

中顺洁柔纸业股份有限公司

2012年8.3亿元公司债券

2014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.


巨潮资讯
www.cninfo.com.cn
中国证监会指定信息披露网站

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，本评级机构与受评级机构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。本信用评级报告中引用的有关资料主要由受评级机构提供，本评级机构并不保证引用资料的真实性、准确性和完整性。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构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。



中顺洁柔纸业股份有限公司

2012年8.3亿元公司债券2014年跟踪债券信用评级报告

本次跟踪信用评级结果：

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：47个月

债券剩余规模：8.3亿元

跟踪日期：2014年04月24日

上次跟踪信用评级结果：

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

债券剩余期限：58个月

债券剩余规模：8.3亿元

评级日期：2013年05月31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”）2014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	2013年	2012年	2011年
总资产(万元)	449,285.92	342,575.50	282,098.61
归属于母公司所有者权益(万元)	228,252.43	220,220.70	207,812.47
资产负债率	49.20%	35.62%	26.35%
流动比率	2.53	1.58	2.50
速动比率	1.83	1.08	1.80
有息负债(万元)	160,404.15	63,610.86	40,441.08
营业收入(万元)	250,171.87	233,945.50	185,625.82
营业利润(万元)	11,929.11	21,820.78	9,795.81
利润总额(万元)	15,003.44	21,773.18	11,114.59
综合毛利率	30.25%	31.25%	25.82%
总资产报酬率	5.31%	7.83%	4.49%
EBITDA(万元)	31,936.64	31,726.30	19,658.22
EBITDA利息保障倍数	4.37	11.88	7.88
经营活动现金流量净额(万元)	21,636.66	29,400.01	-3,696.79

资料来源：公司审计报告

正面:

- 跟踪期内，公司产品销量的增长带动了产能利用率的提升；
- 跟踪期内，公司在品牌建设方面持续加大投入，并积极完善营销网络及开拓其他渠道，实现了主营业务收入的持续增长；
- 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的偿还提供一定保障。

关注:

- 近年生活用纸行业产能过剩、竞争加剧，公司未来新增产能的消化存在不确定性；
- 近年作为主要原材料的纸浆价格波动较大，且目前价格处于相对高位，给公司经营带来一定压力；
- 跟踪期内，公司资产营运效率有所下降；
- 跟踪期内，公司应收账款增长较快，且信用期内的账款占比有所下降；
- 跟踪期内，公司期间费用率较快上升，盈利能力减弱；
- 随着有息债务规模的增长，公司资产负债率有所上升，偿债压力加大；
- 担保方的收入与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：陈远新 林心平

电话：0755-82872863

邮箱：chenyx@pyrating.cn

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会《关于核准中顺洁柔纸业股份有限公司公开发行公司债券的批复》(证监许可[2012]1737号), 2013年3月8日, 公司公开发行总额8.3亿元的公司债券, 票面利率为5.53%, 期限为5年, 扣除发行费用后, 实际募得资金82,420.00万元。

本期债券为5年期固定利率债券, 附第3年末公司上调票面利率和投资者回售选择权。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。2014年至2018年每年的3月8日为上一计息年度的付息日。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。

截至2014年2月28日, 本期债券募集资金已全部使用完毕。其中, 偿还银行借款23,700万元, 补充流动资金58,720万元。

表1 截至2014年4月本期债券本息累计兑付情况(单位: 万元)

本息兑付日期	期初本金金额	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2014年3月10日	83,000	0.00/0.00	4,589.90	83,000

注: 因2014年3月8日为周六, 故顺延至2014年3月10日

资料来源: 公司提供

二、发行主体概况

2013年, 公司以资本公积向全体股东每10股转增5股, 股本增加至31,200万股, 实际控制人无变化。2013年, 合并范围新增子公司2家, 减少子公司1家, 纳入公司合并范围的子公司共17家, 子公司具体情况见附录四。

表2 2013年公司财务报表合并范围增减的子公司情况

变化原因	公司名称	业务性质	注册资本	持股比例
全资收购	中顺洁柔(中山)纸业有限公司	生活用纸生产、加工、销售	700.00万元	100%
投资设立	中顺洁柔(澳门)有限公司	批发、贸易	2.5万澳门币	100%
注销	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%

