

厦门合兴包装印刷股份有限公司

**2012 年公司债券 2017 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评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人員与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。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证券信用评级的变化情况。

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

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2017】跟踪第
【269】号 01

增信方式：
保证担保

担保主体：
新疆兴汇聚股权投资管
理有限合伙企业

债券剩余规模：
29,996 万元

债券到期日期：
2017 年 11 月 16 日

债券偿还方式：
按年付息，到期一次还
本，附第 3 年末公司上
调票面利率选择权和投
资者回售选择权

分析师

姓名：
马闯 陈鹏

电话：
0755-82872836

邮箱：
mach@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

厦门合兴包装印刷股份有限公司 2012 年公司债券 2017 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	2017 年 06 月 08 日	2016 年 06 月 07 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对厦门合兴包装印刷股份有限公司（以下简称“合兴包装”或“公司”）及其 2012 年 11 月 16 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2017 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 2016 年公司生产布局进一步完善，产能进一步扩充；主要产品收入规模持续增长；控股股东新疆兴汇聚股权投资管理有限合伙企业（以下简称“新疆兴汇聚”）提供的保证担保在一定程度上增强了本期债券的安全性。同时，我们也关注到，瓦楞纸箱行业集中度较低，行业竞争加剧；公司盈利能力有所减弱，主要原材料价格波动可能对公司盈利的稳定性产生一定影响；本期债券担保方的担保能力对公司经营情况依赖性较强等风险因素。

正面：

- 公司生产布局进一步完善，产能进一步扩充。2016 年，公司生产基地布局进一步完善，瓦楞纸箱和瓦楞纸板产能进一步提升，瓦楞纸板产能达到 165,000 万平方米/年，较上年增长 28.64%；瓦楞纸箱产能提升至 128,000 万平方米/年，较上年增长 24.53%。此外，公司参与设立产业并购基金厦门架桥合兴股权投资合伙企业（有限合伙）初步完成对国际纸业（International Paper）（以下简称“国际纸业”）在中国和东南亚的瓦楞包装箱业务的收购，进一步巩固行业龙头地位。
- 2016 年公司主要产品收入规模持续增长，经营活动现金流表现较好。受下游客户需求持续增长、新建项目产能释放、PSCP 平台逐渐受到合作伙伴的认可等因素的驱动，2016 年公司实现营业收入 35.42 亿元，较上年增长 24.19%，其中瓦楞纸箱

销售收入 25.59 亿元，较上年增长 14.39%，瓦楞纸板销售收入 7.68 亿元，较上年增长 72.63%。2016 年公司经营活动现金净流入 3.91 亿元，表现较好。

关注：

- **纸包装行业竞争加剧。**瓦楞纸箱行业进入门槛低，中小厂商众多，国内前十大纸包装企业市场份额共计占比不足 10%，行业集中度较低；2016 年包装行业的主要下游行业食品饮料、烟酒、化妆品和医药等行业的需求增速继续放缓，2016 年瓦楞纸箱产量合计 40,275,784.39 吨，较上年仅增长 0.11%，增速较上年下降 3.24 个百分点。
- **公司盈利能力有所减弱，主要原材料价格波动可能对公司盈利的稳定性产生一定影响。**受毛利率较低的纸板销售收入占比增加及原材料价格上涨影响，2016 年公司综合毛利率较上年下滑 2.74 个百分点，虽然能够将原纸的价格的上涨压力转嫁给下游客户，但由于调整的时滞，原纸价格的波动短期内仍会对公司造成一定的经营压力。
- **本期债券担保方的担保能力对公司经营情况依赖性较强。**担保人新疆兴汇聚收入和利润主要来源于对公司的投资收益，其持有的公司股权亦受公司经营状况影响较大，担保能力对公司经营状况依赖性较强。

主要财务指标：

项目	2017 年 3 月	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	385,464.41	370,650.83	298,319.26	244,885.76
归属于母公司所有者权益合计	166,275.23	163,161.88	156,813.04	106,031.08
有息债务（万元）	146,143.03	132,051.73	97,211.53	109,337.89
资产负债率	54.36%	53.85%	46.00%	55.56%
流动比率	1.32	1.30	1.53	1.23
速动比率	0.91	0.88	1.09	0.87
营业收入（万元）	114,830.87	354,237.31	285,247.40	271,647.44
利润总额（万元）	5,100.89	15,706.25	15,988.87	16,915.00
综合毛利率	15.50%	16.98%	19.72%	20.66%
总资产回报率	-	6.03%	7.90%	9.80%
EBITDA（万元）	-	30,673.73	30,460.11	31,035.16
EBITDA 利息保障倍数	-	6.90	5.56	5.25
经营活动现金流净额（万元）	-21,877.69	39,125.29	16,030.53	31,989.04

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度财务报表，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2012]1211”号文核准，公司于2012年11月16日发行3亿元公司债券，票面利率为6.25%。债券期限为5年。

本期债券募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

公司于2016年5月18日实施了2015年度权益分派方案，以总股本37,249.01万股为基数，每10股转增18股，共计转增67,048.22万股，转增后合计股本104,297.23万股，控股股东及实际控制人未发生变动，控股股东为新疆兴汇聚，实际控制人为许晓光家族。截至2017年3月31日，公司主要股东及持股情况见下表。

表1 截至2017年3月31日公司前五大股东情况

股东名称	股东性质	持股比例
新疆兴汇聚股权投资管理有限合伙企业	境内非国有法人	38.08%
宏立投资有限公司	境外法人	11.96%
夏光淳	境内自然人	1.38%
沈素芳	境内自然人	1.31%
兴证资管鑫众15号集合资产管理计划	其他	1.20%
合计	-	53.93%

资料来源：公司2017年一季度报告，鹏元整理

2016年，公司主营业务未发生变化；合并范围方面，纳入合并范围子公司增加3家，具体情况如下表所示：

表2 2016年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

2016年新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
厦门合兴智能集成服务有限公司	100.00%	1,000.00	包装	投资设立
大庆华洋数码彩印有限公司	70.00%	1,200.00	包装	并购
包头市华洋数码彩印有限公司	70.00%	3,200.00	包装	并购

资料来源：公司提供

截至2016年12月31日，公司资产总额为37.07亿元，归属于母公司所有者权益合计为16.32亿元，资产负债率为53.85%；2016年度，公司实现营业收入35.42亿元，利润总额1.57亿元，经营活动现金净流入3.91亿元。

