

# 鹏元资信评估有限公司

## 信用等级通知书

鹏信评【2012】第 Z【488】号

### 中顺洁柔纸业股份有限公司：

受贵公司委托，鹏元资信评估有限公司从运营环境、经营和竞争地位、财务状况以及担保方式等方面对贵公司拟发行的不超过 8.3 亿元人民币的公司债券进行了分析和评估，经本公司证券评级评审委员会审定，贵公司主体长期信用等级为 AA，本期公司债券的信用等级为 AA。

如果贵公司对上述评估结果有异议，可在接到本通知后十个工作日内以书面形式向本委员会提出复评要求，并提供相应的补充资料。

特此通告。

鹏元资信评估有限公司

证券评级评审委员会

二零一二年八月八日

4-6-1

中顺洁柔纸业股份有限公司  
2012年不超过8.3亿元  
公司债券信用评级报告

 鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与发行主体不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员与受评对象亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由发行主体提供，本评级机构并不保证引用资料的准确性和完整性。

本评级机构有充分理由保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因发行主体和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

本评级机构同意将本信用评级报告作为发行主体申请发行本次债券所必备的法定文件，随其他材料一起提交相关监管部门审查，并依法对其承担责任。

鹏元资信评估有限公司

评级总监： 

 鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO., LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040-3

网址：<http://www.pyrating.cn>

 cninf

巨潮资讯

www.cninfo.com.cn

中国证监会指定信息披露网站

## 中顺洁柔纸业股份有限公司 2012 年不超过 8.3 亿元公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA

发行主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 8.3 亿元

债券期限：5 年

增信方式：保证担保

担保主体：广东中顺纸业集团有限公司

评级日期：2012 年 08 月 15 日

### 评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对中顺洁柔纸业股份有限公司（以下简称“中顺洁柔”或“公司”）本次拟发行的不超过 8.3 亿元公司债券（简称“本期债券”）的评级结果为 AA，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低，该等级是鹏元基于对公司的运营环境、经营竞争状况、财务实力及本期债券担保方实力等因素综合评估确定的。

### 主要财务指标：

项目	2012 年 6 月	2011 年	2010 年	2009 年
总资产（万元）	287,138.70	282,098.61	324,066.81	147,940.48
归属于母公司所有者权益（万元）	210,785.45	207,412.47	199,358.67	43,298.73
资产负债率	26.48%	26.35%	38.38%	64.51%
流动比率	2.27	2.50	2.01	0.85
速动比率	1.61	1.80	1.67	0.56
营业收入（万元）	108,937.28	185,625.82	177,886.60	161,869.33
营业利润（万元）	8,632.40	9,795.81	14,057.49	14,917.20
利润总额（万元）	9,190.09	11,114.59	14,385.75	15,414.56
综合毛利率	30.68%	25.82%	30.06%	35.06%
总资产报酬率	-	4.49%	7.51%	12.73%
经营活动现金流净额（万元）	11,027.53	-3,696.79	8,710.67	21,999.30

资料来源：公司 2009-2011 年审计报告及最新一期财务报表

### 基本观点：

- 作为国内生活用纸行业第一梯队成员，公司具有一定的规模优势，上市募集资金投资项目的投建，将使公司产能进一步扩张；
- 通过对经销商的精减，公司营销网络逐步成熟，同时较好的品牌结构与品牌知名度，为其收入增长提供了保障；
- 公司成功上市后资产规模大幅提升，且资产负债率较低，财务安全性较好；
- 广东中顺纸业集团有限公司提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保为本期债券偿还提供了较好的保障。

### 关注：

- 公司原材料木浆价格易受国际木浆价格波动影响，能源、人工成本呈上升趋势，经营压力有所增加；

### 分析师

姓名： 汤娟 林心平

电话： 0755-82871978

邮箱： tangjuan@pyrating.cn

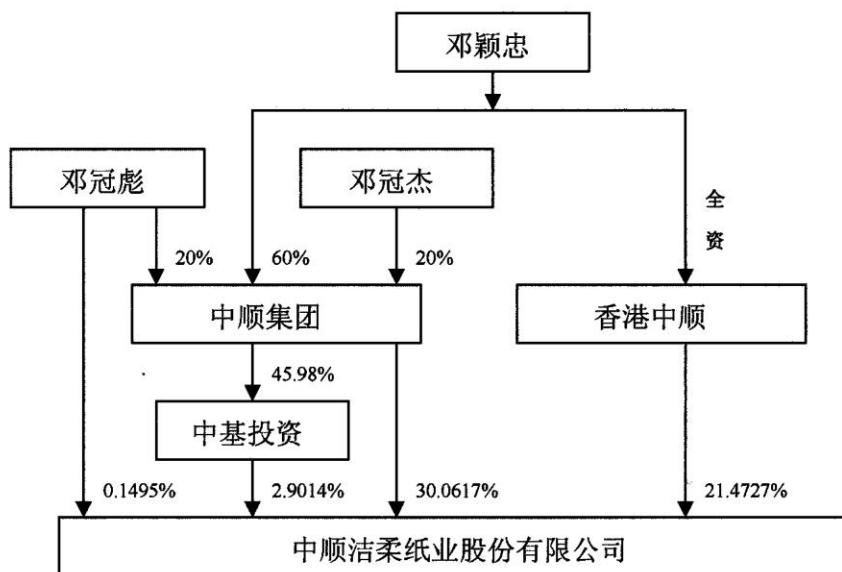
## 一、发行主体概况

中顺洁柔是于2008年12月31日由中山市中顺纸业制造有限公司整体变更设立的股份有限公司，设立时的注册资本为12,000万元。

2010年11月4日，经中国证券监督管理委员会证监许可[2010]1539号文核准，公司首次公开发行人民币普通股股票4,000万股。2010年11月23日，经深圳证券交易所《关于中顺洁柔纸业股份有限公司人民币普通股股票上市的通知》（深证上[2010]379号）同意，公司发行的人民币普通股股票在深圳证券交易所上市，公司股份总数增至16,000万股，股票简称“中顺洁柔”，股票代码“002511”。

公司实际控制人为邓氏家族，其成员为邓颖忠、邓冠彪和邓冠杰，其中邓颖忠与邓冠彪和邓冠杰为父子关系，邓冠彪与邓冠杰为兄弟关系。截至2012年6月30日，邓氏家族直接或者间接控制的公司股权为54.5853%，公司股权及控制关系图如下：

图1 截至2012年6月30日公司股权及控制关系图



资料来源：公司提供

公司以生产和销售中高档生活用纸为主，主要产品为“洁柔”和“太阳”品牌的卷纸、手帕纸、软抽纸和盒巾纸等。截至2012年6月30日，公司总资产287,138.70万元，资产负债率26.48%；2012年1-6月，公司实现营业收入108,937.28万元，利润总额9,190.09万元，经营活动净现金流11,027.53万元。

