

中顺洁柔纸业股份有限公司  
2012年8.3亿元公司债券  
2013年跟踪债券信用评级  
报告

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

## 声 明

所有本报告的使用者均应认真阅读本声明。

本报告是本机构依据自身评级方法、评级标准和评级程序，对受评对象的偿债能力和偿债意愿所做的主观判断和预测，揭示的是相对信用风险，而非绝对信用风险，也并非对受评对象的全面评价。

高信用级别的受评对象和低信用级别的受评对象都存在违约的可能性。一般来说，高信用级别的受评对象的违约风险小于低信用级别的受评对象的违约风险。

本机构做出的评级是跨周期的、非即时评级，本次评级更多地考虑逆周期性和长周期性，而逆周期性和顺周期性，长周期性和短周期性难以全面吻合和兼顾。

本机构已对本报告中所依据的基础信息和资料进行了必要的核查，但并不保证上述基础信息和资料的真实性、准确性和完整性。评级不比信息本身更可靠。

本报告及本次评级结果不能作为发行人发行证券或证券上市的充分必要条件，也不能作为投资者买卖、持有或放弃持有证券的建议，更不能作为是否做出上述行为的决定依据。

不同评级机构的评级方法、评级标准、评级假设和评级程序存在很大差异，即使是针对同一受评对象的评级，不同评级机构的评级结果也不具有简单可比性。

本机构已对跟踪评级做出了明确安排，并有可能根据受评对象情况对评级结果作出调整。

未经本机构或法律规定允许，任何机构和个人不得擅自使用本报告及报告中的内容。

  
鹏元资信评估有限公司  
评级总监：[Signature]

 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

网址：<http://www.pyrating.cn>

## 中顺洁柔纸业股份有限公司

### 2012年8.3亿元公司债券2013年跟踪债券信用评级报告

#### 跟踪评级结果:

本期公司债券跟踪信用等级: AA

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

担保方式: 保证担保

担保主体: 广东中顺纸业集团有限公司

债券剩余期限: 58个月

债券剩余规模: 8.3亿元

跟踪日期: 2013年05月31日

#### 首次信用评级结果:

本期公司债券信用等级: AA

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

担保方式: 保证担保

担保主体: 广东中顺纸业集团有限公司

债券期限: 60个月

债券规模: 8.3亿元

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”)2013年3月发行的8.3亿元公司债券(简称“本期债券”)2013年跟踪评级结果维持为AA,发行主体长期信用等级维持为AA,评级展望维持为稳定。

#### 主要财务指标:

项目	2012年	2011年	2010年
总资产(万元)	342,575.50	282,098.61	324,066.81
归属于母公司所有者权益(万元)	220,220.70	207,412.47	199,358.67
资产负债率	35.62%	26.35%	38.38%
流动比率	1.58	2.50	2.01
速动比率	1.08	1.80	1.67
有息债务(万元)	63,610.86	40,441.08	80,350.48
营业收入(万元)	233,945.50	185,625.82	177,886.60
营业利润(万元)	21,820.77	9,795.81	14,057.49
利润总额(万元)	21,773.17	11,114.59	14,385.75
综合毛利率	31.25%	25.82%	30.06%
总资产报酬率	7.83%	4.49%	7.51%
EBITDA(万元)	31,726.30	19,658.22	22,734.90
EBITDA利息保障倍数	11.88	7.88	6.64
经营活动现金流净额(万元)	29,400.04	-3,696.79	8,710.67

资料来源:公司提供

## 正面:

- 得益于产销规模持续增长,公司主营业务收入、毛利率均有所上涨;公司营销团队架构的调整提升了服务水平,为未来市场拓展奠定了良好基础;
- 公司为国内生活用纸行业第一梯队成员,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;
- 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一定的保障。

## 关注:

- 在建项目尚需投资规模较大,公司将面临一定的资金压力;
- 随着新增产能的逐渐释放及提高部分客户的授信额度,公司存货和应收账款规模持续增长,运营资金压力可能会进一步加重;
- 公司在建项目全部完工后的产能能否顺利被消化尚有待市场检验;
- 生活用纸行业内企业众多且竞争日趋激烈,公司面临的销售压力也随之加大;
- 近期原材料价格的走高将使公司未来面临一定的成本压力;
- 2012年能源、人工成本继续呈上升趋势,经营压力有所增加;
- 随着有息债务规模的增长,公司资产负债率有所提高,偿债压力有所增加;
- 近年卷纸类产品的收入占比呈逐年下降态势;
- 受国际汇率波动的影响,2012年公司汇兑损失较2011年大幅增加,导致财务费用相应增长;
- 担保方是公司的控股股东,其利润主要来源于公司,其担保能力易受公司经营与财务状况影响。

