

报告编号：  
鹏信评【2016】跟踪第  
【144】号 01

增信方式：  
保证担保  
担保主体：  
广东中顺纸业集团有限  
公司

债券剩余规模：  
8.3 亿元

债券到期日期：  
2018 年 03 月 08 日

债券偿还方式：  
每年付息一次，到期一  
次还本，附第 3 年末公  
司上调票面利率和投资  
者回售选择权

#### 分析师

姓名：  
董斌 林心平

电话：  
0755-82872863

邮箱：  
dongb@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信  
评估有限公司公司债券  
评级方法，该评级方法  
已披露于公司官方网  
站。

#### 鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼

电话：0755-82872897

网址：[www.pyrating.cn](http://www.pyrating.cn)

## 中顺洁柔纸业股份有限公司 2012 年公司债券 2016 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2016 年 5 月 20 日	2015 年 05 月 12 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”）及其 2013 年 03 月 08 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2016 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到跟踪期内公司产品结构调整和销售渠道投入加大，收入有所增长，盈利水平有所提升，控股股东广东中顺纸业集团有限公司（以下简称“中顺集团”）提供的保证担保有助于提高本期债券的安全性；同时也关注到，生活用纸行业仍然处于产能过剩状态、公司应收账款占用资金增加，销售费用增幅加大，产能利用率有待提高，超过信用期的应收账款占比有所上升、主要原材料价格的波动影响公司成本等风险因素。

### 正面：

- **公司产品结构调整和销售渠道投入加大，收入有所增长。**公司扩展营销渠道，加大高毛利的中高端产品的销售力度，2015 年公司收入规模为 29.59 亿元，同比增长 17.34%。其中，非卷纸类产品销售收入 15.51 亿元，同比增长 21.99%；而卷纸类产品销售收入为 13.32 亿元，同比增长 12.98%。
- **公司盈利水平有所提升。**公司加大高毛利生活用纸产品及卫生用品在产品线中的比重，2015 年公司综合毛利率为 32.03%，同比上升了 1.99 个百分点。
- **保证担保提高了本期债券的安全性。**公司控股股东中顺集团在跟踪期内经营情况稳定，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

一定的保障。

### 关注：

- **生活用纸行业仍然处于产能过剩状态。**2015 年我国生活用纸生产量 885 万吨，较上年增长 6.63%；消费量 817 万吨，较上年增长 7.64%，未来可能对公司经营造成一定影响。
- **应收账款占用资金增加，超过信用期的应收账款占比有所上升。**2015 年末公司应收账款较上年末增长 28.67%，从账龄来看，超过信用期内的占比为 20.60%，较上年末 16.58%有所上升。
- **销售费用增幅较大。**2015 年公司销售费用较上年增加 12,117.48 万元，同比增幅为 30.81%。
- **产能利用率有待提高。**2015 年公司总产量 25.89 万吨，设备总产能 44.50 万吨，产能利用率有待提高。
- **主要原材料纸浆价格的波动影响公司成本水平。**近年来原材料价格波动明显，2015 年前两个季度纸浆价格有所上升，第三个季度有所波动，加大了国内造纸企业的成本控制压力。

### 主要财务指标：

项目	2015 年	2014 年	2013 年
总资产（万元）	454,427.57	455,000.11	449,285.92
归属于母公司的所有者权益（万元）	243,396.66	234,982.65	228,232.43
有息债务（万元）	139,070.37	157,136.39	160,404.15
资产负债率	46.44%	48.36%	49.20%
流动比率	1.81	2.10	2.53
速动比率	1.16	1.43	1.83
营业收入（万元）	295,897.66	252,178.02	250,171.87
营业利润（万元）	9,988.53	9,088.62	11,929.11
利润总额（万元）	11,760.13	9,425.88	15,003.44
综合毛利率	32.03%	30.04%	30.25%
总资产回报率	4.35%	3.69%	5.31%
EBITDA（万元）	35,546.63	29,053.49	31,936.64
EBITDA 利息保障倍数	4.41	3.19	4.37
经营活动现金流净额（万元）	42,918.04	26,227.79	21,636.66

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

## 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“证监许可[2012]1737”号文核准，公司于2013年3月8日公开发行总额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2016年3月31日，有效回售申报数量为0张，回售金额为0元。

截至2016年3月31日，本期债券本息累计兑付情况如表1所示。

**表 1 跟踪期内本期债券本息兑付情况（单位：万元）**

本息兑付日期	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2014年3月10日	0.00	4,589.90	83,000.00
2015年3月09日	0.00	4,589.90	83,000.00
2016年3月08日	0.00	4,589.90	83,000.00
<b>合计</b>	<b>0.00</b>	<b>13,769.70</b>	<b>-</b>

注：因2014年3月8日为周六，故顺延至2014年3月10日；因2015年3月8日为周日，故顺延至2015年3月9日。

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2016年3月31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。

## 二、发行主体概况

2015年5月28日，根据公司2014年年度权益分派实施公告（公告编号为2015-19）上显示，以公司总股本405,600,000股为基数，以资本公积金向全体股东每10股转增2股，股本增加至48,672万股，控股股东和实际控制人未发生变化。2015年，纳入公司合并报表范围的子公司未发生变化，详细见附录五。

