

牡丹江恒丰纸业股份有限公司

**2012年4.5亿元可转换公司债券  
2014年跟踪信用评级报告**



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。本信用评级报告中所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。



## 牡丹江恒丰纸业股份有限公司2012年4.5亿元 可转换公司债券2014年跟踪信用评级报告

### 本次跟踪评级结果：

本期债券信用等级：AA

评级展望：稳定

担保方式：保证担保

担保主体：牡丹江市国有资产投资控股有限公司

债券剩余规模：3.10 亿元

债券到期日期：2017年3月23日

评级日期：2014年06月25日

### 上次信用评级结果：

本期债券信用等级：AA

评级展望：稳定

担保方式：保证担保

担保主体：牡丹江市国有资产投资控股有限公司

债券剩余规模：3.10 亿元

评级日期：2013年06月28日

### 评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对牡丹江恒丰纸业股份有限公司（以下简称“恒丰纸业”或“公司”）2012年3月23日发行的4.5亿元可转换公司债券（以下简称“本期债券”）2014年的跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

### 主要财务指标：

项目	2014年3月	2013年	2012年	2011年
资产总额（万元）	272,547.90	266,116.16	277,126.96	233,116.42
所有者权益（万元）	157,442.97	155,707.01	139,385.53	124,077.47
有息负债（万元）	89,657.18	90,287.35	113,459.18	86,713.89
资产负债率	42.23%	41.49%	49.70%	46.77%
流动比率	1.65	1.62	1.53	1.42
营业收入（万元）	30,190.95	151,779.20	145,032.98	132,730.90
利润总额（万元）	2,321.27	10,416.13	12,431.37	11,937.27
综合毛利率	24.01%	27.67%	26.78%	24.61%
总资产回报率	-	6.21%	6.75%	7.33%
EBITDA	-	35,897.78	34,917.41	29,022.74
EBITDA 利息保障倍数	-	5.77	4.17	5.25
经营活动现金流净额（万元）	-546.21	17,609.00	18,411.59	6,817.62

资料来源：公司审计报告



### 正面：

- 跟踪期内，公司各产品销量均有所增长、滤嘴棒纸生产线产能利用率大幅提高；
- 公司国内中南、华东市场销售业绩较好，出口收入实现高速增长；
- 跟踪期内，牡丹江市国有资产投资控股有限公司经营情况良好，其提供的担保仍能为本期债券的偿还提供较好的保障。

### 关注：

- 受控烟政策、限制“三公消费”等因素影响，卷烟配套用纸行业的发展受到一定限制；
- 跟踪期内，公司卷烟纸、铝箔衬纸等产品销售价格下降；
- 在烟草行业需求放缓的形势下，公司产能未来能否全部消化存在一定的不确定性；
- 随着海外市场的不断拓展，人民币汇率波动可能对公司出口业绩产生一定影响；
- 库存低价原料的耗用、纸浆价格上行，公司未来主要产品生产成本有可能发生波动；
- 期末应收账款增长较快，使公司营运资本增加，经营活动现金净流入有所减少；
- 期间费用率的上升在一定程度上影响了公司的利润水平。

### 分析师

姓名： 王贞姬 杨建华

电话： 010-66216006

邮箱： wangzj@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证监许可[2012]352号文核准，公司于2012年3月23日公开发行450万张5年期可转换公司债券，每张面值100元，发行总额45,000万元。经上海证券交易所上证发字[2012]7号文同意，公司4.5亿元可转换公司债券于2012年4月12日起在上海证券交易所挂牌交易，债券简称“恒丰转债”，债券代码“110019”。

本期债券期限为5年，于2012年9月24日开始转股，初始转股价格为6.88元/股。公司在2013年6月3日实施2012年度每10股派发现金1.18元人民币（含税）的利润分配方案。本期债券的转股价格相应由原来的每股人民币6.88元调整为每股人民币6.76元。

截止2014年3月31日，累计共有140,133,000元债券已转换成公司股票，转股股数为20,729,686股，占发行前公司总股本的8.95%；尚有309,867,000元的债券未转股，占债券发行总量的68.86%。本期债券的第一年付息年利率为0.7%，第二年付息年利率为0.9%，第三年付息年利率为1.1%，第四年付息年利率为1.3%，第五年付息年利率为1.5%。公司已于2013年3月、2014年3月分别完成第一年、第二年付息。

本期债券实际募集资金净额为人民币43,242.94万元，截至2013年12月31日募投项目进展及募集资金具体使用情况如下表1所示，其中年产6,000吨高透气度滤嘴棒成型纸建设工程和年产1.7万吨圣经纸工程项目均已完工，年产6万吨特种涂布纸工程项目处于前期征地阶段，仅支付11,887.00万元的前期征地款。

**表1 截至2013年12月31日本期债券募投项目进展及募集资金使用情况（单位：万元）**

项目名称	项目总投资	完工比例	已使用募集资金
年产6,000吨高透气度滤嘴棒成型纸建设工程	19,180.98	100.00%	15,684.97
年产1.7万吨圣经纸工程项目	19,928.06	100.00%	8,204.67
年产6万吨特种涂布纸工程项目	61,669.52	19.28%	11,887.00
<b>合计</b>	<b>100,778.56</b>	<b>-</b>	<b>35,776.64</b>

资料来源：公司公告

## 二、发行主体概况

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人未发生变化，控股股东仍为牡丹江恒丰纸业集团有限责任公司，实际控制人仍为牡丹江市国有资产监督管理委员会。2013年公司主营业