## 二、本期债券概况

**债券名称：**中顺洁柔纸业股份有限公司 2012 年公司债券；

**发行总额：**本期债券发行总额不超过人民币 8.3 亿元（含 8.3 亿元）；

**债券期限及利率：**本期债券期限不超过 5 年，利率由发行人和保荐机构（主承销商）按照发行时网下询价结果共同协商确定，在本期债券存续期内固定不变；

**还本付息方式：**本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付；

**增信方式：**广东中顺纸业集团有限公司（以下简称“中顺集团”）为本期债券本息的到期兑付提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

## 三、本期债券募集资金用途

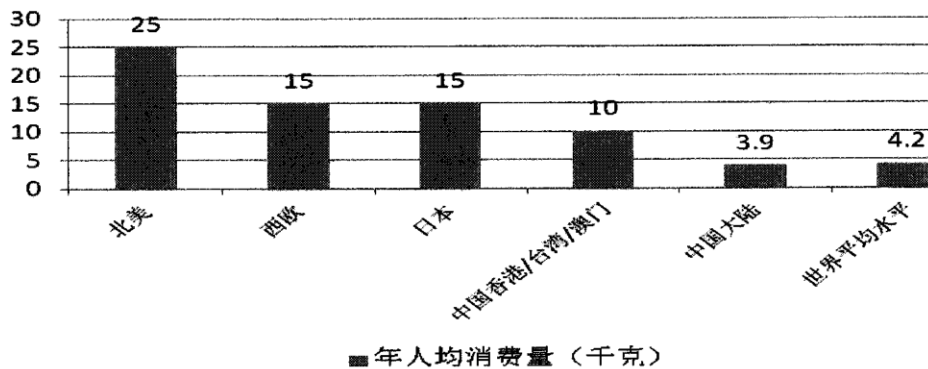
公司拟将本期债券募集资金扣除发行费用后用于偿还公司债务和补充流动资金。

## 四、运营环境

随着我国经济的发展和城市化进程的加快，生活用纸行业的市场容量有望不断提升，产品结构趋于多样化

近年来，受益于我国经济的持续高速发展，GDP 总量由 2006 年的 216,314.43 亿元增长至 2011 年的 471,563.70 亿元，我国农村居民人均纯收入、城镇居民人均可支配收入以及社会消费品零售总额均有不同程度的增长。在人民生活水平与消费能力不断提升的带动下，我国生活用纸的消费量呈逐年增长态势，2009-2011 年我国生活用纸消费量的年均复合增长率为 11.89%。2011 年我国生活用纸消费量达 525.40 万吨，生活用纸消费总量仅次于北美与西欧地区，位居世界第三。此外，近年我国生活用纸的年人均消费量也在不断提升，2011 年我国生活用纸的人均消费量为 3.90 千克，同比增长 12.07%，但尚未达到世界平均水平 4.2 千克，与发达国家与地区的人均消费量仍有较大差距。据中国造纸协会生活用纸专业委员会预测，到 2015 年我国生活用纸的人均消费量将达到 4.6 千克，总消费量达 630 万吨。这意味着我国生活用纸行业未来的市场容量仍有较大增长空间。

图2 2011年主要国家/地区生活用纸年人均消费量比较



资料来源：中国造纸协会生活用纸专业委员会出具的《2011年生活用纸行业的概况和展望》

表1 2009-2011年中国生活用纸的进出口与消费类情况

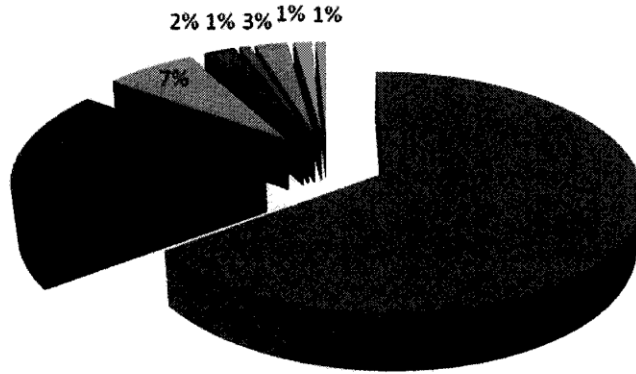
	2011年		2010年		2009年	
	数量	增长率	数量	增长率	数量	增长率
进口量 (万吨)	4.20	50.00%	2.80	21.74%	2.30	4.50%
出口量 (万吨)	46.20	-0.65%	46.50	4.49%	44.50	8.00%
净出口量 (万吨)	42.00	-3.89%	43.70	3.55%	42.20	7.90%
消费量 (万吨)	525.40	12.67%	466.30	11.10%	419.70	7.30%
人均消费量 (千克)	3.90	12.07%	3.48	10.83%	3.14	6.40%
市场均价 (元/吨)	12,600.00	8.15%	11,650.00	7.77%	10,810.00	3.40%
国内市场规模 (亿元)	662.00	21.87%	543.20	19.73%	453.70	11.00%

资料来源：中国造纸协会生活用纸专业委员会出具的 2009-2011 年生活用纸行业的概况和展望

目前，我国生活用纸中对卫生纸的需求比例最大，2011年卫生纸的市场份额约为65%，而发达国家生活用纸中卫生纸的市场份额约在55%左右。我国卫生纸的市场份额高于发达国家主要系占我国面积和人口大部分的农村主要以消费卫生纸为主。随着我国城市化进程的加快，卫生纸的市场份额有望逐步下降，而厨房用纸、擦手纸等功能较为细分的生活用纸消费量将逐步提升。我国生活用纸生产企业的产品结构也将趋于多样化。



图3 2011年我国生活用纸的产品结构



■ 卫生纸 ■ 面巾纸 ■ 手帕纸 ■ 餐巾纸 ■ 厨房用纸 ■ 擦手纸 ■ 衬纸 ■ 其他

资料来源：2011年生活用纸行业的概况和展望

### 对进口木浆的高度依赖，使以木浆为原料的生活用纸企业面临较大的原材料价格波动风险

目前国内除金红叶纸业采用从制浆、原纸生产到后加工环节的林浆纸后加工一体化经营模式外，国内规模较大的生活用纸生产企业大多采用购入纸浆后生产原纸并进行后加工的经营模式。而生产高档生活用纸所使用的木浆（包括针叶浆和阔叶浆）主要从木材、木片等原材料供应充足的加拿大、俄罗斯、巴西和印度尼西亚等国家进口。近年来我国进口纸浆数量呈逐年增长态势，据统计，2011年我国进口纸浆数量为1,445.00万吨，同比增长27.10%。进口纸浆金额达119.4亿美元，同比增长35.30%。

据FOEX Indexes Ltd.统计的欧洲市场针叶浆与阔叶浆价格走势来看，2007-2010年7月期间，国际针叶浆与阔叶浆价格整体均呈现大幅波动状态，国际针叶浆与阔叶浆的最大涨跌幅分别为76.22%与89.70%。2010年8月至今，除2011年下半年国际针叶浆与阔叶浆价格有所回落外，其余时间国际针叶浆与阔叶浆价格均保持高位运行。