## 分析师

姓名: 汤娟 王一峰

电话: 0755-828721978

邮箱: tangjuan@pyrating.cn



## 一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

2013年，公司成功发行总额8.3亿元的公司债券，票面利率为5.53%，期限为5年，扣除发行费用580万元，实际募得资金82,420.00万元。

本期债券的起息日为2013年3月8日，按年计息，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。本次债券的计息期间为2013年3月8日至2018年3月8日，存续期内每年的3月8日为上一计息年度的付息日。本期债券的到期日为2018年3月8日，若投资者行使回售选择权，则回售部分债券的到期日为2016年3月8日；本期债券的兑付日为2018年3月8日，若投资者行使回售选择权，则回售部分债券的兑付日为2016年3月8日。本期债券第一次付息日为2014年3月8日。

截至2013年4月30日，公司实际累计使用募集资金30,617.56万元，其中偿还银行借款18,700.00万元，补充流动资金11,917.56万元，募集资金余额为51,802.44万元。

表1 公司使用募集资金偿还银行借款的明细

借款银行	偿还金额（万元）
中国建设银行中山城区支行	5,900.00
中国银行中山分行	2,500.00
中国工商银行中山孙文支行	3,000.00
中信银行中山分行	3,300.00
招商银行中山分行	3,000.00
中国光大银行广州分行	1,000.00
<b>合计</b>	<b>18,700.00</b>

资料来源：公司提供

## 二、发行主体概况

2012年，公司以资本公积金转增股本48,000,000股，股本增加至208,000,000股，合并范围新增2家子公司，截至2012年底，公司纳入合并范围的子公司共18家。

表2 2012年公司财务报表合并范围新增的2家子公司（单位：万元）

公司名称	业务性质	注册资本	持股比例(%)
中顺洁柔（云浮）纸业有限公司	生活用纸品生产销售	13,200.00	100
中顺洁柔（云浮）商贸有限公司	批发纸、木浆	3,000.00	100

资料来源：公司提供

截至 2012 年底，公司总资产为 34.26 亿元，归属于母公司所有者权益 22.02 亿元，资产负债率为 35.62%；2012 年度公司实现营业收入 23.39 亿元，实现利润总额 2.18 亿元，经营活动产生的现金流净额为 2.94 亿元。

### 三、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及毛利率稳步增长，2012 年公司实现主营业务收入 231,690.50 万元，较 2011 年增长 25.92%。从毛利贡献看，2012 年公司的主营业务毛利率为 31.62%，较上年增加 5.57 个百分点，其中卷纸类产品毛利率同比上涨 4.81 个百分点，非卷纸类产品同比上涨 5.82 个百分点。近年卷纸类产品的收入占比呈逐年下降态势，由 2011 年的 57.71% 下降至 2012 年的 54.80%，非卷纸类产品毛利率较卷纸类产品高，因此非卷纸类产品占比提高也有助于提高公司综合的毛利率。

表 3 2011-2012 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		2011 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
卷纸类	126,976.54	26.47%	106,175.15	21.66%
非卷纸类	104,713.96	37.86%	77,819.31	32.04%
合计	231,690.50	31.62%	183,994.46	26.05%

资料来源：公司提供

2012 年，随着上市募投项目产能逐步释放，公司整体产能提升较大，产能利用率逐步提高；卷纸类及非卷纸类产品产销量大幅增长

随着产能扩张，2012 年公司卷纸类产品产量和销量分别为 12.06 万吨和 12.31 万吨，分别较上年增长 14.70% 和 25.73%，产销率由 2011 年 93.14% 提升至 102.10%，但平均销售单价略有下降；非卷纸类产品产量和销量分别 7.69 万吨和 7.08 万吨，分别较上年增长 43.87% 和 34.52%，平均销售单价略有上升，非卷纸类产品产量大幅上涨 43.87% 的同时，销量仅上涨 34.52%，产销率则由 2011 年 98.43% 下降至 92.07%。

得益于公司较强的生产管理和销售能力，在产能持续扩张的背景下，公司产能利用率逐步提高，原纸产能利用率由 2011 年的 81.00% 提升至 2012 年的 83.25%。

表 4 2011-2012 年公司原纸产能、产量情况（单位：万吨）

2012 年		2011 年	
产能	产量	产能	产量
23.70	19.73	21.00	17.01

资料来源：公司提供

表 5 2011-2012 年公司卷纸与非卷纸的产、销量与平均单价情况

		2012 年	2011 年
卷纸	产量（吨）	120,597.77	105,142.00
	销量（吨）	123,125.66	97,931.00
	产销率（%）	102.10	93.14
	平均单价（元/吨）	10,312.76	10,841.83
非卷纸	产量（吨）	76,917.42	53,463.00
	销量（吨）	70,788.40	52,624.00
	产销率（%）	92.03	98.43
	平均单价（元/吨）	14,792.53	14,787.80