资料来源: 公司审计报告

截至2013年末, 公司总资产为449,285.92万元, 归属于母公司所有者权益228,232.43万元, 资产负债率为49.20%; 2013年, 公司实现营业收入250,171.87万元, 利润总额15,003.44

万元，经营活动产生的现金流量净额为 21,636.66 万元。

三、经营与竞争

公司主要从事生活用纸的生产和销售，产品主要分为卷纸类与非卷纸类（手帕纸、软抽纸和盒巾纸等）。2013 年，公司实现主营业务收入 248,080.30 万元，同比增长 7.07%。其中，非卷纸类产品销售收入 120,477.92 万元，同比增长 15.05%，成为主业持续增长的主要力量。从主业的毛利率来看，2013 年，国内生活用纸行业因产能扩张竞争加剧，公司为消化新增产能，采取降价促销等方式进行销售，使得主业的毛利率有所下滑。

表 3 2012-2013 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	2013 年		2012 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
卷纸类	127,602.38	23.85%	126,976.54	26.47%
非卷纸类	120,477.92	37.50%	104,713.96	37.86%
合计	248,080.30	30.48%	231,690.50	31.62%

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司产品的销量增长带动了产能利用率的提升，但是，近年生活用纸行业产能过剩、竞争加剧，公司未来新增产能的消化存在不确定性

近年生活用纸行业处于第一梯队的四家公司均有新增产能释放，行业竞争加剧。截至 2013 年末，恒安国际、维达国际、金红叶、中顺洁柔的产能分别达到 90 万吨、75 万吨、100 万吨、33 万吨，合计产能为 298 万吨，较上年新增 40 万吨。并且，未来两年该四家公司的产能将继续提高，行业竞争日趋激烈。

表 4 近年生活用纸行业第一梯队公司产能情况（单位：万吨）

公司名称	2012 年末	2013 年末	预计 2015 年末
恒安国际	90	90	138
维达国际	62	75	100
金红叶	80	100	128
中顺洁柔	26	33	51
合计	258	298	417

注：上述各公司产能为理论产能，即按截止时点各公司投产生产线的全年产能加总得出

资料来源：根据各公司年报或募集说明书等公开资料整理

在此背景下，2013 年，公司上市募投项目产能释放，实际产能新增 4.3 万吨。为消化新增产能，公司加大了市场投入与调整产品销售结构，促进卷纸类与非卷纸类产品产销量的提

升，从而带动原纸产量的增长。2013年，公司原纸产量为24.56万吨，同比增长24.48%，使得公司产能利用率由2012年的83.25%提升至2013年的87.71%。

表5 2012-2013年公司原纸产能¹、产量情况（单位：万吨）

2013年			2012年		
产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
28.00	24.56	87.71%	23.70	19.73	83.25%

资料来源：公司提供

由于交通便利、政府支持力度较大且有利于华南以西市场的开拓等原因，公司在广东云浮建设生产基地，总规划的年产能48万吨。目前，云浮生产基地第一期工程已进行试生产，年产能约12万吨。成都天天扩建项目预计将于今年6月试生产，年产能约6万吨。公司未来将通过与大型电子商务平台合作、为超市等品牌代工及开拓其他渠道等方式加大营销力度，消化新增产能。但考虑到近年行业竞争加剧，公司未来新增产能的有效消化存在不确定性。并且，随着新增产能的逐渐释放，公司存货和应收账款规模将持续增长，运营资金需求的增加将加大公司的资金压力。

表6 截至2013年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	年产能(万吨)	总投资	已投资	尚需投入	预计投产时间
1	云浮中顺新建项目	12.00	66,000.00	49,040.18	16,959.82	2014年4月
2	成都天天扩建项目	6.00	34,782.40	25,328.65	9,453.75	2014年6月
	合计	18.00	100,782.40	74,368.83	26,413.57	

资料来源：公司提供

公司在品牌建设方面持续加大投入，并积极完善营销网络及开拓其他渠道，实现了主营业务收入的持续增长，但销售费用的上升加大了公司经营压力

公司拥有“洁柔”、“C&S 国际版”和“太阳”三大品牌。其中，“洁柔”主要为黑白色，主打高档市场；“C&S 国际版”主要为橙色，主打中高档市场；“太阳”主要为红色，主打中档市场。为建立良好的品牌形象，2013年公司持续加大广告宣传费用投入，在央视、湖南卫视等电视台的重点频道进行广告投放，增加大众对公司品牌的认知。