2014年，公司拟以货币资金形式向邓颖忠先生非公开发行2,466.00万股股票，募集资金总额19,999.26万元，拟全部用于补充流动资金。2014年11月26日，中国证券监督管理委员会向公司出具了《中国证监会行政许可申请受理通知书》（141601号），决定对该行政许可申请予以受理。2015年公司第三届董事会第四次会议审议通过了《关于撤回非公开发

行股票申请文件的议案》，公司向中国证监会提交了《关于撤回中顺洁柔纸业股份有限公司2014年非公开发行股票申请文件的申请》，2015年6月8日，中国证监会出具了《中国证监会行政许可申请终止审查通知》（[2015] 82号文），上述申请获得了中国证监会批准。

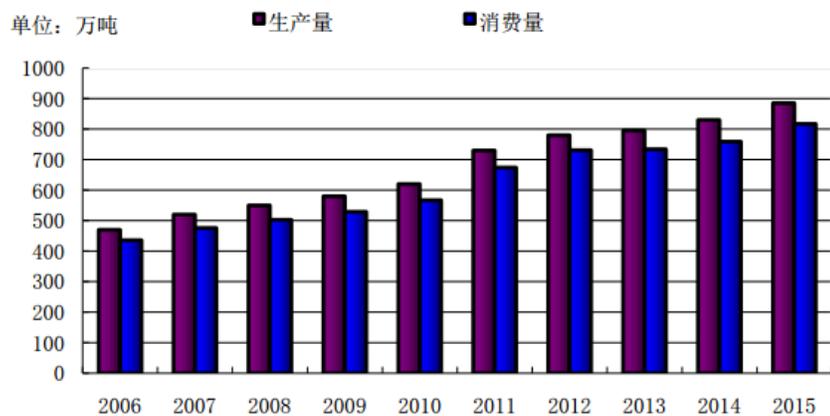
截至2015年12月31日，公司资产总额为454,427.57万元，归属于母公司的所有者权益为243,396.66万元，资产负债率为46.44%；2015年度，公司实现营业收入295,897.66万元，利润总额11,760.13万元，经营活动现金流净额42,918.04万元。

### 三、运营环境

#### 2015年生活用纸的消费量持续增长，但行业依然处于产能过剩状态

生活用纸的消费量随着各种细分用途的不断开发以及人们生活水平的提高，消费量持续增长。2015年我国生活用纸生产量885万吨，较上年增长6.63%；消费量817万吨，较上年增长7.64%。2006-2015年生产量年均增长率7.28%，消费量年均增长率7.23%。生活用纸行业依然处于产能过剩状态。2015年生活用纸进口量和出口量都相对较小，并且同比都有所下降。另外，产量与销量之差由2014年的71万吨减少到2015年的68万吨，产能过剩情况略有缓解。

图 1 2006年-2015年我国生活用纸生产量和消费量情况



资料来源：中国造纸协会

表 2 2014-2015年生活用纸生产和消费情况（单位：万吨）

品种	生产量			消费量		
	2014年	2015年	同比增长	2014年	2015年	同比增长
生活用纸	830	885	6.63%	759	817	7.64%

资料来源：中国造纸协会，鹏元整理

表3 2014-2015 年生活用纸进出口情况（单位：万吨）

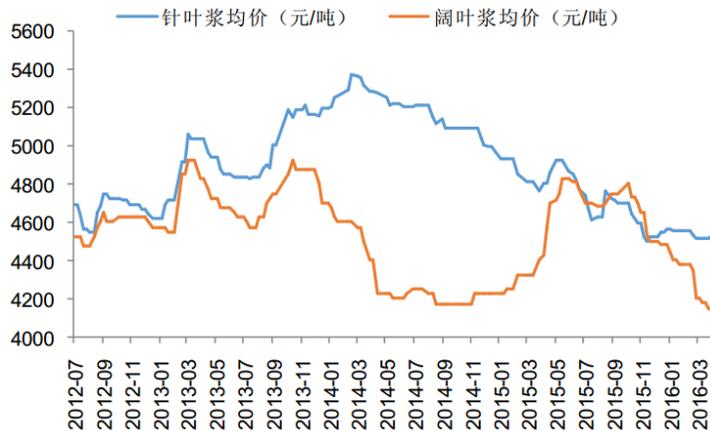
品种	进口量			出口量		
	2014年	2015年	同比变化	2014年	2015年	同比变化
生活用纸	4	3	-25.00%	75	71	-5.33%

资料来源：中国造纸协会，鹏元整理

2015年主要原材料价格前两个季度有所上升，第三季度有所波动，加大了企业的成本控制压力；第四个季度纸浆价格有所下降，对行业毛利率上升有正面影响

生活用纸主要原材料为纸浆，纸浆成本占生产成本的50-70%，企业生产成本对原材料价格敏感。2015年前两个季度纸浆价格有所上升，第三个季度有所波动，加大了国内造纸企业的成本控制压力。2015年第四季度纸浆价格缓慢下滑到接近年初水平，对生活用纸行业内公司毛利率上升有正面影响。