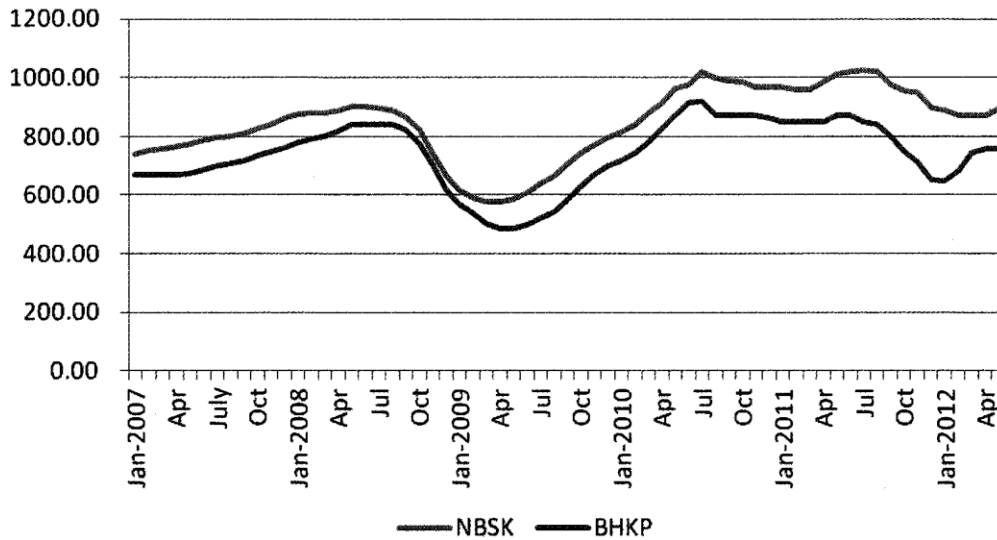
由于国内绝大部分生活用纸企业的木浆原材料需要依靠从国外进口，而国际木浆价格的波动幅度较大，影响其变动的因素较为复杂多样，这使我国以木浆为原料的生活用纸企业面临较大的原材料价格波动风险。

表2 2007-2011年我国纸浆进口情况（单位：万元）

	2011年	2010年	2009年	2008年	2007年
纸浆进口数量（万吨）	1,445.00	1,137.00	1,368.00	952.00	847.00
纸浆进口金额（万美元）	1,193,962.70	881,778.60	684,370.30	670,556.30	554,902.70

资料来源：wind 数据库

图4 2007-2012年6月欧洲市场纸浆 FOEX 价格指数走势



注：NBSK 为漂白针叶浆，BHKP 为漂白阔叶浆

资料来源：2009 年至 2010 年 4 月数据摘自 "FOEX Indexes Ltd"; 2010 年 4 月至 2012 年 6 月数据摘自纸业联讯网站 "http://www.risi-umpaper.com" 中公布的 FOEX 指数

**目前我国生活用纸行业内部竞争呈层次化格局，行业集中度偏低，随着节能环保要求的提升该行业将日趋集中**

据2011年生活用纸委员会统计，我国生活用纸行业生产厂商近1,600家，其中有原纸生产环节的综合性企业500多家。目前，我国生活用纸行业已按生产规模形成三个梯队的层次化竞争格局。恒安国际、金红叶纸业、维达国际与中顺洁柔属于国内生活用纸行业的第一梯队成员，年产能均在15万吨以上。排名5-15位的企业组成生活用纸行业内第二梯队，均为区域性生产厂商，年产能一般在10万吨以下。其他生产厂商属于生活用纸行业内第三梯队，均为地方性小生产厂商，年产能可在5万吨以下。2011年我国生活用纸行业第一梯队的4家企业原纸的产能合计约188万吨，约占行业总产能的27.53%，4家企业销售额合计约为174.5亿元，约占行业总销售额的3成。而目前全球范围内排名前四的生活用纸生产厂商金佰利公司、乔治亚-太平洋公司、宝洁公司和SCA Hygiene Products 的市场占有率约为45%左右。因此，与全球生活用纸行业市场集中度相比，我国生活用纸行业的市场集中度仍然偏低。

随着我国对节能环保要求的逐步提升，政府已陆续出台《造纸产业发展政策》、《国务院关于印发节能减排综合性工作方案的通知》、《造纸工业水污染物排放标准》和《造纸产品取水定额》等政策，旨在对一些经济规模不合理、能耗水耗较高、排放不达标的造纸产能实施淘汰，“十二五”期间计划淘汰落后产能1,000万吨。随着行业内中小企业逐步被淘汰，而龙头企业充分发挥品牌优势、规模优势和合理布局优势进一步扩大市场占有率，

我国生活用纸行业的产业集中度有望逐步提升。

## 五、经营与竞争

公司主要产品为生活用纸，可细分为卷纸类与非卷纸类，其中非卷纸类主要包括手帕纸、软抽纸和盒巾纸等。近年来公司主营业务收入稳步增长，2011年公司实现主营业务收入183,994.46万元，其中卷纸类收入占比57.71%，非卷纸类收入占比42.29%。毛利率方面，非卷纸类产品毛利率通常较卷纸类产品毛利率高出7~11个百分点。近年来公司卷纸类产品的占比呈逐年下降态势。

**表3 近年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

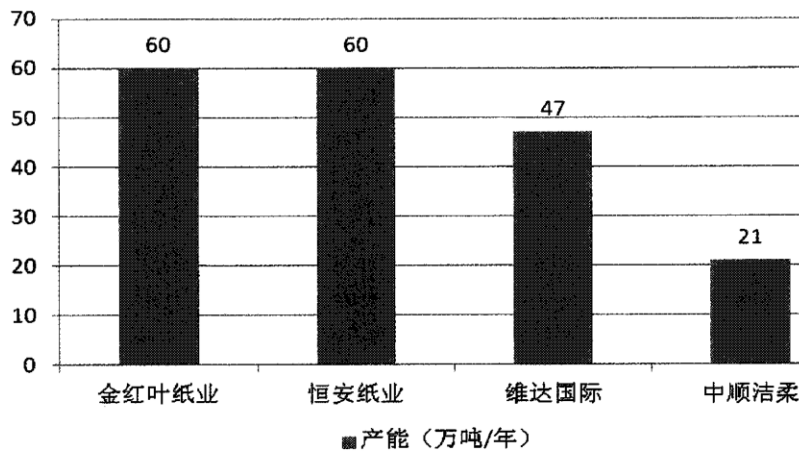
产品类别	2012年1-6月		2011年		2010年		2009年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
卷纸类	58,599.66	26.11%	106,175.15	21.66%	102,285.14	25.87%	98,170.63	32.50%
非卷纸类	48,556.96	37.23%	77,819.31	32.04%	72,183.74	37.47%	63,478.91	39.18%
合计	107,156.62	31.15%	183,994.46	26.05%	174,468.88	30.67%	161,649.53	35.12%

资料来源：公司提供

**作为国内生活用纸行业第一梯队成员，公司具有一定的规模优势；上市募集资金投资项目的投建，将使公司产能进一步扩张**

公司作为国内生活用纸行业第一梯队成员，在市场份额与产能上与国内第二、第三梯队企业相比具有一定的规模优势。2011年国内生活用纸行业第一梯队的4家企业销售额合计占行业总销售额的约29.3%，其中公司市场份额为3.12%，而第二梯队的11家公司合计的市场份额约为14.2%。2011年公司原纸产能达21万吨，而第二梯队与第三梯队企业的产能分别在10万吨/年以下与5万吨/年以下。但公司产能与同属于第一梯队的金红叶纸业、恒安纸业及维达集团相比有一定差距，仍需进一步扩张产能，提升市场占有率。