为提高直营卖场的营销效率，2013年，公司将部分直营卖场转由重点经销商管理。由于直营卖场的信用期一般较经销商的长，公司加大对该部分重点经销商的激励，对其该部分直营卖场的提货沿用以前的信用期。2013年，公司通过经销商渠道实现的收入提升至206,925.80万元，主要由于纳入了转由重点经销商管理的直营卖场实现的收入所致。并且，

¹ 此处统计的是实际产能，即按照新旧生产线实际投产的时间计算得出的产能。

公司加快开拓空白的零售市场，积极完善营销网络的覆盖，相继进入江苏家乐福、福州永辉、北京物美、郑州丹尼斯等大型卖场，实现了直营卖场渠道的收入增长。公司还不断地拓展商销及商务平台等其他销售渠道，以促进营业收入的增长。目前，公司营销网络覆盖到全国大部分地（县）级城市，并与沃尔玛、家乐福和百佳等大型连锁卖场建立战略合作关系。

表 7 2012-2013 年公司各销售渠道的收入情况（单位：万元）

渠道	2013 年		2012 年	
	收入	占比	收入	占比
经销商	206,925.80	83.41%	193,799.89	83.65%
直营卖场	33,157.19	13.37%	32,363.72	13.97%
商销	4,890.28	1.97%	4,484.24	1.94%
其他	3,107.03	1.25%	1,042.65	0.45%
合计	248,080.30	100.00%	231,690.50	100.00%

注：转由重点经销商管理的部分直营卖场实现的收入直接统计在经销商渠道中，故表中直营卖场渠道实现的收入增长不明显

资料来源：公司提供

此外，为有效地消化新增产能，公司在加大促销力度的同时，加快产品销售结构的调整，提高毛利率相对较高的非卷纸类产品的销售占比。2013 年，公司加大卷纸类产品的促销力度，实现其销量 13.38 万吨，较上年增长 8.65%。同时，公司加大对非卷纸类产品的研发及市场投入，销售上以核心的 Face 可湿水和 Lotion 柔滑系列产品为重点，2013 年 6 月推出了轻便小巧的“非常 Q 迷你手帕纸”，积极推动洁柔品牌的市场占有率提升。2013 年，公司实现非卷纸类产品销量 8.44 万吨，较上年增长 19.16%，使得产销率由 2012 年的 92.03% 上升至 2013 年的 100.39%。

表 8 2012-2013 年公司卷纸类与非卷纸类产品的产销情况

产品类别	项目	2013 年	2012 年
卷纸类	产量（吨）	142,899.50	120,597.77
	销量（吨）	133,777.31	123,125.66
	产销率（%）	93.62	102.10
	平均单价（元/吨）	9,538.42	10,312.76
非卷纸类	产量（吨）	84,027.17	76,917.42
	销量（吨）	84,353.16	70,788.40
	产销率（%）	100.39	92.03
	平均单价（元/吨）	14,282.56	14,792.53

资料来源：公司提供

公司在品牌建设、营销网络完善及其他渠道开拓等方面持续加大投入，促进了卷纸类与

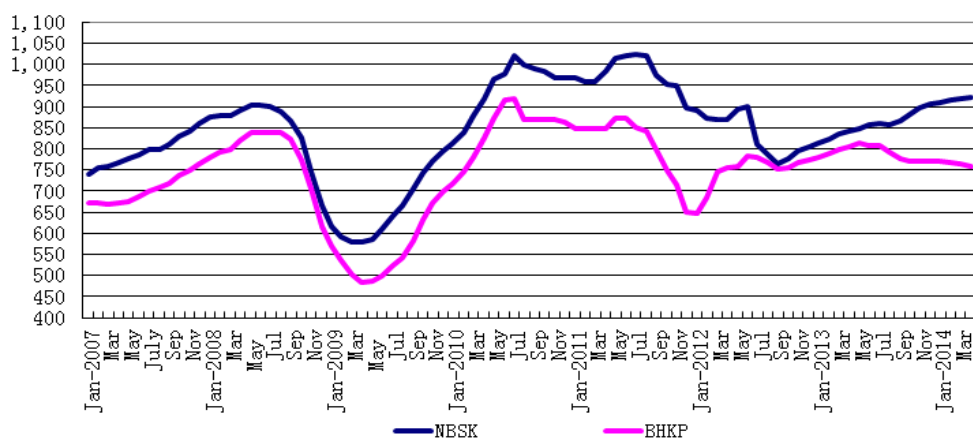
非卷纸类产品的产销量增长，从而实现营业收入的持续增长，并在一定程度上为未来业务规模的扩张奠定基础。但投入的加大也使得广告宣传费、商场管理费分别上涨 69.58% 和 36.26%，带来销售费用的较快上升，一定程度上增加了公司的经营压力。