图 2 近年纸浆价格情况



资料来源：兴业证券，鹏元整理

#### 四、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、非卷纸类（手帕纸、软抽纸和盒巾纸等）与半成品，2015年，公司实现营业收入295,897.66万元，其中主营业务收入293,288.20万元，同比增长17.04%。其中，非卷纸类产品销售收入155,102.92万元，同比增长21.99%；而卷纸类产品销售收入为133,236.55万元，同比增长12.98%；公司半成品收入主要是原盘纸销售收入，2015年半成品收入为4,948.74万元，同比下降10.23%。从主营业务的毛利率来看，2015年公司卷纸类和非卷纸类毛利率都有所上升，半成品毛利率保持稳定，主营业务毛利率有所上升。

**表 4 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2015 年			2014 年		
	收入	毛利率	收入占比	收入	毛利率	收入占比
卷纸类	133,236.55	26.70%	45.43%	117,932.86	24.40%	47.06%
非卷纸类	155,102.92	37.92%	52.88%	127,145.55	36.76%	50.74%
半成品	4,948.74	3.78%	1.69%	5,512.72	3.79%	2.20%
<b>合计</b>	<b>293,288.20</b>	<b>32.25%</b>	<b>100.00%</b>	<b>250,591.13</b>	<b>30.22%</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司年报，鹏元整理

**2015年公司通过拓展营销渠道，加大市场推广力度，提升了经营业绩，收入有所增长**

2015年生活用纸的消费量持续增长，环保要求和市场竞争加速了河北满城、广东东莞等地区为代表的中小型生活用纸生产企业对高能耗的小纸机的淘汰进程，腾出了部分市场份额。2015年国内生活用纸第一梯队四家公司营业收入增速普遍有所上升，仅恒安国际的营业收入增幅有所下降。2015年公司收入同比增幅为17.34%，在行业第一梯队中排在第二位。2015年公司的收入规模为29.59亿元，在行业第一梯队中仍然排名最后，仅为第三名维达国际的36.43%。

**表 5 2014-2015 年生活用纸行业第一梯队公司收入和增长率情况（单位：亿元）**

公司名	2015 年			2014 年		
	收入	同比增长率	毛利率	收入	同比增长率	毛利率
恒安国际	204.85	8.96%	47.61%	188.00	12.87%	46.11%
金红叶	95.37	17.33%	26.74%	81.28	15.29%	27.24%
维达国际	81.23	28.96%	30.51%	62.99	17.85%	30.16%
中顺洁柔	29.59	17.34%	32.03%	25.22	0.80%	30.04%

资料来源：中国造纸协会生活用纸专业委员会、Wind资讯，鹏元整理

跟踪期内，公司不断加强全国主要零售系统的控制并快速拓展空白网点以及提升网点的铺货率；公司与关键客户建立战略联盟，以具有核心竞争力的洁柔Face和洁柔Lotion系列产品为重点，积极推动了洁柔品牌的美誉度和市场占有率的提升；公司在全年重点节假日推出了“有主题、有故事”的营销推广活动，并实现了线上线下的互动营销，洁柔Face系列产品销售大幅上升；公司在产品升级换代、量贩包、加量装、无香产品开发与上架等方面加快步伐；公司开发新款“敞篷式开口”软抽和洁柔baby face系列软抽，并获得了专利；此外，公司2015年继续将“超迷你手帕纸”作为手帕纸中的新品类进行推广。

2015年一季度开始，公司组建了全新的营销团队，全新的营销团队具有更加丰富的经验，在销售网络布局、渠道建设、市场细分、网点覆盖、终端表现、客户服务上不断优化完善，渠道营销有所改善。公司还推出限制性股票激励计划，提高员工的积极性。全新营

销团队对公司营销架构、渠道建设等优化举措成效渐显。

受以上因素影响，2015年公司实现主营业务收入293,288.20万元，同比增长17.04%。2015年公司卷纸类产品产量达到143,406.00吨，同比增长17.99%，销量达到138,076.00吨，同比增长11.03%。公司非卷纸类产量达到115,490.00吨，同比增长23.28%，销量达到111,214.00吨，同比增长22.17%。

2015年公司着力加强渠道建设，尤其重视与直营卖场和电商的战略合作关系。公司与沃尔玛、华润万家、大润发、家乐福和百佳等大型连锁卖场建立良好的合作关系，并逐步将重点卖场转为公司直营。公司加大在天猫、淘宝、京东、一号店、苏宁等电商平台的投入，并搭建配置相应的物流系统。公司来自各种渠道的销售收入同比都有所上涨。其中来自经销商渠道的销售收入为199,427.44万元，同比增长2.43%；来自直营卖场的销售收入达到55,144.37万元，同比增长30.64%，在主营业务收入的比重达到18.80%，比上年提升1.95个百分点；来自电商的销售收入达到24,314.13万元，占公司主营业务收入的8.29%；来自商销（公司为其提供订制品，如酒店）的销售收入为8,265.05万元，同比增长4.13%。

**表6 2014-2015年公司各销售渠道的收入情况（单位：万元）**

渠道	2015年		2014年	
	收入	占比	收入	占比
经销商	199,427.44	68.00%	194,700.88	77.70%
直营卖场	55,144.37	18.80%	42,212.35	16.85%
商销	8,265.05	2.82%	7,937.57	3.17%
电商	24,314.13	8.29%	-	-
其他	6,137.23	2.09%	5,740.33	2.29%
<b>合计</b>	<b>293,288.20</b>	<b>100.00%</b>	<b>250,591.13</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供

