

河南银鸽实业投资股份有限公司

2010 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  
人员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  
信用等级的变化情况。

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  
【69】号 01

增信方式：  
保证担保  
担保主体：  
漯河银鸽实业集团有限  
公司

债券剩余规模：  
9,237.40 万元

债券到期日期：  
2017 年 12 月 22 日

债券偿还方式：  
到期一次性偿还，并附  
债券存续期第 5 年末投  
资者回售选择权

分析师

姓名：  
李君臣 王贞姬

电话：  
010-66216006

邮箱：  
lijch@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信  
评估有限公司造纸企业  
主体长期信用评级方  
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

## 河南银鸽实业投资股份有限公司 2010 年公司债券 2017 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次跟踪评级结果
本期债券信用等级	BBB+	BBB+
发行主体长期信用等级	BBB+	BBB+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2017 年 05 月 15 日	2016 年 04 月 26 日

### 评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对河南银鸽实业投资股份有限公司（股票代码：600069，以下简称“银鸽投资”或“公司”）及其 2010 年发行的 7.5 亿元公司债券（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 BBB+，发行主体长期信用等级维持为 BBB+，评级展望维持为稳定，同时将公司主体长期信用等级和本期债券信用等级移出信用评级观察名单。该评级结果是考虑到 2016 年公司机制纸（生活纸、包装纸及文化纸统称）产能保持稳定，产能利用情况尚可；生活纸及包装纸经营较为稳定，且公司获得一定规模的税收优惠。同时我们也关注到公司间接控股股东及实际控制人发生变更，公司生活纸品牌知名度较低，造纸业务盈利能力仍较弱，公司项目技改后能否如期收回投资较不确定，公司资产流动性较弱且计提减值损失较多，公司经营持续亏损，仍面临较大的有息债务偿还压力等风险因素。

### 正面：

- 2016 年公司机制纸产能保持稳定，整体产能利用情况尚可。截至 2016 年底，公司共有 4 个生产基地，分别主要生产包装纸、生活纸及文化纸，近两年公司包装纸生产线持续满负荷运行；2016 年生活纸产能利用率为 77.94%，同比提升 0.97 个百分点，文化纸产能利用率为 88.67%，同比提升 9.83 个百分点。
- 公司生活纸及包装纸经营较为稳定。2016 年公司生活纸及包装纸产量分别为 12.86 万吨、35.06 万吨，包装纸继续满负荷生产；销量分别为 13.29 万吨、36.13 万吨，销售收入分别为 88,574.59 万元、83,947.22 万元，同比分别增长 0.65%、3.21%。

- **公司获得一定规模的税收优惠。**公司利用废纸再生产符合国家扶持政策，2016 年公司获得 4,034.77 万元废纸综合利用增值税即征即退款，在一定程度上补充了公司利润。

## 关注：

- **公司间接控股股东及实际控制人发生变更，股东背景及股东实力有所减弱；同时管理层人员变动较大，对公司经营带来不确定性影响。**截至 2017 年 5 月 9 日，河南能源化工集团有限公司（以下简称“河南能源集团”）已将公司控股股东漯河银鸽实业集团有限公司（以下简称“漯河银鸽集团”）100%股权转让给深圳市鳌迎投资管理有限公司（以下简称“鳌迎投资”），且已完成工商变更登记，鳌迎投资通过漯河银鸽集团间接持有公司 47.35% 股权，成为公司间接控股股东，孟平成为公司实际控制人，公司由国有控股变为民营控股。同时公司董事长、董事会秘书、监事会主席以及其他部分董事高级管理人员均已离职，给公司经营带来不确定性影响。
- **公司生活纸品牌知名度较低，市场推广力度较弱。**目前公司生活纸以自有品牌实现的销售收入规模不大，近年来主营业务持续亏损，公司市场推广力度较弱，2015 年及 2016 年广告宣传费仅分别为 962.86 万元、532.65 万元。
- **项目升级改造投资规模较大，未来能否如期收回投资较不确定。**3 万吨/年竹纤维及 5 万吨/年竹浆项目已于 2016 年 8 月技改完成，截至 2016 年底该项目技改累计总投资 60,053.72 万元，技改主要目的在于生产竹溶解浆，但 2016 年 8 月技改完成以来公司仅生产竹溶解浆 0.44 万吨，试生产的竹溶解浆销售均价为 3,514 元/吨，近年来竹溶解浆市场价格呈下行趋势（目前醋酸纤维级竹溶解浆市场价格在 7,000 元/吨左右，而可研报告当时测算价格为 12,500 元/吨），未来该项目投资能否如期收回存在较大的不确定性。
- **公司资产规模有所减少，且以固定资产为主，部分资产受限，需关注公司资产质量。**截至 2016 年底，公司总资产为 465,837.69 万元，同比减少 8.22%。其中固定资产账面金额为 246,659.83 万元，占总资产的比重为 52.95%，同时公司受限资产占总资产的比重达 17.71%。同时公司计提资产减值损失 12,669.17 万元，且公司技改投资规模较大，技改投资能否回收较不确定，未来需关注公司资产质量。
- **公司主营业务收入大幅下滑，盈利能力较弱，期间费用率提升，且计提资产减值**

