股有限公司（以下简称“晨鸣控股”）持有公司 19.26% 股权，为公司第一大股东，公司无其他持有公司 5% 以上股份的股东。公司实际控制人为寿光市国有资产管理局。

公司经营范围：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、销售等。截至 2007 年底，公司内设公司办公室、党群部、资本运营部、经营企划部、采购部、财务部、规划发展部、审计部、人力资源部、信息部等 17 个职能部门，拥有全资子公司 7 家，控股子公司 8 家（详见附件 5），拥有 300 多万吨机制纸生产能力；拥有员工 15312 人。

截至 2007 年底，公司资产总额 2201110.83 万元，所有者权益（含少数股东权益）1058055.97 万元；2007 年实现营业收入 1516474.25 万元，净利润 121854.12 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。

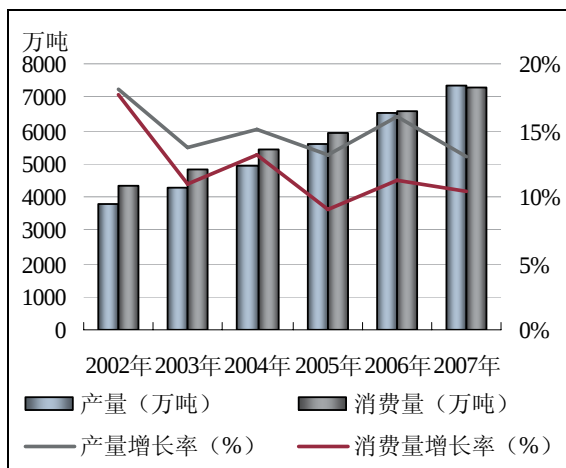
## 二、行业分析

公司主营纸制品生产和销售，属于造纸行业。

### 1. 行业现状

造纸业属于成长性基础原材料工业，其产业影响关联度大，最显著的特点是资本密集和资源约束。造纸工业还是衡量一个国家文明和现代化程度的标尺，环保政策和循环经济是推动纸业技术研发的主要因素。近年中国造纸业取得了快速发展，2007 年中国纸及纸板产量 7350 万吨，消费量 7290 万吨，全国纸及纸板生产企业约有 3500 家。全国纸及纸板生产量 7350 万吨，较上年 6500 万吨增长 13.08%；消费量 7290 万吨，较上年 6600 万吨增长 10.45%，人均年消费量为 55 千克，比上年增长 5 千克。2007 年比 2000 年生产量增长 140.98%，消费量增长 103.92%。2000 年～2007 年，纸及纸板生产量年均增长 13.39%，消费量年均增长 10.72%，均高于同期我国国民经济 GDP 年均增长率。纸制品行业的生产量和消费量均居世界第二位。

图1 中国造纸产量、消费量及增长率



数据来源：中国造纸协会

中国经济持续快速的发展将为造纸工业的发展提供有力支撑，根据纸及纸板消费量指数与 GDP 指数的相关性分析，并综合考虑影响国

民经济发展的有关不确定因素和相关产业的发展前景，预计2010年纸及纸板的消费量将从2005年的5930万吨增长到8500万吨左右，国内自给率保持在90.0%左右，人均消费量由45千克增至62千克，超过2005年世界人均消费水平的56.3千克。

中国造纸企业虽然数量众多，但平均产能只有1.8万吨，不论是从规模还是竞争力都无法和国际造纸巨头相比。同时，大部分中国造纸企业的产品集中在中低档，市场竞争激烈，而高端市场大部分被外资企业占据，国内造纸企业的产品结构不合理状况较为突出。

## 2. 造纸主要子行业

根据纸和纸板的用途，可以分为文化纸、包装纸、生活用纸、特种用纸等几种。

### 文化纸

文化纸包括未涂布印刷书写纸、涂布纸（主要是铜版纸、轻涂纸）和新闻纸等，主要用于印刷。印刷书写纸主要用作办公、杂志和书籍用纸，出版业的发展和办公自动设备的出现，使印刷书写纸市场需求量不断上升。2007年末涂布印刷书写纸生产量1340万吨，较2000年增长103%，年均增长11%；2007年末涂布印刷书写纸消费量1332万吨，较2000年增长105%，年均增长11%。

涂布纸包括铜板纸，轻涂纸等，应用范围主要集中在一些高档杂志、插图、画报、商业广告插页、商品宣传册等。随着近几年的发展，国内铜版纸生产能力和产品质量迅速提高并且已逐步在国内市场占主导地位。

新闻纸主要用于报业。2007年新闻纸生产量450万吨，较2000年增长210%，年均增长17.56%；2007年新闻纸消费量393万吨，较2000年增长137%，年均增长13%。随着中国报纸出版业的发展，新闻纸的消费量迅速增长。2005年以来，由于报刊广告不景气和互联网行业的冲击，新闻纸需求增速开始放缓。

目前国内铜版纸生产能力已超过300万吨，

除满足国内需求外部分产品已开始销往国外。2007年涂布纸净出口84万吨，铜板纸净出口53万吨，新闻纸净出口57万吨。

### 包装纸

包装纸包括白纸板、箱纸板、瓦楞原纸等，主要应用于工业产品运输包装，食品、礼品及各种产品的保护或外观包装。纸包装属于绿色包装，不仅有使用价值，而且有回收利用再生价值。随着下游食品服装等消费品行业与出口不断增长，以及全社会重视环境保护，箱板纸行业的发展前景良好。根据国际咨询机构RISI的分析预测，未来我国箱板纸消费量年均增长额在150万吨以上。

白板纸（含白底白板纸、灰底白板纸和涂布白卡纸）属于包装纸中的高档用纸，原料以木浆为主，广泛用于各种产品（如卷烟、化妆品、医药等）的包装。近年来随着国内包装业的迅速发展，白板纸消费量和产量一直保持高速增长，2007年白板纸生产量1050万吨，较2000年增长275%，年均增长21%；2007年白板纸消费量1062万吨，较2000年增长177%，年均增长16%。

箱纸板和瓦楞原纸为普遍的包装用纸，所用的纤维原料以废纸和非木材纤维原料为主。瓦楞纸板是由箱纸板和经过起楞的瓦楞原纸粘合而成的。2007年箱纸板生产量1360万吨，较2000年增长240%，年均增长19%；2007年箱纸板消费量1438万吨，较2000年增长181%，年均增长16%。2007年瓦楞原纸生产量1340万吨，较2000年增长135%，年均增长13%；瓦楞原纸消费量1354万吨，较2000年增长102%，年均增长11%。

箱板纸和瓦楞纸为中国造纸行业中少数需求增长快、存在明显供需缺口的产品之一。近年来，中国箱板纸的消耗量一直超过其生产量，由于供需缺口大，我国每年都需要大量进口高档箱板纸来弥补，2007年箱板纸净进口量78万吨，瓦楞原纸净进口量14万吨。

### 3. 原材料

造纸原材料主要为木浆、废纸、非木浆等，原材料一般占造纸业成本的65%左右。由于造纸产能的迅速扩张，中国对纸浆的需求也出现快速增长。据中国造纸协会统计，2007年全国纸浆生产总量5935万吨，较上年5204万吨增长14.05%。

在三大原材料中，非木浆曾是中国造纸业最主要的原料。然而从世界造纸强国的发展历史来看，使用木浆则是造纸业发展的趋势。在实际生产中，造纸企业为提高纸张产品档次和减少污染，大幅增加了木浆用量，同时废纸浆用量的增长速度迅猛。据中国造纸协会统计，2007年全国纸浆消耗总量6769万吨，较上年5992万吨增长12.97%，其中木浆1450万吨，较上年增长9.68%，比例占22%，与上年持平；非木浆1302万吨，较上年增长0.93%，比例占19%，较上年下降3个百分点（参见表1）。

表1 中国造纸工业纸浆消耗结构

| 品种(万吨)   | 2006年 | 2007年 | 同比增长(%) |
|----------|-------|-------|---------|
| 木浆       | 1322  | 1450  | 9.68    |
| 其中：进口木浆  | 796   | 845   | 6.16    |
| 废纸浆      | 3380  | 4017  | 18.85   |
| 其中：进口废纸浆 | 1570  | 1805  | 14.97   |
| 非木浆      | 1290  | 1302  | 0.93    |
| 总量       | 5992  | 6769  | 12.97   |

数据来源：中国造纸协会

在纸浆消费结构逐步改善的同时，中国纸浆产量结构却遭遇瓶颈。中国天然林资源匮乏，用于造纸原料的速生林起步较晚，目前还未形成规模，大量木浆需要依靠进口。2007年全国纸浆生产总量5935万吨，较上年5204万吨增长14.05%；废纸浆4017万吨，较上年增长18.85%，比例占59%，较上年增加3个百分点。木浆中，进口木浆比例下降1个百分点；废纸浆中，进口废纸浆比例上升1个百分点，国产废纸浆比例上升2个百分点；非木浆中，稻麦草浆比例比上年下降2.6个百分点，下降幅度较大，竹浆、蔗渣浆比例比上年略有上升，其消耗量均比上年有所增加。2007年纸浆总消耗量比2000年增长

141%，其中国产纸浆消耗，2007年比2000年增长141%。总体看，目前国内造纸原料呈现过度依赖国际市场的局面。

### 4. 行业关注

#### 环境保护

造纸行业是高污染行业，对环境的影响大。根据国家环境保护总局统计，造纸工业2006年废水排放量为37.4亿吨，占全国工业废水总排放量的17.98%。废水排放达标量为33.6亿吨，占废水排放总量的89.8%。排放废水中化学需氧量（COD）为155.3万吨，占全国工业COD总排放量的33.6%，比上年减排4.4万吨。

根据2007年10月23日《国家发展改革委、环保总局关于做好淘汰落后造纸、酒精、味精、柠檬酸生产能力工作的通知》，造纸行业主要淘汰年产3.4万吨以下草浆生产装置、年产1.7万吨以下化学制浆生产线、排放不达标的年产1万吨以下以废纸为原料的纸厂。“十一五”期间中国计划淘汰落后产能650万吨，减排COD总量的60%以上。

由于国家环保政策的趋严，造纸企业的环境支出成本将加大，不符合环保要求的中小纸厂将被淘汰，符合环保条件的大型造纸企业将从中受益。

#### 生产布局与行业集中度

按照中国大、中、小型企业划分标准，2007年在3465家规模以上造纸企业中，大中型造纸企业404家占11.7%，小型企业3061家占88.3%；2007年我国东部地区12个省（区）市，纸及纸板产量占全国纸及纸板产量比例为74.6%，是中国造纸工业的主要生产区域。总体看，中国制浆造纸企业数量多、规模小、布局分散的局面。

未来，中国造纸工业的发展将逐步实现以木纤维、废纸为主，非木纤维为辅的多元化原料结构目标，同时要与环境协调发展，充分考虑纤维资源、水资源、环境容量、市场需求、交通运输等条件，实现“由北向南”调整，形成合理的产业新布局。