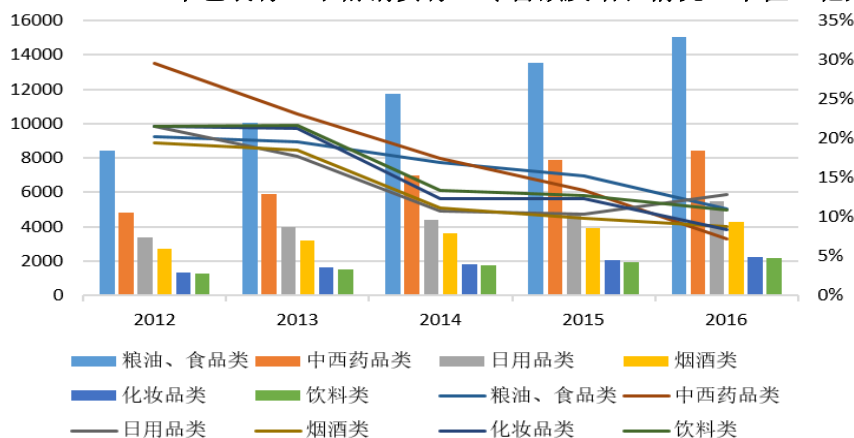
截至2017年3月末，公司资产总额为38.55亿元，归属于母公司所有者权益合计为16.63亿元，资产负债率为54.36%；2017年第一季度，公司实现营业收入11.48亿元，利润总额0.51亿元，经营活动现金净流出2.19亿元。

三、运营环境

包装行业下游行业需求放缓，对包装行业存在不利影响

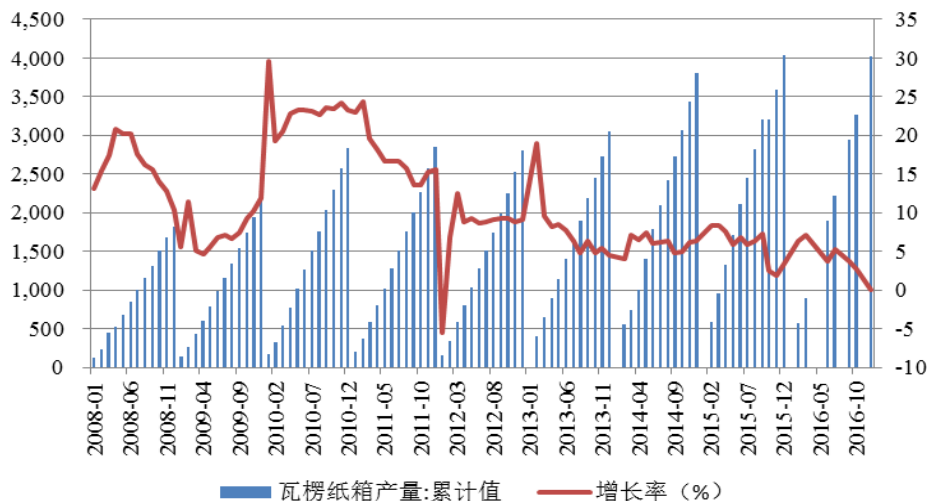
瓦楞纸箱是一种应用较广的包装制品，其下游行业较多，包括日用化工、食品饮料、医药、通信及电子行业、家电、办公设备、轻工及机械等终端消费行业，需求受到居民收入和消费情况影响较大。近年来我国经济增速放缓，居民收入增长放缓。2016年我国国内生产总值744,127亿元，比上年增长6.7%，增速较上年下滑0.2个百分点；全国居民人均可支配收入23,821元，比上年增长8.4%，扣除价格因素，实际增长6.3%，增速较上年下滑1.1个百分点，其中城镇居民人均可支配收入33,616元，比上年增长7.8%，扣除价格因素，实际增长5.6%，增速较上年下滑1个百分点；社会消费品零售总额332,316亿元，扣除价格因素，同比增长9.6%，比上年下滑1个百分点。受此影响，2016年包装行业的主要下游行业食品饮料、烟酒、化妆品和医药等行业的需求增速继续放缓，日用品行业增速略回升，整体而言，包装行业大部分下游行业零售额增速放缓，对包装行业形成不利影响。近年我国瓦楞纸产量呈现增长趋势，但受下游行业需求放缓影响，增速有所下滑。根据国家统计局的统计数据，2016年瓦楞纸箱产量合计40,275,784.39吨，较上年仅增长0.11%，增速较上年下降3.24个百分点。

图1 2012-2016年包装行业下游消费行业零售额及增长情况（单位：亿元）



资料来源：国家统计局，Wind资讯，鹏元整理

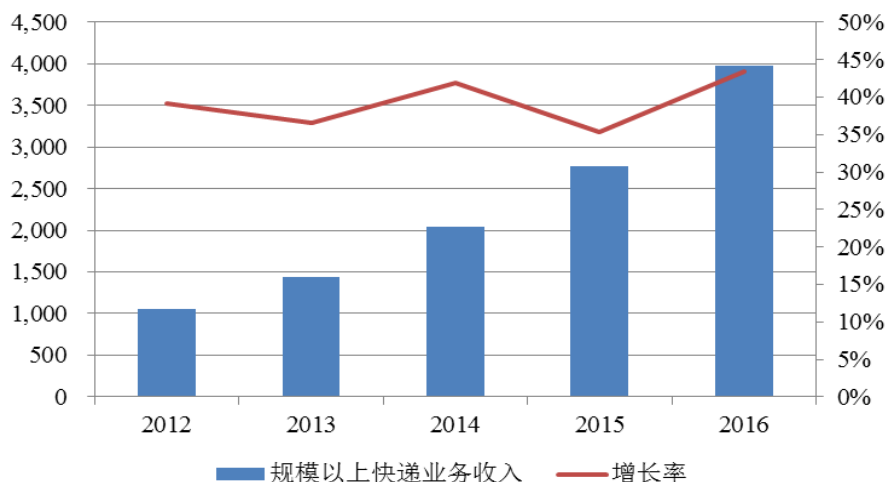
图2 近年来瓦楞纸箱产量情况（单位：吨）



资料来源：国家统计局，Wind 资讯，鹏元整理

电子商务快速发展为瓦楞纸箱需求形成一定支撑。根据公开资料，2016年我国网上零售额51,556亿元，同比增长26.2%。其中，实物商品网上零售额41,944亿元，同比增长25.6%，占社会消费品零售总额的比重为12.6%。电子商务快速发展加速快递行业发展，2016年我国规模以上快递业务收入达到3,974.40亿元，同比增长43.50%，增速较上年增加8.09个百分点；规模以上快递业务量达到312.80亿件，同比增长51.33%，增速较上年增加3.26个百分点。目前快递包装主要以纸包装为主，快递收入和业务量增长对纸包装行业需求形成支撑。