资料来源：公司提供

**营销团队的调整、销售考核的加强以及营销网络的完善为公司进一步开拓市场奠定了基础**

2012 年，公司对营销团队进行调整完善，调整各区域销售负责人，公司内部加大人才引进和培养的力度，通过提升团队专业素质提高了对经销商的服务质量；加大对总公司销售负责人、各区域销售负责人及销售经理的考核力度，从利润率、销售贡献率、费用率、存货周转天数、坏帐率、市场占有率、消费者满意度等多方面考核；同时加强全国主要零售系统的控制能力以及拓展空白网点，提升销售并且加快消化新增产能。但我们也注意到，在公司非卷纸类产品产量大幅上涨 43.87%的同时，销量仅上涨 34.52%，销量的增速滞后于产量的增速。

公司将三大品牌主色调定义为黑白红橙，黑白洁柔，国际品味，主打高档市场；橙色 C&S，国际版，主打中高档市场；红太阳，暖万家，主打中档市场。广告方面，在央视、湖南卫视等其他全国有影响力的频道做了品牌广告及招商广告，提升品牌知名度，促进空白市场的开发。

为保证公司产品能及时进入消费市场，保持并提高市场占有率，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 2012 年公司对经销商的销售收入达 19.38 亿元，占公司主营业务收入的 83.65%，占比较 2011 年有小幅下降，但仍然是公司最主要的销售渠道。经销商的销售收入占比小幅下降主要由于公司加强除经销商外其他渠道的销售深挖。2012 年，公司继续加强经销商队

伍的开拓，经销商总数有小幅上涨。公司完善的营销网络、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。

表 6 2011-2012 年公司各销售渠道的收入情况（单位：万元）

渠道	2012 年		2011 年	
	收入	占比	收入	占比
经销商	193,799.89	83.65%	159,241.57	86.55%
直营卖场	32,363.72	13.97%	22,514.67	12.24%
商销	4,484.24	1.94%	1,608.78	0.87%
其他	1,042.65	0.45%	629.44	0.34%
合计	231,690.49	100.00%	183,994.46	100.00%

资料来源：公司提供

在建项目尚需投资规模较大，公司将面临一定的资金压力；随着新增产能的逐渐释放，运营资金需求量将有所增加；产能能否顺利被市场消化仍有待检验，销售压力势必加大

公司非募投重大在建投资规模较大，截至 2012 年底，在建项目计划总投资额为 100,782.40 万元，累计已投资 28,939.17 万元，未来尚需投资 71,843.23 万元。由于公司所属行业属于资金密集型行业，随着公司新增产能的逐渐释放，公司存货和应收账款规模持续增长，运营资金需求量将有所增加。

我们注意到，公司的在建项目设计产能较大，待在建项目全部完工后公司产能将大幅度提高，但届时产能能否顺利被消化尚有待市场检验。另外，由于目前生活用纸行业内企业众多，且竞争日趋激烈，产能的提高势必加重产品销售压力，这将会对公司销售工作带来新的考验，同时也对生产设备及工艺提出更高要求。

表 7 截至 2012 年底，公司非募投重大在建项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	产能（万吨）	总投资	已投资	尚需投入	计划完工
1	云浮中顺新建项目	12.00	66,000.00	21,180.17	44,820.00	2014 年一季度
2	成都天天扩建项目	6.00	34,782.40	7,759.00	27,023.00	2014 年一季度
	合计	18.00	100,782.40	28,939.17	71,843.23	