损失较多，公司营业利润亏损同比有所扩大，未来仍面临较大的经营亏损压力。

2016 年公司实现主营业务收入 231,638.37 万元，同比大幅下滑 17.32%，主营业务毛利率为 6.73%，期间费用率同比增长 3.44 个百分点达到 17.07%，同时公司计提资产减值损失 12,669.17 万元，导致公司营业利润亏损 37,305.30 万元。2017 年 1 季度公司营业利润仍处于亏损状态，亏损 4,700.61 万元。

- **公司有息债务规模仍较大，面临较大的集中偿付压力。**截至 2016 年底，公司资产负债率为 57.76%，有息债务规模为 221,641.44 万元，占负债总额的比重为 76.69%，公司有息债务规模仍较大，且集中在 2017-2018 年到期，考虑到 EBITDA 亏损且部分资产使用受限，公司面临较大的短期偿债压力。

#### 主要财务指标：

项目	2017 年 3 月	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	465,396.77	465,837.69	507,552.61	556,378.86
归属于母公司所有者权益（万元）	199,222.46	202,107.93	242,045.57	87,964.30
有息债务（万元）	208,116.32	221,641.44	219,067.38	389,449.19
资产负债率	58.56%	57.76%	52.69%	84.05%
流动比率	0.89	1.01	1.05	0.54
速动比率	0.74	0.84	0.88	0.43
营业收入（万元）	63,067.97	234,288.40	282,023.84	300,524.27
营业利润（万元）	-4,700.61	-37,305.30	-30,814.59	-92,904.44
营业外收入（万元）	1,014.62	4,551.67	41,101.97	3,034.17
利润总额（万元）	-3,918.31	-33,206.90	9,170.17	-90,766.87
综合毛利率	8.22%	7.35%	5.12%	5.34%
总资产回报率	-	-4.93%	4.76%	-11.44%
经营活动现金流净额（万元）	850.05	34,297.29	8,465.29	-263.24
EBITDA（万元）	-	-6,411.85	43,280.41	-43,669.22
EBITDA 利息保障倍数	-	-0.55	2.49	-1.68

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

## 一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证监会证监（许可）【2010】817号文件核准，公司于2010年12月发行公司债券募集资金总额人民币7.5亿元，债券票面年利率为7.09%。

本期债券起息日为2010年12月22日，按年计息，每年付息一次，即2011年至2017年每年的12月22日付息。2015年12月22日，投资者回售65,762.60万元，同时公司将本期债券票面利率上调至8.09%。截至2016年底，本期债券剩余规模为9,237.40万元，募集资金已经使用完毕。

## 二、发行主体概况

2016年公司注册资本、控股股东、实际控制人及纳入合并报表子公司未发生变化。2016年5月25日公司发布公告称公司间接控股股东河南能源集团拟转让所持公司控股股东漯河银鸽集团100%股权。2016年11月5日，鳌迎投资通过公开竞拍成为漯河银鸽集团100%股权拟受让方，河南能源集团于2016年11月9日与鳌迎投资签订了《股权转让协议》。截至2017年5月9日，上述股权转让事宜及工商变更登记已完成，漯河银鸽集团仍为公司控股股东，鳌迎投资通过持有漯河银鸽集团100%股权，间接持有银鸽投资591,438,503股股份，占公司总股本的47.35%，成为公司的间接控股股东，孟平成为公司实际控制人。