图3 近年来我国规模以上快递业务收入情况（单位：亿元）



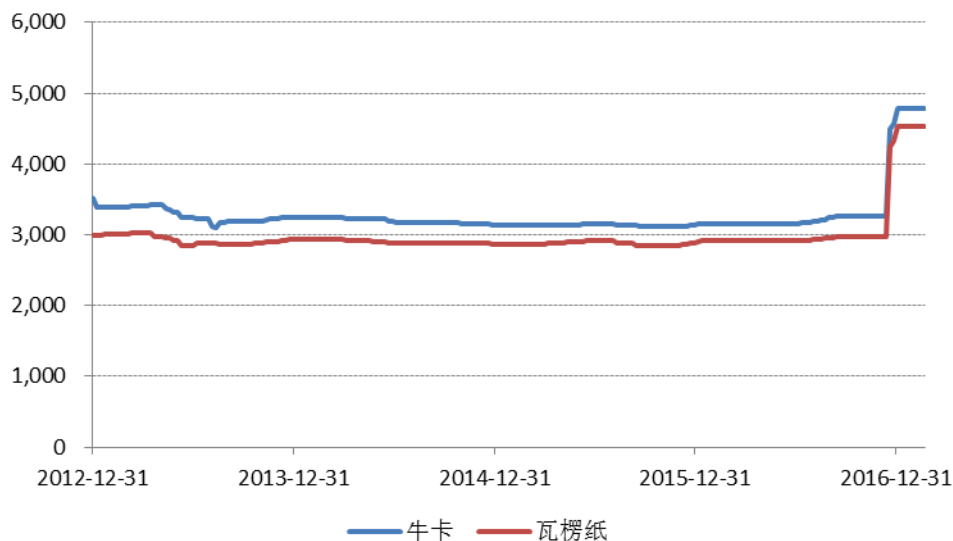
资料来源：国家统计局，Wind资讯，鹏元整理

纸包装行业原材料价格上涨，影响行业盈利，原材料存在波动风险

从收入规模占比来看，在包装细分行业中纸包装占比最高，收入占比约为50%，其次为金属包装、塑料包装、玻璃包装。纸包装以瓦楞纸箱为主，瓦楞纸箱的原材料成本占比高，瓦楞原纸和牛卡作为瓦楞纸箱的原材料，占纸箱成本60%以上。

原材料价格波动影响企业盈利。2016年1月瓦楞纸、牛卡平均出厂价分别为2,905元/吨、3,150元/吨，2016年12月上涨至2,972元/吨、3,261元/吨。受排污费上涨、草浆和废纸价格上涨、环保限产、中间商囤货等多方面因素影响，2016年12月下旬，瓦楞纸、牛卡平均出厂价大幅上涨至4,238元/吨、4,788元/吨。总体而言，2016年瓦楞纸和牛卡的平均出厂价较2015年每吨约上涨100元。截至2017年2月20日，瓦楞纸、牛卡的平均出厂价分别为4,538元/吨、4,788元/吨，价格上涨至近年来高位。各地排污费上涨使得将上涨成本转嫁给下游的包装企业；环保政策陆续出台导致纸业供给降低，推高纸价。目前中国约50%的造纸原材料依赖进口，进口价格受汇率影响，未来原纸价格可能继续波动。

图4 近年来瓦楞纸和牛卡出厂价走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

瓦楞纸箱行业集中度较低，产能过剩，面向下游议价能力不强，行业有待进一步整合升级

瓦楞纸箱具有约150公里销售半径，具有较明显地域特征。目前我国瓦楞纸箱包装行业分布以东部地区为主，其中珠三角、长三角、环渤海、闽南地区、胶东半岛作为主要的消费、电子、轻工业制造基地，汇集多数瓦楞纸箱包装企业。行业集中度方面，国内前十

大纸包装企业市场份额共计占比不足10%，系瓦楞纸包装行业进入门槛较低，外购加工纸箱厂众多。目前美国瓦楞纸箱市场前5大公司市场份额均在10%以上，其中国际纸业达到27%，澳大利亚、台湾地区等发达市场前5大纸包装企业市场份额已超过50%，行业集中度高于我国大陆地区，未来中国大陆地区瓦楞纸箱行业整合渐成趋势。目前瓦楞纸箱的生产能力超过实际需求，行业产能相对过剩、竞争激烈。

瓦楞纸箱行业下游重要客户一般对包装的品质要求较高，看重增值服务，如设计、物流服务等。优质增值服务可增加客户粘性，预防企业陷入被动价格竞争中，有助于提高包装企业毛利率。整体来看，纸包装行业集中度较低，产能过剩，面向下游议价能力不强，行业有待于进一步整合升级。

四、经营与竞争

公司主要从事瓦楞纸箱、纸板及缓冲包装材料的研发与设计、生产、销售及服务，主要产品为中高档瓦楞纸箱、瓦楞纸板、缓冲包装材料。目前公司积累了众多知名企业客户，2016年，受下游客户需求持续增长、新建项目产能释放、PSCP平台逐渐受到合作伙伴的认可等因素的驱动，全年实现营业收入35.42亿元，较上年增长24.19%，其中瓦楞纸箱销售收入25.59亿元，较上年增长14.39%，瓦楞纸板销售收入7.68亿元，较上年增长72.63%。毛利率方面，受毛利率较低的纸板销售收入占比增加及原材料价格上涨影响，2016年公司综合毛利率为16.98%，较上年下滑2.74个百分点。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
纸箱	255,949.48	17.89%	223,754.43	20.23%
纸板	76,764.96	8.63%	44,469.10	9.53%
缓冲包材	8,545.37	9.26%	10,234.08	17.67%
其他	12,977.50	53.43%	6,789.78	72.90%
合计	354,237.31	16.98%	285,247.39	19.72%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

2016年，公司生产基地布局进一步完善，产能进一步扩充，瓦楞纸板和瓦楞纸箱产销规模持续增长；公司产品需求广泛，客户和销售区域均较为分散，有利于降低经营风险

2016年，公司完成对大庆华洋数码彩印有限公司（以下简称“大庆华洋”）和包头市华洋数码彩印有限公司（以下简称“包头华洋”）的并购，且滁州华艺柔印环保科技有限公司环保预印新建项目、绍兴市合兴包装印刷有限公司、厦门世凯威包装工业有限公司