资料来源：公司提供

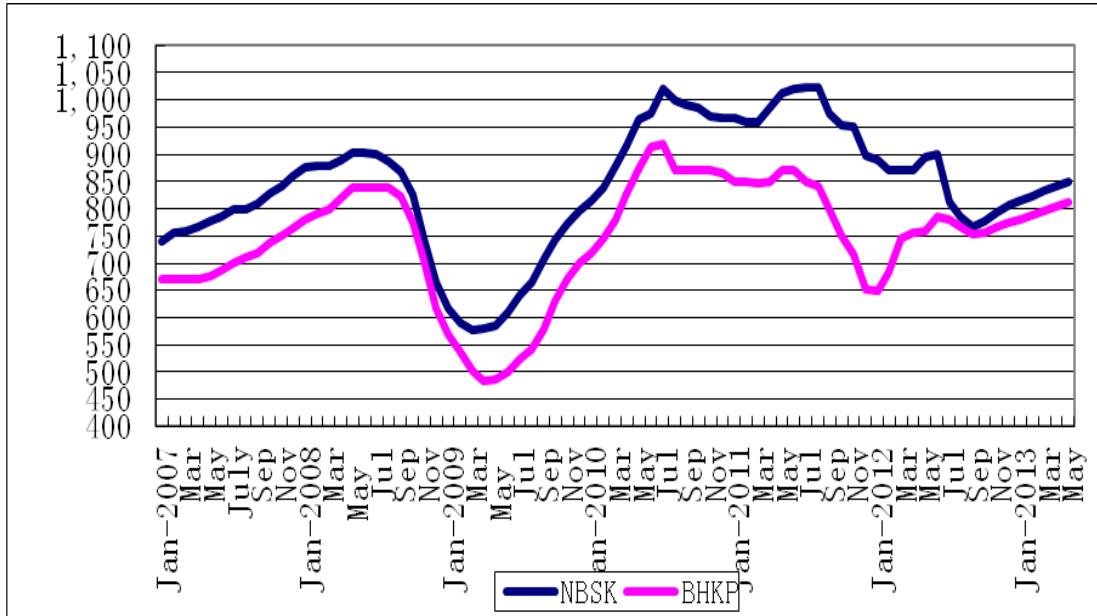
能源、人工等成本的上升，这些给公司经营带来一定压力；近期原材料价格的走高将使公司未来面临一定的成本压力

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。2012 年公司人工成本与能源耗用分别较 2011 年增长 20.82% 与 19.92%，均高于公司产量的增长，且这两项成本占



总成本的比例均有所提高。因此在人工、能源价格提升的压力下不断攀升的背景下，公司经营压力有所加大。

图 1 2007-2013 年 5 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 2013 年 5 月数据摘自纸业联讯网站“<http://www.risi-umpaper.com>”中公布的 FOEX 指数

此外，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、阿根廷等国外市场进口，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 2012 年 7 月国际纸浆价格波动幅度不大但价位较高。2012 年 8 月至 2013 年 5 月国际纸浆价格又开始逐步上涨，目前的价格已经处于是近一年的高位，近期原材料价格的走高将使公司面临一定的成本压力。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，以及 2012 年木浆市场价格整体较 2011 年有所下降，使得 2012 年公司总成本的增幅小于产量的增幅，综合毛利率较 2011 年有较大提升。

## 四、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2011-2012年审计报告。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年底，合并范围新增2家子公司，公司纳入合并范围的子公司共18家。

## 财务分析

随着业务扩张，公司应收账款和存货规模持续增长；公司综合毛利率有所提升，但期间费用率增速快于营业收入增幅；汇率波动对公司利润造成一定损失；公司经营活动现金流有显著改善；随着有息债务规模的增长，公司资产负债率有所提高，偿债压力有所增加

截至2012年底，公司总资产规模34.26亿元，较2011年末增长21.44%，主要系公司2012年银行贷款、存货、固定资产及往来款增加所致。

公司流动资产主要包括货币资金、应收账款和存货。目前公司货币资金较为充足，截至2012年底公司货币资金7.94亿元，其中其他货币资金8,462.20万元，主要为信用证保证金、银行承兑汇票保证金。近年来货币资金余额大幅减少，主要是公司从2011年至今不断使用上市募集资金进行募投项目建设所致。随着业务扩张，销售收入进一步增长，公司应收账款和存货规模持续增长，2012年底分别为2.72亿元和5.79亿元，分别较上年增长33.65%和13.65%。应收账款增幅高于2012年营业收入26.03%的增幅，主要原因是2012年公司对部分重点客户的提货授信额度有所增加；存货上涨主要是原材料浆板增加。

2012年底公司固定资产12.77亿元，同比增加62.25%，主要是公司之全资子公司成都天天、唐山分公司及江门洁柔等公司的在建工程逐步完工达到可使用状态结转入固定资产所致，其中机器设备和房屋建筑物的占比分别为74.04%和24.56%。2012年底公司在建工程9,980.56万元，主要是在建的江门中顺工程和成都天天扩建项目。2012年底公司无形资产7,098.07万元，与上年相比变化不大，主要为土地使用权。

总体来看，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8 2010-2012年公司主要资产构成（单位：万元）**

项目	2012年		2011年		2010年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
流动资产	183,427.95	53.54%	182,674.17	64.76%	242,710.03	74.90%
货币资金	79,435.27	23.19%	95,325.16	33.79%	171,526.14	52.93%