**2015年，公司加大高毛利生活用纸产品及卫生用品在产品线中的比重，盈利水平较上年有所上升**

2015年，公司凭借品牌优势及有效营销策略，积极调整产品结构，加大高毛利生活用纸产品及卫生用品在产品线中的比重，盈利水平较上年有所上升。

2015年公司推出洁柔Face高端柔韧细滑面巾纸，包装具有敞篷式设计，创新易开口专利，公司着力发展高端非卷纸类业务，非卷纸类毛利有所提升。同时，非卷纸类收入占主营业务收入比重达到52.88%，比2014年上升了2.14个百分点，拉升了公司的整体毛利率。2015年公司卷纸类平均销售单价同比有所上升，促进卷纸类收入毛利率的提升。同时原材料纸浆价格在第三季度和第四季度下滑到接近年初水平，拉低了纸浆全年平均价格，也对

公司卷纸类、非卷纸类业务毛利提升有正面影响。

2015年公司卷纸类产销率为96.28%，比上年下降6.04个百分点。2015年公司卷纸类平均销售单价同比有所上升，是卷纸类收入毛利率提升的原因之一。2015年公司非卷纸类产销率为96.30%，比去年下降0.87个百分点。2015年公司销售收入增幅较大，为了备货以满足销售所需，公司扩大了生产量，使得公司产销率有所下降。非卷纸类销售平均单价基本与2014年持平。

**表 7 2014-2015 年公司卷纸类与非卷纸类产品的产销情况**

产品类别	项目	2015 年	2014 年
卷纸类	产量（吨）	143,406.00	121,542.86
	销量（吨）	138,076.00	124,363.20
	产销率（%）	96.28	102.32
	平均单价（元/吨）	9,649.48	9,482.94
非卷纸类	产量（吨）	115,490.00	93,683.01
	销量（吨）	111,214.00	91,031.17
	产销率（%）	96.30	97.17
	平均单价（元/吨）	13,946.32	13,967.25

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司新增产能较小，公司在建项目基本完工，未来投资资金压力较小，但公司产能利用率有待提高

截至2015年12月31日，公司仅有成都天天扩建项目（也称四川中顺工程）尚未完工，该项目年产能约6万吨，该项目投产后公司原纸总产能将达到50.50万吨/年。目前该项目已投入42,442.38万元，未来尚需投资资金较少。2015年公司产量25.89万吨，设备总产能44.50万吨，产能利用率有待提高。

**表8 截至2015年12月31日公司主要投资项目情况（单位：万吨、万元）**

项目类型	项目名称	区域	年产能	计划总投资	已投资	完工时间
上市募投项目	江门新增项目	华南区	5	25,000.00	25,230.72	2012年12月
	江门新增项目	华南区	7	33,000.00	31,618.16	2012年12月
	唐山新增项目	华北区	2.5	13,862.30	14,000.58	2012年12月
	成都天天新建项目	华西区	2.5	7,172.10	7,265.75	2013年5月
自筹资金建设项目	云浮中顺工程	华南区	12	79,987.00	79,503.90	2014年5月
	成都天天扩建工程	华西区	6	42,600.00	42,442.38	-
合计			35	201,621.40	200,061.49	-

资料来源：公司提供

## 五、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2015年审计报告，报告采用新会计准则编制。

2015年，纳入公司合并报表范围的子公司未发生变化。

### 资产结构与质量

**2015年公司资产规模小幅下降，应收账款占用资金增加，超过信用期的应收账款占比有所上升**

跟踪期，公司资产规模和结构均相对稳定，截至2015年底，公司总资产规模为454,427.57万元，较2014年下降0.13%。

2015年末公司货币资金同比增长4.31%，主要为银行存款，其中9,775.71万元为开具信用证、银行承兑汇票及保函保证金，使用受到限制。2015年末公司应收账款较上年末增长28.67%，从账龄来看，超过信用期内的占比为20.60%，较上年末16.58%有所上升，其中账龄超过一年的占全部应收账款的比例为1.18%，坏账风险较小。公司存货主要为原材料、在产品、库存商品和包装物等，2015年末存货增加主要是由于原材料和库存商品增加所致。其他流动资产主要为理财产品和待抵扣进项税，2015年末同比减少了8,568.64万元，是由于公司收回理财本金与代扣进项税额的减少。

公司非流动资产主要由固定资产构成，2015年末公司固定资产较上年增加7,690.79万元，增长了3.51%，主要是四川中顺项目工程由在建工程转入所致。公司无形资产主要为土地使用权。

**表 9 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	68,994.13	15.18%	66,144.21	14.54%
应收票据	208.29	0.05%	7,222.99	1.59%
应收账款	43,605.55	9.60%	33,890.70	7.45%
预付款项	1,759.12	0.39%	2,647.52	0.58%
存货	72,879.43	16.04%	63,096.23	13.87%
其他流动资产	15,310.11	3.37%	23,878.75	5.25%