（以下简称“厦门世凯威”）和佛山合信产能逐步释放，生产基地布局进一步完善，瓦楞纸箱和瓦楞纸板产能进一步提升。2016年，公司瓦楞纸板产能达到165,000万平方米/年，较上年增长28.64%；瓦楞纸箱产能提升至128,000万平方米/年，较上年增长24.53%。此外，公司参与设立产业并购基金厦门架桥合兴股权投资合伙企业（有限合伙）初步完成收购国际纸业在中国和东南亚的瓦楞包装箱业务，并已顺利完成与国际纸业国内15家公司和东南亚4家公司的股权交割事宜。

2016年，公司主要产品产销规模持续增长，瓦楞纸箱产量和销量分别为82,300万平方米和79,487万平方米，较上年分别增长6.05%和7.09%；公司瓦楞纸板除再加工外，还直接对外销售，近年加大与其他瓦楞纸箱生产厂商的合作力度，随着厦门世凯威和福建合信的瓦楞纸板项目产能逐渐释放，瓦楞纸板产量和对外销售量分别达到120,448万平方米和36,820万平方米，较上年分别增长16.48%和59.21%。产能利用率方面，由于新并入的大庆华洋和包头华洋的产能利用率较低，且新投产的纸板项目尚处于磨合期、产能尚未完全释放，公司瓦楞纸箱项目和瓦楞纸板产能利用率较上年均有所下滑。

表 5 2015-2016 年公司瓦楞纸箱及纸板产能、产量及销量（单位：万平方米）

时间	产品	年设计产能	产量			产能利用率	销量
			再加工	直接销售	合计		
2016 年	瓦楞纸板	165,000	84,321	36,127	120,448	73.00%	36,820
	瓦楞纸箱	128,000	-	82,300	82,300	64.30%	79,487
2015 年	瓦楞纸板	132,500	79,778	23,629	103,407	78.04%	23,126
	瓦楞纸箱	99,500	-	77,604	77,604	77.99%	74,226

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司在全国有近30家生产基地，是瓦楞行业在全国布点最多的企业，生产网络覆盖华南、华中、华北、华东、西南等地区。近年公司持续推进“集团化、大客户”的发展策略，全国范围内的布点使具备了对大型集团客户进行配套供应的能力，可以满足集团大客户多区域布局的需求，增加了大型集团客户粘性，积累了众多知名企业客户，涉及家电、IT、食品、医药、快消、服装、家居等多个行业。2016年，公司继续推进集团大客户营销团队及区域客户营销团队建设。公司总部的集团大客户营销团队主要负责与各集团客户高层直接进行洽谈，完成洽谈与合同签订后，由公司下属各区域子公司就近向客户需求地点完成供货；区域客户营销团队主要负责其所属地区客户的销售，并由营销中心负责统一管理。

随着客户数量的增长，2016年公司前五大客户销售收入占营业总收入比重下降至30.98%，客户集中度有所下降。从销售区域看，与上年相比，各区域营业收入均有所增长，销售区域仍然较为分散。华南地区、华东地区和华北地区收入增长较快，新增产能释放的

压力有所缓解。公司各个区域毛利率存在一定差异，其中华中地区、华南地区和华北地区销售毛利率较高，主要和下游客户产品结构有关。总体来看，相对分散的客户和销售区域，降低了公司的经营风险，增强了公司抗风险能力。

表 6 2015-2016 年公司前五大客户销售情况（单位：万元）

客户	2016 年		客户	2015 年	
	销售额	占营业收入比重		销售额	占营业收入比重
客户一	35,196.76	9.94%	客户一	36,075.78	12.65%
客户二	28,482.84	8.04%	客户二	27,798.44	9.75%
客户三	19,156.21	5.41%	客户三	18,927.25	6.64%
客户四	14,389.51	4.06%	客户四	16,379.96	5.74%
客户五	12,530.06	3.54%	客户五	9,459.51	3.32%
合计	109,755.38	30.98%	合计	108,640.94	38.10%

注：前五大客户排名可能有所变化。

资料来源：公司提供

表 7 2015-2016 年公司分区域销售情况（单位：万元）

地区名称	2016 年			2015 年			增减情况
	收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比	
华中地区	114,352.75	17.08%	32.28%	103,456.51	21.21%	36.27%	10.53%
华南地区	119,932.07	20.67%	33.86%	89,670.80	19.34%	31.44%	33.75%
西南地区	34,047.63	15.33%	9.61%	33,099.04	22.93%	11.60%	2.87%
华东地区	65,832.06	10.08%	18.58%	44,219.21	14.33%	15.50%	48.88%
华北地区	18,847.67	19.88%	5.32%	14,801.83	20.57%	5.19%	27.33%
东北地区	1,225.13	18.49%	0.35%	-	-	-	100.00%
合计	354,237.31	16.98%	100.00%	285,247.40	19.72%	100.00%	-

资料来源：公司提供

集中采购制度有利于降低综合采购成本，但原材料价格的波动仍可能在一定程度上增加公司经营压力

随着公司产能扩充，产销量规模的持续增长，原材料采购量亦持续增长，由于原材料成本占公司总生产成本的比重达60%以上，原材料采购成本控制对于公司的盈利能力有重要的影响。公司自2012年开始逐步推行集中采购制度，将下属子公司的原材料采购集中到母公司进行统一的招标遴选，统一结算，规模优势有利于提高公司在瓦楞原纸等材料采购中的议价能力，降低生产成本。此外，公司与主要供应商均签署了“供应保障”条款，且原材料供应商均为规模较大的造纸厂，原材料供应保障能力较强。2016年，在原材料价格大幅增长，原纸供应紧张的情况下，公司仍能获得稳定的原纸供应。

2016年，公司主要原材料瓦楞原纸和牛卡纸的采购平均价格分别为2,286.81元/吨和

2,719.88元/吨，分别较上年增长9.05%和4.53%。虽然产品销售价格根据原材料市场价格来确定，能够将原纸的价格的上涨压力转嫁给下游客户，但由于调整的时滞，原纸价格的波动短期内仍会对公司造成一定的经营压力。

表 8 2015-2016 年公司主要原材料采购情况

原料名称	项目	2016 年	2015 年	增长率
瓦楞原纸	采购量（万吨）	35.35	29.92	18.15%
	采购金额（万元）	80,848.21	62,737.85	28.87%
	平均单价（元/吨）	2,286.81	2,097.12	9.05%
牛卡纸	采购量（万吨）	37.63	31.95	17.78%
	采购金额（万元）	102,342.62	83,127.31	23.12%
	平均单价（元/吨）	2,719.88	2,601.95	4.53%
其他原纸	采购量（万吨）	6.49	4.71	37.79%
	采购金额（万元）	20,214.28	14,480.1	39.60%
	平均单价（元/吨）	3,116.65	3,071.91	1.46%