**表1 公司产权及控制关系变动情况（单位：万元）**

项目	变动前	变动后
直接控股股东	漯河银鸽实业集团有限公司	漯河银鸽实业集团有限公司
直接控股股东持股比例	47.35%	47.35%
间接控股股东	河南能源化工集团有限公司	深圳市鳌迎投资管理有限公司
实际控制人	河南省人民政府国有资产监督管理委员会	孟平

资料来源：公司公告

截至2016年12月31日，公司总资产为465,837.69万元，归属于母公司所有者权益为202,107.93万元，资产负债率为57.76%。2016年公司实现营业收入234,288.40万元，利润总额亏损33,206.90万元，经营活动现金净流入34,297.29万元。

截至2017年3月底，公司总资产为465,396.77万元，归属于母公司所有者权益为199,222.46万元，资产负债率为58.56%。2017年1-3月公司实现营业收入63,067.97万元，利润总额亏损3,918.31万元，经营活动现金净流入850.05万元。

### 三、运营环境

随着淘汰落后产能及节能减排政策出台，造纸行业环保门槛不断提高，不符合环保要求的造纸企业将被逐步淘汰，未来行业分化将加大

作为传统意义上的重污染行业，造纸行业是除化工以外的第二大废水排放源行业，每年的废水排放量占全国工业废水排放量 15% 以上。造纸行业高能耗的粗放型生产模式和废水排放等问题，都是环保工作重点监控和治理的对象。在政策层面，国家多次提高造纸行业的排放标准，并不断出台新的政策和措施，大力推进造纸行业结构调整和清洁生产。2011 年 12 月 30 日，国家发展改革委、工业和信息化部与国家林业局联合公布的造纸工业发展“十二五”规划，明确规定了我国未来五年造纸行业的淘汰落后产能和节能减排的目标。规划提出未来五年将约束性淘汰落后产能 1,000 万吨以上，并对生产综合能耗、取水量、氨氮排放总量等指标制定了约束性的要求。近年来淘汰落后产能任务完成量一直高于任务下达量，主要有两方面的原因：一是在行业环保政策趋严的情况下，很多中小规模造纸企业因不能达到相关要求而被直接关停；二是造纸行业毛利率相对较低，在人工成本和环保成本等多重生产要素价格不断上涨的情况下，中小造纸企业生存日益艰难。目前，我国造纸行业小型企业居多，按照我国大、中、小型企业划分标准，2015 年在 2,791 家规模以上造纸生产企业中，大中型造纸企业 517 家占 18.52%，小型企业 2,274 家占 81.48%，不符合环保要求的小企业将逐步被淘汰。

**表2 近年造纸行业淘汰落后产能情况（单位：万吨）**

指标名称	2015 年	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年	2010 年
淘汰落后产能： 任务完成量	167.00	479.03	831.00	1,057.00	831.07	539.16
淘汰落后产能： 任务下达量	-	265.00	455.00	970.00	744.50	431.95

注：2016 年数据无法取得

数据来源：wind 资讯

总之，大型纸企凭借其在技术、设备和资金等方面的优势，在竞争中处于有利地位。落后产能淘汰和环保限产带来了行业集中度的提升，规模企业提价的空间更大，能够充分享受本轮涨价红利，而不符合环保要求的中小企业将逐渐被淘汰。