流动资产合计	203,526.97	44.79%	197,638.47	43.44%
固定资产	226,930.25	49.94%	219,239.46	48.18%
在建工程	2,944.73	0.65%	16,663.32	3.66%
无形资产	14,068.85	3.10%	14,422.76	3.17%
非流动资产合计	250,900.60	55.21%	257,361.65	56.56%
资产总计	454,427.57	100.00%	455,000.11	100.00%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

## 资产运营效率

### 2015年公司流动资产运营效率有所提升，固定资产运营效率略微下降

2015年公司营业收入有所增加，流动资产运营效率略微提升，其中存货和应收账款周转天数分别略微减少4.11天和0.98天，净营业周期减少3.57天。2015年固定资产周转天数增加了14.19天，主要是由于四川中顺项目工程逐步结转为固定资产所致。

表 10 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2015 年	2014 年
应收账款周转天数	47.14	48.12
存货周转天数	121.69	125.80
应付账款周转天数	58.19	59.71
净营业周期	110.64	114.21
流动资产周转天数	244.04	295.76
固定资产周转天数	271.41	257.22
总资产周转天数	553.22	645.46

注：2015 年评级报告中 2014 年应收账款周转天数和净营业周期计算取数口径有发生变化。

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

## 盈利能力

### 2015年公司收入规模和综合毛利率都有所提升，获得政府补贴有所增长，盈利水平有所提升，但销售费用增幅较大

2015年，受益于高端产品战略的成功和有效的渠道建设，公司主营业务收入有所增加。公司凭借品牌优势及有效营销策略，积极调整产品结构，加大高毛利生活用纸产品及卫生用品在产品线中的比重，因此毛利率有所提升。

公司期间费用方面，其中管理费用与上年相比略有增长；销售费用较上年增加12,117.48万元，增幅为30.81%，主要是公司为了争取市场占有率，持续增加市场投入，开拓销售网络并加大促销力度所致。公司销售费用增加1.21亿元，而主营业务的毛利增加1.90

亿元，渠道建设效果未完全显现，后续销售费用还会继续加大。财务费用同比增加3,206.42万元，主要原因有：（1）建设项目逐渐完工，长期贷款利息由资本化转为费用化所致；（2）人民币贬值，导致汇兑损益增加所致。

此外，公司2015年计提了2,170.14万元的资产减值损失，与上年基本持平，主要包括计提的643.21万元的存货跌价损失及因淘汰落后生产设备而形成的资产减值损失1,134.86万元。

由于销售收入增长和毛利率增长，2015年公司营业利润达到9,988.53万元，同比增长9.90%；同时受政府补助增加1,126.28万元影响，2015年公司利润总额较上年增加2,334.25万元。

综上，公司主营业务收入规模和综合毛利率都有所增长，获得政府补贴增加，2015年公司盈利水平有所上升。

**表 11 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2015 年	2014 年
营业收入（万元）	295,897.66	252,178.02
营业利润（万元）	9,988.53	9,088.62
政府补贴（万元）	2,100.59	974.31
利润总额（万元）	11,760.13	9,425.88
综合毛利率	32.03%	30.04%
期间费用率	27.70%	25.21%
总资产回报率	4.35%	3.69%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

## 现金流

**2015年公司经营活动现金流进一步改善，投资活动现金流出减少，资金压力有所缓解**

由于盈利能力的增强，2015年公司经营活动现金生成能力有所增强，经营活动产生的现金流量净额为42,918.04万元。

2015年公司投资活动现金流出大幅减少，主要系2015年支付设备款、工程款支出的减少。随着大部分工程项目接近完工，未来固定资产投资的支出将进一步减少。

2015年公司筹资活动现金流呈现净流出。2015年公司偿还了成都项目和云浮项目的抵押、担保借款22,846.74万元。

综上，公司经营活动现金流进一步改善，资金压力有所缓解。

**表 12 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2015 年	2014 年
净利润	8,819.61	6,750.22
营运资本变化	8,946.62	-2,689.57
其中：存货减少（减：增加）	-10,426.42	-2,895.58
经营性应收项目的减少（减：增加）	1,167.65	-2,316.21
经营性应付项目的增加（减：减少）	18,205.39	2,522.22
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>42,918.04</b>	<b>26,227.79</b>
投资活动产生的现金流量净额	-12,021.09	-46,527.27
筹资活动产生的现金流量净额	-36,530.93	-11,260.78
现金及现金等价物净增加额	-5,506.75	-31,739.96

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

### 资本结构与财务安全性

公司整体负债水平有所下降，但流动负债占比有所上升

2015年公司负债总额和有息债务规模同比均有所减少，所有者权益同比增加，使得负债和所有者权益比率下降至86.71%。

**表 13 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2015 年	2014 年
负债总额	211,030.90	220,017.46
所有者权益	243,396.66	234,982.65
负债与所有者权益比率	86.71%	93.63%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

截至2015年末，从负债结构来看，流动负债占比有所上升。其中，短期借款余额增加7,141.33万元，一年内到期的非流动负债增加2,066.42万元，使得流动负债总额增加18,457.15万元，占负债总额的比重达到53.40%。而非流动负债受长期借款减少影响，同比减少27,443.71万元。