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司在建项目投资规模较大，随着在建项目逐步建成达产，新增产能能否顺利消化存有不不确定性

在建项目方面，2016年公司处置天津市兴汇聚有限公司年产7,500万平方米环保预印纸箱新建项目，截至2016年末，主要在建项目为武汉合信包装一体化项目、合兴（重庆）包装印刷生产基地项目、合兴营口预印包装新建项目、合兴包装卫辉年产4,000万平方米环保预印包装箱项目和青岛合兴包装有限公司纸箱新建项目，该等项目计划总投资额为11.67亿元，累计已投资1.11亿元，未来尚需投资10.56亿元，公司将根据自身资金以及外部市场需求情况对上述项目逐步投入，尚需资金规模较大，可能会给公司带来一定的资金压力。由于瓦楞纸箱行业属于资金密集型行业，随着新增产能的逐渐释放，公司存货和应收账款规模持续增长，营运压力可能进一步加大，并且逐步增加的产能能否如期消化存有不不确定性。

表 9 截至 2016 年末公司主要在建项目情况（单位：万平方米/年，万元）

项目名称	设计产能	计划投资额	已投入金额
武汉合信包装一体化项目	5,000	15,800.00	4,750.59
合兴（重庆）包装印刷生产基地项目	10,000	50,000.00	2,000.00
合兴营口预印包装新建项目	6,000	13,977.76	927.19
合兴包装卫辉年产 4,000 万平方米环保预印包装箱项目	4,000	11,995.08	1,038.81
青岛合兴包装有限公司纸箱新建项目	8,000	24,927.11	2,403.73

合计	33,000	116,699.95	11,120.32
----	--------	------------	-----------

注：合兴（重庆）包装印刷生产基地项目投入的资金为新设公司注册资本。

资料来源：公司提供

公司非公开发行股票募投项目的开展有利于增加客户稳定性，提升公司盈利能力

公司拟向特定对象非公开发行人民币普通股，投向智能包装集成服务（IPS）建设项目和包装产业链云平台（PSCP平台）建设项目，本次非公开发行已通过中国证券监督管理委员会审核通过，并收到中国证监会的书面核准文件，公司将择机发行。

表 10 截至 2016 年末公司拟非公开发行股票募投项目进展情况（单位：万元）

项目名称	实施主体	投资额
智能包装集成服务建设项目	厦门合兴智能集成服务有限公司	58,803.00
包装产业供应链云平台建设项目	厦门合兴供应链管理有限公司	36,273.00
合计		95,076.00

资料来源：公司提供

IPS项目是通过智能包装设备完成客户在产品包装环节的自动化过程，旨在实现客户所有包材的设计、采购、运输、管理、品控等方面的一体化服务。IPS模式的整体业务流程主要包括设计、采购、集成及运营四大环节。其中，设计主要涉及材料选取、结构设计和色彩管理三方面，需根据产品的特点及客户的具体需求进行包材及包装流程的设计；采购主要涉及采购询价、供应商确认以及包材和设备采购等；运输主要包括设备运输、安装、调试等；运营主要由驻场部负责，其作业内容主要包括生产人员安排、自动化生产线调控、与客户相关工作人员的现场对接、包材及产品的仓储管理等。目前落地项目均与公司签署了为期三年的智能包装集成服务的合作协议，为其提供全方位一站式的智能包装集成服务，包括设备和包材的提供与采购。

PSCP项目是依托于计算机信息技术服务于包装产业供应链上下游的包材供应商、包材需求客群等各类型的主体，以实现各商业主体之间信息流、业务流与资金流交互往来的资源整合与共享。目前PSCP平台微信公众号已开始运行，包括订单宝、集采通、优财通、创客通、创业通等各种产品，2016年该项目为公司贡献营业收入2亿多元。

总体来看，IPS和PSCP有利于增强公司与包材供应商、机械设备商等上游环节的连结，通过为下游客户提供包装集成服务，提升客户的粘性，增加客户稳定性，有利于提升公司盈利能力。

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立信会计师事务所审计并出具标准无保留意见的2015-2016年审计报告及未经审计的2017年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2016年公司通过非同一控制下企业合并取得2家子公司，投资设立1家子公司，并将2家子公司变更为孙公司。

资产结构与质量

公司资产规模保持较快增长，应收账款和存货规模较大，资产流动性一般

随着业务规模的不断扩张，公司资产规模持续增长，2016年末总资产达37.07亿元，较上年增长24.25%，其中流动资产的比重为59.47%，占比有所提升。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成。2016年末，货币资金余额为4.19亿元，其中使用受限的货币资金1.12亿元，较上年大幅增长，主要系银行承兑汇票保证金增加所致。随着业务规模的增长，近年应收账款规模增长较快，2016年末账面价值为9.45亿元，较上年增长29.62%。从应收对象来看，期末余额前五名的应收账款占比为19.86%，集中度较上年略有下降。2016年原材料价格大幅上涨，且备货量有所增加，存货规模大幅增长，期末账面价值为7.23亿元，较上年增长54.57%，其中原材料和产成品分别为3.07亿元和4.14亿元，受原材料价格波动影响，存货可能存在一定的跌价风险。

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、固定资产和无形资产构成。2016年末，可供出售金融资产账面价值为1.26亿元，较上年末增长111.59%，主要为增加对厦门架桥股权投资合伙（有限合伙）产业基金投资所致。固定资产账面价值为8.96亿元，主要为机器设备和房屋建筑物。无形资产账面价值为2.46亿元，主要为土地使用权。

表 11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017年3月		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	37,433.33	9.71%	41,917.88	11.31%	32,100.44	10.76%
应收账款	107,329.93	27.84%	94,451.16	25.48%	72,870.33	24.43%
存货	72,838.90	18.90%	72,302.91	19.51%	46,775.72	15.68%
流动资产合计	236,326.50	61.31%	220,415.40	59.47%	164,064.01	55.00%
可供出售金融资产	12,600.00	3.27%	12,600.00	3.40%	5,955.00	2.00%
固定资产	88,762.98	23.03%	89,578.71	24.17%	87,104.63	29.20%
无形资产	25,637.37	6.65%	24,593.07	6.64%	24,343.06	8.16%
非流动资产合计	149,137.91	38.69%	150,235.43	40.53%	134,255.25	45.00%
资产总计	385,464.41	100.00%	370,650.83	100.00%	298,319.26	100.00%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度财务报表，鹏元整理