图5 截至2011年底公司与主要竞争者年产能情况



资料来源：竞争对手数据来源为中国造纸协会生活用纸专业委员会出具的《2011年生活用纸行业的概况和展望》；公司数据来源为公司2011年度财务报告。

截至目前，公司分别在广东中山、广东江门、湖北孝感、四川成都与浙江嘉兴设立了生产基地，基本形成了覆盖华南、华中、华西、华东地区的生产布局。2010年公司通过公开发行人股票募集资金净额14.52亿元，其中7.90亿元用于4个扩产项目建设（见表5），4个募投项目全部达产后公司每年将新增产能17万吨，公司总产能将达35万吨（公司部分募投项目已于2011年逐步投产）。产能的扩张可进一步体现公司规模效应，摊薄单位产品单位成本，并有利于公司提升市场占有率，从而增强公司的整体竞争力。此外，我们注意到随着经济的发展与人民生活水平的提升，生活用纸的市场容量呈逐年稳步提升态势，且近年为占领市场提升品牌知名度，公司需不断外购原纸进行生产，这表明公司新增产能有望被很好地消化。

表4 近年公司原纸产能、产量情况（单位：万吨）

2012年1-6月		2011年		2010年		2009年	
产能	产量	产能	产量	产能	产量	产能	产量
11.15	8.89	21.01	17.01	18.60	15.36	17.80	15.87

资料来源：公司提供

表5 公司上市募投项目情况（单位：万元）

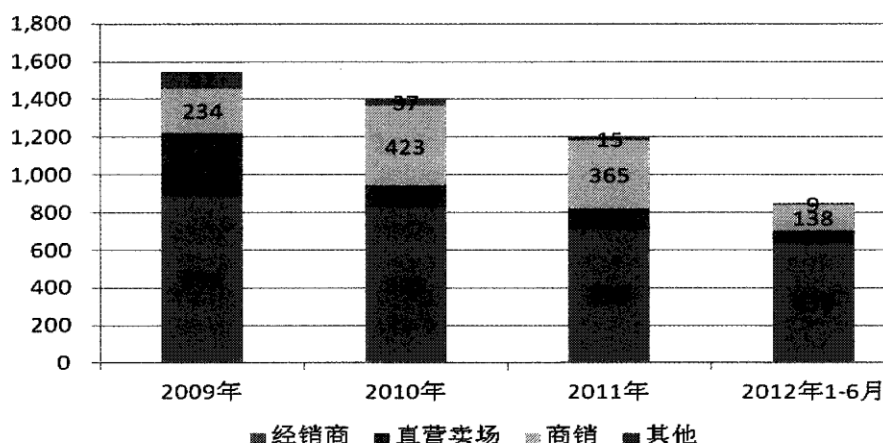
项目名称	拟投入募集资金金额	累计投入募集资金金额	投资进度
江门新建项目（5万吨）	25,000.00	22,423.99	89.70%
江门新建项目（7万吨）	33,000.00	18,619.10	56.42%
唐山新建项目（2.5万吨）	13,862.30	14,000.58	101.00%
成都天天新建项目（2.5万吨）	7,172.10	6,823.44	95.14%
合计	79,034.40	61,867.11	-

资料来源：公司2012年半年度报告

通过对经销商的精减,公司逐步建立起成熟的营销网络,同时较好品牌结构与知名度,为收入增长提供了保障

为保证公司产品能及时进入消费市场,保持和提高市场占有率,经过多年发展公司已建立起覆盖全国的较为成熟的营销网络。目前公司主要的销售渠道为经销商、直营卖场和商销,其中2011年公司对经销商的销售收入达159,241.57万元,占公司主营业务收入的86.55%,是公司最主要的销售渠道。公司在全国县级以上城市基本都部署了经销商。为强化经销商队伍,公司建立了经销商考核制度,对部分不合格经销商进行淘汰,公司经销商个数由2009年的885个减少到2012年6月的636个。截至2012年6月底,公司直营卖场数量为67个,其中公司已与大型的连锁卖场家乐福、沃尔玛、易初莲花、乐购、大润发和华润万家等建立起战略合作关系。公司主要的商销客户为中石化、中石油、中国移动和建设银行等,2011年6月末公司商销客户总数为138家。

图 6 2009-2012 年 6 月公司销售渠道数量情况



资料来源: 公司提供

表 6 2009-2012 年 6 月公司各销售渠道的收入情况 (单位: 万元)

渠道	2012 年 1-6 月		2011 年		2010 年		2009 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
经销商	90,919.44	84.85%	159,241.57	86.55%	152,295.23	87.28%	114,881.31	71.07%
直营卖场	13,831.72	12.91%	22,514.67	12.24%	19,672.78	11.28%	31,167.85	19.28%
商销	2,279.08	2.13%	1,608.78	0.87%	2,085.90	1.20%	1,610.73	1.00%
其他	126.39	0.12%	629.44	0.34%	414.97	0.24%	13,989.64	8.65%
合计	107,156.62	100.00%	183,994.46	100.00%	174,468.88	100.00%	161,649.53	100.00%

资料来源: 公司提供

截至目前,公司共拥有“洁柔”和“太阳”两大品牌。其中“洁柔”品牌的定位为中高端纸巾,而“太阳”品牌则以实惠、卫生为主导,定位相对较低。2005年9月,公司的“洁

“柔”品牌生活用纸被国家质量监督检验检疫总局中国名牌战略推进委员会评为“中国名牌产品”，是全国生活用纸产品中3个获得该称号的产品之一。据中国造纸协会生活用纸专业委员会统计，“洁柔”品牌在东北、中南、西南以及西北地区的市场占有率均居前6位。通过对两大品牌的推广，公司已形成了能够同时满足多层次需求、结构合理的品牌结构。

公司成熟完善的营销网络、不断提升的品牌知名度以及合理的品牌结构为公司产品销售的顺畅、营业收入的增长提供了较好的保障。近年来，公司卷纸类产销率保持在93%以上，而非卷纸类产品的产销率则保持在95%以上。

**表 7 2009-2012 年 6 月公司卷纸与非卷纸的产、销量与平均单价情况**

		2012年1-6月	2011年	2010年	2009年
卷纸	产量(吨)	51,418	105,142	95,203	104,050
	销量(吨)	55,907	97,931	97,829	104,000
	产销率(%)	108.73	93.14	102.76	99.95
	平均单价(元/吨)	10,481.55	10,841.83	10,455.49	9,439.48
		2012年1-6月	2011年	2010年	2009年
非卷纸	产量(吨)	34,174	53,463	49,208	49,470
	销量(吨)	32,507	52,624	51,108	50,280
	产销率(%)	95.12	98.43	103.86	101.64
	平均单价(元/吨)	14,937.36	14,787.80	14,123.79	12,625.08