表2的数据显示,中国前10家造纸企业的集中度在近年逐年提高,并出现了7家年产量超过100万吨的企业(表3),2007年中国前10名造纸企业在总产量和总销售收入中的占比分别为24.47%和24.42%。但与造纸业国际前50强比较,国内企业规模仍然偏小,产业集中度有待进一步提高。由于环保政策的严格执行,行业集中的速度呈现加快趋势。

《造纸产业发展政策》在支持国内企业通过兼并、联合、重组和扩建等形式形成大型企业突出、中小企业比例合理的产业组织结构的同时,避免行业垄断,规定单一企业(集团)单一纸种国内市场占有率超过35%,不得再申请核准或备案该纸种建设项目;单一企业(集团)纸及纸板总生产能力超过当年国内市场消费总量的20%,不得再申请核准或备案制浆造纸项目。

表2 2004年~2007年中国前10名造纸企业行业集中度

| 项目            | 2004年 | 2005年 | 2006年 | 2007年 |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 行业总产量(万吨)     | 4950  | 5930  | 6500  | 7350  |
| 前10名企业产量(万吨)  | 910   | 1176  | 1479  | 1799  |
| 占行业总产量比例(%)   | 18.38 | 19.82 | 22.75 | 24.47 |
| 行业销售收入(亿元)    | 2009  | 2546  | 3038  | 3680  |
| 前10名企业总收入(亿元) | 439   | 639   | 775   | 899   |
| 占行业收入比例(%)    | 21.85 | 25.10 | 25.51 | 24.43 |

数据来源:中国造纸协会,联合资信

表3 2006年~2007年重点造纸企业产量(单位:万吨)

|     | 生产企业名称         | 2006年  | 2007年  |
|-----|----------------|--------|--------|
| 1.  | 玖龙纸业(控股)有限公司   | 301.40 | 382.43 |
| 2.  | 山东晨鸣纸业集团股份有限公司 | 237.78 | 287.00 |
| 3.  | 理文造纸有限公司       | 155.23 | 237.00 |
| 4.  | 金东纸业(江苏)有限公司   | 205.00 | 220.22 |
| 5.  | 华泰集团有限公司       | 120.72 | 150.56 |
| 6.  | 山东太阳纸业股份有限公司   | 118.67 | 143.63 |
| 7.  | 宁波中华纸业有限公司     | 120.02 | 138.28 |
| 8.  | 湖南泰格林纸集团       | 75.94  | 87.03  |
| 9.  | 芬欧汇川(成熟)纸业有限公司 | 78.08  | 81.00  |
| 10. | 山东博汇纸业股份有限公司   | 65.78  | 72.22  |

数据来源:中国造纸协会(宁波中华纸业有限公司的产量统计含宁波亚洲浆纸业有限公司)

## 林纸一体化

针对中国不合理的造纸原料结构,解决造纸业可持续发展的瓶颈问题,2007年10月15日国家发展改革委颁布实施的《造纸产业发展政策》明确提出:到2010年,力争实现建设造纸林基地500万公顷、新增木浆生产能力645万吨的目标,实现造纸工业与林业共同发展。国家鼓励现有林场及林业公司与国内制浆造纸企业共同建设造纸原料林基地,鼓励发展商品木浆项目,支持国内有条件的企业到国外建设造纸林基地和制浆造纸项目。同时限制木片、木浆和非木浆出口,在取消出口退税的基础上加征出口关税。目前林纸一体化发展已经成为全社会共识,一批林纸一体化工程项目也开始有序实施。

## 人民币升值

中国自2005年7月对人民币实施汇率改革,截至2008年3月17日,人民币升值幅度已超过14.52%,而且,人民币仍有升值的压力。人民币升值将从两个方面影响中国造纸行业:

①降低原材料进口成本。中国造纸业对进口纸浆及废纸的依赖比较大,在纸的生产成本中,以废纸为原料的企业废纸成本占生产成本的50%~60%,以木浆为原料的企业木浆成本约占生产成本的65%~70%,人民币升值将直接降低木浆、废纸的进口成本。

②中国大多数纸张品种生产和消费之间仍存在缺口,需要依靠进口来满足部分需求。从产品构成来看,进口依赖较高的产品主要集中于以木浆为原料的高档文化用纸和高档包装纸,人民币升值将降低这类纸在国内市场的销售价格。

总的来看,造纸产业是与国民经济和社会事业发展关系密切的基础原材料产业,是具有可持续发展特点的重要产业。近年来中国经济持续快速的发展将为中国造纸工业发展提供有力支撑,预计“十一五”期间中国造纸工业仍将保持较快增长。同时中国制浆造纸企业目前集中度低、原料依赖进口、环境影响大的现状

将促使造纸企业进行较大规模地整合。

### 三、基础素质

#### 1. 企业规模

公司主营业务为机制纸、纸板等纸产品的生产和销售。经过近50年的发展，公司拥有8条国际一流的造纸生产线和15条具有国内领先的造纸生产线，生产规模达到300多万吨，具备于国际造纸企业相抗衡的规模。公司产品包括文化用纸、报刊用纸和包装用纸三大类，书写纸、双胶纸、轻涂纸、新闻纸、铜版纸、白卡纸、箱板纸、办公用纸、特种纸等9大系列200多个品种的产品结构。截至2007年底，公司拥有45个销售分公司和办事处的全国性营销网络。

#### 2. 人员素质

截至 2007 年底，公司拥有高级管理人员 11 人，大多在公司任职多年，具有丰富的行业从业经历和较高的专业水平。

公司董事长陈洪国先生，现年 43 岁，中共党员，毕业于山东轻工学院，高级经济师，全国五一劳动奖章获得者，全国轻工系统十佳杰出青年岗位能手、湖北省优秀青年企业家、山东省富民兴鲁劳动奖章获得者、山东省优秀企业家。陈洪国先生 1987 年加入公司，历任车间主任、分厂厂长、副总经理、公司董事、武汉晨鸣汉阳纸业股份有限公司董事长等职务。

公司总经理尹同远先生，现年 50 岁，中共党员，毕业于山东轻工学院，高级工程师，山东省优秀企业家，全国轻工系统劳动模范，尹同远先生 1982 年加入公司，历任车间主任、技术处长、副厂长、常务副厂长、公司副董事长、总经理。

截至 2007 年底，公司拥有在职员工 15312 人。从学历构成看，本科以上学历占 4.81%，大专学历占 11.76%，中专学历占 22.33%，高中及以下学历占 61.10%；从岗位构成看，生产人

员占 75.72%，销售人员占 3.25%，技术人员占 8.30%，财务人员占 1.58%，行政人员占 4.61%，其他人员占 6.54%。

总体看，公司管理团队综合素质较高，团队凝聚力较强；公司员工岗位构成基本合理，但学历水平有待提高。

#### 3. 环境保护

多年来，公司形成了“规模膨胀、环保先行”的发展意识，做到一手抓环保，一手抓生产，保证经济效益和环保效益同步提高。1996 年以来，公司累计投资 11.72 亿元进行污染治理技术改造，并于 1998 年通过山东省环保局验收，1999 年获得联合国规划署清洁生产示范企业称号，2000 年通过 ISO14001 环境管理体系认证，2005 年获得山东省环保局颁发的“省级环境友好企业”称号。

碱回收方面，公司拥有 2 套碱回收处理系统，碱回收处理能力 300 吨/天，其中 100 吨/天碱回收工程日处理稀黑液能力达到 1300m<sup>3</sup>，碱回收率达到 74% 以上；200 吨/天碱回收工程日处理稀黑液能力达到 2500m<sup>3</sup>，日回收火碱 65 吨。

污水处理方面，公司拥有 40000m<sup>3</sup>/d 和 75000m<sup>3</sup>/d 两套污水处理系统和配套的 APMP 和 BCTMP 厌氧处理系统，其中 40000m<sup>3</sup>/d 处理工程自 1997 年投入运行以来，外排废水 COD 平均在 330mg/l 以下，COD 去除率达到 83%，挥发酚的去除率达 98%；75000m<sup>3</sup>/d 处理工程自 2002 年投入运行以来，外排废水 COD 平均在 310mg/l 以下，均高于国家环保标准。另外，公司还拥有中段水处理系统、白水回收系统、红液综合利用等污水处理设施，公司环保设施能够适应发展需要。

节能减排方面，2007 年，公司寿光本部综合能源消耗量 70 多万吨标准煤，万元产值耗能消费量 1.032 吨标准煤，节约能源 14.23 万吨标准煤。

总体来看，环境因素对公司经营产生不良影响的风险较小。

#### 4. 技术研发

公司技术中心成立于1997年，1999年通过山东省认定，2000年通过国家级认定。公司技术中心主要由决策机构、研究开发机构、制浆、造纸试验车间等部分组成。截至2006年底，公司拥有专职研发人员近500名，其中中高级人员110名，博士3名。近年来，公司先后投建了八个ISO标准恒温实验室、一个拉克实验室，以及制浆、造纸和环保三个研究所，配置仪器包括压光机、涂布机等在内的国内一流的实验、检测设备。

经国家人事部批准，公司于2000年设立了博士后科研工作站。公司以博士后科研工作站为龙头，配合技术中心开发了多项填补国内空白的新产品新技术，其中“高档低定量涂布纸”和“涂布新闻纸”两个项目被列入国家火炬计划项目。

另外，公司与中国制浆造纸研究院、美国陶氏化学品公司、南京林业大学等国内外单位建立了技术研发和人才培养合作关系。

近年来，公司先后自主研发了30余项新产品，7个国家级新产品，其中“10万吨高级文化用纸项目”于1998年被国家经贸委（现为商务部）评为国家技术改造优秀项目，主导产品低定量涂布纸填补了国内空白；“聚纳米胶体硅微粒助流剂剂生产使用技术”和“以滑石粉为填料的AKD碱性造纸技术”于2002年通过省级技术鉴定，在提高产品质量、降低生产成本、取代进口产品等方面发挥了重要作用；2005年公司又开发了45克耐磨纸、铜版卡、烟卡等新产品。

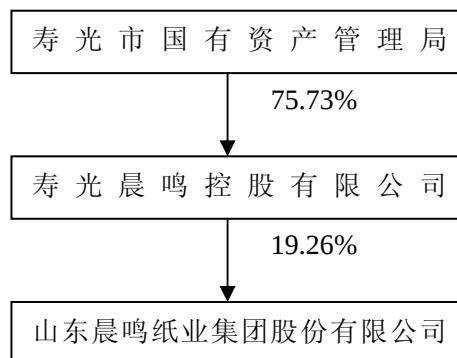
总体来看，公司研发能力较强，技术储备充足，为公司的长远发展奠定了坚实的技术保障。