务和合并范围未发生变化。

截至 2014 年 3 月 31 日，公司资产总额为 272,547.90 万元，所有者权益为 157,442.97 万元，资产负债率为 42.23%。2013 年度，公司实现营业收入 151,779.20 万元，利润总额 10,416.13 万元，经营活动产生的现金净流入 17,609.00 万元。2014 年 1-3 月，公司实现营业收入 30,190.95 万元，利润总额 2,321.27 万元，经营活动现金净流出 546.21 万元。

### 三、运营环境

**跟踪期内，受控烟政策、限制“三公消费”等因素影响，卷烟配套用纸行业的发展受到一定制约**

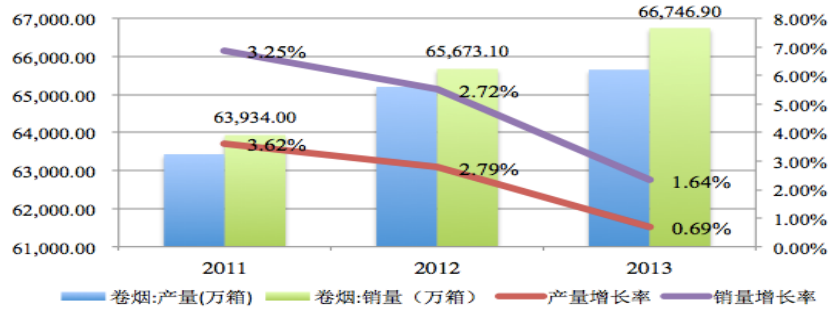
在我国，卷烟纸属于特许经营产品，厂商数量相对较少，产品毛利率较高。近年来卷烟纸生产厂家纷纷引进生产线扩大产能，造成产能过剩。目前我国对卷烟纸的需求量在 10 万吨左右，而我国卷烟纸的生产能力在每年 30 万吨左右，国内卷烟配套系列用纸市场整体出现了供过于求的局面，除包括高透气度滤嘴棒纸（以下简称“高透型滤嘴棒纸”）在内的部分高端产品还保持供不应求局面，其余部分低端产品产能已超过国内市场需求。

我国签署《烟草控制框架公约》以来，全面践行提高烟草的价格和税收，禁止烟草广告，禁止或限制烟草商进行赞助活动，打击烟草走私，禁止向未成年人出售香烟，在香烟盒上标明“吸烟危害健康”的警示等承诺。2011 年 1 月，我国在所有室内公共场所、室内工作场所、公共交通工具和其他可能的室外公共场所完全禁止吸烟。2012 年 2 月，为限制“三公消费”，财政部、监察部、审计署、国资委联合制定了《国有企业负责人职务消费行为监督管理暂行办法》，对国有企业领导人职务消费行为从多方面进行严格限制。2013 年初，中共中央政治局会议一致同意关于改进作风、密切联系群众的“八项规定、六项禁令”，明确提出：禁止公款送礼、宴请，禁止违反规定收送礼品等公款消费行为。

受控烟政策以及限制职务消费、公务消费等相关政策的影响，近年我国卷烟生产、销售增速放缓，2011-2013 年，我国卷烟产量和销量分别为 63,430.76 万箱、65,200.41 万箱、65,651.92 万箱和 63,934.00 万箱、65,673.10 万箱、66,746.90 万箱；增长率分别为 3.62%、2.79%、0.69% 和 3.25%、2.72%、1.64%。2014 年一季度，我国卷烟产销量分别为 1,399.86 万箱和 1,470.11 万箱，分别较 2013 年同期继续下降 2.29% 和 0.48%。国际上严峻的控烟形势加之国内限制三公消费，使烟草行业需求放缓，进而对卷烟配套用纸生产企业的生产经

营产生一定不良影响。

图 1 我国近年卷烟产销情况（单位：万箱）

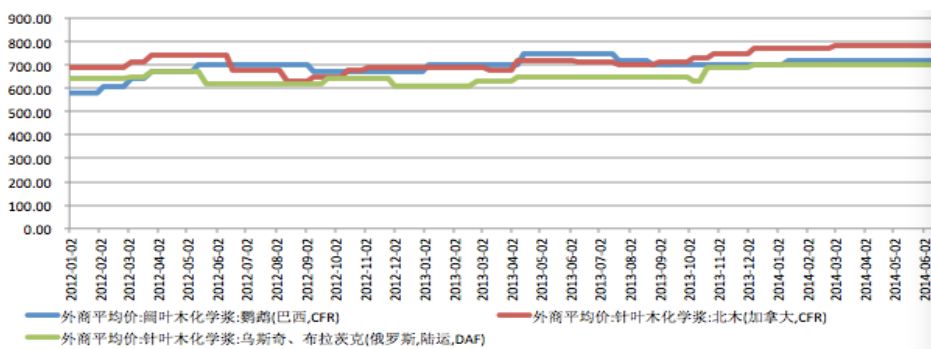


资料来源：Wind 资讯

**2013年第4季度木浆价格开始回升，可能在一定程度上对烟配用纸行业企业盈利能力造成一定的不利影响**

烟配用纸行业的原材料主要是针叶木浆和阔叶木浆，因此木浆价格的波动对烟配用纸行业的成本影响较大。从下图 2 可以看出，2013 年前 3 季度，国际纸浆价格基本保持平稳；第 3 季度木浆价格有所下降，稳中有降的原料价格有利于烟配用纸企业控制成本、提高利润水平。但第 4 季度以来，除漂阔木浆：乌斯奇、布拉茨克（俄罗斯）外，国际纸浆价格一直保持着上升的势头，2013 年 9 月-2014 年 4 月间，国际主要木浆品种价格上涨幅度为 20 美元/吨到 70 美元/吨不等。逐渐上行的国际纸浆价格将对主要原料依赖进口的烟配用纸行业企业盈利能力造成一定的不利影响。