资产运营效率

随着新建项目产能逐渐释放，公司营业收入规模明显增长，整体运营效率略有提高

2016年，受原材料价格大幅提高及公司加大备货量影响，存货周转天数较上年增加6.77天，存货周转放缓，营业周期较上年有所增加。同时公司将部分资金周转压力转嫁给供应商，应付账款周转天数较上年延长8.83天，净营业周期较上年缩短3.96天。整体来看，由于上游供应商和下游客户议价能力均较强，公司净营业周期仍偏长，营运资金压力仍然较大。得益于产能的释放，公司固定资产周转效率有所提高，较上年下降8.43天，但由于流动资产的快速增长，流动资产周转天数有所增加，总资产周转天数仅较上年下降2.85天。

表 12 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2016 年	2015 年
应收账款周转天数	85.02	86.91
存货周转天数	72.88	66.12
应付账款周转天数	51.45	42.63
净营业周期	106.45	110.41
流动资产周转天数	195.37	185.28
固定资产周转天数	89.78	98.20
总资产周转天数	339.93	342.78

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2016年公司营业收入较上年明显增长，盈利状况保持基本稳定

受下游客户需求持续增长、新建项目产能释放、PSCP平台逐渐受到合作伙伴的认可等因素的驱动，2016年，公司实现营业收入35.42亿元，较上年增长24.19%，其中瓦楞纸箱收入25.59亿元，较上年增长14.39%，瓦楞纸板收入7.68亿元，较上年增长72.63%。毛利率方面，2016年第四季度瓦楞原纸、牛卡纸等主要原材料价格大幅上涨，受此影响，综合毛利率由上年的19.72%下滑至16.98%。期间费用方面，由于智能包装集成服务（IPS）和包装产业供应链云平台（PSCP）业务正处于投入期，人员和研发费用投入较多，2016年期间费用规模较上年增长11.32%，但期间费用率有所下降。总体来看，公司盈利能力尚可，2016年实现营业利润1.27亿元，实现利润总额1.57亿元、净利润1.25亿元。2017年一季度，公司对产品销售价格进行调整，且产品销量继续保持增长，实现营业收入11.48亿元，同比增长49.87%，营业利润、利润总额和净利润分别达到4,988.28万元、5,100.89万元和3,921.13万元，同比分别增长99.85%、41.85%和41.98%。

表 13 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年 3 月	2016 年	2015 年
营业收入	114,830.87	354,237.31	285,247.40
营业利润	4,988.28	12,664.21	15,357.10
营业外收入	348.90	4,184.86	1,047.13
利润总额	5,100.89	15,706.25	15,988.87
净利润	3,921.13	12,493.70	12,314.91
综合毛利率	15.50%	16.98%	19.72%
期间费用率	10.39%	12.31%	13.73%
总资产回报率	-	6.03%	7.90%
净资产收益率	-	7.52%	9.13%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度财务报表，鹏元整理

现金流

2016年，公司主营业务现金生成能力保持较好水平，且票据支出规模的大幅增长为公司结余一定规模的现金，经营活动现金流表现较好

2016年，公司主营业务现金生成能力保持稳定，FFO为2.67亿元。随着业务规模的扩大，应收账款和存货规模均保持较快增长，而在银行贴息率较低的情况下，公司支付给供应商的货款充分利用信用额度开具银行承兑汇票，应付票据规模较上年大幅增长，为公司结余一定规模的现金，营运资本投入规模有所下降。总体来看，2016年公司经营活动现金净流入3.91亿元，较上年明显增加。

投资活动方面，2016年公司处置天津市兴汇聚有限公司年产7,500万平方米环保预印纸箱新建项目收回现金7,009.74万元，同时继续对在建工程进行投入。此外公司设立产业投资基金并收购大庆华洋和包头华洋，投资活动现金净流出1.80亿元。筹资活动方面，公司将经营活动结余的现金偿还了部分银行贷款，筹资活动现金净流出1.93亿元。

表 15 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
净利润	12,493.70	12,314.91
非付现费用	12,218.70	9,449.83
非经营损益	1,956.16	4,648.55
FFO	26,668.55	26,413.28
营运资本变化	12,456.74	-10,382.75
其中：存货减少（减：增加）	-25,527.07	-9,432.62
经营性应收项目的减少（减：增加）	-23,392.71	-12,495.23

经营性应付项目的增加（减：减少）	61,376.52	11,545.10
经营活动产生的现金流量净额	39,125.29	16,030.53
投资活动产生的现金流量净额	-17,985.44	-26,180.02
筹资活动产生的现金流量净额	-19,345.57	23,021.27
现金及现金等价物净增加额	1,822.21	13,015.28

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度财务报表，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债规模持续增长，且以短期债务为主，存在一定即期偿付压力

2016年，随着业务规模的扩大，公司负债规模大幅增长，主要是营运资金投入增加所致，期末负债合计19.96亿元，较上年末增长45.44%；通过自身经营的不断积累，公司资本实力也有所增长，期末所有者权益合计为17.11亿元，较上年增长6.19%。总体来看，2016年末公司产权比例降至116.69%，净资产对负债的保障能力有所下降。

表 16 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年 3 月	2016 年	2015 年
负债总额	209,539.12	199,600.66	137,239.27
所有者权益	175,925.29	171,050.17	161,079.99
产权比率	119.11%	116.69%	85.20%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度财务报表，鹏元整理

从负债结构来看，公司负债主要为流动负债，2016年末流动负债占比为84.69%，较上年明显提升。2016年末有息债务合计13.21亿元，较上年增长35.84%，且结构上主要以短期债务为主。

公司流动负债主要由短期借款、应付票据和应付账款构成。2016年末，短期借款余额为4.68亿元，其中抵押借款、保证借款和信用借款规模分别为2.13亿元、1.71亿元和0.84亿元。随着业务规模的扩大，公司应付票据和应付账款规模相应大幅增加，余额分别为5.53亿元和5.10亿元。

公司非流动负债主要是应付本期债券，账面余额为2.99亿元，将于2017年11月16日到期。

表 17 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年 3 月		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	66,724.00	31.84%	46,824.00	23.46%	52,295.23	38.11%
应付票据	49,488.99	23.62%	55,324.01	27.72%	15,123.09	11.02%