#### 5. 股东情况

晨鸣控股为公司控股股东，成立于2005年12月30日，注册资本16.85亿元，法定代表人陈洪国，经营范围为对造纸、电力、热力、林业

项目的投资。截至2007年底，晨鸣控股持有公司32857.37万股国有法人股，占公司总股本的19.26%。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，法定代表人张玉华，经营范围为寿光市属国有资产、财务和产权代表的管理、监督。公司与实际控制人关系见图2。

图2 公司与实际控制人关系



### 四、管理体制

#### 1. 管理体制

公司自成立以来，严格按照《公司法》、《证券法》和中国证监会有关上市公司治理的规范性文件等有关法律法规的要求，不断修订完善《公司章程》及《公司治理准则》，不断完善股东大会、董事会、监事会和经营管理层之间相互制衡的管理体制。公司董事会成员15人（其中外部独立董事5人），监事会5人，高级管理人员11人。

截至2007年底，公司内设公司办公室、党群部、资本运营部、经营企划部、采购部、财务部、规划发展部、审计部、人力资源部、信息部等17个职能部门，拥有全资子公司7家，控股子公司8家。

公司对所属子公司（包括全资子公司、控股子公司、参股子公司等）享有出资者权力，各子公司均具有独立法人资格，依法对公司授权的法人资本进行经营，并依法享有民事权利和承担民事义务。

## 2. 内部控制

公司自成立以来，逐步建立健全内控制度体系。公司在交易授权审批、岗位职责分离、凭证记录、资产使用和管理等方面实施了有效的控制。董事会已建立了战略委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会等董事会常设机构，董事会对上述各专门委员会均制定了实施细则。

战略管理方面，公司建立了从战略目标制订、实施、评价到再修订的一整套战略管理流程和制度规范。同时根据外部环境及内部资源条件的不断变化，及时进行战略调整，公司战略具有灵活性和可操作性。

人力资源方面，公司建立了完善的绩效考评体系和员工末尾淘汰机制，对公司人员进行优化。员工招聘方面，公司根据部门人员需求计划，由公司本部统一进行招聘和岗前培训，然后分配到工作岗位。人员培训方面，公司通过内部培训和外部培训相结合的方式，多层次、多渠道、多形式开展全员培训，提高员工素质，2007年参加培训的员工3万余人次，员工参训率达100%。

高管人员考评方面，公司建立了月度考评与年度考评相结合的考评机制，月度考评，以重点工作完成情况、主要工作业绩两项指标考核为主，并通过相互监督、相互评价，按月进行，并将月度考评直接纳入年度考评之中；年度考评由公司薪酬委员会结合高管人员月度考评情况及年度整体情况做出评定。

审计监督方面，公司通过内部审计和外部审计相结合的方式，不定期的对下属公司的经营状况、资产质量、财务等内容进行审计监督，防止出现违规行为。同时通过对财务人员实施不定期轮换，加强对财务人员的监管力度。

财务管理方面，公司建立了一整套财务管理制度，通过资金、财务核算方法对下属公司进行管理。另外，公司结合ERP的管理要求，通过收支两条线对下属公司的资金进行集中管理，提高资金利用效率。

信息管理方面，公司于2005年4月开始使用SAP RIII ERP管理系统，ERP管理系统的实施提高了公司信息化管理工作，对公司本部及下属主要控股子公司的订单、采购、生产、销售、财务核算进行了整合，做到了对生产基地的实时监控，提高了公司整体经营效率。

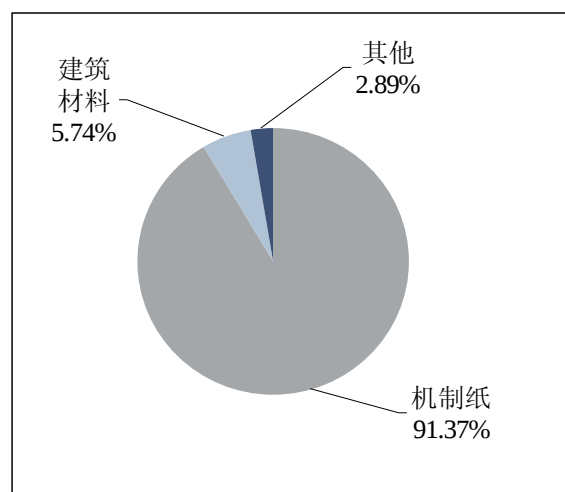
综合来看，公司治理结构基本完善，内部控制制度健全，整体管理水平较高。

## 五、生产经营

### 1. 业务构成

公司主营机制纸、纸版等纸产品的生产和销售。2007年，公司实现主营业务收入1516474.25万元，其中机制纸收入占91.37%，建筑材料占5.74%，其他占2.89%（主要是电力、热力和造纸化工产品等），公司主营业务突出（参见图3）。

图3 2007年公司主营业务收入构成



资料来源：公司提供

公司主要产品包括轻涂纸、铜版纸、新闻纸、箱板纸、双胶纸、白卡纸和书写纸几大系列纸品，毛利率均保持在16%以上，但相比2006年，新闻纸和轻涂纸毛利率出现小幅下降，主要是由于产品原材料成本上升，铜版纸和白卡纸毛利率稳中有升。近三年轻涂纸收入增长迅速，占比从2004年的10.78%至2006年的18.93%，上升较快；双胶纸和新闻纸收入增长较快，但

占比均保持相对稳定；铜版纸、箱板纸和书写纸收入增长变化不大，占比都略有下降；2005年白卡纸投入生产，收入上升较快，2006年占比达到20.95%（参见表4）。

表4 2005年~2007年公司主要产品情况

| 产品  | 2005 年         |         |        | 2006 年         |         |        | 2007 年         |         |        |
|-----|----------------|---------|--------|----------------|---------|--------|----------------|---------|--------|
|     | 主营业务收入<br>(万元) | 占比      | 毛利率    | 主营业务收入<br>(万元) | 占比      | 毛利率    | 主营业务收入<br>(万元) | 占比      | 毛利率    |
| 轻涂纸 | 98205.49       | 12.37%  | 18.11% | 179861.02      | 18.93%  | 17.42% | 188980.93      | 16.05%  | 18.66% |
| 双胶纸 | 128488.06      | 16.19%  | 21.99% | 167861.02      | 17.67%  | 19.92% | 207208.52      | 17.59%  | 21.89% |
| 书写纸 | 40420.84       | 5.09%   | 24.52% | 36694.18       | 3.86%   | 24.52% | 25327.34       | 2.15%   | 23.06% |
| 铜版纸 | 240580.10      | 30.31%  | 21.45% | 188795.69      | 19.87%  | 21.71% | 231166.53      | 19.63%  | 23.25% |
| 新闻纸 | 87001.95       | 10.96%  | 26.11% | 100367.21      | 10.56%  | 19.39% | 198152.39      | 16.83%  | 19.18% |
| 箱板纸 | 78052.02       | 9.83%   | 13.96% | 77568.90       | 8.16%   | 16.00% | 91694.42       | 7.79%   | 16.33% |
| 白卡纸 | 120902.22      | 15.23%  | 14.05% | 199075.15      | 20.95%  | 17.07% | 235138.35      | 19.97%  | 17.90% |
| 合 计 | 793650.68      | 100.00% | 19.93% | 950223.17      | 100.00% | 19.01% | 1177668.48     | 100.00% | 20.32% |

资料来源：公司年报

## 2. 原材料采购

公司原材料采购主要包括木浆、废纸、化工品和其他零配件，其中木浆采购约占总采购成本的50%~60%。如表5所示，为发挥整体优势，增强核心竞争力，公司对大宗原材料实行集团统一采购，并已配备自身物流公司和国际集装箱内陆中转站，以大订单、大批量采购的优势向各供应商谈判，选取世界上最好的三家

企业作为供应商，并签订2~3年的长期供货协议，物价科配合审计，同时实行存货控制，综合考虑市场价格波动因素，在保障稳定货源供应和保证质量的前提下，取得相对较低的采购价格。截至2007年底，公司向前五名供应商合计的采购金额占年度采购总额的7.55%。

从表5可以看出，木浆采购均价在近两年上涨迅猛，11#美国废纸采购均价也上升明显。

表5 公司主要原材料采购情况（单位：千克、元/吨）

| 主要原材料名称   | 主要供应商名称    | 2005 年 |       | 2006 年 |       | 2007 年 |         |
|-----------|------------|--------|-------|--------|-------|--------|---------|
|           |            | 采购量    | 采购价格  | 采购量    | 采购价格  | 采购量    | 采购价格    |
| 木浆（期货+现货） | 美国 CNG     | 50447  | 4215  | 51051  | 5534  | 56716  | \$703.5 |
| 废纸（进口）    | 废纸联盟       | 41793  | \$153 | 49942  | \$154 | 85500  | \$211.6 |
| 煤炭        | 盐城世民       | 246912 | 374   | 245526 | 380   | --     | --      |
| 木片        | 湛江鑫晨商贸有限公司 | --     | --    | 150000 | 1233  | 103000 | 1000    |

资料来源：公司提供，其中\$为美元价

公司木浆进口占总采购量的30%，进口区域主要以美国、加拿大、智利、印尼为主，因国际市场木浆价格大幅上扬压力，公司改革生产工艺，有效地解决了自制浆的强度问题和白度问题，自制浆质量大幅提高，替代了进口阔叶木浆。进口部分考虑到国际市场上南美、俄罗斯项目建成，供应量大幅增加有助于2007年国际市场价格的稳定，加之人民币升值也为原材料进口降低了成本。同时，公司建设中的湛江木浆项目因建设周期长，效益暂时不能显现，但在未来五年后，自产浆能力完全能满足造纸生产能力的需要，必将会在有效缓解木浆采购压力的同时给公司带来了较大的利润空间。此

外，公司废纸主要为11#美废，价格基本保持平稳。

公司电力需求以自备热电站供电为主，2007年除满足公司自身热电需求外，还有部分对外销售收入，能够满足公司进一步发展的要求。

造纸工业近年的行业竞争逐渐演变为对原材料资源的争夺，2004年国家发改委颁布了《全国林纸一体化工程建设“十五”及2010年专项规划》，为从根本上解决木浆供应问题，2005年，公司中标国家法改委举行的湛江木浆项目，项目总投资94亿元，规划建设300万亩原材料林基地和年产70万吨木浆项目，是迄今为止全国

投资规模最大的木浆项目，木浆项目前期准备完成，预计2008年上半年土建开工，项目建成后，公司将形成以自制木浆为主、废纸为辅的原料结构，有效降低上游资源的制约和价格风险。

### 3. 生产经营

近年来，在政府的支持下，公司实施产能扩张战略，并主要集中在附加值较高的高档纸品上，截至2007年底，公司已拥有13个生产基地，40条生产线，其中9条进口先进生产线，主要来自芬兰，年造纸生产能力达300多万吨（参见表6），占产能近46%的机器装备水平达到国际先进水平，加之生产过程严格控制，已初步形成了资源—产品—再生产资源的循环型经济系统，2007年吨纸（浆）综合耗能同比降低5%，万元产值耗能消费量同比降低2.75%，公司规模不断扩大。