图 2 近年国际主要木浆品种价格走势（单位：美元/吨）



资料来源：Wind 资讯

#### 四、经营与竞争



公司主要从事烟配用纸的生产和销售，生产卷烟纸、铝箔衬纸、滤嘴棒纸、烟用接装纸原纸四大品种多系列产品。2013 年公司实现营业收入 151,523.46 万元，较 2012 年增长 4.60%；综合毛利率较 2012 年略有提升。2013 年，公司国内综合市场占有率继续提高至 32.15%<sup>1</sup>，行业竞争优势进一步增强。

**表 2 2012-2013 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2013 年		2012 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
卷烟纸	63,272.94	41.83%	62,333.89	40.41%
铝箔衬纸	25,009.90	15.81%	28,154.22	14.70%
滤嘴棒纸	60,053.13	20.39%	55,741.93	21.21%
其他纸	8,378.64	-5.28%	5,087.81	-44.02%
内部抵消	-5,191.15	-	-6,451.92	-
<b>合计</b>	<b>151,523.46</b>	<b>27.87%</b>	<b>144,865.93</b>	<b>26.86%</b>

备注：其他纸中包括水松原纸、圣经纸等多个品种。

资料来源：公司审计报告

公司各产品销量均有所增长，滤嘴棒纸生产线产能利用率大幅提高，但受行业竞争影响，卷烟纸、铝箔衬纸等产品销售价格下降；在烟草行业需求放缓的形势下，公司产能未来能否全部消化存在一定的不确定性

2013 年，公司加大了产品销售力度，除铝箔衬纸销量较上年下降 13.04%，卷烟纸和滤嘴棒纸销量分别较上年增长 4.30% 和 38.39%。卷烟纸、铝箔衬纸和滤嘴棒纸 2013 年产销率分别为 110.52%、124.74% 和 100.42%，各类产品产销情况均较好。但除滤嘴棒纸外，卷烟纸、铝箔衬纸等产品的销售价格均较上年有所下降，主要是由于行业整体产能过剩、竞争加剧。

**表 3 2012-2013 年公司主要产品销售情况**

项目	2013 年		2012 年		同比增长	
	销量(万吨)	收入(万元)	销量(万吨)	收入(万元)	销量增长	收入增长
卷烟纸	34,965.00	63,272.94	33,525.00	62,333.89	4.30%	1.51%
铝箔衬纸	35,385.00	25,009.90	40,370.00	28,154.22	-13.04%	-11.17%
滤嘴棒纸	45,636.00	60,053.13	32,977.00	55,741.93	38.39%	7.73%

资料来源：公司提供

<sup>1</sup> 数据来源：公司 2013 年年报

2013年，公司各类主要产品的产能在上年的基础上均有所提升。而因销售价格下降较为明显，公司2013年适当减少了卷烟纸和铝箔衬纸的生产，重点消化这两类产品的库存，故卷烟纸、铝箔衬纸生产线产能利用率有所下降。滤嘴棒纸价格基本保持平稳，且新产品高透型滤嘴棒纸盈利能力较强，新投入使用的生产线产能释放，公司滤嘴棒纸生产线利用率大幅提高。

**表4 2012-2013年公司主要产品产能、产量情况（单位：万吨）**

产品	2013年			2012年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
卷烟纸	40,237.00	31,636.00	78.62%	35,000.00	35,246.00	100.70%
滤嘴棒纸	50,192.00	45,446.00	90.54%	48,000.00	37,472.00	78.07%
铝箔衬纸	41,496.00	28,366.00	68.36%	40,000.00	30,995.00	77.49%

资料来源：公司提供

就2013年的情况来看，公司各类产品产能均有所提高，而卷烟纸、铝箔衬纸等生产线产能利用率下降较为明显，公司存在一定的产能闲置。在目前卷烟行业增速放缓、甚至下滑的情况下，公司产能未来能否全部消化存在一定的不确定性。

除卷烟纸、滤嘴棒纸、铝箔衬纸外，公司圣经纸2013年实现国内重点客户稳定供货，由此带动公司其他纸类收入较大幅度增长。

**公司国内中南、华东市场销售业绩较好；同时公司加大海外市场开拓，出口收入实现高速增长，但人民币汇率波动可能对公司出口业绩产生一定影响**

为应对行业和需求的变化，公司积极调整营销策略，把新产品重点转向公司市场占有率本来就较高的华东地区、中南地区。2013年公司在华东地区和中南地区均实现了较好的销售业绩，销售收入分别较上年增长15.61%和15.33%。我们关注到，公司地处东北，而2013年在国内市场上，距离公司较近的东北、华北市场上销售业绩有所下降，随着近年物流成本的逐步上升，地域劣势给公司经营形成了一定的制约。

国际市场方面，为了实现“让世界了解恒丰，让恒丰走向世界”的战略目标，公司一方面积极向欧盟、北美、亚洲其他国家等地区申报多项发明专利，另一方面加大了海外市场的营销力度，2013年公司国际市场覆盖区域进一步扩大，全年实现出口销售收入8,084.47万元，较去年同期增长27.08%。但随着公司营销力度的增加，地域劣势对公司经营成本、市场营销和人力资源及外部资源整合也形成战略性制约。我们关注到，由于近年来人民币持续升值，公司未来出口业绩可能存在一定的不确定性。