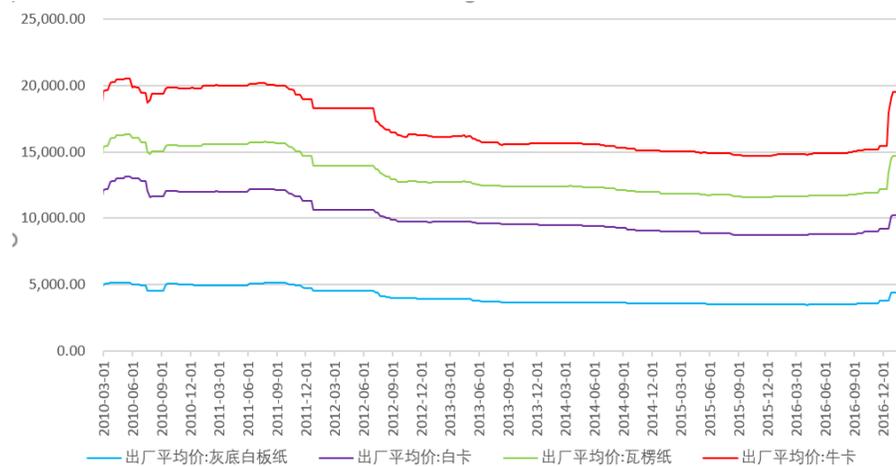
**2016 年由于造纸行业原材料价格向上波动，纸制品价格提升，同时由于产成品库存减少以及下游需求稳健增长，带来行业利润率回升，行业景气度改善**

根据中国造纸协会发布的《中国造纸工业 2015 年度报告》，2015 年全国纸浆消耗总量 9,731 万吨，同比增长 2.60%。其中木浆 2,713 万吨，占纸浆消耗总量 28%（进口木浆

占 18%、国产木浆占 10%)；废纸浆 6,338 万吨，占纸浆消耗总量 65%（进口废纸浆占 25%、国产废纸浆占 40%）；非木浆 680 万吨，占纸浆消耗总量 7%。

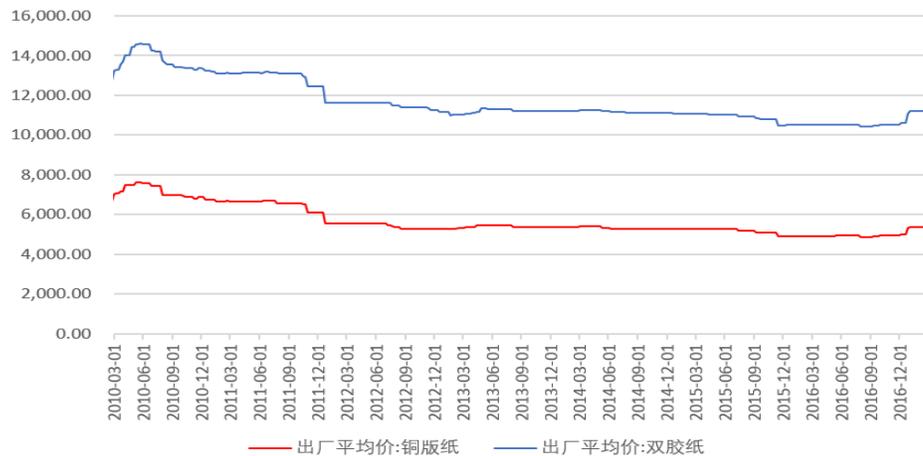
2010 年-2016 年 2 月，受宏观经济下行影响，下游需求不足，加之新增产能的投入，导致主要纸种出厂价大幅下跌，行业整体盈利空间收窄，造纸行业销售利润率由 2010 年 2 月的 5.57% 下降至 2016 年 2 月的 4.22%。受淘汰落后产能政策的影响，2016 年 3 月造纸行业产成品库存开始持续减少，而造纸行业下游需求基本保持稳健增长，同时其主要原材料废纸和木浆价格上涨，落后产能的逐步淘汰、真实需求的叠加以及原材料价格的上涨带动纸制品价格增长，行业盈利能力回升，2016 年 12 月末行业销售利润率增至 5.75%，造纸行业景气度上升。