表6 生产基地生产线及产能情况

| 生产基地    | 生产线情况<br>(条/台) | 产能(万吨) | 投产时间      |
|---------|----------------|--------|-----------|
| 寿光胶版纸公司 | 6              | 14     | 1991~2004 |
| 寿光轻涂纸公司 | 1*             | 20     | 1998年12月  |
| 寿光铜版纸公司 | 2*             | 40     | 2002年8月   |
| 寿光白卡纸公司 | 1*             | 40     | 2004年12月  |
| 寿光新闻纸公司 | 1*             | 40     | 2006年11月  |
| 齐河晨鸣    | 1              | 35     | 1996~2002 |
| 武汉晨鸣    | 8*             | 30     | 1951~2001 |
| 赤壁晨鸣    | 3              | 10     | 2000~2002 |
| 江西晨鸣    | 1*             | 35     | 2005年3月   |
| 吉林晨鸣    | 1*             | 28     | 2006~2007 |
| 延边晨鸣    | 3              | 5      | 1937      |
| 海拉尔晨鸣   | 2              | 3      | 2004年9月   |
| 总计      | 30(8)          | 300    | --        |

资料来源：公司提供，其中\*表明包含进口生产线

公司产品生产根据市场销量制定年度及月度生产计划，统一配比，制定绩效考核（包括成本、安全生产、质量及设备化管理等方面），定期开展技术培训，具体生产则由下属14个生产基地具体完成。

公司作为目前市场上规模最大的国有控股造纸企业，2007年公司实际产量达到244.17万吨，较2006年增长13.90%，其中轻涂纸、双胶纸、铜版纸、新闻纸、箱板纸、白卡纸分别占

总产量的12.11%、16.34%、16.82%、20.99%、13.17%和17.83%（参见表7）。

表7 公司主要纸产品产销情况（单位：万吨）

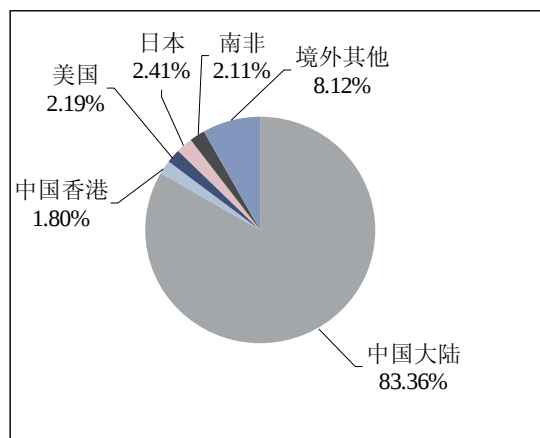
| 产品名称 | 2005年  | 2006年  | 2007年  |
|------|--------|--------|--------|
| 轻涂纸  | 22.77  | 34.69  | 29.57  |
| 双胶纸  | 27.19  | 35.559 | 39.89  |
| 书写纸  | 9.29   | 8.47   | 6.71   |
| 铜版纸  | 40.07  | 39.93  | 41.07  |
| 新闻纸  | 19.51  | 24.6   | 51.24  |
| 箱板纸  | 28.03  | 28.21  | 32.15  |
| 白卡纸  | 32.66  | 42.92  | 43.54  |
| 合计   | 179.51 | 214.37 | 244.17 |

资料来源：公司提供

### 4. 产品销售

公司采用产销分离的销售模式，采用直销和分销相结合的营销模式。国内市场配备专职销售人员400多人，分六大片区，拥有国内同行业最大、最健全的直销队伍，90%以上的用户采用直销，提高公司效益；同时在大的地区设立一个一级经销商，下设几个二级经销商，使销售网络更加健全。在定价方面，公司采用对不同的产品根据市场情况进行分区定价的办法，每一个办事处、分公司作为信息搜集点，及时将市场信息变化传递到销售总部，由销售总部进行汇总、筛选，对部分畅销产品采用出厂定价，部分产品采用到站价或到岸价的价格管理办法。公司售后服务采用800免费24小时接听热线，接到客户的质量投诉后保证4个小时内现场处理。公司市场信息反馈敏捷，产品的售前、售中、售后服务体系完备。

图4 分地区销售收入构成



资料来源：公司年报

2007年公司销售收入分地区构成情况见图4,销售以国内为主;同时因国内纸业价格下降,为寻求高利润,公司调整销售市场,2007年采用直销出口美国、日本等国的销量有所上升但总比例不大。2007年,公司前五名客户销售量占公司销售总量的5.03%,客户较分散,抗风险能力强。2007年国内纸业价格上升趋势明显,公司销售仍以国内市场为主。

#### 5. 其他产品

公司主营业务中占比5.74%的收入来自于建筑材料,由下属晨鸣热电股份有限公司下的寿光市晨鸣新型建材厂和寿光市晨鸣水泥有限公司经营,2007年公司建筑材料实现主营业务收入86990.96万元,主营业务成本72736.37万元,毛利率为16.39%。2007年,公司电力、热力实现销售收入6899.59万元,毛利率为14.60%。

#### 6. 经营效率

2007年较2006年相比,公司资产总额增长7.07%,所有者权益增长34.11%,主营业务收入年均增长26.55%,利润总额年均增长141.90%。总体看,公司增长质量较好。

公司销售债权周转次数和总资产周转次数有所波动,2007年分别为5.06次和0.71次。近三年公司的存货周转次数分别为4.10次、4.75次和6.73次,公司存货周转次数逐年提高。2007年7

月份公司在对各子公司主要负责人考核中特别加强物资管理考核,除订单和物流外的库存情况与工资挂钩,有利于进一步降低库存成本。总体看,公司近年来经营效率逐年提高。

#### 7. 未来发展

公司发展规划是:以经济效益为中心,以市场为导向,以提升企业自主创新能力为出发点,继续加大投入,在抓好项目建设与市场建设的同时,推进技术进步,搞活资本运营,加快实施国际化发展战略,将公司建设成全球最具竞争力的造纸企业之一。

截至2007年底,公司主要在建项目见表8。公司在建项目主要是9.8万吨废纸脱墨、12万吨美术纸、中水回用、山东御景大酒店有限公司、制浆系统工艺优化、碱回收改造和湛江木浆项目,其中9.8万吨废纸脱墨项目已于2008年1月底正式投产;12万吨美术涂布印刷纸项目正在进行设备安装,在建项目资金来源方面,主要通过公司自筹;山东御景大酒店项目土建工程、整体装饰和各类调试工作基本结束。公司将通过发行H股(已经公司股东大会通过)和银行借款等方式取得湛江木浆项目资金。湛江70万吨木浆项目,目前已发展林业基地20多万亩,项目设计和设备招标已经完成,于2006年11月份举行了奠基仪式,得到国家法改委等中央有关部门和当地党委政府的大力支持。总体来看,公司在建项目可以进一步提升公司的生产规模和竞争能力,在建项目投资规模大。

表8 截至2007年底公司重大投资项目(单位:万元)

| 序号 | 项目名称            | 计划投资    | 开工时间     | 预计竣工投产时间 | 年新增利润  |
|----|-----------------|---------|----------|----------|--------|
| 1  | 9.8万吨废纸脱墨项目     | 34415   | 2007.2.6 | 2008.2   | 3000   |
| 2  | 12万吨美术纸项目(合资)   | 4900(美) | 2007.9   | 2008.6   | 14000  |
| 3  | 山东御景大酒店有限公司(合资) | 25000   | 2005.6   | 2008.4   | 4000   |
| 4  | 湛江木浆项目          | 943206  | 2007.1   | 2009.1   | 86000  |
| 合计 |                 | 1039812 | --       | --       | 107000 |

资料来源:公司提供,其中汇率按7.59折算

公司未来3年盈利预测见表9。从2007年实际情况看,2007年,公司实现营业收入1516474.25万元,利润总额148933.62万元,随

着吉林晨鸣18万吨轻涂纸等项目的投产,以及部分纸产品价格的上涨,公司实现2008年经营预测的可能性较大。未来几年,由于国内造纸

规模产能将逐步释放，市场竞争将更加激烈，公司实现盈利预测目标存在一定的不确定性。

债务负担方面，未来3年，由于公司在建项目集中在湛江木浆，投资额度大，联合资信预计公司债务总额将继续增加。公司预计未来3年总投入在93亿元左右，债务规划方面公司2008年和2009年公司计划新增债务23亿和12亿元左右，公司当前的债务规划主要考虑依据自身的经营性现金净流量满足建设资金投入的要

求，公司未来三年实现65亿元左右的经营性现金净流入可能存在一定的难度。但考虑到公司计划发行30亿港元H股，如果发行成功，公司债务负担将有所下降。

总体来看，随着公司重点项目的建成完工，规模优势进一步体现，成本得到有效控制，公司整体盈利水平将保持稳定增长态势，发展前景看好。

表9 公司未来3年经营预测

| 项目（万元）            | 2007年（实际数） | 2008年E  | 2009年E  | 2010年E  |
|-------------------|------------|---------|---------|---------|
| 预计主营业务收入          | 1516474.25 | 1804530 | 1990000 | 2100000 |
| 预计利润总额            | 148933.62  | 204786  | 240541  | 250000  |
| 预计折旧              | 100852.56  | 4128    | 4133    | 4150    |
| 预计摊销              | 3459.20    | 1573    | 1419    | 1430    |
| 预计利息支出            | 45209.33   | 62690   | 57313   | 58000   |
| 预计 EBITDA         | 298454.71  | 273177  | 303406  | 313580  |
| 预计所有者权益           | 1058055.97 | 850765  | 1044738 | 1246338 |
| 预计资产总额            | 2201110.83 | 2350000 | 2500000 | 2600000 |
| 指标                | 2007年（实际数） | 2008年E  | 2009年E  | 2010年E  |
| 预计资产负债率（%）        | 51.93      | 63.80   | 58.21   | 52.06   |
| 预计全部债务资本化比率（%）    | 44.40      | --      | --      | --      |
| 预计 EBITDA 利息倍数（倍） | 6.60       | 4.36    | 5.29    | 5.41    |

资料来源：公司提供，2007年为实际数，2008年~2009年为预测数

## 六、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的2005年~2007年财务报表已经德勤华永会计师事务所有限公司审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。2008年1季度报告未经审计。

公司2005年~2006年执行企业会计准则和《企业会计制度》及其补充规定。从2007年开始，公司开始执行财政部于2006年2月15日颁布的《企业会计准则》（2006版）。

截至2007年底，公司资产总额2201110.83万元，所有者权益（含少数股东权益）1058055.97万元；2007年实现营业收入1516474.25万元，净利润121854.12万元。

截至2008年3月底，公司资产总额2251771.47万元，所有者权益（含少数股东权益）1098531.34万元；2008年1~3月实现营业收入411903.88万元，净利润67896.97万元。