**表 5 2012-2013 年公司各地区销售情况 (单位: 万元)**

地区	2013 年	2012 年	同比变化
<b>中国大陆</b>	<b>148,630.14</b>	<b>144,955.90</b>	<b>2.53%</b>
中南	28,949.66	25,101.92	15.33%
华东	28,069.05	24,278.30	15.61%
华南	20,823.66	21,684.23	-3.97%
东北	16,176.88	17,095.82	-5.38%
华北	13,254.79	14,767.75	-10.25%
西北	10,790.34	9,654.48	11.77%
西南	30,565.76	32,373.40	-5.58%
<b>国外</b>	<b>8,084.47</b>	<b>6,361.96</b>	<b>27.08%</b>
内部抵消(地区)	-5,191.15	-6,451.92	-19.54%
<b>合计</b>	<b>151,523.46</b>	<b>144,865.93</b>	<b>4.60%</b>

资料来源: 公司 2013 年年报

**公司 2013 年原材料成本有所下降; 随着低价原料的耗用以及纸浆价格的上行, 公司未来主要产品生产成本有可能发生波动**

公司生产中主要的原材料为进口的商品木浆, 商品木浆的采购成本占总生产成本的一半以上, 因此原材料价格的波动对公司盈利水平影响较大。2013 年公司综合毛利率以及各主要产品的毛利率均有所提升, 2013 年前三季度国际纸浆价格较低, 故公司采购的原材料成本较低, 相应降低了产品生产成本, 毛利率有所提高。2013 年第 3 季度以来, 商品木浆进口价格趋于上涨, 公司相应减少了材料采购, 原材料价格上涨, 可能对公司未来产品盈利能力造成一定的不良影响。公司对国外原材料供应商的依赖较大, 公司向前 5 名国外原材料供应商合计采购金额占总采购金额的比例一直在 50% 以上, 2013 年公司向前 5 名供应商采购金额合计 4.98 亿元, 占总采购额的 61.99%。公司对主要供应商的依赖程度较高, 议价能力较差, 并且公司主要客户为中国烟草子公司, 公司产品对原材料价格的转嫁能力较差, 因此原材料价格的大幅波动对公司的稳定经营产生较大的影响。

由于 2013 年国际纸浆价格略有下降, 同时煤炭等能源价格下降, 公司大部分产品的原材料成本和能源成本均有所下降。卷烟纸、其他纸类的产量减少, 单位成本人工工资有所上升, 过滤棒纸、铝箔衬纸产量上升, 单位产品分担的人工工资有所下降。因 2012 年完工的年产 6,000 吨高透气度滤嘴棒成型纸建设工程、年产 1.7 万吨圣经纸工程项目投入使用, 开始计提折旧, 故公司固定资产折旧增加较多, 各类产品生产成本中制造费用占比均有所增加。随着国际木浆价格的上涨, 公司主要产品盈利能力可能受成本上升因素影响而有所

下降。

**表 6 2012-2013 年公司主要产品成本结构（单位：%）**

产品	时间	原材料	能源	人工工资	制造费用
卷烟纸	2013 年	55.50	13.03	4.14	27.33
	2012 年	61.00	13.38	3.57	22.05
	同比变动	-5.50	-0.35	0.57	5.28
滤嘴棒纸	2013 年	55.14	18.52	5.48	20.86
	2012 年	55.45	19.23	5.85	19.47
	同比变动	-0.31	-0.71	-0.37	1.39
铝箔衬纸	2013 年	68.87	16.31	6.27	8.55
	2012 年	71.00	16.23	5.83	6.94
	同比变动	-2.13	0.08	0.44	1.61
其他纸	2013 年	52.88	17.93	4.12	25.07
	2012 年	52.24	18.79	4.36	24.61
	同比变动	0.64	-0.86	-0.24	0.46

资料来源：公司年报

### 公司自主创新能力继续增强，是公司可持续发展的重要保障

烟配用纸的生产对技术的要求较高，同时只有不断研发出市场需求的新产品才能保持市场地位。公司研发能力较强，产品在技术上较为领先。跟踪期内，公司卷烟纸用特殊功能助剂及高透成型纸浆种替代工作进展顺利，手卷纸系列、LIP 卷烟纸、圣经纸、直镀纸等产品研发工作全年获得 5 项研发专利授权，LIP 发明专利获得 7 个国家受理；年产 3,000 吨麻浆浆板机、T5 纸机、14#机等改造升级项目顺利实施。此外，国家工信部“2012 年工业清洁生产示范项目”《造纸白水循环处理技术改造工程》和“2012 年工业企业能源管理中心建设示范项目”《能源管理中心建设项目》均已在 2013 年完工，公司获《国家安全生产标准化二级企业》称号。

综合来看，跟踪期内公司继续保持自身产品在国内香烟品牌招标中的技术和设计的领先优势，较强的自主创新能力是公司可持续发展的重要保障。

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下我们的分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2013 年的审计报告及未经审计的 2014 年一季度财务报表，2013 年公司合并范围未发生变化，公司财务报表按照新会计准则编制。

## 资产结构与质量

公司资产规模与结构较为稳定，但应收账款增长较快，对公司营运资金形成一定占用

2013 年，由于到期借款本息的偿付、固定资产折旧等因素影响，公司总资产规模较上年略有下降。截至 2014 年 3 月末，公司流动资产占比 47.96%，资产结构基本保持稳定。