近年作为主要原材料的纸浆价格波动较大，且目前价格处于相对高位，给公司经营带来一定的压力

公司成本主要包括原材料成本（包括纸浆、包装材料与辅料）、人工成本、能源成本。其中，纸浆成本在生产成本中占比超过一半，为影响公司生产成本最大的原材料。2013 年，作为主要原材料的纸浆价格较上年略有上升，但是，由于公司外购的半成品较上年减少带来人工及能源成本的上升，且卷纸产量占比的提升带来包装材料及辅料成本的下降，使得公司原材料成本占比略有下降。

由于公司纸浆主要从加拿大、巴西、智利、阿根廷等国外市场进口，生产成本易受到国际纸浆价格波动所影响。近年受世界经济周期的影响，纸浆价格波动较大。据欧洲纸浆 FOEX 价格指数显示，国际针叶浆与阔叶浆的价格自 2008 年大幅下降后，从 2009 年 5 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 74.22% 与 88.80%。2010 年 8 月至 2012 年 4 月国际纸浆价格波动下降。自 2012 年 4 月以来，国际针叶浆价格基本上处于攀升状态，维持高位运行。国际阔叶浆价格则从 2012 年 4 月至 2013 年 5 月有所攀升，而自 2013 年 5 月以来略有下降，但仍维持相对高位。总体来看，近年纸浆价格波动较大，且目前价格处于相对高位，给公司经营带来一定的压力。

图 1 2007-2014 年 4 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 2014 年 4 月数据摘自纸业联讯网站“<http://www.risi-umpaper.com>”中公布的 FOEX 指数

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（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2012-2013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2013年底，合并范围新增子公司2家，减少子公司1家，纳入公司合并范围的子公司共17家，具体情况见附录四。

财务分析

跟踪期内，公司总资产规模较快增长，但资产营运效率有所下降；公司营业收入持续增长，但期间费用率较快上升，盈利能力减弱；公司经营活动现金流相对稳定；负债期限结构有所改善，但资产负债率上升较快，有息债务规模较快增长，偿债压力加大

跟踪期内，由于公司债券的发行成功及长期借款的增加，公司总资产规模较上年末增长31.15%，达到449,285.92万元。其中，流动资产为216,716.00万元，占比有所下降。

2013年公司货币资金同比增长了25.09%，主要由于8.3亿元公司债券的成功发行及长期借款的增加所致，其中，使用权受限的货币资金为2,899.68万元。2013年应收账款同比增长了23.32%，高于同年主营业务收入7.07%的增幅。其中，处于信用期以内的账款占比84.48%，较上年90.13%的占比有所下降，主要系2013年账期相对较长的直营卖场渠道实现的收入增加所致。随着在建工程的建设及部分工程转入固定资产，公司预付的工程设备款得到冲抵，2013年末预付款项减少。2013年公司存货规模略有上升，主要由于公司经营规模扩大所致。其他流动资产的上升主要为公司待抵扣的进项税增加所致。

随着四川中顺工程（即成都天天扩建项目）、云浮中顺工程等的建设投入，公司在建工程由2012年的9,980.56万元上升至2013年的68,669.37万元，其中，27,660.40万元的在建工程已用于借款抵押担保。随着江门中顺工程、江门洁柔工程及四川中顺工程等的部分工程达到可使用状态转入固定资产，2013年末固定资产余额增加至141,123.86万元，其中10,302.88万元的固定资产为售后租回，使用权受限。2013年末无形资产增加主要系公司购买了8,786.52万元的土地使用权，用于建厂房仓库，而其他非流动资产的减少主要系预付的工程设备款的减少。