资料来源：公司提供

### 主要原材料纸浆价格的大幅波动及能源、人工等成本的上升，给公司经营带来一定压力

公司生产用原材料主要包括纸浆、包装材料与辅料，其中纸浆在生产成本中的占比在50%以上，是对公司产品成本影响最大的原材料。由于公司纸浆主要依靠从加拿大、巴西、智利等国外市场进口，公司生产成本易受到国际纸浆价格波动的影响。据欧洲纸浆 FOEX 价格指数统计显示，国际针叶浆与阔叶浆的价格从2009年4月到2010年7月持续上涨，此期间针叶浆与阔叶浆的涨幅分别为76.22%与89.70%。2010年8月至2011年8月国际纸浆价格波动幅度不大但价位较高。纸浆价格的大幅波动与高位运行使公司的纸浆的采购成本不断增长。

除材料成本外，能源耗用与人工成本也是公司产品成本的重要组成部分。受近年通货膨胀与能源供应尤其是电能供应趋紧的影响，公司人工与能源成本呈不断上升趋势。2011年公司人工成本与能源耗用分别较2010年增长16.07%与20.88%，均高于公司产量的增长。

由于公司近年产品的销售单价变化不大，而产品成本却在主要材料纸浆价格上涨，人

工、能源价格提升的压力下不断攀升，经营压力有所加大。但我们注意到，由于公司在 2011 年末原材料木浆价格下降时进行了大量采购，使得 2012 年上半年公司产品成本下降，毛利率较 2011 年有较大提升。

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经广东正中珠江会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的2009-2011年审计报告及未经审计的2012年6月份财务报表。公司执行中华人民共和国财政部颁布的企业会计准则（2006）和《企业会计制度》及相关规定。

截至2012年6月30日，公司纳入报表合并范围子公司16家，具体情况见下表。

**表8 2012年6月纳入报表合并范围子公司情况**

公司名称	业务性质	注册资本	持股比例(%)
江门中顺纸业有限公司	生活用纸品生产销售	1,530万美元	75
浙江中顺纸业有限公司	生活用纸品生产销售	6,500万元	75
江门中顺洁柔纸业有限公司	生活用纸品生产销售	15,000万元	100
中山市中顺洁柔贸易有限公司	批发、进出口木浆及纸类制品	1,000万元	100
中顺洁柔（香港）有限公司	纸浆的采购	1 万港元	
中山市中顺商贸有限公司	生活用纸销售	7,500 万元	100
孝感市中顺洁柔商贸有限公司	生活用纸销售	3,300 万元	100
北京中顺洁柔纸业有限公司	生活用纸销售	2,200 万元	100
成都中顺纸业有限公司	生活用纸销售	100 万元	100
杭州洁柔商贸有限公司	生活用纸销售	200 万元	100
上海惠聪纸业有限公司	生活用纸销售	2,800 万元	100
湖北中顺鸿昌纸业有限公司	生活用纸销售	5,000 万港元	70
珠海中顺纸业有限公司	生活用纸销售	50 万元	100
中山市中顺纸类回收有限公司	生活用纸销售	250 万元	100
中顺国际纸业有限公司	生活用纸销售	1 万港元	100
成都天天纸业有限公司	生活用纸品生产销售	10,000万元	100

资料来源：公司提供

### 资产结构与质量

#### 2010 年成功上市后公司资产规模迅速壮大，资产流动性大幅提升

2010 年公司上市发行股票募集资金净额 145,172.00 万元，使当年公司资产总额达 324,066.81 万元，较 2009 年增长 119.05%，公司整体资产规模迅速壮大。2011 年公司资产

规模有所下降主要系公司对部分银行短期借款进行偿还所致。从资产结构来看，公司资产以流动资产为主。股票募集资金的到位，使流动资产比重大幅增长，资产流动性大幅提升。

公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款、预付款项和存货构成。截至2012年6月，公司货币资金为75,494.87万元，大部分为银行存款，另有部分为信用证、银行承兑汇票及质押的保证金。货币资金余额较2010年大幅减少，主要系一方面公司从2011年至今不断使用上市募集资金进行募投项目建设，另一方面公司2011年偿还负债所致。

截至2011年底，公司应收账款账龄在信用期以内的占比为83.82%，账龄在一年以内的占比达94.40%，应收账款发生大规模坏账的风险不大。近年公司预付款项不断增长，主要系公司募投项目的投建导致预付工程款与设备款增加所致。

公司存货主要由原材料及库存商品构成，2011年末两者合计在存货中占比为83.08%。公司生产用原材料木浆的价格波动较大，为降低生产成本，公司在2010年与2011年的四季度，全年木浆价格的相对较低点增大了对木浆的采购量，使得原材料期末余额有所增长，2011年末公司原材料共计3.03亿元。2011年末，公司库存商品同比2010年增长63.66%，主要系年底公司为春节增加备货所致。

截至2012年6月30日，公司非流动资产主要由固定资产、在建工程以及无形资产构成，其中固定资产在非流动资产中的占比达67.09%，是非流动资产的主要构成项目。公司固定资产主要由房屋建筑物与机器设备组成，为扩大产能、提升生产效率公司使用募投资金在江门、唐山、成都进行生产基地扩建，购入意大利进口设备，使得近年公司固定资产规模持续增长。

在建工程主要系公司4个募投项目部分尚处建设中的基地和安装的设备，即江门新建5万吨、江门新建7万吨项目、唐山新建2.5万吨项目以及成都天天新建2.5万吨项目。截至2012年6月末，4个项目的投资进度分别为89.70%、56.42%、101.00%和95.14%。公司无形资产主要为土地使用权。

总体来看，上市后公司资产规模迅速壮大，但近年对债务的偿还使公司资产规模有所下降。资产结构以流动资产为主，货币资金充裕，资产的流动性较好。为扩充产能和提升生产效率，公司加大了在厂房与先进设备方面的投入，公司资产整体质量较好。

**表9 2009-2012年6月公司主要资产构成（单位：万元）**

项目	2012年6月		2011年		2010年		2009年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重	金额	比重
流动资产合计	169,658.24	59.09%	182,674.17	64.76%	242,710.03	74.90%	76,257.03	51.55%



货币资金	75,494.87	26.29%	95,325.16	33.79%	171,526.14	52.93%	24,784.32	16.75%
应收票据	2,513.86	0.88%	4,957.00	1.76%	100.00	0.03%	0.00	0.00%
应收账款	22,654.44	7.89%	20,343.47	7.21%	23,550.61	7.27%	22,124.30	14.95%
预付款项	17,445.04	6.08%	10,486.62	3.72%	4,516.41	1.39%	1,778.61	1.20%
其他应收款	1,877.35	0.65%	650.53	0.23%	1,823.90	0.56%	896.52	0.61%
存货	49,672.69	17.30%	50,911.40	18.05%	41,192.97	12.71%	26,673.27	18.03%
<b>非流动资产合计</b>	<b>117,480.46</b>	<b>40.91%</b>	<b>99,424.44</b>	<b>35.24%</b>	<b>81,356.78</b>	<b>25.10%</b>	<b>71,683.46</b>	<b>48.45%</b>
固定资产净额	78,816.87	27.45%	78,707.24	27.90%	70,479.64	21.75%	61,384.10	41.49%
在建工程	28,773.33	10.02%	11,002.27	3.90%	1,573.57	0.49%	1,842.83	1.25%
无形资产	7,213.98	2.51%	7,030.49	2.49%	6,985.90	2.16%	7,034.07	4.75%
<b>资产总计</b>	<b>287,138.70</b>	<b>100.00%</b>	<b>282,098.61</b>	<b>100.00%</b>	<b>324,066.81</b>	<b>100.00%</b>	<b>147,940.48</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2009-2011年审计报告及2012年1-6月财务报表