图 1 近年来国内主要包装纸平均出厂价格（单位：元/吨）



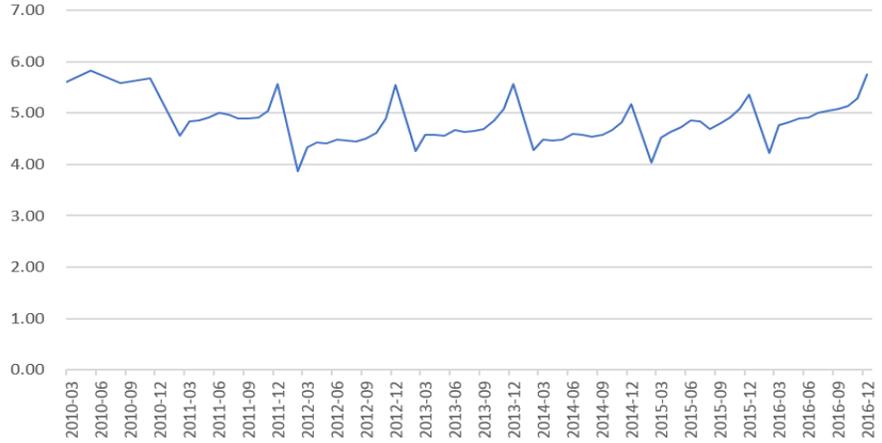
数据来源：wind 资讯，鹏元整理

图 2 近年国内文化用纸平均出厂价格（单位：元/吨）



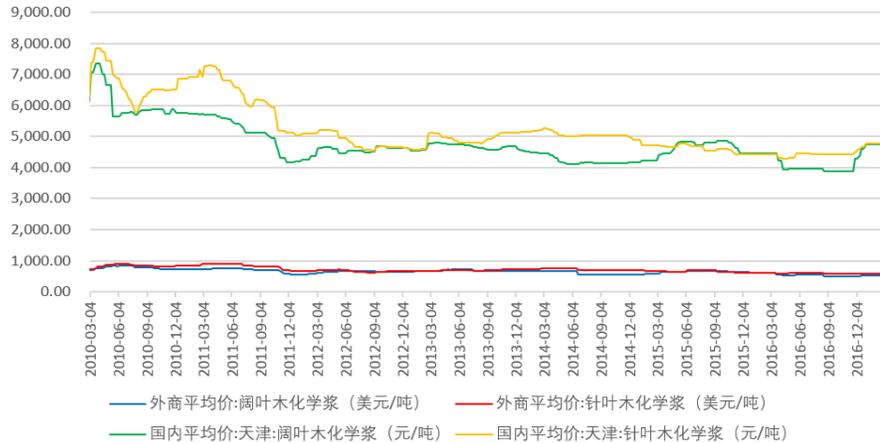
数据来源：wind 资讯，鹏元整理

图3 近年造纸及纸制品业销售利润率情况 (%)



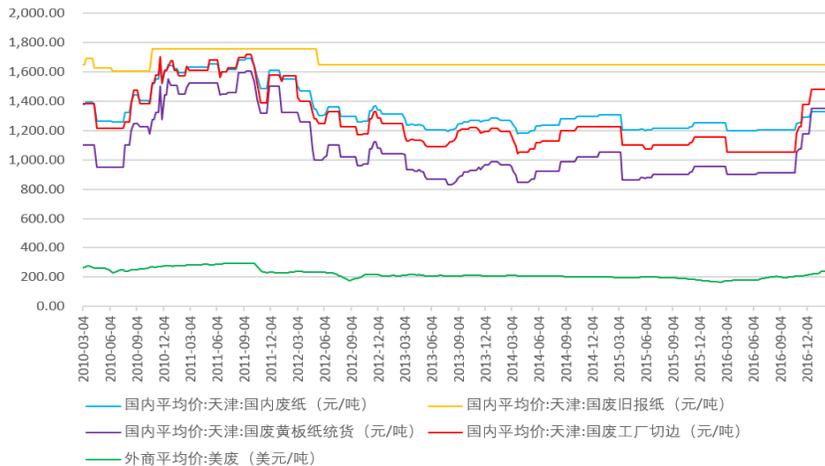
数据来源: wind 资讯, 鹏元整理

图4 国内外纸浆平均价格 (元/吨)