表9 2012-2013年公司主要资产构成（单位：万元）

项 目	2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	99,364.82	22.12%	79,435.27	23.19%
应收账款	33,529.20	7.46%	27,189.69	7.94%
预付款项	1,910.26	0.43%	7,030.36	2.05%
存货	60,200.65	13.40%	57,861.47	16.89%
其他流动资产	14,451.44	3.22%	7,735.14	2.26%
流动资产合计	216,716.00	48.24%	183,427.94	53.54%
固定资产	141,123.86	31.41%	127,700.29	37.28%
在建工程	68,669.37	15.28%	9,980.56	2.91%
无形资产	15,733.49	3.50%	7,098.07	2.07%
其他非流动资产	3,812.48	0.85%	11,600.98	3.39%
非流动资产合计	232,569.92	51.76%	159,147.56	46.46%
资产总计	449,285.92	100.00%	342,575.50	100.00%

资料来源：公司审计报告

2013年，随着销售收入的增长及账期较长的直营卖场渠道的收入占比增加，公司应收账款周转效率有所下降，净营业周期延长。由于在建工程的转入使得固定资产增加，且销售收入增速有所放缓，公司固定资产及总资产的周转天数加长，周转效率有所下降。

表10 2012-2013年公司主要营运效率指标（单位：天）

项 目	2013 年	2012 年
应收账款周转天数	44.81	37.67
存货周转天数	121.78	121.73
应付账款周转天数	56.61	55.74
净营业周期	109.98	103.66
流动资产周转天数	287.91	281.68
固定资产周转天数	193.42	158.81
总资产周转天数	569.75	480.63

资料来源：公司审计报告

2013年，在行业竞争加剧的背景下，公司通过加强品牌建设及加大促销力度等方式，实现了营业收入的持续增长。2013年公司营业收入250,171.87万元，同比增长6.94%。但是，促销力度的加大也带来公司综合毛利率的下降。广告宣传及产品促销带来销售费用的较快上升，同时，发行债券带来财务费用的较快增加，使得2013年期间费用率上升3.44个百分点至24.84%，使得公司营业利润出现较大的下滑。2013年，云浮罗定市政府一次性支付公司市场开拓扶持资金合计2,400万元，带来当年营业外收入的较快增加，使得公司利润总额的降幅较营业利润缓和。

表 11 2012-2013 年公司盈利能力指标（单位：万元）

项 目	2013 年	2012 年
营业收入	250,171.87	233,945.50
营业利润	11,929.11	21,820.78
营业外收入	3,914.92	728.18
利润总额	15,003.44	21,773.18
净利润	11,595.69	15,887.66
综合毛利率	30.25%	31.25%
期间费用率	24.84%	21.40%
总资产报酬率	5.31%	7.83%

资料来源：公司审计报告

表 12 2012-2013 年公司期间费用情况（单位：万元）

项 目	2013 年	2012 年
销售费用	41,437.32	34,376.53
管理费用	16,673.45	13,387.77
财务费用	4,044.22	2,290.12
合计	62,154.99	50,054.42

资料来源：公司审计报告

2013 年，公司经营活动现金生成能力有所改善，FFO 为 28,419.79 万元。主要由于应收账款的增加对营运资金形成一定的占用，公司经营活动产生的现金净流入为 21,636.66 万元，较上年有所下降。总体来看，公司经营活动现金流相对稳定。

投资活动方面，2013 年，由于四川中顺工程及云浮中顺工程的建设投入，公司投资活动现金净流出 92,377.02 万元，现金净流出较上年同期增长 49.04%。

为支持投资支出及偿还已有债务，2013 年公司增加了银行借款并发行了 8.3 亿元的公司债券，使得筹资活动现金净流入大幅增加，达到 96,227.33 万元，较上年同期增长 172.52%。

表 13 2012-2013 年公司主要现金流量指标（单位：万元）

项 目	2013 年	2012 年
净利润	11,595.69	15,887.66
非付现费用	11,330.22	7,577.18
非经营损益	5,493.88	3,270.73
FFO	28,419.79	26,735.56
营运资本变化	-6,783.13	2,664.48
其中：存货的减少	-2,339.18	-6,950.07
经营性应收项目的减少	-5,668.16	-11,024.40
经营性应付项目的增加	1,224.21	20,638.95
经营活动产生的现金流量净额	21,636.66	29,400.03

投资活动产生的现金流量净额	-92,377.02	-61,980.51
筹资活动产生的现金流量净额	96,227.33	35,310.08
现金及现金等价物净增加额	25,492.07	2,641.15

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司负债规模大幅增长，截至 2013 年末为 221,053.49 万元，同比增长 81.16%。从结构上看，非流动负债占比较快上升，公司负债期限结构有所改善。