应付账款	50,372.21	24.04%	50,963.37	25.53%	33,104.27	24.12%
流动负债合计	178,962.11	85.41%	169,047.43	84.69%	107,399.13	78.26%
应付债券	29,930.04	14.28%	29,903.72	14.98%	29,793.21	21.71%
非流动负债合计	30,577.01	14.59%	30,553.23	15.31%	29,840.14	21.74%
负债合计	209,539.12	100.00%	199,600.66	100.00%	137,239.27	100.00%
其中：有息债务	146,143.03	69.74%	132,051.73	66.16%	97,211.53	70.83%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度财务报表，鹏元整理

从偿债能力指标来看，2016年末公司资产负债率为53.85%，较上年末有所提高，流动比率和速动比率均较上年有所降低，短期偿债能力有所下降。2016年公司盈利保持稳定，EBITDA为3.07亿元，由于借款规模有所下降，EBITDA利息保障倍数提升至6.90，盈利对利息偿付的保障能力有所提升。

表 18 公司偿债能力指标

指标名称	2017 年 3 月	2016 年	2015 年
资产负债率	54.36%	53.85%	46.00%
流动比率	1.32	1.30	1.53
速动比率	0.91	0.88	1.09
EBITDA（万元）	-	30,673.73	30,460.11
EBITDA 利息保障倍数	-	6.90	5.56
有息负债/EBITDA	-	4.31	3.19

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度财务报表，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

新疆兴汇聚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偿付提供了一定保障

本期债券由公司控股股东新疆兴汇聚提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。新疆兴汇聚主要从事企业股权投资、资本运作、资产管理等金融运作及服务。截至2017年5月末，公司持有合兴包装39,717.33万股，持股比例38.08%，按照2017年6月7日前20个交易日的平均收盘价4.52元/股计算，该部分股票市值17.97亿元。截至2017年6月5日，新疆兴汇聚共计将17,240.00万股公司股份质押，占其持有公司股份的43.41%，占公司总股本的16.53%。

截至2016年12月31日，新疆兴汇聚资产总额为42,343.88万元，所有者权益合计为4,030.52万元，资产负债率为90.48%；2016年度利润总额为-944.12万元，经营活动现金净流出10,152.84万元。

表 19 2014-2016 年新疆兴汇聚主要财务数据

项目	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	42,343.88	32,278.56	29,338.43
所有者权益合计（万元）	4,030.52	4,974.65	4,022.81
有息债务（万元）	38,000.00	26,990.00	25,000.00
资产负债率	90.48%	84.59%	86.29%
流动比率	0.96	0.97	0.93
速动比率	0.96	0.97	0.93
营业收入（万元）	0.00	0.00	0.00
投资收益（万元）	1,129.30	1,418.54	709.24
营业利润（万元）	-944.12	951.84	-1,555.96
利润总额（万元）	-944.12	951.84	-1,555.96
EBITDA（万元）	1,250.83	3,108.09	185.41
EBITDA利息保障倍数	0.57	1.44	0.11
经营活动现金流净额（万元）	-10,152.84	-2,054.78	-6,160.53

注：表中数据为单体财务报表。

资料来源：新疆兴汇聚 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

我们认为，新疆兴汇聚持有公司的股份市值较高，质量较好。但我们注意到新疆兴汇聚收入和利润主要来自对公司的投资，其担保能力易受公司经营与财务状况以及公司股权市值波动的影响。若公司发生违约，新疆兴汇聚持有的公司股权价值可能大幅下降，进而影响其为本期债券的代偿能力。

七、评级结论

2016年，公司生产布局进一步完善，产能进一步扩充，主要产品收入规模持续增长。

我们也关注到，瓦楞纸箱行业进入门槛低，中小厂商众多，行业集中度较低，竞争加剧；受毛利率较低的纸板销售收入占比增加及原材料价格上涨影响，2016年公司综合毛利率较上年下滑2.74个百分点，虽然公司能够将原纸的价格的上涨压力转嫁给下游客户，但由于调整的时滞，原纸价格的波动短期内仍会对公司造成一定的经营压力。

因此，鹏元维持本期债券信用等级为AA，维持公司主体长期信用等级为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	2017年3月	2016年	2015年	2014年
货币资金	37,433.33	41,917.88	32,100.44	19,605.09
应收票据	10,616.50	5,535.33	7,036.81	2,732.50
应收账款	107,329.93	94,451.16	72,870.33	64,862.68
预付款项	4,298.15	2,855.38	1,541.32	1,540.68
其他应收款	2,141.33	2,075.83	2,149.77	2,376.20
存货	72,838.90	72,302.91	46,775.72	37,339.09
其他流动资产	1,668.37	1,276.91	1,589.61	1,096.15
流动资产合计	236,326.50	220,415.40	164,064.01	129,552.38
可供出售金融资产	12,600.00	12,600.00	5,955.00	4,835.00
长期股权投资	4,800.09	5,090.15	4,613.96	3,455.89
固定资产	88,762.98	89,578.71	87,104.63	68,521.39
在建工程	2,063.90	3,365.60	4,505.90	12,982.41
无形资产	25,637.37	24,593.07	24,343.06	15,382.20
商誉	8,334.42	8,334.42	1,722.65	1,722.65
长期待摊费用	417.84	333.63	363.25	141.19
递延所得税资产	5,048.48	5,092.06	3,627.98	3,303.10
其他非流动资产	1,472.83	1,247.78	2,018.83	4,989.55
非流动资产合计	149,137.91	150,235.43	134,255.25	115,333.38
资产总计	385,464.41	370,650.83	298,319.26	244,885.76
短期借款	66,724.00	46,824.00	52,295.23	63,438.00
应付票据	49,488.99	55,324.01	15,123.09	15,670.74
应付账款	50,372.21	50,963.37	33,104.27	21,123.88
预收款项	1,830.27	5,059.60	630.65	332.40
应付职工薪酬	919.02	863.25	792.35	515.47
应交税费	2,941.80	3,399.83	2,534.14	2,355.96
应付利息	703.02	340.09	298.01	274.73
其他应付款	5,982.81	6,273.30	2,621.40	1,460.03
一年内到期的非流动负债	-	-	-	488.32
流动负债合计	178,962.11	169,047.43	107,399.13	105,659.54
长期借款	-	-	-	43.49
应付债券	29,930.04	29,903.72	29,793.21	29,697.34
长期应付款	-	-	-	466.56
预计负债	-	-	-	144.06
递延收益-非流动负债	646.97	649.50	46.93	52.79