数据来源: wind 资讯, 鹏元整理

图5 国内外废纸平均价格



数据来源: wind 资讯, 鹏元整理

## 四、经营与竞争

2016 年公司实现营业总收入 234,288.40 万元，其中机制纸实现销售收入 224,532.91 万元，同比减少 2.15%，贸易业务实现收入 7,105.46 万元，同比大幅减少 85.97%。分产品看，2016 年公司生活纸营收规模及毛利率同比变化不大；包装纸售价提高营收同比增长 3.21%，但因原材料成本上升毛利率变化不大；公司文化纸销售因技改调试期间实现收入冲减在建工程成本<sup>1</sup>，导致收入同比减少，但因 2015 年低价清理库存后 2016 年售价恢复正常，且文化纸主要原材料价格下降，同时公司加强生产管理，文化纸毛利率同比提升 3.68 个百分点。公司贸易业务因毛利率较低，2016 年公司进行调整，减少贸易量使收入大幅下滑。整体来看，2016 年公司营业收入同比大幅减少 16.93%，公司各项业务毛利率均出现不同程度提高，带动公司综合毛利率同比提升 2.23 个百分点至 7.35%，但公司综合毛利率仍维持在较低水平，主营业务盈利能力较弱。

**表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2016 年		2015 年		收入同 比增减	毛利率 同比增减
	收入	毛利率	收入	毛利率		
生活纸	88,574.59	5.80%	87,999.37	5.31%	0.65%	增加 0.49 个百分点
包装纸	83,947.22	9.93%	81,332.42	9.52%	3.21%	增加 0.41 个百分点
文化纸	52,011.09	3.21%	60,128.02	-0.47%	-13.50%	增加 3.68 个百分点
贸易	7,105.46	6.36%	50,637.73	1.23%	-85.97%	增加 5.12 个百分点
生态肥	-	-	51.78	-0.81%	-	-
<b>主营业务 合计</b>	<b>231,638.37</b>	<b>6.73%</b>	<b>280,149.32</b>	<b>4.55%</b>	<b>-17.32%</b>	<b>增加 2.18 个百分点</b>
其他业务	2,650.03	60.97%	1,874.52	89.26%	41.37%	降低 28.29 个百分点
<b>合计</b>	<b>234,288.40</b>	<b>7.35%</b>	<b>282,023.84</b>	<b>5.12%</b>	<b>-16.93%</b>	<b>增加 2.23 个百分点</b>

注：文化纸包含特种纸和竹浆纸  
 资料来源：公司提供，鹏元整理

**2016 年公司机制纸产能保持稳定，生活纸及文化纸产能利用率有所提升，整体产能利用情况尚可**

截至 2016 年底，公司共有 4 个生产基地—第二生产基地（以下简称“二基地”）、第三生产基地（以下简称“三基地”）、第六生产基地（以下简称“六基地”）以及四川银鸽竹浆纸业有限公司（以下简称“五基地”），公司第一生产基地及舞阳县第四生产基地均早已停产处置。公司二基地主要生产包装纸及特种纸，2016 年公司包装纸产能设计仍为 35.00

<sup>1</sup> 根据《企业会计制度》第三十一条规定，企业的在建工程项目在达到预定可使用状态前所取得的试运转过程中形成的、能够对外销售的产品，其发生的成本，计入在建工程成本，销售或转为库存商品时，按实际销售收入或按预计售价冲减工程成本。

万吨；公司三基地及六基地主要生产生活纸，2016 年公司生活纸设计产能仍为 16.50 万吨；公司五基地主要生产文化纸--竹浆纸，2016 年文化纸设计产能仍为 12.00 万吨。从产能利用率来看，近两年公司包装纸生产线持续满负荷运行；2016 年生活纸产能利用率为 77.94%，同比提升 0.97 个百分点，文化纸产能利用率为 88.67%，同比提升 9.83 个百分点，2016 年公司生活纸及文化纸产能利用率有所提升，但仍未能完全释放。

2016 年公司机制纸整体生产量为 58.55 万吨，同比增长 0.24%；销售量为 60.04 万吨，同比减少 0.28%；库存量为 1.42 万吨，同比减少 55.73%，机制纸库存同比大幅减少主要系公司检修由年后提前至年前，同时下游客户增加采购所致。