由于公司可转债募集资金逐步投入使用及偿还银行贷款等因素共同影响，公司货币资金较上年有所减少。2013 年末，公司应收账款余额为 41,077.37 万元，较上年增长 60.15%，主要系 2013 年回款期有所延长所致。公司应收账款主要是应收中国烟草子公司的货款，且账龄在一年以上的应收账款占比仅为 5.55%，账龄较短，坏账风险不大，但快速增长的应收账款在一定程度上占用了公司的营运资金。因上年度预付账款中预付土地使用权款结转至无形资产，故 2013 年预付账款减少；但 2014 年一季度由于公司预付的材料采购款增加，预付账款有所增长。2013 年，公司加大了产品销售力度，产品销量较 2012 年增长，同时公司适当减少材料采购，故 2013 年末存货较 2012 年末有所减少。随着投入使用的固定资产陆续计提折旧，公司固定资产账面价值有所下降。2013 年公司无形资产的增长主要系 2012 年预付的年产 6 万吨特种涂布纸工程项目土地款转入无形资产所致。

**表7 2012-2013年末及2014年3月底公司主要资产构成（单位：万元）**

项目	2014年3月		2013年		2012年		2013年 同比变化
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	
货币资金	17,595.15	6.46%	21,279.73	8.00%	34,269.99	12.37%	-37.91%
应收票据	23,902.34	8.77%	18,231.13	6.85%	17,446.75	6.30%	4.50%
应收账款	39,663.83	14.55%	41,077.37	15.44%	25,649.03	9.26%	60.15%
预付款项	17,046.93	6.25%	7,877.84	2.96%	21,367.67	7.71%	-63.13%
存货	30,698.27	11.26%	31,228.72	11.74%	36,592.22	13.20%	-14.66%
<b>流动资产合计</b>	<b>130,721.79</b>	<b>47.96%</b>	<b>121,008.97</b>	<b>45.47%</b>	<b>136,778.44</b>	<b>49.36%</b>	<b>-11.53%</b>
固定资产	113,113.87	41.50%	117,292.60	44.08%	134,167.75	48.41%	-12.58%
无形资产	25,084.09	9.20%	25,272.65	9.50%	4,858.62	1.75%	420.16%
<b>非流动资产</b>	<b>141,826.10</b>	<b>52.04%</b>	<b>145,107.19</b>	<b>54.53%</b>	<b>140,348.52</b>	<b>50.64%</b>	<b>3.39%</b>



产合计							
资产总计	272,547.90	100.00%	266,116.16	100.00%	277,126.96	100.00%	-3.97%

数据来源：公司审计报告

## 盈利能力

公司收入规模稳步增长，但期间费用率的增加在一定程度上影响了公司的利润水平

2013 年公司滤嘴棒纸、圣经纸等增加的产能继续释放，同时公司加大国内外市场拓展力度，公司实现营业收入 151,779.20 万元，较 2012 年增长 4.65%。2013 年公司综合毛利率有所提升，2013 年前三季度国际木浆价格有所下降，公司采购的原材料价格相对较低，成本有所下降。2013 年公司利润总额和净利润分别为 10,416.13 万元和 7,430.43 万元，同比分别下降 16.21% 和 18.75%。公司营业收入增长、毛利率上升而利润总额、净利润下降，主要原因在于公司 2013 年期间费用增幅较大，侵蚀了公司利润。

**表 8 2012-2013 年及 2014 年 1-3 月公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2014 年 1-3 月	2013 年	2012 年
营业收入	30,190.95	151,779.20	145,032.98
营业利润	2,270.62	10,189.17	12,206.01
利润总额	2,321.27	10,416.13	12,431.37
净利润	1,744.94	7,430.43	9,145.30
综合毛利率	24.01%	27.67%	26.78%
总资产回报率	-	6.12%	6.75%
期间费用率	15.77%	19.83%	17.51%

数据来源：公司审计报告

2013 年公司销售费用 13,514.26 万元，同比增长 13.36%，主要原因是运输费用增加所致；管理费用 10,125.62 万元，同比增长 16.48%，主要原因是研发费用、固定资产折旧及无形资产摊销增加所致；财务费用 6,465.13 万元，同比增加 35.07%，主要原因是年产 6000 吨高透气度滤嘴棒成型纸建设工程、年产 1.7 万吨圣经纸工程项目全部于 2012 年完工转入固定资产，相关借款利息支出全部费用化所致。

**表 9 2012-2013 年公司期间费用情况（单位：万元）**

项目	2014 年 3 月	2013 年	2012 年	2013 年同比变化
销售费用	1,973.54	13,514.26	11,921.06	13.36%
管理费用	1,518.37	10,125.62	8,693.22	16.48%
财务费用	1,268.12	6,465.13	4,786.66	35.07%

数据来源：公司审计报告

综合来看，公司收入规模稳步增长，毛利率有所提高，但期间费用率的增加在一定程度上影响了公司的利润水平。

## 现金流

### 跟踪期内，因净利润下降、营运资本增加，公司经营活动现金净流入有所减少

2013年经营活动产生的现金流量净流入较2012年有所减少，主要原因在于：1)受期间费用上升影响，公司净利润有所下降；2)公司2013年末应收账款期末余额较上年末增加较多，经营性应收项目大幅增长，占用了公司较多资金。因公司下游客户多为中国烟草公司及下属公司，回款虽然风险较小但回款时间存在一定的不确定性。2014年1-3月公司经营活动现金流净流出546.21万元，较上年同期现金净流出量有所减小(2013年一季度公司经营活动现金净流出量为7,091.22万元)，主要与公司经营活动的季节性特征以及2014年市场行情相关：1)受客户单位资金调剂影响，公司2013年第4季度应收账款收回较少，部分应收账款回款时间延迟至2014年1季度；2)由于2013年4季度以来，国际市场上主要木浆价格上涨，公司适当减少了当期材料采购量。