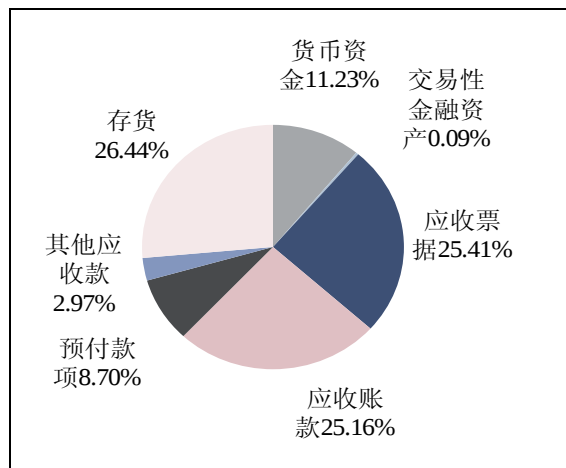
由于2005年~2007年财务报表采用会计

准则不同，报表可比性较差，为增强可比性，下面以2007年经审计的财务报表分析为主。2008年1季度财务报表作为补充。

### 2. 资产构成

截至2007年底，公司资产总额2201110.83万元，较年初增长7.07%，其中流动资产占29.98%，非流动资产占70.02%。

图5 2007年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

截至 2007 年底，公司流动资产 659795.22 万元，其中货币资金占 11.23%，交易性金融资产占 0.09%，应收票据占 25.41%，应收账款占 25.16%，预付账款占 8.70%，其他应收款占 2.97%，存货占 26.44%（参见图 5）。

截至 2007 年底，公司货币资金 74062.18 万元，主要是银行存款和其他货币资金。

截至 2007 年底，公司应收票据 167668.41 万元，较年初增长 78.43%，全部为银行承兑汇票

截至 2007 年底，公司应收账款余额 187932.64 万元，其中 1 年以内占 95.10%，1~3 年占 2.80%，3 年以上占 2.10%。2007 年，公司对应收账款计提坏账准备 21930.57 万元，计提比例为 11.67%。

截至 2007 年底，公司预付账款 57401.48 万元，较年初增长 15.01%，主要是预付原材料采购款。

截至 2007 年底，公司其他应收款账面余额 25556.76 万元，其中 1 年以内占 62.26%，1~2 年占 9.42%，2~3 年占 13.76%，3 年以上占 14.56%。2007 年，公司对其他应收款计提坏账准备 5940.50 万元，计提比例为 23.24%。

截至 2007 年底，公司存货余额 175060.69 万元，其中原材料占 63.62%，库存商品占 32.23%，在产品占 41.5%。2007 年，公司对存货计提存货跌价准备 611.43 万元，计提比例为 0.35%。

截至 2007 年底，公司长期股权投资 9628.99 万元，较年初增长 12.22%，主要是对阿尔诺维根斯晨鸣特种纸有限公司的投资。

截至 2007 年底，公司固定资产原值 1743098.62 万元，其中房屋建筑物占 16.26%，机械设备占 80.97%，运输设备占 0.70%，电子设备及其他占 2.07%。2007 年，公司对固定资产计提累计折旧 417975.58 万元，计提固定资产减值准备 807.43 万元，固定资产净值 1324315.60 万元。

截至 2007 年底，公司在建工程 90475.36

万元，较年初下降 78.00%，主要是 18 万吨低定量涂布纸生产线、30 万吨超级压光纸脱墨浆项目等转入固定资产所致，2007 年底在建工程主要是 9.8 万吨废纸脱墨项目、御景大酒店、湛江浆纸项目等。

截至 2007 年底，公司无形资产 82230.18 万元，其中土地使用权占 98.69%。

截至 2008 年 3 月底，公司资产总额 2251771.47 万元，其中流动资产占 30.96%，非流动资产占 69.04%，与 2007 年底相比变化不大。

总体看，公司资产构成正常，资产流动性一般，资产质量较好。

### 3. 负债及所有者权益

2007 年，公司所有者权益较年初增长 34.11%，其中归属于母公司所有者权益增长 42.16%，主要是转增股本、发行可转换债券以及盈利增加所致。

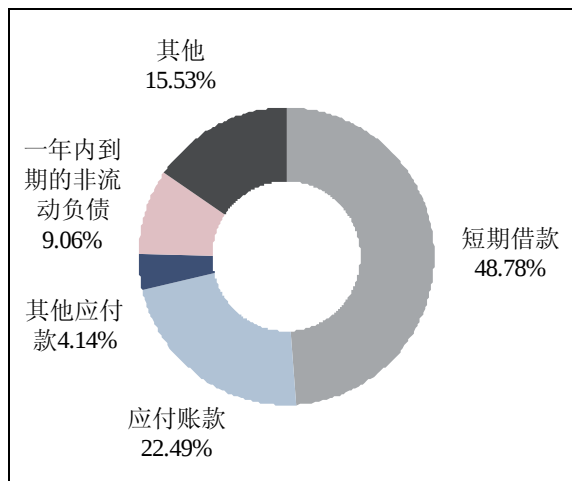
截至 2007 年底，公司所有者权益 1058055.97 万元，其中少数股东权益 183552.47 万元，归属于母公司所有者权益 87450.50 万元。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 19.51%，资本公积占 42.74%，盈余公积占 8.28%，未分配利润占 29.46%，稳定性较好。

截至 2007 年底，公司负债总额 1143054.86 万元，其中流动负债占 64.45%，非流动负债占 35.55%。

截至 2007 年底，公司流动负债 736742.01 万元，其中短期借款占 48.78%，应付账款占 22.49%，其他应付款占 4.14%，一年内到期的非流动负债占 9.06%，其他占 15.53%（参见图 6）。

2004 年 9 月 15 日，公司经中国证监会核准发行 5 年期的可转换公司债券（晨鸣转债）20 亿元，转股期自 2005 年 3 月 15 日至 2009 年 9 月 15 日。截至 2007 年底，晨鸣转债已全部转换为公司股份。

图6 2007年底公司流动负债构成



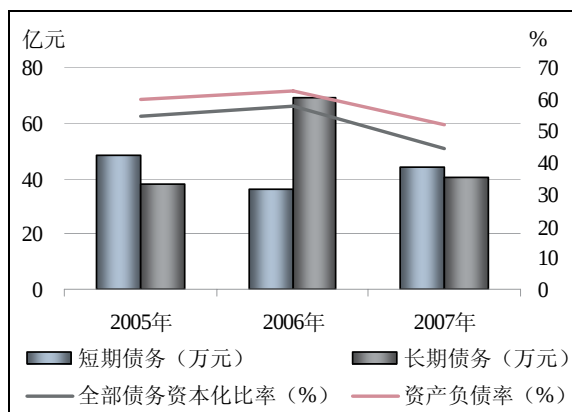
资料来源：公司年报

截至2007年底，公司非流动负债406312.85万元，较年初下降40.27%，主要是晨鸣转债减少所致。2007年底公司非流动负债主要是长期借款，占99.83%。

截至2007年底，公司债务总额844799.75万元，其中短期债务占51.99%，长期债务占48.01%。

2005年~2007年，由于晨鸣转债于2007年全部转为股权，公司债务负担有所下降。截至2007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51.93%、44/40%和27.71%（参见图7）。

图7 2005年~2007年公司债务结构



资料来源：公司年报

截至2008年3月底，公司负债总额1153240.13万元，其中流动负债占64.16%，非

流动负债占35.84%；公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为51.21%和42.07%，较2007年底略有下降，公司债务负担正常。

#### 4. 盈利能力

2005年~2007年，随着生产规模的扩大销售量的增加，公司营业收入逐年增长，2007年为1516474.25万元，较2006年增长26.55%；由于木浆、废纸以及原木等原材料价格的上涨，2007年营业成本较2006年增长24.37%，为1207448.15万元。

2005年~2007年，公司营业利润率分别为20.01%、18.74%和20.26%，2006年部分产品（主要是新闻纸）销售价格低位运行，致使营业利润处于相对较低水平，目前公司主营业务盈利能力较强。

2007年，公司营业费用、管理费用和财务费用较2006年分别增长15.50%、2.76%和-13.13%，公司期间费用的增长速度低于营业收入增长幅度，使得2007年营业利润较2006年增长96.33%，2007年营业利润为128484.40万元。

2007年，公司实现利润总额和净利润分别为148933.62万元和121854.62万元，较2006年分别增长141.90%和136.63%，公司盈利能力进一步增强。

从盈利指标看，2007年公司总资本盈利率和净资产收益率分别为8.78%和11.52%，较2006年均有所增长。

2008年1~3月，公司实现营业收入411903.88万元，较2007年同期增长32.02%；实现利润总额和净利润67896.97万元和53583.51万元，较2007年同期分别增长153.97%和154.36%。

总体看，公司盈利能力较强。

#### 5. 偿债能力

从短期偿债指标看，2005年~2007年，公司流动比率和速动比率均有所波动，2007年底分别为89.56%和65.88%。截至2008年3月底，公

司流动比率和速动比率分别为94.23%和63.28%，公司短期偿债能力有所提升。2005年～2007年，公司经营现金流动负债比率分别为14.52%、17.19%和17.97%，经营活动对短期债务保护程度一般，公司短期偿债能力偏弱。

从长期偿债指标看，2005年～2007年，公司EBITDA分别为191721.09万元、230919.66万元和298454.71万元；EBITDA利息倍数有所波动，分别为7.67倍、5.20倍和6.60倍，全部债务/EBITDA分别为4.51倍、4.57倍和2.83倍，目前公司对全部债务保护程度较好。

## 七、综合评价

造纸工业属于国民经济的基础原材料工业。目前，我国造纸工业人均消费纸量远低于发达国家水平；部分原材料进口依赖性强、行业集中度低、环境污染严重、产品结构尚不够合理。长期来看，随着我国经济持续健康发展我国造纸工业市场需求将保持快速增长趋势，业内大企业发展空间广阔，但对部分国家反倾销政策的取消将在一定程度上导致行业竞争进一步加剧。

公司是国内最大的国有控股造纸企业，生产设备较为先进，市场网络完善，人员素质基本能满足公司当前发展的需要，整体竞争能力较强。公司治理结构基本完善，内部控制制度健全，整体管理水平较高。公司目前正在扩大生产能力，未来计划投入巨额完善上游原材料供应基地，整体发展状态良好。