为调整负债期限结构，2013 年公司增加银行长期借款，并发行 8.3 亿元的公司债券，用以偿还部分短期借款，使得 2013 年末短期借款下降至 18,201.48 万元，长期借款增加至 48,808.86 万元，2013 年新增的一年内到期的非流动负债金额均为一年内到期的长期借款。随着新月型 TT1 纸机与 TT2 纸机租金的支付，2013 年公司长期应付款余额有所下降。

表 14 2012-2013 年主要负债情况（单位：万元）

项 目	2013 年		2012 年	
	金额	比重	金额	占比
短期借款	18,201.48	8.23%	56,163.34	46.03%
应付账款	26,055.64	11.79%	28,829.76	23.63%
其他应付款	17,586.30	7.96%	16,809.54	13.78%
一年内到期的非流动负债	8,742.32	3.95%	2,915.89	2.39%
流动负债合计	85,593.68	38.72%	116,198.13	95.23%
长期借款	48,808.86	22.08%	0.00	0.00%
应付债券	82,504.79	37.32%	0.00	0.00%
长期应付款	2,146.70	0.97%	4,531.63	3.71%
非流动负债合计	135,459.80	61.28%	5,820.63	4.77%
负债合计	221,053.49	100.00%	122,018.76	100.00%

资料来源：公司审计报告

截至 2013 年末，公司资产负债率上升至 49.20%，有息负债规模较快增长至 160,404.15 万元，较上年显著上升。由于流动负债规模的减少，2013 年公司流动比率及速动比率均有所上升，流动资产对流动负债的覆盖增强，短期偿债能力有所改善。但是，由于非流动负债的大幅增加带来财务费用的较快上升，公司 EBITDA 利息保障倍数下降至 4.37，长期偿债能力减弱，偿债压力加大。

表 15 2012-2013 年公司主要偿债能力指标

项 目	2013 年	2012 年
资产负债率	49.20%	35.62%
有息负债（万元）	160,404.15	63,610.86
流动比率	2.53	1.58
速动比率	1.83	1.08

EBITDA (万元)	31,936.64	31,726.31
EBITDA 利息保障倍数	4.37	11.88

注：有息负债=短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款

资料来源：公司提供

五、本期债券担保分析

跟踪期内，担保方经营情况较为稳定，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

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。

2013 年，中顺集团实现收入 250,623.83 万元，同比增长 6.91%，实现净利润 11,371.51 万元，同比下滑 27.67%，主要由于中顺集团的收入与利润主要来源于中顺洁柔所致。截至 2013 年末，中顺集团合并的总资产为 452,094.71 万元，同比增长 30.47%，所有者权益为 229,784.18 万元，同比增长 3.83%。中顺集团所有者权益的稳步增长主要由于未分配利润增加所致。

综上，担保方经营情况较为稳定，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。但值得注意的是，由于中顺集团的收益主要来源于中顺洁柔，其担保能力易受中顺洁柔的经营及财务情况所影响。

表 16 中顺集团 2012-2013 年合并范围主要的财务数据

项 目	2013 年	2012 年
总资产（万元）	452,094.71	346,518.57
总负债（万元）	222,310.53	125,214.34
所有者权益（含少数股东权益）（万元）	229,784.18	221,304.22
营业收入（万元）	250,623.83	234,434.23
利润总额（万元）	14,746.57	21,575.08
净利润（万元）	11,371.51	15,722.31
流动比率	2.52	1.56
速动比率	1.82	1.07
资产负债率	49.17%	36.13%

资料来源：中顺集团提供

六、评级结论

跟踪期内,公司通过加大市场投入及加强产品销售结构调整,在行业竞争加剧的背景下,促进了公司产品的产销规模增长,从而实现公司主营业务收入的持续增长。并且,公司在品牌建设、营销网络完善及其他渠道开拓等方面持续加大投入,有利于公司业务规模的进一步扩大。但是,我们也关注到,生活用纸行业企业众多,且行业内第一梯队的公司近年释放产能较大,行业竞争加剧。随着公司未来新增产能的释放,公司的产品销售压力加重。并且,作为主要原材料的纸浆价格的较大波动及期间费用的较快上升,加大公司未来的经营压力。

跟踪期内,担保方中顺集团净资产有所上升,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中顺洁柔,其担保能力易受中顺洁柔的经营与财务状况所影响。