应收票据	3,690.90	1.08%	4,957.00	1.76%	100.00	0.03%
应收账款	27,189.69	7.94%	20,343.47	7.21%	23,550.61	7.27%
预付款项	7,030.36	2.05%	10,486.62	3.72%	4,516.41	1.39%
存货	57,861.47	16.89%	50,911.40	18.05%	41,192.97	12.71%
其他流动资产	7,735.14	2.26%	-	-	-	-
<b>非流动资产</b>	<b>159,147.55</b>	<b>46.46%</b>	<b>99,424.44</b>	<b>35.24%</b>	<b>81,356.78</b>	<b>25.10%</b>
固定资产	127,700.29	37.28%	78,707.24	27.90%	70,479.64	21.75%
在建工程	9,980.56	2.91%	11,002.27	3.90%	1,573.57	0.49%
无形资产	7,098.07	2.07%	7,030.49	2.49%	6,985.90	2.16%
<b>资产总计</b>	<b>342,575.50</b>	<b>100.00%</b>	<b>282,098.61</b>	<b>100.00%</b>	<b>324,066.81</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供

2012年，公司整体营运效率有所上升，主要得益于公司整体销售状况良好、销售收入的大幅提高。2012年加强货款回笼力度，因此整体应收账款周转天数缩短。由于2012年营业收入增长较大以及上市所筹大部分货币资金已使用导致近两年货币资金大幅减少，最终导致流动资产周转天数大幅减少。

**表9 2010-2012年公司主要营运效率指标（单位：天）**

项目	2012年	2011年	2010年
应收账款周转天数	37.67	44.77	48.67
存货周转天数	121.73	120.40	98.19
应付账款周转天数	55.74	52.39	46.89
净营业周期	103.66	112.78	99.97
流动资产周转天数	281.68	412.49	322.76
固定资产周转天数	158.81	144.67	133.43
总资产周转天数	480.63	587.79	477.62

资料来源：公司公告

2012年公司实现营业收入23.39亿元，较上年增长26.03%，主要原因是产销的进一步扩大，另外由于公司在2011年末原材料木浆价格下降时进行了大量采购，使得2012年公司总成本的增幅小于产量的增幅，因此公司综合毛利率有所上涨，2012年为31.25%，较上年增加5.43个百分点。但我们注意到2012年公司期间费用较上年增长31.47%，高于营业收入的增幅，主要是财务费用同比增长325.70%所致，财务费用大幅增长又是由于汇率波动导致汇兑损失较上期大幅增加及借款利息支出的增加共同影响所致；管理费用的增长主要是2012年公司整体工资薪酬提高所致。

**表10 2010-2012年底公司盈利能力指标（单位：万元）**

项目	2012年	2011年	2010年
营业收入	233,945.50	185,625.82	177,886.60

营业利润	21,820.77	9,795.81	14,057.49
营业外收入	728.18	1,422.97	596.98
利润总额	21,773.18	11,114.59	14,385.75
净利润	15,887.66	8,069.58	11,974.68
综合毛利率	31.25%	25.82%	30.06%
期间费用率	21.40%	20.51%	21.39%
总资产报酬率	7.83%	4.49%	7.51%

资料来源：公司提供

**表 11 2010-2012 年底期间费用情况（单位：万元）**

项目	2012 年		2011 年		2010 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
销售费用	34,376.53	68.68%	27,200.36	71.44%	26,144.41	68.71%
管理费用	13,387.77	26.75%	10,334.28	27.14%	8,939.64	23.50%
财务费用	2,290.12	4.58%	537.97	1.41%	2,964.62	7.79%
合计	50,054.41	100.00%	38,072.61	100.00%	38,048.67	100.00%

资料来源：公司提供

从公司经营活动现金流指标来看，2012 年公司现金生成能力（FFO）大幅提高，营运资本占用大幅减少，公司经营活动现金流表现有显著改善。

从公司投资活动现金流来看，2012 年公司投资活动现金流量净额比上年同期减少 3.14 亿元，降幅 102.78%，主要原因是支付募投项目的现金流出增加。

2012 年公司筹资活动现金流入较多，主要是因为 2012 年为补充流动资金增加短期借款。筹资活动净额同比增加 177.2%，也与 2011 年利用超募资金还贷导致筹资活动流出比 2012 年多有关。

**表 12 2010-2012 年底现金流指标（单位：万元）**

项目	2012 年	2011 年	2010 年
净利润	15,887.65	8,069.57	11,974.69
非付现费用	7,577.18	5,216.47	5,737.71
非经营损益	3,270.73	2,184.50	2,681.44
FFO	26,735.56	15,470.54	20,393.84
营运资本变化	2,664.48	-19,167.34	-11,683.15
其中：存货减少（减：增加）	-6,950.07	-9,718.43	-14,519.69
经营性应收项目的减少（减：增加）	-11,024.40	2,724.51	-3,165.78
经营性应付项目增加（减：减少）	20,638.95	-12,173.42	6,002.32
经营活动产生的现金流量净额	29,400.04	-3,696.80	8,710.69
投资活动产生的现金流量净额	-61,980.51	-30,564.97	-28,616.46
筹资活动产生的现金流量净额	35,310.08	-45,736.02	150,687.77