**表 14 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	28,576.64	13.54%	21,435.31	9.74%
应付账款	32,559.06	15.43%	32,465.20	14.76%
其他应付款	25,099.60	11.89%	16,010.72	7.28%
一年内到期的非流动负债	14,758.69	6.99%	12,692.27	5.77%
<b>流动负债合计</b>	<b>112,683.94</b>	<b>53.40%</b>	<b>94,226.79</b>	<b>42.83%</b>

长期借款	13,000.00	6.16%	40,392.08	18.36%
应付债券	82,735.04	39.21%	82,616.73	37.55%
<b>非流动负债合计</b>	<b>98,346.96</b>	<b>46.60%</b>	<b>125,790.67</b>	<b>57.17%</b>
<b>负债合计</b>	<b>211,030.90</b>	<b>100.00%</b>	<b>220,017.46</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	139,070.37	65.90%	157,136.39	71.42%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

从偿债能力来看，2015年公司资产负债率略有下降，受短期负债增加影响，流动比率和速动比率均有所下降。但盈利能力上升影响，EBITDA利息保障倍数同比有所上升，有息债务/EBITDA同比下降。

**表 15 公司偿债能力指标**

指标名称	2015 年	2014 年
资产负债率	46.44%	48.36%
流动比率	1.81	2.10
速动比率	1.16	1.43
EBITDA（万元）	35,546.63	29,053.49
EBITDA 利息保障倍数	4.41	3.19
有息债务/EBITDA	3.91	5.41

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

## 六、债券偿还保障分析

跟踪期内，担保方中顺集团的经营情况较为稳定，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的保障

公司控股股东中顺集团为本期债券提供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。

2015年，中顺集团对公司持股比例基本没有变化，没有股权质押情况。2015年，中顺集团实现收入295,924.52万元，同比增长17.18%，实现利润总额11,234.43万元，同比增长20.35%，主要是因为中顺集团的收入与利润主要来源于子公司中顺洁柔。截至2015年末，中顺集团合并的总资产为458,487.17万元，同比下降1.47%，主要是由于负债规模下降所致。公司所有者权益为247,443.48万元，同比增长1.46%。中顺集团所有者权益的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，由于中顺集团的收入和利润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 中顺集团主要财务指标**

项目	2015 年	2014 年
总资产（万元）	458,487.17	465,344.66
所有者权益合计（万元）	247,443.48	243,890.50
有息债务（万元）	139,070.37	157,136.39
资产负债率	46.03%	47.59%
流动比率	1.83	2.16
速动比率	1.19	1.51
营业收入（万元）	295,924.52	252,527.94
营业利润（万元）	9,469.83	9,006.51
利润总额（万元）	11,234.43	9,334.97
综合毛利率	32.03%	30.01%
总资产回报率	4.17%	3.62%
EBITDA（万元）	35,145.64	29,113.74
EBITDA 利息保障倍数	4.36	3.20
经营活动净现金流净额（万元）	40,613.14	24,450.75

资料来源：中顺集团 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

## 七、评级结论

公司产品结构调整和销售渠道投入加大，收入有所增长，2015年公司营业收入规模为29.59亿元，同比增长17.34%；公司加大高毛利生活用纸产品及卫生用品在产品线中的比重，2015年公司毛利率为32.03%，同比上升了1.99个百分点；跟踪期内，担保方中顺集团经营情况稳定，为本期债券的偿还提供了一定的保障。

但我们也关注到中顺集团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；生活用纸行业仍然处于产能过剩状态，公司应收账款占用资金增加，销售费用增幅较大，产能利用率有待提高，超过信用期的应收账款占比有所上升，主要原材料纸浆价格的波动影响公司的成本水平等风险因素。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望维持为稳定，维持本期债券信用等级为AA。

## 附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
<b>流动资产：</b>			
货币资金	68,994.13	66,144.21	99,364.82
应收票据	208.29	7,222.99	6,512.19
应收账款	43,605.55	33,890.70	33,529.20
预付款项	1,759.12	2,647.52	1,910.26
其他应收款	770.33	758.07	747.43
存货	72,879.43	63,096.23	60,200.65
其他流动资产	15,310.11	23,878.75	14,451.44
<b>流动资产合计</b>	<b>203,526.97</b>	<b>197,638.47</b>	<b>216,716.00</b>
<b>非流动资产：</b>			
投资性房地产	2,292.53	2,371.78	
固定资产	226,930.25	219,239.46	141,123.86
在建工程	2,944.73	16,663.32	68,669.37
无形资产	14,068.85	14,422.76	15,733.49
商誉	6.47	6.47	6.47
长期待摊费用	4.81	21.58	57.58
递延所得税资产	4,070.28	3,629.87	3,166.67
其他非流动资产	582.69	1,006.41	3,812.48
<b>非流动资产合计</b>	<b>250,900.60</b>	<b>257,361.65</b>	<b>232,569.92</b>
<b>资产总计</b>	<b>454,427.57</b>	<b>455,000.11</b>	<b>449,285.92</b>
<b>流动负债：</b>			
短期借款	28,576.64	21,435.31	18,201.48
应付票据	556.40	-	1,378.59
应付账款	32,559.06	32,465.20	26,055.64
预收款项	1,856.15	2,256.85	4,328.74
应付职工薪酬	3,515.19	2,736.62	3,131.88
应交税费	2,002.28	2,869.87	2,408.79
应付利息	3,759.95	3,759.95	3,759.95
其他应付款	25,099.60	16,010.72	17,586.30
一年内到期的非流动负债	14,758.69	12,692.27	8,742.32
<b>流动负债合计</b>	<b>112,683.94</b>	<b>94,226.79</b>	<b>85,593.68</b>
<b>非流动负债：</b>			
长期借款	13,000.00	40,392.08	48,808.86
应付债券	82,735.04	82,616.73	82,504.79