目前，公司资产流动性一般，资产质量较好；公司主营业务收入稳步增长，盈利能力较强；公司债务负担基本正常，短期偿债能力偏弱，整体偿债能力一般。

总体看，公司主体信用风险较低。

**附表 1-1-1 2005 年~2006 年资产负债表（资产类）**  
 （单位：万元）

| 资 产         | 2005 年     | 2006 年     | 变动率 (%) |
|-------------|------------|------------|---------|
| 流动资产        |            |            |         |
| 货币资金        | 100635.87  | 82626.98   | -17.90  |
| 短期投资        |            |            |         |
| 应收票据        | 51012.57   | 93970.52   | 84.21   |
| 应收股利        |            |            |         |
| 应收利息        |            |            |         |
| 应收账款        | 142464.71  | 172029.13  | 20.75   |
| 其他应收款       | 21884.98   | 14152.89   | -35.33  |
| 预付账款        | 32607.17   | 49257.97   | 51.06   |
| 应收补贴款       |            |            |         |
| 应收出口退税      |            |            |         |
| 存货          | 217477.93  | 186069.86  | -14.44  |
| 待摊费用        | 746.71     | 651.95     | -12.69  |
| 其他流动资产      |            |            |         |
| 流动资产合计      | 566829.94  | 598759.30  | 5.63    |
| 长期投资        |            |            |         |
| 长期股权投资      | 584.34     | 8890.30    | 1421.42 |
| 长期债权投资      | 14.22      |            | -100.00 |
| 长期投资合计      | 598.57     | 8890.30    | 1385.27 |
| 固定资产        |            |            |         |
| 固定资产原值      | 1314135.11 | 1332625.88 | 1.41    |
| 减：累计折旧      | 240235.94  | 326538.22  | 35.92   |
| 固定资产净值      | 1073899.18 | 1006087.66 | -6.31   |
| 固定资产净值减值准备  |            | 807.43     |         |
| 固定资产净额      | 1073899.18 | 1005280.23 | -6.39   |
| 工程物资        | 4851.05    | 2200.95    | -54.63  |
| 在建工程        | 123222.37  | 413403.69  | 235.49  |
| 固定资产清理      |            |            |         |
| 固定资产合计      | 1201972.60 | 1420884.87 | 18.21   |
| 无形资产及其他资产   |            |            |         |
| 无形资产        | 23865.54   | 23018.50   | -3.55   |
| 股权分置流通权     |            |            |         |
| 长期待摊费用      | 3674.77    | 3246.13    | -11.66  |
| 其他长期资产      |            |            |         |
| 无形资产及其他资产合计 | 27540.31   | 26264.63   | -4.63   |
| 递延税项        |            |            |         |
| 递延税项借项      |            |            |         |
| 资产总计        | 1796941.41 | 2054799.09 | 14.35   |

**附表 1-1-2 2007 年～2008 年 3 月资产负债表（资产类）**  
 （单位：万元）

| 资产          | 年初数        | 年末数        | 变动率(%) | 2008 年 3 月 |
|-------------|------------|------------|--------|------------|
| 流动资产：       |            |            |        |            |
| 货币资金        | 82626.98   | 74062.18   | -10.37 | 115419.56  |
| 交易性金融资产     |            | 595.55     |        | 968.38     |
| 应收票据        | 93970.52   | 167668.41  | 78.43  | 102570.32  |
| 应收账款        | 172029.13  | 166002.07  | -3.50  | 168359.27  |
| 预付款项        | 49909.91   | 57401.48   | 15.01  | 66112.24   |
| 应收利息        |            |            |        |            |
| 应收股利        |            |            |        |            |
| 其他应收款       | 13991.72   | 19616.27   | 40.20  | 14777.40   |
| 存货          | 184118.42  | 174449.26  | -5.25  | 228971.44  |
| 一年内到期的非流动资产 |            |            |        |            |
| 其他流动资产      |            |            |        |            |
| 流动资产合计      | 596646.68  | 659795.22  | 10.58  | 697178.61  |
| 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      | 8580.15    | 9628.99    | 12.22  | 8881.00    |
| 投资性房地产      | 3060.15    | 2990.30    | -2.28  | 2946.84    |
| 固定资产        | 952348.94  | 1324315.60 | 39.06  | 1320055.11 |
| 在建工程        | 411199.27  | 90475.36   | -78.00 | 108476.53  |
| 工程物资        | 2200.95    | 4443.32    | 101.88 | 2386.73    |
| 油气资产        |            |            |        |            |
| 生产性生物资产     |            |            |        |            |
| 消耗性生物资产     | 1951.44    | 9215.99    | 372.27 | 11498.36   |
| 无形资产        | 69152.68   | 82230.18   | 18.91  | 82711.36   |
| 开发支出        |            |            |        |            |
| 商誉          | 2028.38    | 2028.38    |        | 2028.38    |
| 长期待摊费用      | 4874.41    | 5651.32    | 15.94  | 5413.76    |
| 递延所得税资产     | 3813.00    | 10336.16   | 171.08 | 10194.79   |
| 其他非流动资产     |            |            |        |            |
| 非流动资产合计     | 1459209.37 | 1541315.61 | 5.63   | 1554592.86 |
| 资产总计        | 2055856.06 | 2201110.83 | 7.07   | 2251771.47 |

附表 1-2-1 2005 年～2006 年资产负债表（负债及所有者权益）  
 （单位：万元）

| 负债及所有者权益   | 2005 年     | 2006 年     | 变动率 (%) |
|------------|------------|------------|---------|
| 流动负债       |            |            |         |
| 短期借款       | 446314.14  | 129983.02  | -70.88  |
| 应付票据       | 11758.93   | 4720.19    | -59.86  |
| 应付账款       | 155065.73  | 151196.86  | -2.49   |
| 预收账款       | 19272.56   | 19338.81   | 0.34    |
| 应付工资       | 1058.02    | 2146.28    | 102.86  |
| 应付福利费      | 1329.46    | 1317.32    | -0.91   |
| 应付股利       | 41.91      | 69.98      | 66.98   |
| 应付利息       |            |            |         |
| 应交税金       | 3113.36    | 7536.92    | 142.08  |
| 其他应交款      | 91.54      | 90.76      | -0.86   |
| 其他应付款      | 31288.82   | 39964.61   | 27.73   |
| 预提费用       | 2003.33    | 2896.87    | 44.60   |
| 预计负债       |            |            |         |
| 递延收益       |            |            |         |
| 一年内到期的长期负债 | 26800.67   | 24910.01   | -7.05   |
| 其他流动负债     |            | 202601.94  |         |
| 流动负债合计     | 698138.48  | 586773.57  | -15.95  |
| 长期负债       |            |            |         |
| 长期借款       | 183109.76  | 503516.01  | 174.98  |
| 应付债券       | 196623.07  | 188978.86  | -3.89   |
| 长期应付款      |            |            |         |
| 专项应付款      | 32.00      | 569.00     | 1678.13 |
| 其他长期负债     |            |            |         |
| 长期负债合计     | 379764.84  | 693063.87  | 82.50   |
| 递延税项       |            |            |         |
| 递延税项贷款     |            |            |         |
| 负债合计       | 1077903.32 | 1279837.44 | 18.73   |
| 少数股东权益     | 172477.55  | 173949.16  | 0.85    |
| 所有者权益      |            |            |         |
| 实收资本       | 135353.99  | 136567.02  | 0.90    |
| 资本公积       | 182453.02  | 191783.50  | 5.11    |
| 盈余公积       | 61616.99   | 67782.97   | 10.01   |
| 其中：公益金     | 28236.41   |            | -100.00 |
| 未确认的投资损失   |            |            |         |
| 未分配利润      | 167136.54  | 204879.25  | 22.58   |
| 外币报表折算差额   |            | -0.24      |         |
| 所有者权益合计    | 546560.54  | 601012.50  | 9.96    |
| 负债及所有者权益合计 | 1796941.41 | 2054799.09 | 14.35   |

附表 1-2-2 2007 年~2008 年 3 月资产负债表（负债及所有者权益）  
 （单位：万元）

| 负债和所有者权益（或股东权益）   | 年初数        | 年末数        | 变动率(%)    | 2008 年 3 月 |
|-------------------|------------|------------|-----------|------------|
| 流动负债：             |            |            |           |            |
| 短期借款              | 129865.45  | 359400.01  | 176.75    | 258698.70  |
| 交易性金融负债           |            |            |           |            |
| 应付票据              | 4720.19    | 13005.63   | 175.53    | 8010.92    |
| 应付账款              | 151196.86  | 165670.70  | 9.57      | 208819.70  |
| 预收款项              | 19338.81   | 17028.66   | -11.95    | 22418.40   |
| 应付职工薪酬            | 15808.65   | 23488.02   | 48.58     | 19916.08   |
| 应交税费              | 7627.68    | 10244.45   | 34.31     | 13145.30   |
| 应付利息              |            |            |           |            |
| 应付股利              | 69.98      | 3.61       | -94.85    | 3.61       |
| 其他应付款             | 30516.43   | 30505.00   | -0.04     | 35651.37   |
| 一年内到期的非流动负债       | 24910.01   | 66774.64   | 168.06    | 122072.06  |
| 其他流动负债            | 202601.94  | 50621.29   | -75.01    | 51130.64   |
| 流动负债合计            | 586656.01  | 736742.01  | 25.58     | 739866.78  |
| 非流动负债：            |            |            |           |            |
| 长期借款              | 502802.89  | 405619.47  | -19.33    | 409068.08  |
| 应付债券              | 176902.94  |            | -100.00   |            |
| 长期应付款             |            |            |           |            |
| 专项应付款             |            |            |           |            |
| 预计负债              |            |            |           |            |
| 递延收益              | 569.00     | 83.00      | -85.41    | 3637.96    |
| 递延所得税负债           |            | 610.39     |           | 667.31     |
| 其他非流动负债           |            |            |           |            |
| 非流动负债合计           | 680274.84  | 406312.85  | -40.27    | 413373.35  |
| 负债合计              | 1266930.84 | 1143054.86 | -9.78     | 1153240.13 |
| 所有者权益（或股东权益）：     |            |            |           |            |
| 实收资本（或股本）         | 136567.02  | 170634.59  | 24.95     | 170634.59  |
| 资本公积              | 224845.60  | 373799.19  | 66.25     | 373799.19  |
| 盈余公积              | 64269.16   | 72374.29   | 12.61     | 72374.29   |
| 未分配利润             | 189482.70  | 257665.03  | 35.98     | 304591.36  |
| 外币报表折算差额          | -0.24      | 30.39      | -12554.70 | 77.19      |
| 归属于母公司所有者权益合计     | 615164.23  | 874503.50  | 42.16     | 921476.62  |
| 少数股东权益            | 173760.98  | 183552.47  | 5.64      | 177054.71  |
| 所有者权益（或股东权益）合计    | 788925.21  | 1058055.97 | 34.11     | 1098531.34 |
| 负债和所有者权益（或股东权益）总计 | 2055856.06 | 2201110.83 | 7.07      | 2251771.47 |