现金及现金等价物净增加额	2,641.15	-80,094.24	130,767.40
--------------	----------	------------	------------

资料来源：公司提供

截至 2012 年底，公司资产负债率为 35.62%，较 2011 的 26.35% 有所上升，但仍处于较低水平，主要是由于短期借款、应付票据、应付账款及长期应付款增加所致。短期借款较 2011 年末增加 1.61 亿元，增长 40.13%，主要系公司本期新增银行借款用于补充营运资金所致；长期应付款 4,531.63 万元，是招银金融租赁有限公司向江门洁柔提供的融资，为此江门洁柔以其机器设备新月型 TT1 纸机与新月型 TT2 纸机作为该融资的抵押担保物。

表 13 2010-2012 年底主要负债结构情况（单位：万元）

项目	2012 年		2011 年		2010 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
流动负债合计	116,198.13	95.23%	73,040.34	98.24%	120,544.50	96.91%
短期借款	56,163.34	46.03%	40,079.89	53.91%	76,106.49	61.19%
应付票据	3,313.45	2.72%	1,039.34	1.40%	10,183.73	8.19%
应付账款	28,829.76	23.63%	20,977.75	28.22%	19,099.75	15.36%
非流动负债合计	5,820.62	4.77%	1,306.55	1.76%	3,840.16	3.09%
长期应付款	4,531.63	3.71%	-	-	-	-
其他非流动负债	1,288.99	1.06%	1,306.55	1.76%	218.70	1,288.99
负债总额	122,018.76	100.00%	74,346.89	100.00%	124,384.66	100.00%

资料来源：公司提供

截至 2012 年底公司有息债务规模的 63,610.86 万元，较上年增长 57.29%，公司资产负债率由 2011 年底的 26.35% 增长至 2012 年底的 35.62%，虽然有息债务有所增加，但利润总额大幅上升，使 EBITDA 利息保障倍数有所提升。总体看，2012 年债务保障程度较好。由于成功发行 8.3 亿元公司债券，2013 年一季度有息债务提升至 154,208.51 万元，使公司长期偿债压力有所提高。

表 14 2010-2012 年底偿债能力指标

项目	2012 年	2011 年	2010 年
资产负债率	35.62%	26.35%	38.38%
流动比率	1.58	2.50	2.01
速动比率	1.08	1.80	1.67
EBITDA（万元）	31,726.30	19,658.22	22,734.90
EBITDA 利息保障倍数	11.88	7.88	6.64

资料来源：公司提供

## 五、债券担保分析



跟踪期内，担保方经营相对稳定，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保为本期债券本息的兑付提供了一定保障

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、利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。

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%。

2012 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 2012 年 12 月 31 日，中顺集团合并总资产 34.65 亿元，较上一年度有所上升，主要系中顺集团控股的上市公司中顺洁柔应收账款、存货、其他流动资产及固定资产上涨所致；2012 年度实现营业收入 23.44 亿元，较上一年度增加 26.29%；利润总额 2.16 亿元，较上一年度上升 98.92%，主要系 2012 年中顺洁柔盈利水平上升所致。

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，由于中顺集团主要收益来源于中顺洁柔，其担保力易受中顺洁柔的经营情况影响。

**表 15 中顺集团 2011-2012 年主要财务数据**

项目	2012 年	2011 年
总资产（万元）	346,518.57	284,674.32
总负债（万元）	125,214.34	77,064.60
所有者权益（含少数股东权益）（万元）	221,304.22	207,609.73
营业收入（万元）	234,434.23	185,625.82
利润总额（万元）	21,575.08	10,846.29
净利润（万元）	15,722.31	7,869.83
流动比率	1.56	2.43
速动比率	1.07	1.76
资产负债率	36.13%	27.07%

资料来源：公司提供

## 六、评级结论

跟踪期内，得益于产销规模持续增长，公司主营业务收入、毛利率均有所上涨；公司营

销团队架构的调整提升了服务水平，为未来市场拓展奠定了良好基础；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。

我们也关注到生活用纸行业内企业众多、竞争激烈，产能的提高势必加重产品销售压力，这将会对公司销售工作带来新的考验；主要原材料纸浆价格近年波动较大且目前处于上涨阶段，给公司未来的生产带来一定压力；能源、人工成本继续呈上升趋势，经营压力有所增加；受国际汇率波动的影响，2012年公司汇兑损失较2011年大幅增加，导致财务费用相应增长。

跟踪期内，担保方中顺集团经营相对稳定，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保为本期债券的偿还提供了一定保障。但我们注意到中顺集团的收入和利润主要来自对中顺洁柔的投资，其担保能力易受中顺洁柔经营与财务状况影响。