## 盈利能力

受产能限制，近年公司营业收入增长缓慢，原材料成本上涨导致毛利率有所下滑，随着募投项目的逐步投产，公司盈利水平有望提升

2009-2011 年公司营业收入虽保持了逐年增长的态势，但增长幅度却逐年下降，2011 年公司营业收入同比增长为 4.35%，远低于主要竞争对手维达国际与恒安集团的收入增幅。公司近年营业收入增长缓慢，主要是由于上市前公司资金不足，产能扩张速度较慢，且设备大部分为国产，生产效率不高，导致产品产量增长不大，无法与市场需求增长相匹配。2011 年江门 5 万吨新建项目虽开始投产，但产能尚未完全释放，其余募投项目正处于建设中，且公司停用了部分效率较低的国产机，导致公司实际产能仍无较大提升。但我们注意到 2012 年 1-6 月，公司营业收入同比实现增长 31.59%，较 2011 年收入增速大幅提升，随着募投项目的逐步投产，未来公司收入增长速度有望继续提升。

2009-2011 年公司营业收入虽逐年有所增长，但由于公司综合毛利率不断下滑，使公司盈利水平呈下降态势。近年公司综合毛利率逐年下滑主要系产品单位成本不断提升所致。导致公司产品成本上涨的因素主要系一方面受国际纸浆价格在 2009 年持续上涨，2010 年高位运行的影响，公司主要原材料纸浆的采购价格上升，公司 2010 年纸浆平均采购单价较 2009 年提升了 31.34%，2011 年纸浆平均采购价格与 2010 年持平；另一方面，近年来的通货膨胀使能源、运输及人工成本不断提升，其中 2011 年公司能源耗用与人工成本分别较 2010 年增长 20.88%与 16.07%，均超过 2011 年公司产量的同比增长；值得注意的是，2012 年上半年，公司综合毛利率较 2011 年提升了 4.86 个百分点，提升幅度较大，一方面是由于 2011 年末公司纸浆的集中采购价格较低使生产成本下降，另一方面是由于公司非卷纸类

产品的平均单价较 2011 年增长 1.01%，且非卷纸类产品的销售收入在公司销售总额的占比呈逐年提升趋势所致。随着募投项目的投产，公司未来生产的规模效应将逐步显现，公司盈利水平有望提升。

**表10 2009-2012年1-6月公司主要盈利指标（单位：万元）**

盈利能力指标	2012年1-6月	2011年	2010年	2009年
营业收入	108,937.28	185,625.82	177,886.60	161,869.33
营业利润	8,632.40	9,795.81	14,057.49	14,917.20
补贴收入	196.74	1,304.76	478.76	382.65
利润总额	9,190.09	11,114.59	14,385.75	15,414.56
净利润	6,561.25	8,069.58	11,974.68	12,845.23
综合毛利率	30.68%	25.82%	30.06%	35.06%
期间费用率	22.37%	20.51%	21.39%	25.33%
总资产回报率	-	4.49%	7.51%	12.73%

资料来源：公司2009-2011年审计报告及2012年1-6月财务报表

## 现金流

**近年公司经营活动净现金流呈下滑趋势，投资活动现金支出较大，对资金需求较大**

近年来，公司经营活动净现金流呈现逐年下降的趋势，2011年公司经营活动产生的现金净额为-3,696.79万元。2011年公司经营活动净现金流表现不佳主要是由于一方面净利润的不断下滑致使公司现金生成能力有所下降，2011年公司FFO为15,470.55万元，较2010年下降24.14%；另一方面，2011年末公司在纸浆价格较低时加大了对原材料的采购，使存货与应付项目对资金的占用大幅提升。但我们注意到，随着公司2012年上半年营业收入与净利润的同比提升，公司2012年1-6月经营活动现金净流量为11,027.53万元，较2011年同期大幅提升。

2009-2011年，公司投资活动的净现金流出不断增长，主要系近年公司处于产能扩张期，在构建厂房与采购机器设备上有较大的资本支出。2011年公司投资活动产生的现金净流出为30,564.97万元，主要系当年4个募投项目投入建设所致。由于公司经营活动现金净流量无法满足投资活动所需的现金支出，现金流主要依靠外部股权与债权融资来平衡。公司融资渠道较为顺畅，截至2012年6月30日，公司共获得金融机构授信额度合计人民币171,649.80万元，已使用额度46,245.94万元。

**表11 2009-2012年6月公司现金流量分析（单位：万元）**

项目	2012年1-6月	2011年	2010年	2009年
净利润	6,561.25	8,069.58	11,974.68	12,845.23

4-6-18

非付现费用	3,368.45	5,216.47	5,737.71	4,635.47
非经营损益	1,733.71	2,184.50	2,681.44	3,517.39
FFO	11,663.41	15,470.55	20,393.83	20,998.09
营运资本变化	-635.88	-19,167.34	-11,683.15	1,001.22
其中：存货减少（减： 增加）	1,238.71	-9,718.43	-14,519.69	1,274.38
经营性应收项目的减少 （减：增加）	-1,094.65	2,724.51	-3,165.78	7,449.25
经营性应付项目增加 （减：减少）	-779.94	-12,173.42	6,002.32	-7,722.41
经营活动产生的现金流 量净额	11,027.53	-3,696.79	8,710.67	21,999.30
投资活动产生的现金流 量净额	-27,737.40	-30,564.97	-28,616.47	-8,426.10
筹资活动产生的现金流 量净额	1,675.44	-45,736.02	150,687.77	-2,894.55
现金及现金等价物净增 加额	-15,098.48	-80,094.24	130,767.40	10,659.56

资料来源：公司 2009-2011 年审计报告及 2012 年 1-6 月财务报表

### 资本结构与财务安全性

#### 公司债务以流动负债为主，资产负债率较低，财务安全性较好

2010 年公司成功上市使得公司资产负债率降为 38.38%，较 2009 年下降 26.13%。2011 年公司用募集资金偿还部分银行借款后，公司资产负债率进一步降低为 26.35%，处于较低水平。

从债务结构来看，公司负债以流动负债为主，截至 2012 年 6 月，公司流动负债占比为 98.29%。公司流动负债主要由短期借款、应付账款和其他应付款构成。其中 2012 年 6 月末公司短期借款余额为 43,076.06 万元，在负债总额中的占比达 56.66%。从流动比率与速动比率来看，公司短期偿债压力不大。公司应付账款主要为应付材料供应商的款项，属正常的商业信用，可循环使用，偿还压力不大。截至 2012 年 6 月末，公司其他应付款余额为 12,594.79 万元，主要为应付经销商的保证金以及预提的促销费、采购费及运输费等。

截至 2012 年 6 月 30 日，公司的非流动负债为递延收益，即公司获取的各种政府补助，此债务无需偿付。综上，目前公司资产负债率较低，权益对债务的覆盖程度较高，债务偿还较有保障。