附表 2-1 2005 年～2006 年利润及利润分配表  
(单位: 万元)

| 项 目       | 2005 年    | 2006 年     | 变动率 (%) |
|-----------|-----------|------------|---------|
| 一、主营业务收入  | 972234.61 | 1181409.24 | 21.51   |
| 减: 主营业务成本 | 775362.10 | 958056.58  | 23.56   |
| 主营业务税金及附加 | 2323.39   | 1952.77    | -15.95  |
| 二、主营业务利润  | 194549.11 | 221399.89  | 13.80   |
| 加: 其他业务利润 | 2255.72   | 3788.25    | 67.94   |
| 减: 营业费用   | 53660.84  | 67817.43   | 26.38   |
| 管理费用      | 49543.86  | 54488.09   | 9.98    |
| 财务费用      | 19317.67  | 37837.11   | 95.87   |
| 三、营业利润    | 74282.46  | 65045.51   | -12.43  |
| 加: 投资收益   | 513.50    | 8354.94    | 1527.06 |
| 补贴收入      | 13947.55  | 15308.83   | 9.76    |
| 营业外收入     | 731.80    | 2249.10    | 207.34  |
| 减: 营业外支出  | 3134.38   | 1831.46    | -41.57  |
| 四、利润总额    | 86340.92  | 89126.93   | 3.23    |
| 减: 所得税    | 20156.30  | 14378.05   | -28.67  |
| 减: 少数股东损益 | 5941.29   | 14452.15   | 143.25  |
| 五、净利润     | 60243.33  | 60296.72   | 0.09    |

**附表 2-2 2007 年～2008 年 3 月利润及利润分配表**

(单位: 万元)

| 项 目                     | 2006 年     | 2007 年     | 变动率(%)  | 2008 年 3 月 |
|-------------------------|------------|------------|---------|------------|
| 一、营业收入                  | 1198346.46 | 1516474.25 | 26.55   | 411903.88  |
| 减: 营业成本                 | 970820.98  | 1207448.15 | 24.37   | 323598.56  |
| 营业税金及附加                 | 1952.77    | 1785.44    | -8.57   | 300.24     |
| 销售费用                    | 67817.43   | 78328.93   | 15.50   | 18741.01   |
| 管理费用                    | 51654.89   | 53082.09   | 2.76    | 13880.07   |
| 财务费用                    | 45144.95   | 39216.31   | -13.13  | 2640.69    |
| 资产减值损失                  | 3523.45    | 10219.86   | 190.05  | -873.20    |
| 加: 公允价值变动收益 (损失以“—”号填列) |            | 3037.09    |         | 610.02     |
| 投资收益 (损失以“—”号填列)        | 8010.07    | -946.16    | -111.81 | -739.40    |
| 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)      | 65442.06   | 128484.40  | 96.33   | 53487.12   |
| 加: 营业外收入                | 20090.97   | 23221.81   | 15.58   | 14698.48   |
| 减: 营业外支出                | 23963.96   | 2772.59    | -88.43  | 288.63     |
| 其中: 非流动资产处置损失           | 798.84     | 2718.19    | 240.27  |            |
| 三、利润总额 (亏损总额以“—”号填列)    | 61569.08   | 148933.62  | 141.90  | 67896.97   |
| 减: 所得税费用                | 10074.12   | 27079.50   | 168.80  |            |
| 四、净利润 (净亏损以“—”号填列)      | 51494.96   | 121854.12  | 136.63  | 67896.97   |
| 其中: 归属于母公司所有者的净利润       | 35690.72   | 96763.62   | 171.12  | 46926.33   |
| 少数股东损益                  | 15804.24   | 25090.50   | 58.76   | 6657.19    |

**附表 3-1-1 2005 年~2006 年现金流量表**  
 (单位: 万元)

| 项 目                      | 2005 年     | 2006 年     | 变动率 (%)   |
|--------------------------|------------|------------|-----------|
| <b>一、经营活动产生的现金流量</b>     |            |            |           |
| 销售商品、提供劳务收到的现金           | 1086850.20 | 1076918.17 | -0.91     |
| 收到的税费返还                  | 1938.26    | 1090.27    | -43.75    |
| 收到的其他与经营活动有关的现金          | 16112.61   | 19059.57   | 18.29     |
| 现金流入小计                   | 1104901.08 | 1097068.01 | -0.71     |
| 购买商品、接受劳务支付的现金           | 812859.00  | 800381.90  | -1.53     |
| 支付给职工以及为职工支付的现金          | 42512.08   | 41257.06   | -2.95     |
| 支付的各项税费                  | 86087.68   | 83685.50   | -2.79     |
| 支付的其他与经营活动有关的现金          | 62070.44   | 70887.74   | 14.21     |
| 现金流出小计                   | 1003529.19 | 996212.19  | -0.73     |
| 经营活动产生的现金流量净额            | 101371.88  | 100855.82  | -0.51     |
| <b>二、投资活动产生的现金流量</b>     |            |            |           |
| 收回投资所收到的现金               |            | 13688.05   |           |
| 取得投资收益所收到的现金             |            | 55.51      |           |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金 | 184.41     | 674.86     | 265.96    |
| 收到的其他与投资活动有关的现金          |            | 561.00     |           |
| 现金流入小计                   | 184.41     | 14979.41   | 8023.05   |
| 购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金 | 243398.52  | 281415.98  | 15.62     |
| 投资所支付的现金                 | 2600.00    | 13384.22   | 414.78    |
| 支付的其他与投资活动有关的现金          |            |            |           |
| 现金流出小计                   | 245998.52  | 294800.19  | 19.84     |
| 投资活动产生的现金流量净额            | -245814.12 | -279820.78 | 13.83     |
|                          | -144442.23 | -178964.96 | 23.90     |
| <b>三、筹资活动产生的现金流量</b>     |            | 0.00       |           |
| 吸收投资所收到的现金               | 2271.74    | 2550.00    | 12.25     |
| 借款所收到的现金                 | 649257.23  | 963168.87  | 48.35     |
| 收到的其他与筹资活动有关的现金          | 24.00      | 200000.00  | 833233.33 |
| 现金流入小计                   | 651552.97  | 1165718.87 | 78.91     |
| 偿还债务所支付的现金               | 518297.18  | 927889.51  | 79.03     |
| 发生筹资费用所支付的现金             |            |            |           |
| 分配股利或利润或偿付利息所支付的现金       | 46308.10   | 67586.05   | 45.95     |
| 支付的其他与筹资活动有关的现金          | 11777.34   | 4194.94    | -64.38    |
| 现金流出小计                   | 576382.62  | 999670.49  | 73.44     |
| 筹资活动产生的现金流量净额            | 75170.35   | 166048.38  | 120.90    |
| <b>四、汇率变动对现金的影响</b>      | 353.05     | 1633.39    | 362.65    |
| <b>五、现金及现金等价物净增加额</b>    | -68918.83  | -11283.20  | -83.63    |

**附表 3-1-2 2006 年~2008 年 3 月现金流量表**  
 (单位: 万元)

| 项 目                       | 2006 年     | 2007 年     | 变动率(%)  | 2008 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            | 1076918.17 | 1534693.32 | 42.51   | 385973.44  |
| 收到的税费返还                   | 1090.27    | 7537.30    | 591.32  | 3023.26    |
| 收到其他与经营活动有关的现金            | 19059.57   | 11808.50   | -38.04  | 12579.53   |
| 经营活动现金流入小计                | 1097068.01 | 1554039.12 | 41.65   | 401576.24  |
| 购买商品、接受劳务支付的现金            | 800381.90  | 1181190.54 | 47.58   | 284237.55  |
| 支付给职工以及为职工支付的现金           | 41257.06   | 48712.67   | 18.07   | 16821.78   |
| 支付的各项税费                   | 83685.50   | 103912.41  | 24.17   | 35091.84   |
| 支付其他与经营活动有关的现金            | 70887.74   | 87797.19   | 23.85   | 11407.38   |
| 经营活动现金流出小计                | 996212.19  | 1421612.81 | 42.70   | 347558.55  |
| 经营活动产生的现金流量净额             | 100855.82  | 132426.31  | 31.30   | 54017.69   |
| 二、投资活动产生的现金流量:            |            |            |         |            |
| 收回投资收到的现金                 | 13688.05   |            | -100.00 |            |
| 取得投资收益收到的现金               | 55.51      |            | -100.00 | 59.41      |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额 | 674.86     | 1574.61    | 133.33  | 11.26      |
| 处置子公司及其他营业单位收到的现金净额       |            |            |         |            |
| 收到其他与投资活动有关的现金            | 561.00     |            | -100.00 | 3554.96    |
| 投资活动现金流入小计                | 14979.41   | 1574.61    | -89.49  | 3625.62    |
| 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金   | 281415.98  | 88402.21   | -68.59  | 17768.29   |
| 投资支付的现金                   | 13384.22   | 10872.55   | -18.77  |            |
| 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额       |            |            |         |            |
| 支付其他与投资活动有关的现金            |            |            |         |            |
| 投资活动现金流出小计                | 294800.19  | 99274.76   | -66.32  | 17768.29   |
| 投资活动产生的现金流量净额             | -279820.78 | -97700.15  | -65.08  | -14142.67  |
| 三、筹资活动产生的现金流量:            |            |            |         |            |
| 吸收投资收到的现金                 | 2550.00    | 3755.40    | 47.27   |            |
| 取得借款收到的现金                 | 963168.87  | 807626.72  | -16.15  | 301406.34  |
| 发行债券所收到的现金                | 200000.00  | 49696.50   | -75.15  | 0.00       |
| 收到其他与筹资活动有关的现金            |            |            |         | 10040.10   |
| 筹资活动现金流入小计                | 1165718.87 | 861078.62  | -26.13  | 311446.43  |
| 偿还债务支付的现金                 | 927889.51  | 613710.14  | -33.86  | 286036.92  |
| 分配股利、利润或偿付利息支付的现金         | 67586.05   | 89753.48   | 32.80   | 13820.22   |
| 兑付短期融资券所支付的现金             |            | 200000.00  |         |            |
| 支付其他与筹资活动有关的现金            | 4194.94    | 8914.63    | 112.51  |            |
| 筹资活动现金流出小计                | 999670.49  | 912378.25  | -8.73   | 299857.14  |
| 筹资活动产生的现金流量净额             | 166048.38  | -51299.63  | -130.89 | 11589.30   |
| 四、汇率变动对现金及现金等价物的影响        | 1633.39    | -475.92    | -129.14 | -7.38      |
| 五、现金及现金等价物净增加额            | -11283.20  | -17049.39  | 51.10   | 51456.93   |
| 加: 期初现金及现金等价物余额           | 89715.24   | 78432.04   | -12.58  | 61382.65   |
| 六、期末现金及现金等价物余额            | 78432.04   | 61382.65   | -21.74  | 112839.58  |