总体来看，跟踪期公司经营状况有所改善，整体实力有所提高，基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级 AA 和本期债券信用等级 AA，评级展望维持为稳定。

**附录一 合并资产负债表（单位：万元）**

项 目	2012 年	2011 年	2010 年
货币资金	79,435.27	95,325.16	171,526.14
应收票据	3,690.90	4,957.00	100.00
应收账款	27,189.69	20,343.47	23,550.61
预付款项	7,030.36	10,486.62	4,516.41
其他应收款	485.12	650.53	1,823.90
存货	57,861.47	50,911.40	41,192.97
其他流动资产	7,735.14	-	-
<b>流动资产合计</b>	<b>183,427.94</b>	<b>182,674.17</b>	<b>242,710.03</b>
固定资产	127,700.29	78,707.24	70,479.64
在建工程	9,980.56	11,002.27	1,573.57
无形资产	7,098.07	7,030.49	6,985.90
长期待摊费用	93.58	129.59	172.98
递延所得税资产	2,674.07	2,554.86	2,144.69
其他非流动资产	11,600.98	-	-
<b>非流动资产合计</b>	<b>159,147.56</b>	<b>99,424.44</b>	<b>81,356.78</b>
<b>资产总计</b>	<b>342,575.50</b>	<b>282,098.61</b>	<b>324,066.81</b>
短期借款	56,163.34	40,079.89	76,106.49
应付票据	3,313.45	1,039.34	10,183.73
应付账款	28,829.76	20,977.75	19,099.75
预收款项	1,534.80	2,666.65	2,472.37
应付职工薪酬	3,433.51	1,398.42	1,619.03
应交税费	3,197.84	-3,221.72	584.95
其他应付款	16,809.54	9,738.82	9,855.65
一年内到期的非流动负债	2,915.89	361.19	622.53
<b>流动负债合计</b>	<b>116,198.13</b>	<b>73,040.34</b>	<b>120,544.50</b>
长期借款	-	-	3,621.46
长期应付款	4,531.63	-	-
其他非流动负债	1,288.99	1,306.55	218.70
<b>非流动负债合计</b>	<b>5,820.63</b>	<b>1,306.55</b>	<b>3,840.16</b>
<b>负债合计</b>	<b>122,018.76</b>	<b>74,346.89</b>	<b>124,384.66</b>
股本	20,800.00	16,000.00	16,000.00
资本公积	155,769.53	160,452.17	160,452.17
盈余公积	2,466.02	1,534.21	1,445.83
未分配利润	41,185.15	29,426.10	21,460.67
<b>归属于母公司股东权益合计</b>	<b>220,220.70</b>	<b>207,412.47</b>	<b>199,358.67</b>

少数股东权益	336.05	339.25	323.48
<b>股东权益合计</b>	<b>220,556.74</b>	<b>207,751.72</b>	<b>199,682.15</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>342,575.50</b>	<b>282,098.61</b>	<b>324,066.81</b>

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项 目	2012 年	2011 年	2010 年
<b>一、营业总收入</b>	<b>233,945.50</b>	<b>185,625.82</b>	<b>177,886.60</b>
其中：营业收入	233,945.50	185,625.82	177,886.60
<b>二、营业总成本</b>	<b>212,124.76</b>	<b>175,830.01</b>	<b>163,829.12</b>
其中：营业成本	160,846.03	137,692.89	124,405.70
营业税金及附加	929.93	898.24	643.00
销售费用	34,376.53	27,200.36	26,144.41
管理费用	13,387.77	10,334.28	8,939.64
财务费用	2,290.12	537.97	2,964.62
资产减值损失	294.40	-833.73	731.74
投资收益	0.05	-	-
<b>三、营业利润</b>	<b>21,820.78</b>	<b>9,795.81</b>	<b>14,057.49</b>
加：营业外收入	728.18	1,422.97	596.98
减：营业外支出	775.78	104.20	268.71
其中：非流动资产处置净损失	637.07	7.07	65.78
<b>四、利润总额</b>	<b>21,773.18</b>	<b>11,114.59</b>	<b>14,385.75</b>
减：所得税费用	5,885.52	3,045.01	2,411.07
<b>五、净利润</b>	<b>15,887.66</b>	<b>8,069.58</b>	<b>11,974.68</b>
归属于母公司股东的净利润	15,890.86	8,053.81	10,887.94
少数股东损益	-3.20	15.77	1,086.74