表12 2009-2012年6月公司主要债务构成（单位：万元）

项目	2012年6月		2011年		2010年		2009年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重	金额	比重
流动负债合计	74,725.26	98.29%	73,040.34	98.24%	120,544.50	96.91%	89,232.38	93.49%
短期借款	43,076.06	56.66%	40,079.89	53.91%	76,106.49	61.19%	48,988.47	51.33%
应付票据	4,193.78	5.52%	1,039.34	1.40%	10,183.73	8.19%	7,444.14	7.80%
应付账款	15,636.43	20.57%	20,977.75	28.22%	19,099.75	15.36%	13,311.26	13.95%
预收款项	2,135.66	2.81%	2,666.65	3.59%	2,472.37	1.99%	6,094.29	6.39%
其他应付款	12,594.79	16.57%	9,738.82	13.10%	9,855.65	7.92%	9,913.55	10.39%
非流动负债合计	1,300.48	1.71%	1,306.55	1.76%	3,840.16	3.09%	6,210.45	6.51%
长期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	3,621.46	2.91%	5,739.60	6.01%
其他非流动负债	1,300.48	1.71%	1,306.55	1.76%	218.70	0.18%	230.85	0.24%
负债总额	76,025.74	100.00%	74,346.89	100.00%	124,384.66	100.00%	95,442.84	100.00%

资料来源：公司2009-2011年审计报告及2012年1-6月财务报表

表 13 2009-2012 年 6 月公司主要偿债指标

偿债能力指标	2012年6月	2011年	2010年	2009年
资产负债率	26.48%	26.35%	38.38%	64.51%
流动比率	2.27	2.50	2.01	0.85
速动比率	1.61	1.80	1.67	0.56
EBITDA 利息保障倍数	8.26	7.88	6.64	7.16

资料来源：公司2009-2011年审计报告及2012年1-6月财务报表

## 七、债券担保分析

### 1、担保条款

广东中顺纸业集团有限公司（以下简称“中顺集团”）为本期债券提供了全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保人提供保证担保的范围为本期债券本金（总额不超过 8.3 亿元人民币）、利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。

### 2、担保人情况

中顺集团是由邓颖忠、邓冠杰、邓冠彪共同出资组建的有限责任公司，于 1997 年 11 月 21 日取得中山市工商行政管理局核发的 442000000252131 号企业法人营业执照，注册资本为人民币 3,000 万元。中顺集团的经营范围主要为对外投资，中顺集团的经营范围主要为对外投资，截至目前中顺集团对中顺洁柔直接与间接持股比例共计 32.96%。

2011 年度中顺集团业务运转正常，收入规模实现了一定增长，债务负担正常，整体具有一定偿债能力。截至 2011 年 12 月 31 日，中顺集团合并总资产 28.47 亿元，较上一年度有所下降，主要系中顺集团控股的上市公司中顺洁柔偿还债务后资产规模下降所致；2011

年度实现营业收入 18.56 亿元，较上一年度增加 4.35%；利润总额 1.08 亿元，较上一年度下降 22.60%，主要系 2011 年中顺洁柔盈利水平有所下降所致。

中顺集团具有一定的偿债能力，由其为本期债券提供的担保可为本期债券的偿付提供进一步的保障，但值得注意的是对中顺洁柔的控股为中顺集团主要收益来源，其担保力易受中顺洁柔的盈利能力与资信情况影响。

**表 14 中顺集团 2011-2012 年 6 月主要财务数据**

	2012 年 6 月	2011 年
总资产（万元）	290,636.68	284,674.32
总负债（万元）	78,735.08	77,064.60
所有者权益（含少数股东权益）（万元）	211,901.60	207,609.73
营业收入（万元）	108,937.28	185,625.82
利润总额（万元）	10,120.75	10,846.29
净利润（万元）	7,491.87	7,869.83
流动比率	2.22	2.43
速动比率	1.58	1.76
资产负债率	27.09%	27.07%
EBITDA 利息保障倍数	8.85	7.84

资料来源：2011 年度数据摘自广东中顺纸业集团有限公司经广东正中珠江会计师事务所审计的审计报告，2012 年 1-6 月数据未经审计。

附录一 合并资产负债表 (单位: 万元)

项目	2012年6月	2011年	2010年	2009年
货币资金	75,494.87	95,325.16	171,526.14	24,784.32
应收票据	2,513.86	4,957.00	100.00	0.00
应收账款	22,654.44	20,343.47	23,550.61	22,124.30
预付款项	17,445.04	10,486.62	4,516.41	1,778.61
其他应收款	1,877.35	650.53	1,823.90	896.52
存货	49,672.69	50,911.40	41,192.97	26,673.27
<b>流动资产合计</b>	<b>169,658.24</b>	<b>182,674.17</b>	<b>242,710.03</b>	<b>76,257.03</b>
固定资产净额	78,816.87	78,707.24	70,479.64	61,384.10
在建工程	28,773.33	11,002.27	1,573.57	1,842.83
无形资产	7,213.98	7,030.49	6,985.90	7,034.07
长期待摊费用(递延资产)	111.59	129.59	172.98	11.09
递延所得税资产	2,564.70	2,554.86	2,144.69	1,411.38
<b>非流动资产合计</b>	<b>117,480.46</b>	<b>99,424.44</b>	<b>81,356.78</b>	<b>71,683.46</b>
<b>资产总计</b>	<b>287,138.70</b>	<b>282,098.61</b>	<b>324,066.81</b>	<b>147,940.48</b>
短期借款	43,076.06	40,079.89	76,106.49	48,988.47
应付票据	4,193.78	1,039.34	10,183.73	7,444.14
应付账款	15,636.43	20,977.75	19,099.75	13,311.26
预收款项	2,135.66	2,666.65	2,472.37	6,094.29
应付职工薪酬	1,465.61	1,398.42	1,619.03	1,482.80
应交税费	-4,377.07	-3,221.72	584.95	1,079.32
其他应付款	12,594.79	9,738.82	9,855.65	9,913.55
一年内到期的非流动负债	0.00	361.19	622.53	918.57
<b>流动负债合计</b>	<b>74,725.26</b>	<b>73,040.34</b>	<b>120,544.50</b>	<b>89,232.38</b>
长期借款	0.00	0.00	3,621.46	5,739.60
长期应付款	0.00	0.00	0.00	240.00
其他非流动负债	1,300.48	1,306.55	218.70	230.85
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,300.48</b>	<b>1,306.55</b>	<b>3,840.16</b>	<b>6,210.45</b>
<b>负债合计</b>	<b>76,025.74</b>	<b>74,346.89</b>	<b>124,384.66</b>	<b>95,442.84</b>
实收资本(股本)	20,800.00	16,000.00	16,000.00	12,000.00
资本公积	155,652.17	160,452.17	160,452.17	19,280.17
盈余公积	1,534.21	1,534.21	1,445.83	811.97
未分配利润	32,799.07	29,426.10	21,460.67	11,206.59
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>210,785.45</b>	<b>207,412.47</b>	<b>199,358.67</b>	<b>43,298.73</b>
少数股东权益	327.52	339.25	323.48	9,198.92
<b>所有者权益合计</b>	<b>211,112.97</b>	<b>207,751.72</b>	<b>199,682.15</b>	<b>52,497.65</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>287,138.70</b>	<b>282,098.61</b>	<b>324,066.81</b>	<b>147,940.48</b>