**附表 3-2-1 2005 年~2006 年现金流量表补充资料**  
 (单位: 万元)

| 项 目                         | 2005 年    | 2006 年      | 变动率 (%) |
|-----------------------------|-----------|-------------|---------|
| 一、不涉及现金收支的投资和筹资活动           |           |             |         |
| 债务转为资本                      |           | 79937769.90 |         |
| 以投资偿还债务                     |           |             |         |
| 以固定资产进行长期投资                 |           |             |         |
| 以存货偿还债务                     |           |             |         |
| 融资租赁固定资产                    |           |             |         |
| 二、将净利润调节为经营活动的现金流量          |           |             |         |
| 净利润                         | 60243.33  | 60296.72    | 0.09    |
| 加: 少数股东本期收益                 | 5941.29   | 14452.15    | 143.25  |
| 减: 未确认的投资损失                 |           |             |         |
| 加: 计提的资产减值准备                | 5462.42   | 3523.45     | -35.50  |
| 固定资产折旧                      | 76712.05  | 95823.10    | 24.91   |
| 无形资产摊销                      | 674.29    | 849.02      | 25.91   |
| 长期待摊费用摊销                    | 3013.32   | 696.16      | -76.90  |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益) | 2309.52   | 490.40      | -78.77  |
| 待摊费用减少(减:增加)                | -123.23   | 94.77       | -176.90 |
| 预提费用增加(减:减少)                | 485.78    | 742.71      | 52.89   |
| 固定资产报废损失                    |           |             |         |
| 财务费用                        | 25338.51  | 44424.45    | 75.32   |
| 投资损失(减:收益)                  | -513.50   | -8354.94    | 1527.06 |
| 递延税款贷项(减:借项)                |           |             |         |
| 存货的减少(减:增加)                 | -56284.11 | 15095.36    | -126.82 |
| 经营性应收项目的减少(减:增加)            | -52121.04 | -66996.07   | 28.54   |
| 经营性应付项目的增加(减:减少)            | 30233.25  | -60281.46   | -299.39 |
| 其他                          |           |             |         |
| 经营活动产生的现金流量净额               | 101371.88 | 100855.82   | -0.51   |
| 三、现金及现金等价物净增加情况             |           |             |         |
| 货币资金的期末余额                   | 89715.24  | 78432.04    | -12.58  |
| 减: 货币资金的期初余额                | 158634.07 | 89715.24    | -43.45  |
| 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                | -68918.83 | -11283.20   | -83.63  |

**附表 3-2-2 2006 年~2007 年现金流量表补充资料**  
 (单位: 万元)

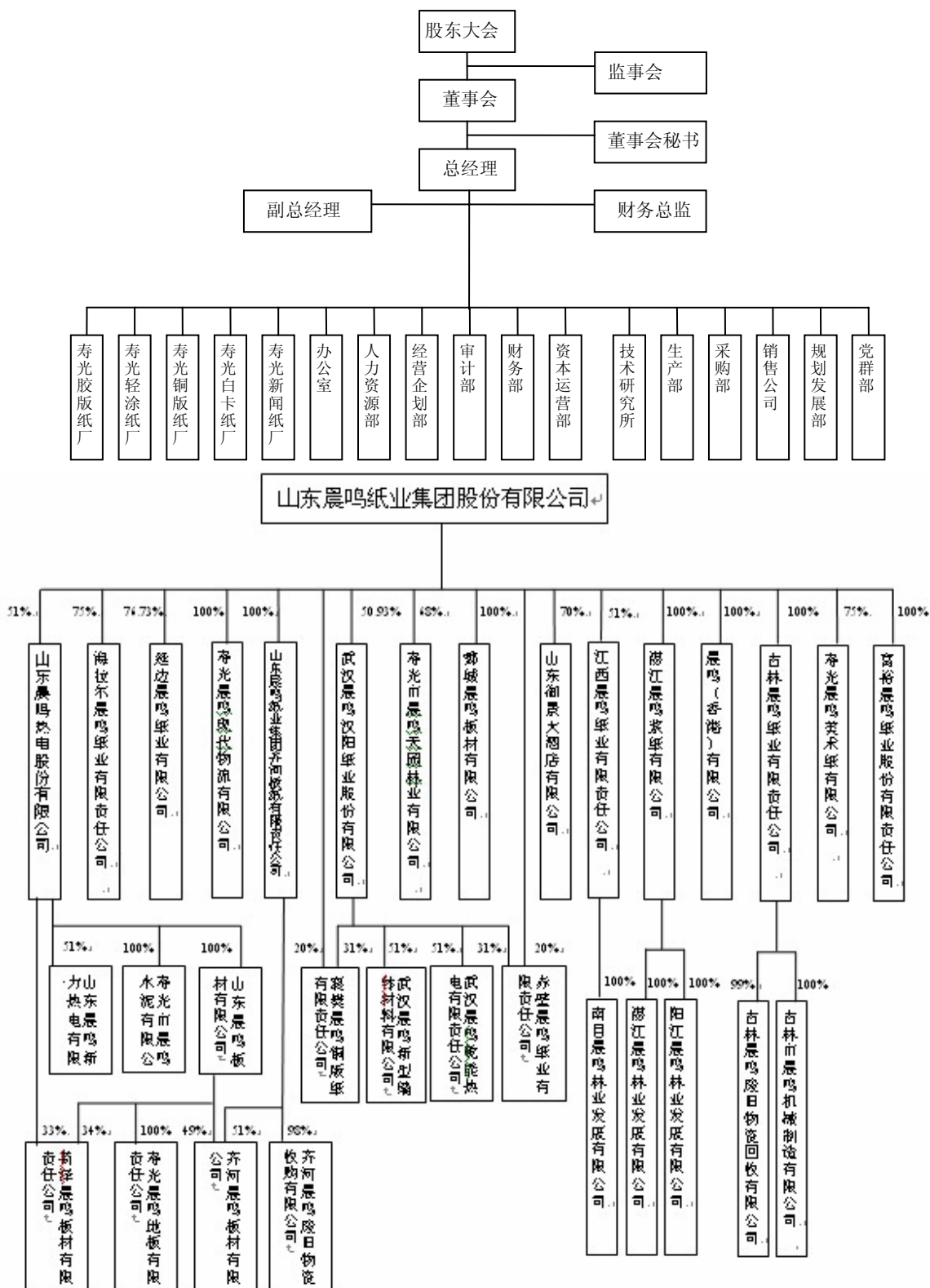
| 补充资料                             | 2006 年    | 2007 年    | 变动率 (%) |
|----------------------------------|-----------|-----------|---------|
| 1.将净利润调节为经营活动现金流量:               |           |           |         |
| 净利润                              | 51494.96  | 121854.12 | 136.63  |
| 加: 资产减值准备                        | 3523.45   | 10219.86  | 190.05  |
| 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧          | 93129.04  | 100852.56 | 8.29    |
| 投资性房地产折旧                         |           | 169.22    |         |
| 无形资产摊销                           | 1583.35   | 2101.13   | 32.70   |
| 长期待摊费用摊销                         | 2029.27   | 1358.06   | -33.08  |
| 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) | 490.40    | 974.83    | 98.78   |
| 固定资产报废损失(收益以“-”号填列)              |           |           |         |
| 消耗性生物资产减少(减: 增加)                 |           | -4823.00  |         |
| 公允价值变动损失(收益以“-”号填列)              |           | -3037.09  |         |
| 财务费用(收益以“-”号填列)                  | 45245.08  | 34948.51  | -22.76  |
| 投资损失(收益以“-”号填列)                  | -8010.07  | 946.16    | -111.81 |
| 递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)             | -3813.00  | -6523.16  | 71.08   |
| 递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)             |           | 610.39    |         |
| 管理层调低可转换债券确认的损失                  | 22939.93  |           | -100.00 |
| 存货的减少(增加以“-”号填列)                 | 15095.36  | -28677.42 | -289.98 |
| 购买少数股权形成的负商誉                     | -481.55   | -2404.09  | 399.24  |
| 经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)            | -66167.00 | -90964.97 | 37.48   |
| 经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)            | -56203.39 | -5178.79  | -90.79  |
| 其他                               |           |           |         |
| 经营活动产生的现金流量净额                    | 100855.82 | 132426.31 | 31.30   |
| 2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:             |           |           |         |
| 债务转为资本                           | 7263.41   | 181515.14 | 2399.04 |
| 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                          | 78432.04  | 61382.65  | -21.74  |
| 减: 现金的期初余额                       | 89715.24  | 78432.04  | -12.58  |
| 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                     | -11283.20 | -17049.39 | 51.10   |

附表 4 主要财务指标

| 项 目             | 2005 年 | 2006 年 | 2007 年 | 平均值    | 2008 年 3 月 |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|------------|
| 1. 经营效率         |        |        |        |        |            |
| 销售债权周转次数 (次)    | 5.81   | 5.14   | 5.06   | 5.23   | --         |
| 存货周转次数 (次)      | 4.10   | 4.75   | 6.73   | 5.61   | --         |
| 总资产周转次数 (次)     | 0.57   | 0.61   | 0.71   | 0.65   | --         |
| 2. 盈利能力         |        |        |        |        |            |
| 营业利润率 (%)       | 20.01  | 18.74  | 20.26  | 19.75  | 21.37      |
| 总资本收益率 (%)      | 5.76   | 6.51   | 8.78   | 7.49   | --         |
| 净资产收益率 (%)      | 11.02  | 10.03  | 11.52  | 10.97  | --         |
| 3. 财务构成         |        |        |        |        |            |
| 长期债务资本化比率 (%)   | 34.56  | 47.19  | 27.71  | 34.93  | 27.13      |
| 全部债务资本化比率 (%)   | 54.60  | 57.64  | 44.40  | 50.41  | 42.07      |
| 资产负债率 (%)       | 59.99  | 62.29  | 51.93  | 56.65  | 51.21      |
| 4. 偿债能力         |        |        |        |        |            |
| 流动比率 (%)        | 81.19  | 102.04 | 89.56  | 91.63  | 94.23      |
| 速动比率 (%)        | 50.04  | 70.33  | 65.88  | 64.05  | 63.28      |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | 7.67   | 5.20   | 6.60   | 6.39   | --         |
| 全部债务/EBITDA (倍) | 4.51   | 4.57   | 2.83   | 3.69   | --         |
| 现金收入比 (%)       | 111.79 | 91.16  | 101.20 | 100.31 | --         |
| 经营现金流流动负债比率 (%) | 14.52  | 17.19  | 17.97  | 17.05  | --         |

## 附件 5 公司组织结构图

(截至 2007 年底)



## 附件 6 有关指标的计算公式

| 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%<br>(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -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                                                                            |

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7 企业主体信用等级的定义

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，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                         |

## 联合资信评估有限公司关于 山东晨鸣纸业集团股份有限公司 企业主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信将在正式出具评级报告后第6个月进行定期跟踪，并在企业主体长期信用等级有效期内进行不定期跟踪评级。

山东晨鸣纸业集团股份有限公司（以下简称“晨鸣纸业”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。晨鸣纸业如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注晨鸣纸业的经营管理状况及相关信息，如发现晨鸣纸业出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整企业主体长期信用等级。

如晨鸣纸业不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至晨鸣纸业提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如晨鸣纸业主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送晨鸣纸业、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司

二零零八年五月二十三日