基于公司及担保方的以上情况,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	2013 年	2012 年	2011 年
货币资金	99,364.82	79,435.27	95,325.16
应收票据	6,512.19	3,690.90	4,957.00
应收账款	33,529.20	27,189.69	20,343.47
预付款项	1,910.26	7,030.36	10,486.62
其他应收款	747.43	485.12	650.53
存货	60,200.65	57,861.47	50,911.40
其他流动资产	14,451.44	7,735.14	0.00
流动资产合计	216,716.00	183,427.94	182,674.17
固定资产	141,123.86	127,700.29	78,707.24
在建工程	68,669.37	9,980.56	11,002.27
无形资产	15,733.49	7,098.07	7,030.49
商誉	6.47	0.00	0.00
长期待摊费用	57.58	93.58	129.59
递延所得税资产	3,166.67	2,674.07	2,554.86
其他非流动资产	3,812.48	11,600.98	0.00
非流动资产合计	232,569.92	159,147.56	99,424.44
资产总计	449,285.92	342,575.50	282,098.61
短期借款	18,201.48	56,163.34	40,079.89
应付票据	1,378.59	3,313.45	1,039.34
应付账款	26,055.64	28,829.76	20,977.75
预收款项	4,328.74	1,534.80	2,666.65
应付职工薪酬	3,131.88	3,433.51	1,398.42
应交税费	2,408.79	3,197.84	-3,221.72
应付利息	3,759.95	0.00	0.00
其他应付款	17,586.30	16,809.54	9,738.82
一年内到期的非流动负债	8,742.32	2,915.89	361.19
流动负债合计	85,593.68	116,198.13	73,040.34
长期借款	48,808.86	0.00	0.00
应付债券	82,504.79	0.00	0.00
长期应付款	2,146.70	4,531.63	0.00
其他非流动负债	1,999.46	1,288.99	1,306.55
非流动负债合计	135,459.80	5,820.63	1,306.55
负债合计	221,053.49	122,018.76	74,346.89
实收资本(或股本)	31,200.00	20,800.00	16,000.00

资本公积金	144,907.74	155,769.53	160,452.17
盈余公积金	2,466.02	2,466.02	1,534.21
未分配利润	49,658.67	41,185.15	29,426.10
归属于母公司所有者权益合计	228,232.43	220,220.70	207,412.47
少数股东权益	0.00	336.05	339.25
所有者权益合计	228,232.43	220,556.74	207,751.72
负债和所有者权益总计	449,285.92	342,575.50	282,098.61

附录二 合并利润表（单位：万元）

项 目	2013 年	2012 年	2011 年
一、营业总收入	250,171.87	233,945.50	185,625.82
营业收入	250,171.87	233,945.50	185,625.82
二、营业总成本	238,242.76	212,124.76	175,830.01
营业成本	174,504.43	160,846.03	137,692.89
营业税金及附加	1,176.05	929.93	898.24
销售费用	41,437.32	34,376.53	27,200.36
管理费用	16,673.45	13,387.77	10,334.28
财务费用	4,044.22	2,290.12	537.97
资产减值损失	407.29	294.40	-833.73
其他经营收益	0.00	0.05	0.00
投资净收益	0.00	0.05	0.00
三、营业利润	11,929.11	21,820.78	9,795.81
加：营业外收入	3,914.92	728.18	1,422.97
减：营业外支出	840.58	775.78	104.20
其中：非流动资产处置净损失	612.45	637.07	7.07
四、利润总额	15,003.44	21,773.18	11,114.59
减：所得税	3,407.75	5,885.52	3,045.01
五、净利润	11,595.69	15,887.66	8,069.58
减：少数股东损益	2.17	-3.20	15.77
归属于母公司所有者的净利润	11,593.52	15,890.86	8,053.81
综合收益总额	11,595.69	15,887.66	8,069.58
减：归属于少数股东的综合收益总额	2.17	-3.20	15.77
归属于母公司普通股股东综合收益总额	11,593.52	15,890.86	8,053.81