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项 目	2012年1-6月	2011年	2010年	2009年
一、营业收入	108,937.28	185,625.82	177,886.60	161,869.33
减：营业成本	75,519.87	137,692.89	124,405.70	105,124.45
营业税金及附加	476.13	898.24	643.00	711.39
销售费用	17,097.10	27,200.36	26,144.41	29,547.61
管理费用	5,927.64	10,334.28	8,939.64	8,217.81
财务费用	1,347.96	537.97	2,964.62	3,230.97
资产减值损失	-63.82	-833.73	731.74	120.06
投资收益（损失以“-”号填列）	0.00	0.00	0.00	0.16
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	8,632.40	9,795.81	14,057.49	14,917.20
加：营业外收入	792.16	1,422.97	596.98	604.75
减：营业外支出	234.47	104.20	268.71	107.39
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	9,190.09	11,114.59	14,385.75	15,414.56
减：所得税费用	2,628.84	3,045.01	2,411.07	2,569.33
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	6,561.25	8,069.58	11,974.68	12,845.23
减：少数股东损益	-11.73	15.77	1,086.74	1,801.09
五、归属于母公司所有者的净利润	6,572.97	8,053.81	10,887.94	11,044.14

附录三--1 合并现金流量表—直接法（单位：万元）

项目	2012年1-6月	2011年	2010年	2009年
<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	118,319.16	197,020.91	190,891.12	193,277.00
收到的税费返还	0.00	0.00	0.00	71.10
收到其他与经营活动有关的现金	2,727.30	6,489.06	3,169.57	4,055.29
经营活动现金流入小计	121,046.46	203,509.97	194,060.70	197,403.39
购买商品、接受劳务支付的现金	86,263.05	160,750.40	139,815.84	127,126.74
支付给职工以及为职工支付的现金	7,457.60	13,859.78	13,869.05	14,478.41
支付的各项税费	7,534.59	14,032.15	14,970.41	14,891.76
支付其他与经营活动有关的现金	8,763.69	18,564.43	16,694.72	18,907.19
经营活动现金流出小计	110,018.93	207,206.76	185,350.03	175,404.09
经营活动产生的现金流量净额	11,027.53	-3,696.79	8,710.67	21,999.30
<b>二、投资活动产生的现金流量：</b>				
收回投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	108.00
取得投资收益收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.16
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	0.97	11.50	15.69
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	174.11
投资活动现金流入小计	0.00	0.97	11.50	297.97
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	27,737.40	30,565.94	18,665.78	8,513.18
投资支付的现金	0.00	0.00	9,962.18	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	0.00	0.00	210.89
投资活动现金流出小计	27,737.40	30,565.94	28,627.96	8,724.07
投资活动产生的现金流量净额	-27,737.40	-30,564.97	-28,616.47	-8,426.10
<b>三、筹资活动产生的现金流量：</b>				
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	146,680.00	0.00
取得借款收到的现金	28,751.16	47,125.51	103,509.90	61,442.59
收到其他与筹资活动有关的现金	4,496.63	0.00	0.00	2,094.28
筹资活动现金流入小计	33,247.79	47,125.51	250,189.90	63,536.86
偿还债务支付的现金	26,530.34	86,531.42	78,802.44	61,342.55
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	5,042.01	2,434.09	3,391.29	5,088.87
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	3,896.01	17,308.39	0.00
筹资活动现金流出小计	31,572.35	92,861.52	99,502.13	66,431.42
筹资活动产生的现金流量净额	1,675.44	-45,736.02	150,687.77	-2,894.55
四、汇率变动对现金的影响	-64.04	-96.46	-14.57	-19.08
五、现金及现金等价物净增加额	-15,098.48	-80,094.24	130,767.40	10,659.56



**附录三--2 合并现金流量表—间接法（单位：万元）**

项目	2011年	2010年	2009年
净利润	8,069.58	11,974.68	12,845.23
加：资产减值准备	-833.73	731.74	120.06
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	5,817.84	4,796.58	4,345.60
无形资产摊销	188.97	185.20	169.81
长期待摊费用摊销	43.39	24.19	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	4.76	26.90	32.38
固定资产报废损失	0.00	30.11	0.00
财务费用	2,589.91	3,357.74	3,220.17
投资损失	0.00	0.00	-0.16
递延所得税资产减少	-410.17	-733.31	265.00
存货的减少	-9,718.43	-14,519.69	1,274.38
经营性应收项目的减少	2,724.51	-3,165.78	7,449.25
经营性应付项目的增加	-12,173.42	6,002.32	-7,722.41
经营活动产生的现金流量净额	-3,696.79	8,710.67	21,999.30

## 附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	成本费用率	$(\text{营业成本} + \text{营业费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
营运效率	应收账款周转天数 (天)	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	存货周转天数(天)	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期营业成本} / 360)$
	应付账款周转天数 (天)	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	营业收入/营运资金	$\text{营业收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
	总资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
资本结构 及财务安 全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	总资本化比率	$\text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	总债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货净额}) / \text{流动负债合计}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	EBITDA 利息保障 倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	现金流负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$	

## 附录五 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符 号	定 义
AAA	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

### 二、债务人长期信用等级符号及定义

符 号	定 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。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

### 三、展望符号及定义

类 型	定 义
正 面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳 定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负 面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

## 跟踪评级安排

根据监管部门相关规定及鹏元资信评估有限公司的《证券跟踪评级制度》，鹏元资信评估有限公司在初次评级结束后，将在本期债券有效存续期间对被评对象进行定期跟踪评级以及不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，中顺洁柔纸业股份有限公司需向鹏元资信评估有限公司提供最新的财务报告及相关资料，鹏元资信评估有限公司将依据其信用状况的变化决定是否调整本期债券信用等级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项，以及被评对象的情况发生重大变化时，中顺洁柔纸业股份有限公司应及时告知鹏元资信评估有限公司并提供评级所需相关资料。鹏元资信评估有限公司亦将持续关注与中顺洁柔纸业股份有限公司有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。鹏元资信评估有限公司将依据该重大事项或重大变化对被评对象信用状况的影响程度决定是否调整本期债券信用等级。

如中顺洁柔纸业股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级所需相关资料以及情况，鹏元资信评估有限公司有权根据公开信息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，直至中顺洁柔纸业股份有限公司提供评级所需相关资料。

定期与不定期跟踪评级启动后，鹏元资信评估有限公司将按照成立跟踪评级项目组、对中顺洁柔纸业股份有限公司进行电话访谈

和实地调查、评级分析、评审会评议、出具跟踪评级报告、公布跟踪评级结果的程序进行。在评级过程中，鹏元资信评估有限公司亦将维持评级标准的一致性。

鹏元资信评估有限公司将及时在本公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告，并同时报送中顺洁柔纸业股份有限公司及相关监管部门。

鹏元资信评估有限公司  
证券评级评审委员会  
2012年08月15日