长期应付款	-	-	2,146.70
递延收益	2,593.13	2,758.73	1,999.46
其他非流动负债	-	-	-
递延所得税负债	28.79	23.13	-
<b>非流动负债合计</b>	<b>98,346.96</b>	<b>125,790.67</b>	<b>135,459.80</b>
<b>负债合计</b>	<b>211,030.90</b>	<b>220,017.46</b>	<b>221,053.49</b>
<b>所有者权益（或股东权益）：</b>			
股本	48,672.00	40,560.00	31,200.00
资本公积	127,435.74	135,547.74	144,907.74
盈余公积	2,708.25	2,708.25	2,466.02
未分配利润	64,580.67	56,166.66	49,658.67
归属于母公司所有者权益合计	243,396.66	234,982.65	228,232.43
少数股东权益	-	-	-
<b>所有者权益合计</b>	<b>243,396.66</b>	<b>234,982.65</b>	<b>228,232.43</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>454,427.57</b>	<b>455,000.11</b>	<b>449,285.92</b>

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
<b>一、营业总收入</b>	<b>295,897.66</b>	<b>252,178.02</b>	<b>250,171.87</b>
其中：营业收入	295,897.66	252,178.02	250,171.87
<b>二、营业总成本</b>	<b>286,552.03</b>	<b>243,115.73</b>	<b>238,242.76</b>
其中：营业成本	201,126.97	176,420.51	174,504.43
营业税金及附加	1,277.87	906.92	1,176.05
销售费用	51,704.99	39,527.51	41,437.32
管理费用	19,811.74	16,799.29	16,673.45
财务费用	10,460.33	7,253.91	4,044.22
资产减值损失	2,170.14	2,207.58	407.29
加：投资收益	642.90	26.33	-
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-	-	-
<b>三、营业利润</b>	<b>9,988.53</b>	<b>9,088.62</b>	<b>11,929.11</b>
加：营业外收入	2,251.28	1,159.53	3,914.92
其中：非流动资产处置利得	7.58	13.58	3.40
减：营业外支出	479.68	822.27	840.58
其中：非流动资产处置净损失	407.63	632.23	612.45
<b>四、利润总额</b>	<b>11,760.13</b>	<b>9,425.88</b>	<b>15,003.44</b>
减：所得税费用	2,940.52	2,675.66	3,407.75
<b>五、净利润</b>	<b>8,819.61</b>	<b>6,750.22</b>	<b>11,595.69</b>
归属于母公司所有者的净利润	8,819.61	6,750.22	11,593.52
少数股东损益	-	-	2.17

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告

**附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）**

项目	2015年	2014年	2013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	320,468.97	268,940.32	262,437.54
收到的税费返还	197.84	121.62	1,255.07
收到其他与经营活动有关的现金	3,370.44	5,567.93	7,578.94
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>324,037.25</b>	<b>274,629.87</b>	<b>271,271.54</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	215,635.29	190,358.77	187,200.19
支付给职工以及为职工支付的现金	24,447.26	20,635.23	19,780.41
支付的各项税费	18,219.48	12,967.22	18,996.74
支付其他与经营活动有关的现金	22,817.18	24,440.86	23,657.54
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>281,119.21</b>	<b>248,402.08</b>	<b>249,634.88</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>42,918.04</b>	<b>26,227.79</b>	<b>21,636.66</b>
<b>二、投资活动产生的现金流量：</b>			
取得投资收益收到的现金	642.90	26.33	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	237.51	134.37	361.61
收到其他与投资活动有关的现金	21,000.00	4,500.00	310.71
<b>投资活动现金流入小计</b>	<b>21,880.41</b>	<b>4,660.70</b>	<b>672.32</b>
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	17,901.50	36,687.97	90,983.97
投资支付的现金	-	-	800.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	-	1,265.38
支付其他与投资活动有关的现金	16,000.00	14,500.00	
<b>投资活动现金流出小计</b>	<b>33,901.50</b>	<b>51,187.97</b>	<b>93,049.35</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-12,021.09</b>	<b>-46,527.27</b>	<b>-92,377.02</b>
<b>三、筹资活动产生的现金流量：</b>			
取得借款收到的现金	50,152.77	52,630.19	114,727.32
收到其他与筹资活动有关的现金	-	1,480.64	5,562.52
发行债券收到的现金	-	-	82,420.00
<b>筹资活动现金流入小计</b>	<b>50,152.77</b>	<b>54,110.83</b>	<b>202,709.84</b>
偿还债务支付的现金	67,484.79	53,635.54	97,404.79
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	8,283.80	8,630.18	6,161.84
支付其他与筹资活动有关的现金	10,915.11	3,105.89	2,915.89
<b>筹资活动现金流出小计</b>	<b>86,683.70</b>	<b>65,371.60</b>	<b>106,482.51</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-36,530.93</b>	<b>-11,260.78</b>	<b>96,227.33</b>
<b>四、汇率变动对现金及现金等价物的影响</b>	<b>127.23</b>	<b>-179.70</b>	<b>5.10</b>
<b>五、现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-5,506.75</b>	<b>-31,739.96</b>	<b>25,492.07</b>