近年来公司投资活动现金流入规模较小，但投资活动现金支出较大，主要包括本期债券的募投项目。由于2012年末公司主要的在建工程均已经完工结转为固定资产，2013年公司投资活动现金流出较上年大幅减少。目前公司主要在建拟建项目主要是募投项目之一的年产6万吨特种涂布纸工程项目以及T5特种接装原纸项目；其中，前者处于前期征地阶段，暂未开工建设；后者预计总投资为5,151万元，规模不大，因此公司短期内投资资金支出压力不大。2013年公司筹资活动现金流入主要是取得银行借款获得的现金，筹资活动现金支出主要是偿还到期银行借款本息支付的现金。由于2013年未有重大的资本支出项目，在资金相对充裕的情况下，公司偿还了部分借款，故筹资活动现金呈净流出状态。

**表 10 2012-2013 年公司现金流量情况（单位：万元）**

项目	2013 年	2012 年
净利润	7,430.43	9,145.30
非付现费用	19,783.30	16,657.06
非经营损益	6,101.06	6,277.72
FFO	33,314.79	32,080.08

营运资本变化	-15,422.48	-13,423.03
其中：存货减少（减：增加）	5,383.54	-6,020.46
经营性应收项目的减少（减：增加）	-17,814.56	-9,624.88
经营性应付项目的增加（减：减少）	-2,991.46	2,222.31
其他	-283.30	-245.46
经营活动产生的现金流量净额	17,609.00	18,411.58
投资活动产生的现金流量净额	-10,708.67	-38,420.42
筹资活动产生的现金流量净额	-16,079.28	24,762.94

资料来源：公司审计报告

## 资本结构与财务安全性

公司有息债务规模有所下降，目前债务压力相对不大

随着公司部分到期债务的偿付、可转换债券的逐步转股以及材料采购等形成的应付货款的减少，公司 2013 年底负债规模有所减少。截至 2013 年底，公司负债总额为 110,409.15 万元，较 2012 年下降 19.84%，其中短期借款、应付账款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券等均有所下降。

表11 2012-2013年末及2014年3月底公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2014年3月		2013年		2012年		2013年 同比变化
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	
短期借款	47,700.00	41.44%	48,700.00	44.11%	55,834.13	40.54%	-12.78%
应付账款	17,507.43	15.21%	10,747.73	9.73%	17,404.06	12.64%	-38.25%
一年内到期的非流动负债	7,500.00	6.52%	7,500.00	6.79%	11,069.00	8.04%	-32.24%
<b>流动负债合计</b>	<b>79,182.29</b>	<b>68.79%</b>	<b>74,856.35</b>	<b>67.80%</b>	<b>89,497.34</b>	<b>64.97%</b>	<b>-16.36%</b>
长期借款	7,800.00	6.78%	7,800.00	7.06%	10,031.00	7.28%	-22.24%
应付债券	26,657.18	23.16%	26,287.35	23.81%	36,525.05	26.52%	-28.03%
<b>非流动负债合计</b>	<b>35,922.63</b>	<b>31.21%</b>	<b>35,552.80</b>	<b>32.20%</b>	<b>48,244.10</b>	<b>35.03%</b>	<b>-26.31%</b>
<b>负债合计</b>	<b>115,104.92</b>	<b>100.00%</b>	<b>110,409.15</b>	<b>100.00%</b>	<b>137,741.44</b>	<b>100.00%</b>	<b>-19.84%</b>
其中：有息负债	89,657.18	77.89%	90,287.35	81.78%	113,459.18	82.37%	-20.42%

数据来源：公司审计报告

截至 2014 年 3 月末公司以长短期借款、应付债券为主的有息负债为 89,657.18 万元，占负债总额的 77.89%。截至 2014 年 3 月末，公司资产负债率为 42.23%，较上年同期略有下降，跟踪期内公司其他各项偿债指标均较为稳定。

**表 12 2012-2013 年及 2014 年 3 月公司偿债指标**

项目	2014 年 3 月	2013 年	2012 年
资产负债率	42.23%	41.49%	49.70%
有息负债	89,657.18	90,287.35	113,459.18
流动比率	1.65	1.62	1.53
速动比率	1.26	1.20	1.12
EBITDA	-	35,897.77	34,917.41
EBITDA 利息保障倍数	-	5.77	5.28

资料来源：公司审计报告

## 六、偿债保障分析

跟踪期内牡国投经营情况良好，其提供的担保仍能为本期债券的偿还提供较好的保障。本期债券由牡丹江市国有资产投资控股有限公司提供全额不可撤销的连带责任保证担保。

牡丹江市国有资产投资控股有限公司作为控股公司，业务范围涉及市政基础设施建设、卷烟纸制造、新闻传媒、旅游、担保等多个领域，形成多元化的经营格局。从收入结构来看，牡国投 2013 年收入主要来源于机制纸销售收入和电视广告、电视网络传输，报刊杂志及印刷品销售收入。截至 2013 年 12 月 31 日，牡国投总资产为 4,146,624.82 万元，归属于母公司所有者权益合计 3,051,122.77 万元，资产负债率为 23.71%；2013 年度，牡国投实现营业收入 209,491.20 万元，利润总额 60,512.35 万元，经营活动现金净流入 65,286.61 万元。