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项 目	2013 年	2012 年	2011 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	262,437.54	260,872.71	197,020.91
收到的税费返还	1,255.07	2.26	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	7,578.94	4,827.65	6,489.06
经营活动现金流入小计	271,271.54	265,702.62	203,509.97
购买商品、接受劳务支付的现金	187,200.19	186,886.06	160,750.40
支付给职工以及为职工支付的现金	19,780.41	15,093.17	13,859.78
支付的各项税费	18,996.74	15,394.57	14,032.15
支付其他与经营活动有关的现金	23,657.54	18,928.78	18,564.43
经营活动现金流出小计	249,634.88	236,302.59	207,206.76
经营活动产生的现金流量净额	21,636.66	29,400.03	-3,696.79
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收回的现金净额	361.61	127.75	0.97
收到其他与投资活动有关的现金	310.71	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	672.32	127.75	0.97
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	90,983.97	61,797.55	30,565.94
投资支付的现金	800.00	0.00	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	1,265.38	0.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	310.71	0.00
投资活动现金流出小计	93,049.35	62,108.27	30,565.94
投资活动产生的现金流量净额	-92,377.02	-61,980.51	-30,564.97
三、筹资活动产生的现金流量：			
取得借款收到的现金	114,727.32	64,822.40	47,125.51
收到其他与筹资活动有关的现金	5,562.52	26,531.04	0.00
发行债券收到的现金	82,420.00	0.00	0.00
筹资活动现金流入小计	202,709.84	91,353.43	47,125.51
偿还债务支付的现金	97,404.79	49,506.78	86,531.42
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	6,161.84	5,944.57	2,434.09
支付其他与筹资活动有关的现金	2,915.89	592.00	3,896.01
筹资活动现金流出小计	106,482.51	56,043.35	92,861.52
筹资活动产生的现金流量净额	96,227.33	35,310.08	-45,736.02
四、汇率变动对现金的影响	5.10	-88.45	-96.46
五、现金及现金等价物净增加额	25,492.07	2,641.15	-80,094.24
期初现金及现金等价物余额	70,973.07	68,331.92	148,426.16

期末现金及现金等价物余额

96,465.14

70,973.07

68,331.92

附录三-2 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
净利润	11,595.69	15,887.66	8,069.58
加：资产减值准备	407.29	294.40	-833.73
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	10,595.67	7,022.14	5,817.84
无形资产摊销	291.26	224.64	188.97
长期待摊费用摊销	36.00	36.00	43.39
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	609.04	631.18	4.76
财务费用	5,377.44	2,758.81	2,589.91
投资损失	0.00	-0.05	0.00
递延所得税资产减少	-492.60	-119.21	-410.17
存货的减少	-2,339.18	-6,950.07	-9,718.43
经营性应收项目的减少	-5,668.16	-11,024.40	2,724.51
经营性应付项目的增加	1,224.21	20,638.95	-12,173.42
经营活动产生的现金流量净额	21,636.66	29,400.03	-3,696.79
现金的期末余额	96,465.14	70,973.07	68,331.92
减：现金的期初余额	70,973.07	68,331.92	148,426.16
现金及现金等价物净增加额	25,492.07	2,641.15	-80,094.24

附录四 截至2013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
中顺洁柔(湖北)纸业有限公司	生活用纸销售	5,000.00万港元	75
中顺国际纸业有限公司	生活用纸销售	1.00万港元	100
中顺洁柔(四川)纸业有限公司	生活用纸品生产销售	10,000.00万元	100
中顺洁柔(中山)纸业有限公司	生活用纸品生产、加工、销售	700.00万元	100
中顺洁柔(澳门)有限公司	批发、贸易	2.5万澳门元	100

附录五 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{期初所有者权益} + \text{期末所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2) \times 100\%$
	管理费用率	$\text{管理费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售费用率	$\text{销售费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	财务费用率	$\text{财务费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
营运效率	总资产周转率（次）	$\text{营业收入} / ((\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2)$
	固定资产周转率（次）	$\text{营业收入} / ((\text{期初固定资产总额} + \text{期末固定资产总额}) / 2)$
	应收账款周转率	$\text{营业收入} / ((\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2)$
	存货周转率	$\text{营业成本} / ((\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2)$
	应付账款周转率	$\text{营业成本} / ((\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2)$
	净营业周期（天）	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	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	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	金融负债	$\text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券}$
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	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	EBIT 利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

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,在受评债券存续期内发行主体发布年度报告后两个月内出具一次定期跟踪评级报告。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,本评级机构将依据发行主体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,并决定是否调整发行主体信用等级。

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发行主体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(www.pyrating.cn)公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。