加：期初现金及现金等价物余额	64,725.17	96,465.14	70,973.07
<b>六、期末现金及现金等价物余额</b>	<b>59,218.42</b>	<b>64,725.17</b>	<b>96,465.14</b>

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告

### 附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
<b>净利润</b>	<b>8,819.61</b>	<b>6,750.22</b>	<b>11,595.69</b>
加：资产减值准备	2,170.01	2,207.58	407.29
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧、 投资性房地产折旧和摊销	15,362.28	11,925.78	10,595.67
无形资产摊销	397.40	397.67	291.26
长期待摊费用摊销	16.77	36.00	36.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	400.05	618.65	609.04
财务费用	7,882.82	7,447.86	5,377.44
投资损失	-642.90	-26.33	-
递延所得税资产减少	-440.41	-463.20	-492.60
递延所得税负债增加	5.65	23.13	-
存货的减少	-10,426.42	-2,895.58	-2,339.18
经营性应收项目的减少	1,167.65	-2,316.21	-5,668.16
经营性应付项目的增加	18,205.39	2,522.22	1,224.21
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>42,918.04</b>	<b>26,227.79</b>	<b>21,636.66</b>

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告

## 附录四 主要财务指标表

项目	2015 年	2014 年
应收账款周转天数	47.14	48.12
存货周转天数	121.69	125.80
应付账款周转天数	58.19	59.71
净营业周期（天）	110.64	114.21
流动资产周转天数	244.04	295.76
固定资产周转天数	271.41	257.22
总资产周转天数	553.22	645.46
综合毛利率	32.03%	30.04%
期间费用率	27.70%	25.21%
总资产回报率	4.35%	3.69%
负债与所有者权益比率	86.71%	93.63%
资产负债率	46.44%	48.36%
流动比率	1.81	2.1
速动比率	1.16	1.43
EBITDA（万元）	35,546.63	29,053.49
EBITDA 利息保障倍数	4.41	3.19
有息债务/EBITDA	3.91	5.41

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

## 附录五 截至2015年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
江门中顺纸业有限公司	1,530.00万美元	100%	生活用纸品生产销售
浙江中顺纸业有限公司	6,500.00万元	100%	生活用纸品生产销售
江门中顺洁柔纸业有限公司	15,033.97万元	100%	生活用纸品生产销售
中顺洁柔（香港）有限公司	1.00万港元	100%	纸浆的采购
中顺洁柔（云浮）纸业有限公司	13,200.00万元	100%	生活用纸品生产销售
中顺洁柔（云浮）商贸有限公司	3,000.00万元	100%	批发纸、木浆
中山市中顺商贸有限公司	7,500.00万元	100%	生活用纸销售
孝感市中顺洁柔商贸有限公司	3,300.00万元	100%	生活用纸销售
北京中顺洁柔纸业有限公司	2,200.00万元	100%	生活用纸销售
成都中顺纸业有限公司	100.00万元	100%	生活用纸销售
杭州洁柔商贸有限公司	200.00万元	100%	生活用纸销售
上海惠聪纸业有限公司	2,800.00万元	100%	生活用纸销售
中顺洁柔（湖北）纸业有限公司	5,000.00万港元	100%	生活用纸销售
中顺国际纸业有限公司	1.00万港元	100%	生活用纸销售
中顺洁柔（四川）纸业有限公司	10,000.00万元	100%	生活用纸品生产销售
中顺洁柔（中山）纸业有限公司	700.00万元	100%	生活用纸品生产、加工、销售
中顺洁柔（澳门）有限公司	2.5万澳门元	100%	批发、贸易

资料来源：公司 2015 年审计报告

## 附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	应收账款周转天数	$[360 * (\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额})] / (\text{营业收入} * 2)$
	存货周转天数	$[360 * (\text{期初存货} + \text{期末存货})] / (\text{营业成本} * 2)$
	应付账款周转天数	$[360 * (\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额})] / (\text{营业成本} * 2)$
	净营业周期(天)	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
	流动资产周转天数	$[360 * (\text{本年流动资产总额} + \text{上年流动资产总额})] / (\text{营业收入} * 2)$
	固定资产周转天数	$[360 * (\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额})] / (\text{营业收入} * 2)$
	总资产周转天数	$[360 * (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额})] / (\text{营业收入} * 2)$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} * 100\%$
	期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} * 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{销售收入} * 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) * 100\%$
现金流	FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经常损益
	EBIT	利润总额 + 计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
	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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} * 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	有息债务	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
	负债与所有者权益比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益总额} * 100\%$

## 附录七 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	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

### 二、债务人主体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（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。

### 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。