**2016 年公司生活纸经营同比变化不大，但盈利水平仍欠佳，且近年来公司营销推广工作力度较小，生活纸品牌知名度较低**

公司生活纸主要由三基地和六基地进行生产，公司生活纸生产的系列产品有原纸、卷纸、抽纸、包纸等。2016 年生活纸产能仍为 16.50 万吨，公司生活纸实现产量 12.86 万吨，同比增长 1.26%；因公司生活纸品牌知名度较低，公司为稳定市场销量，实行降价促销策略，2016 年公司生活纸实现销量 13.29 万吨，同比增长 4.56%；销量增长带动公司生活纸销售收入同比增长 0.65% 达到 88,574.59 万元，生活纸销售收入占机制纸收入的比重由 2015 年的 38.35% 提高至 39.45%。公司生活纸业务收入主要来源于以下方面：一是销售原纸，销售对象主要为其他纸产品加工及贸易商，2016 年公司生活纸原纸销量为 9.46 万吨，实现销售收入 58,987.50 万元，销售原纸毛利率为 4.81%。二是以自有品牌面向终端销售成品，公司以自有品牌生产的成品有卷纸、抽纸、包纸等，2016 年公司自有品牌生活纸成品面向终端销售 3.71 万吨，实现销售收入 28,012.07 万元，毛利率为 8.23%；另有湿巾销售收入 96.62 万元、纸尿裤销售收入 716.56 万元。三是通过代加工的形式生产面向终端的成品纸，2016 年公司代加工生产成品纸 0.11 万吨，实现收入 761.84 万元，毛利率为 -1.12%。

**表4 公司生活纸产销情况**

项目	2016 年	2015 年	同比变动
产能（万吨）	16.50	16.50	0.00%
产量（万吨）	12.86	12.70	1.26%
销量（万吨）	13.29	12.71	4.56%
销售均价（元/吨）	6,604.14	6,864.23	-3.79%

资料来源：公司提供

**表5 2016年公司生活纸销售明细（单位：万吨，万元）**

项目	产量	销量	收入	毛利率
原纸	9.17	9.46	58,987.50	4.81%
自有品牌成品纸	3.57	3.71	28,012.07	8.23%

代加工成品纸	0.11	0.11	761.84	-1.12%
<b>合计</b>	<b>12.86</b>	<b>13.29</b>	<b>87,761.41</b>	<b>5.85%</b>

注：公司另有湿巾收入 96.62 万元、纸尿裤收入 716.56 万元，合计与生活纸销售总收入一致，因上表中的产量及销量的单位均为万吨，而尿裤、湿巾的单位是万片，故公司统计时未将其收入加入上表。

资料来源：公司提供

**表6 公司生活纸原纸前五大销售客户（单位：万元）**

项目	金额	销售占比
深圳市鑫晋纸业有限公司	9,020.70	15.29%
深圳市咏晖纸业有限公司	3,675.78	6.23%
湖北鑫隆聚源纸业有限公司	2,902.55	4.92%
安丘市翔宇包装彩印有限公司	2,808.98	4.76%
杭州炜佳纸张有限公司	2,681.59	4.55%
<b>合计</b>	<b>21,089.60</b>	<b>35.75%</b>

资料来源：公司提供

销售价格方面，2016 年因木浆价格下降，公司生活纸销售单价同比下降 3.79%，平均销售单价由 2015 年的 6,864.23 元/吨下降至 2016 年的 6,604.14 元/吨。公司生活纸销售单价下降，但毛利率却同比提升 0.49 个百分点，主要系原材料价格降幅高于售价降幅，原材料价格降低同时产量的提升使得产品单位成本也有所下降所致。

**表7 公司六基地造纸原材料价格变动情况**

采购商品名称	单位	2016 年采购均价	2015 年采购均价	同比变动
乌针叶浆	元/吨	3,909.85	4,073.76	-4.02%
银星针叶	元/吨	4,094.04	4,082.41	0.28%
月亮针叶	元/吨	4,031.51	4,250.36	-5.15%
森博阔叶	元/吨	3,587.94	4,000.04	-10.30%
凯利浦针叶浆	元/吨	3,987.87	4,053.56	-1.62%
剥缸剂	元/公斤	21.32	24.92	-14.45%
粘缸剂	元/公斤	15.70	18.35	-14.44%
煤	元/吨	364.44	321.12	13.49%
天然气	元/立方米	2.50	3.03	-17.49%