**表 13 2012-2013 年牡国投主要财务指标**

项目	2013 年	2012 年	2011 年
总资产（万元）	4,146,624.82	3,510,384.26	2,130,996.98
归属于母公司所有者权益（万元）	3,051,122.77	2,511,479.87	1,175,082.16
资产负债率	23.71%	25.36%	40.02%
有息负债（万元）	706,720.49	590,139.92	554,670.02
流动比率	7.02	3.63	1.67
速动比率	2.56	1.75	1.51
营业收入（万元）	209,491.20	253,507.92	175,861.78
政府补助（万元）	49,772.50	21,518.40	15,328.00
利润总额（万元）	60,512.35	68,104.23	37,583.36
综合毛利率	33.92%	36.15%	32.47%
经营活动现金流净额（万元）	65,286.61	65,079.98	79,302.92

资料来源：牡国投审计报告

2013年牡国投在资产注入、财政补贴方面继续得到当地政府的大力支持。资产注入方面，根据牡丹江市国有资产监督管理委员会《关于将土地使用权无偿划转至市城投集团公司的通知》（牡国资办[2013]11号），牡丹江市国有资产监督管理委员会将市区22片、45宗土地，420万平方米土地无偿划转给牡国投子公司市城投集团公司，用于增加资本公积，根据哈尔滨国源土地房地评估有限公司预估的《土地预算说明》截至2012年6月30日，420万平方米的土地资产价值为584,383.26万元。财政补贴方面，根据牡丹江市财政局牡财办[2013]20号《关于对国投公司进行财政补贴的通知》，牡国投2013年拨款中的2.52亿元变更为利息补贴。根据牡丹江市财政局牡财办[2013]17号《关于对城投集团进行财政补贴的通知》，牡国投子公司城投集团2013年财政拨款中的1.18亿元变更为财政补贴。2013年牡国投共获得各类政府补助合计49,772.50万元。

经鹏元评定，牡国投2014年主体长期信用等级维持为AA，其提供的担保仍能为本期债券的偿还提供较好的保障。

## 七、评级结论

跟踪期内，公司各产品销量均有所增长、滤嘴棒纸生产线产能利用率提高；公司国内中南、华东市场销售业绩较好，出口收入实现高速增长；牡国投综合实力较强，其提供的担保能为本期债券的偿还提供较好的保障。同时我们也关注到，受控烟政策、限制“三公消费”等因素影响，卷烟配套用纸行业的发展受到一定限制；跟踪期内公司卷烟纸、铝箔衬纸等产品销售价格降低；在烟草行业需求放缓的形势下，公司产能未来能否全部消化存在一定的不确定性；随着海外市场的不断拓展，人民币汇率波动可能对公司出口业绩产生一定影响；库存低价原料的耗用以及纸浆价格的上行，公司未来主要产品生产成本有可能发生波动；公司应收账款增长较快，营运资本增加，经营活动现金净流入有所减少；期间费用率的上升在一定程度上影响了公司的利润水平。

基于以上分析，鹏元维持本期债券的信用等级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	2014年3月	2013年	2012年	2011年
货币资金	17,595.15	21,279.73	34,269.99	31,310.21
应收票据	23,902.34	18,231.13	17,446.75	14,561.80
应收账款	39,663.83	41,077.37	25,649.03	19,709.64
预付款项	17,046.93	7,877.84	21,367.67	14,542.02

其他应收款	1,815.28	1,314.17	1,452.79	1602.3
存货	30,698.27	31,228.72	36,592.22	31,141.41
流动资产合计	130,721.79	121,008.97	136,778.44	112,867.38
固定资产	113,113.87	117,292.60	134,167.75	95,360.96
在建工程	2,168.08	1,099.04	64.46	20,765.79
工程物资	231.55	205.63	94.24	-
固定资产清理	3.25	-	-	-
无形资产	25,084.09	25,272.65	4,858.62	3,288.09
长期待摊费用	70.78	75.83	96.05	116.27
递延所得税资产	1,154.49	1,161.45	1,067.39	717.94
非流动资产合计	141,826.10	145,107.19	140,348.52	120,249.04
资产总计	272,547.90	266,116.16	277,126.96	233,116.42
短期借款	47,700.00	48,700.00	55,834.13	59,013.89
应付账款	17,507.43	10,747.73	17,404.06	13,525.82
预收款项	755.4	400.05	326.47	470.59
应付职工薪酬	116.1	581.17	832.58	573.81
应交税费	2,834.25	4,191.13	1,384.62	500.73
应付利息	142.87	219.26	245.10	-
应付股利	-	109.03	-	236.74
其他应付款	2,459.29	2,185.38	2,178.78	4,884.12
一年内到期的非流动负债	7,500.00	7,500.00	11,069.00	-
其他流动负债	166.95	222.60	222.60	-
流动负债合计	79,182.29	74,856.35	89,497.34	79,205.7
长期借款	7,800.00	7,800.00	10,031.00	27,700.00
应付债券	26,657.18	26,287.35	36,525.05	-
其他非流动负债	1,465.45	1,465.45	1,688.05	2,133.25
非流动负债合计	35,922.63	35,552.80	48,244.10	29,833.25
负债合计	115,104.92	110,409.15	137,741.44	109,038.95
实收资本(或股本)	25,232.82	25,232.82	23,160.25	23,160.00
资本公积金	68,987.13	68,987.13	59,435.74	50,934.07
盈余公积金	13,392.18	13,392.18	12,669.60	11,775.72
未分配利润	47,386.77	45,657.02	41,742.35	35,939.69
归属于母公司所有者权益合计	154,998.90	153,269.15	137,007.93	121,809.48
少数股东权益	2,444.07	2,437.86	2,377.59	2,267.99
所有者权益合计	157,442.97	155,707.01	139,385.53	124,077.47
负债和所有者权益总计	272,547.90	266,116.16	277,126.96	233,116.42