### 附录三--1 合并现金流量表—直接法（单位：万元）

项目	2012年	2011年	2010年
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	260,872.71	197,020.91	190,891.12
收到的税费返还	2.26	-	-
收到的其他与经营活动有关的现金	4,827.65	6,489.06	3,169.57
经营活动现金流入小计	265,702.62	203,509.97	194,060.70
购买商品、接受劳务支付的现金	186,886.06	160,750.40	139,815.84
支付给职工以及为职工支付的现金	15,093.17	13,859.78	13,869.05
支付的各项税费	15,394.57	14,032.15	14,970.41
支付的其他与经营活动有关的现金	18,928.78	18,564.43	16,694.72
经营活动现金流出小计	236,302.59	207,206.76	185,350.03
经营活动产生的现金流量净额	29,400.03	-3,696.79	8,710.67
二、投资活动产生的现金流量			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金净额	127.75	0.97	11.50
投资活动现金流入小计	127.75	0.97	11.50
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	61,797.55	30,565.94	18,665.78
投资所支付的现金	-	-	9,962.18
支付的其他与投资活动有关的现金	310.71	-	-
投资活动现金流出小计	62,108.27	30,565.94	28,627.96
投资活动产生的现金流量净额	-61,980.51	-30,564.97	-28,616.47
三、筹资活动产生的现金流量			
吸收投资收到的现金	-	-	146,680.00
取得借款收到的现金	64,822.40	47,125.51	103,509.90
收到的其他与筹资活动有关的现金	26,531.04	-	-
筹资活动现金流入小计	91,353.43	47,125.51	250,189.90
偿还债务支付的现金	49,506.78	86,531.42	78,802.44
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	5,944.57	2,434.09	3,391.29
支付的其他与筹资活动有关的现金	592.00	3,896.01	17,308.39
筹资活动现金流出小计	56,043.35	92,861.52	99,502.13
筹资活动产生的现金流量净额	35,310.08	-45,736.02	150,687.77
四、汇率变动对现金的影响	-88.45	-96.46	-14.57
五、现金及现金等价物净增加额	2,641.15	-80,094.24	130,767.40

**附录三--2 合并现金流量表—间接法（单位：万元）**

项目	2012年	2011年	2010年
净利润	15,887.66	8,069.58	11,974.68
加：资产减值准备	294.40	-833.73	731.74
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	7,022.14	5,817.84	4,796.58
无形资产摊销	224.64	188.97	185.20
长期待摊费用摊销	36.00	43.39	24.19
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	631.18	4.76	26.90
固定资产报废损失	-	-	30.11
财务费用	2,758.81	2,589.91	3,357.74
投资损失	-0.05	-	-
递延所得税资产减少	-119.21	-410.17	-733.31
存货的减少	-6,950.07	-9,718.43	-14,519.69
经营性应收项目的减少	-11,024.40	2,724.51	-3,165.78
经营性应付项目的增加	20,638.95	-12,173.42	6,002.32
经营活动产生的现金流量净额	29,400.03	-3,696.79	8,710.67

## 附录四 截至2012年底纳入合并范围的子公司情况

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	1,530.00万美元	75
浙江中顺纸业有限公司	生活用纸品生产销售	6,500.00万元	75
江门中顺洁柔纸业有限公司	生活用纸品生产销售	15,033.97万元	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	1,000.00万元	100
中顺洁柔(香港)有限公司	纸浆的采购	1.00万港元	100
中顺洁柔(云浮)纸业有限公司	生活用纸品生产销售	13,200.00万元	100
中顺洁柔(云浮)商贸有限公司	批发纸、木浆	3,000.00万元	100
中山市中顺商贸有限公司	生活用纸销售	7,500.00万元	100
孝感市中顺洁柔商贸有限公司	生活用纸销售	3,300.00万元	100
北京中顺洁柔纸业有限公司	生活用纸销售	2,200.00万元	100
成都中顺纸业有限公司	生活用纸销售	100.00万元	100
杭州洁柔商贸有限公司	生活用纸销售	200.00万元	100
上海惠聪纸业有限公司	生活用纸销售	2,800.00万元	100
湖北中顺鸿昌纸业有限公司	生活用纸销售	5,000.00万港元	70
珠海中顺纸业有限公司	生活用纸销售	50.00万元	100
中山市中顺纸类回收有限公司	生活用纸销售	250.00万元	100
中顺国际纸业有限公司	生活用纸销售	1.00万港元	100
成都天天纸业有限公司	生活用纸品生产销售	10,000.00万元	100

## 附录五 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	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{一年内到期的长期借款}$
	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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	现金流动负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$

## 附录六 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

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度,本评级机构在初次评级结束后,将在本期债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级。在跟踪评级过程中,本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时,发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料,本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用等级。

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时,发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与发行主体有关的信息,在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析,并决定是否调整受评对象信用等级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料,本评级机构有权根据受评对象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或终止评级。

本评级机构将及时在网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。