非流动负债合计	30,577.01	30,553.23	29,840.14	30,404.23
负债合计	209,539.12	199,600.66	137,239.27	136,063.78
实收资本(或股本)	104,297.23	104,297.23	37,249.01	34,750.40
资本公积金	1,119.65	1,069.65	68,337.78	27,803.40
盈余公积金	3,856.47	3,821.24	3,089.73	2,398.96
未分配利润	57,001.87	53,973.75	48,136.52	41,078.33
归属于母公司所有者权益合计	166,275.23	163,161.88	156,813.04	106,031.08
少数股东权益	9,650.06	7,888.29	4,266.95	2,790.91
所有者权益合计	175,925.29	171,050.17	161,079.99	108,821.99
负债和所有者权益总计	385,464.41	370,650.83	298,319.26	244,885.76

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度财务报表，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017 年 3 月	2016 年	2015 年	2014 年
一、营业总收入	114,830.87	354,237.31	285,247.40	271,647.44
营业收入	114,830.87	354,237.31	285,247.40	271,647.44
二、营业总成本	109,864.45	341,843.07	270,103.91	255,266.33
营业成本	97,027.96	294,085.66	228,991.35	215,537.13
税金及附加	735.64	2,449.28	1,478.30	1,497.12
销售费用	5,775.25	19,737.87	18,738.31	17,463.44
管理费用	5,201.30	19,035.18	15,700.45	14,925.73
财务费用	954.58	4,835.39	4,735.63	5,889.83
资产减值损失	169.72	1,699.69	459.88	-46.93
投资收益	21.86	269.97	213.61	-137.12
三、营业利润	4,988.28	12,664.21	15,357.10	16,243.99
加：营业外收入	348.90	4,184.86	1,047.13	1,170.01
减：营业外支出	236.29	1,142.81	415.37	499.00
四、利润总额	5,100.89	15,706.25	15,988.87	16,915.00
减：所得税	1,179.76	3,212.56	3,673.96	3,726.25
五、净利润	3,921.13	12,493.70	12,314.91	13,188.75

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度财务报表，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014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	76,251.82	284,326.32	206,246.65	184,321.25
收到的税费返还	329.33	634.47	657.15	23.62
收到其他与经营活动有关的现金	1,394.86	7,836.80	6,810.93	6,171.25
经营活动现金流入小计	77,976.02	292,797.58	213,714.73	190,516.12
购买商品、接受劳务支付的现金	79,836.25	176,301.72	130,587.54	92,077.78
支付给职工以及为职工支付的现金	9,873.77	38,439.76	35,854.42	35,141.01
支付的各项税费	5,659.37	17,765.92	19,151.03	17,716.95
支付其他与经营活动有关的现金	4,484.32	21,164.89	12,091.21	13,591.34
经营活动现金流出小计	99,853.71	253,672.29	197,684.20	158,527.09
经营活动产生的现金流量净额	-21,877.69	39,125.29	16,030.53	31,989.04
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	68.32	4,835.00	-	-
取得投资收益收到的现金	174.58	349.30	165.54	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	72.16	7,009.74	841.95	260.35
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	86.22	850.00	-	-
收到其他与投资活动有关的现金	-	-	-	89.66
投资活动现金流入小计	401.27	13,044.05	1,007.49	350.02
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	2,253.92	10,809.95	24,878.68	16,930.92
投资支付的现金	-	11,800.00	2,230.00	6,215.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	8,419.53	78.82	2,664.65
支付其他与投资活动有关的现金	-	-	-	0.16
投资活动现金流出小计	2,253.92	31,029.48	27,187.51	25,810.73
投资活动产生的现金流量净额	-1,852.64	-17,985.44	-26,180.02	-25,460.71
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	1,100.00	225.00	44,285.00	90.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	-	225.00	1,085.00	90.00
取得借款收到的现金	33,847.00	77,389.44	73,831.23	63,088.00
筹资活动现金流入小计	34,947.00	77,614.44	118,116.23	63,178.00
偿还债务支付的现金	13,947.00	87,848.89	85,183.00	57,645.69
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	699.72	9,073.37	8,976.25	7,902.77

其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	-	-	450.00	450.00
支付其他与筹资活动有关的现金	9.01	37.75	935.71	400.77
筹资活动现金流出小计	14,655.73	96,960.01	95,094.96	65,949.24
筹资活动产生的现金流量净额	20,291.27	-19,345.57	23,021.27	-2,771.24
四、汇率变动对现金的影响	-19.78	27.93	143.50	10.22
五、现金及现金等价物净增加额	-3,458.84	1,822.21	13,015.28	3,767.30
期初现金及现金等价物余额	30,722.32	28,900.10	15,884.83	12,117.52
六、期末现金及现金等价物余额	27,263.47	30,722.32	28,900.10	15,884.83

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度财务报表，鹏元整理

附录三-2 现金流量表补充资料 （单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
净利润	12,493.70	12,314.91	13,188.75
加：资产减值准备	1,699.69	459.88	-46.93
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	9,721.34	8,493.56	7,807.26
无形资产摊销	671.35	435.74	357.73
长期待摊费用摊销	126.32	60.65	43.43
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-758.26	-150.77	16.86
财务费用	4,448.47	5,337.80	5,901.52
投资损失	-269.97	-213.61	137.12
递延所得税资产减少	-1,464.09	-324.88	-68.99
存货的减少	-25,527.07	-9,432.62	-696.27
经营性应收项目的减少	-23,392.71	-12,495.23	-689.99
经营性应付项目的增加	61,376.52	11,545.10	6,038.54
间接法-经营活动产生的现金流量净额	39,125.29	16,030.53	31,989.04
现金的期末余额	30,722.32	28,900.10	15,884.83
减：现金的期初余额	28,900.10	15,884.83	12,117.52
现金及现金等价物净增加额	1,822.21	13,015.28	3,767.30

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
资产负债率	54.36%	53.85%	46.00%	55.56%
流动比率	1.32	1.30	1.53	1.23
速动比率	0.91	0.88	1.09	0.87
有息债务（万元）	146,143.03	132,051.73	97,211.53	109,337.89
综合毛利率	15.50%	16.98%	19.72%	20.66%
总资产回报率	-	6.03%	7.90%	9.80%
EBITDA（万元）	-	30,673.73	30,460.11	31,035.16
EBITDA 利息保障倍数	-	6.90	5.56	5.25

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度财务报表，鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	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	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
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	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
非付现费用	资产减值准备 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 公允价值变动损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产减少 + 递延所得税负债增加
FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 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 + 应付票据 + 1 年内到期的长期有息债务 + 长期借款 + 应付债券

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。