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2014年1-3月	2013年	2012年	2011年
营业总收入	30,190.95	151,779.20	145,032.98	132,730.90
营业收入	30,190.95	151,779.20	145,032.98	132,730.90

营业总成本	27,920.32	141,590.03	132,807.77	121,210.82
营业成本	22,941.47	109,780.69	106,197.48	100,060.67
营业税金及附加	246.68	1,185.51	430.37	580.78
销售费用	1,973.54	13,514.26	11,921.06	10,406.04
管理费用	1,518.37	10,125.62	8,693.22	6,882.83
财务费用	1,268.12	6,465.13	4,786.66	3,146.02
资产减值损失	-27.85	518.82	778.98	134.47
投资净收益	-	-	-19.20	-
营业利润	2,270.62	10,189.17	12,206.01	11,520.08
加：营业外收入	55.65	254.54	260.36	426.88
减：营业外支出	5.00	27.58	35.00	9.70
其中：非流动资产处置净损失	-	7.80	-	2.32
利润总额	2,321.27	10,416.13	12,431.37	11,937.27
减：所得税	576.33	2,985.70	3,286.07	3,063.15
净利润	1,744.94	7,430.43	9,145.30	8,874.12
归属于母公司所有者的净利润	1,729.75	7,370.16	9,035.70	8,822.33
减：少数股东损益	15.19	60.27	109.60	51.80

### 附录三-1 合并现金流量表（万元）

项目	2014年1-3月	2013年	2012年	2011年
----	-----------	-------	-------	-------

经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	28,540.28	155,912.30	154,500.33	149,291.94
收到的税费返还	-	-	-	262.73
收到其他与经营活动有关的现金	412.55	813.78	3,223.71	5,269.12
经营活动现金流入小计	28,952.83	156,726.08	157,724.04	154,823.79
购买商品、接受劳务支付的现金	17,477.46	97,670.70	101,771.83	112,346.70
支付给职工以及为职工支付的现金	3,160.58	12,404.18	11,837.74	9,978.31
支付的各项税费	4,863.77	12,917.39	8,141.97	12,361.51
支付其他与经营活动有关的现金	3,997.24	16,124.80	17,560.92	13,319.65
经营活动现金流出小计	29,499.04	139,117.08	139,312.46	148,006.17
经营活动产生的现金流量净额	-546.21	17,609.00	18,411.59	6,817.62
投资活动产生的现金流量：	-	-	-	-
收回投资收到的现金	-	-	250.00	-
取得投资收益收到的现金	-	-	139.02	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	-	24.25	-	10.00
投资活动现金流入小计	-	24.25	389.02	10.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1,144.09	10,732.92	38,809.44	40,572.50
投资活动现金流出小计	1,144.09	10,732.92	38,809.44	40,572.50
投资活动产生的现金流量净额	-1,144.09	-10,708.67	-38,420.42	-40,562.50
筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	-	-	1.70	-
取得借款收到的现金	10,000.00	63,437.10	63,834.13	78,353.78
收到其他与筹资活动有关的现金		3,906.55		
发行债券收到的现金	-	-	44,998.30	-
筹资活动现金流入小计	10,000.00	67,343.65	108,834.13	78,353.78
偿还债务支付的现金	11,000.00	76,149.70	73,613.89	36,549.83
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	992.83	7,273.22	6,935.45	6,839.18
支付其他与筹资活动有关的现金	-	-	3,521.85	3,430.00
筹资活动现金流出小计	11,992.83	83,422.92	84,071.20	46,819.01
筹资活动产生的现金流量净额	-1,992.83	-16,079.28	24,762.94	31,534.77
汇率变动对现金的影响	-	95.24	177.53	-
现金及现金等价物净增加额	-3,683.13	-9,083.71	4,931.64	-2,210.11
期初现金及现金等价物余额	21,278.27	30,026.85	25,095.21	27,305.32
期末现金及现金等价物余额	17,595.15	20,943.14	30,026.85	25,095.21



### 附录三-2 合并现金流量表补充资料（万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
1.将净利润调节为经营活动现金流量：			
净利润	7,430.43	9,145.30	8,874.12

加：资产减值准备	518.82	778.98	134.47
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	18,521.05	15,738.25	13,410.02
无形资产摊销	723.20	119.60	105.08
长期待摊费用摊销	20.22	20.22	20.22
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-22.05	-	-19.45
财务费用	6,217.17	6,607.97	3,550.15
投资损失	-	19.20	-
递延所得税资产减少	-94.06	-349.45	-105.49
存货的减少	5,383.54	-6,020.46	-11,430.54
经营性应收项目的减少	-17,814.56	-9,624.88	-9,948.24
经营性应付项目的增加	-2,991.46	2,222.31	2,287.89
其他	-283.30	-245.46	-60.61
经营活动产生的现金流量净额	17,609.00	18,411.59	6,817.62
<b>2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动：</b>			
债务转为资本	14,010.60		
<b>3.现金及现金等价物净变动情况：</b>			
现金的期末余额	20,943.14	30,026.85	25,095.21
减：现金的期初余额	30,026.85	25,095.21	27,305.32
现金及现金等价物净增加额	-9,083.71	4,931.64	-2,210.11

## 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	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营运效率	应收账款周转天数(天)	$[(\text{期初应收账款} + \text{期末应收账款}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	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)	$[(\text{期初应付账款净额} + \text{期末应付账款}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	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	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	有息负债	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
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	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	现金流动负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$
	付现比	$\text{购买商品、提供劳务支付的现金} / \text{营业成本}$

## 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。