注：采购均价为不含税价格

资料来源：公司提供

生活用纸作为快速消费品中的一个生活必需品，其属性决定了它在市场上具有刚性需求。未来随着人民生活水平的提高，市场需求有望持续增长。根据公司的发展战略及鳌迎投资的预期，公司将大力开拓生活纸市场，但目前公司生活纸业务尚处于市场开拓阶段，近年来公司主营业务持续亏损，受制于资金问题，公司市场推广力度较弱，2015 年及 2016 年广告宣传费仅分别为 962.86 万元、532.65 万元，未来在该领域建立相关品牌和渠道需大规模资金投入及时间积累。

公司包装纸继续满负荷生产，销售收入同比有所增长，受益于市场需求增加，近年来包装纸经营稳中有升

公司包装纸主要由二基地进行生产，2016年公司包装纸产能仍为35.00万吨，产量为35.06万吨，2016年杭州召开G20峰会公司停产6天（停产期间为2016年8月31日至2016年9月5日），但2016年包装纸仍满负荷生产。2016年包装纸销量为36.13万吨，销量同比变化不大，但因原材料价格上涨生产成本攀升，同时电商发展包装纸需求提升，以及环保加压包装纸供应量减少，综合使得包装纸售价有所增长，2016年公司包装纸销售均价同比提升3.69%达到2,323.36元/吨，公司包装纸实现收入83,947.22万元，销售收入同比增长3.21个百分点，但因主要原料国内废纸、原煤价格同比增长较多，生产成本增加，销售价格提升的同时，包装纸毛利率却同比变化不大。

**表8 公司包装纸产销情况**

项目	2016年	2015年	同比变动
产能（万吨）	35.00	35.00	0.00%
产量（万吨）	35.06	36.25	-3.28%
销量（万吨）	36.13	36.30	-0.47%
销售均价（元/吨）	2,323.36	2,240.59	3.69%

资料来源：公司提供

**表9 公司二基地造纸原材料价格变动情况（单位：元/吨）**

采购商品名称	2016年采购均价	2015年采购均价	同比变动
1#国废	1,234.07	1,146.66	7.62%
2#国废	1,156.34	1,065.11	8.57%
通货	1,115.01	972.38	14.67%
美废	1,443.35	1,465.26	-1.50%
原煤	310.08	253.85	22.15%
淀粉	2,065.60	2,160.49	-4.39%

注：采购均价为不含税价格

资料来源：公司提供

3万吨/年竹纤维及5万吨/年竹浆项目技改完成，但考虑到技改投资规模较大且拟生产相关产品市场价格降幅较大，技改后能否收回投资较不确定；2016年包含竹浆纸及特种纸在内的文化纸毛利率增加，盈利能力略有提升

公司子公司四川银鸽竹浆纸业有限公司3万吨/年竹纤维及5万吨/年竹浆生产线近年主要用于生产竹浆，公司于2015年启动该生产线技改工作，但技改期间该生产线仍正常运行，对竹浆产量影响较小。公司生产的竹浆全部用于内部制造竹浆纸，2016年公司竹浆产能为5.00万吨，竹浆产量为3.78万吨，产量同比减少4.55%，产能利用率由上年的

79.2%降至 75.6%；公司竹浆纸产能为 5.00 万吨，2016 年产量为 5.39 万吨，产能利用率由上年的 99.6% 上升至 107.8%，竹浆纸销量同比增长 3.80% 达 5.19 万吨，竹浆纸销售单价却同比下降 10.69%。

**表10 公司竹浆及竹浆纸产销情况（单位：万吨、元/吨）**

项目	2016 年	2015 年
竹浆产能	5.00	5.00
竹浆产量	3.78	3.96
竹浆内部使用量	3.78	3.96
竹浆纸产能	5.00	5.00
竹浆纸产量	5.39	4.98
竹浆纸销量	5.19	5.00
竹浆纸销售均价	4,442.73	4,974.37

资料来源：公司提供

2016 年 8 月 3 万吨/年竹纤维及 5 万吨/年竹浆项目技改完成，截至 2016 年底技改累计已投资 60,053.72 万元，技改主要目的在于生产竹溶解浆<sup>2</sup>，当时拟技改后年生产竹溶解浆 5 万吨，细分产品有普通竹溶解浆、醋酸纤维级竹溶解浆，技改完成后该生产线既能生产竹纤维、竹浆，也能生产竹溶解浆。需要注意的是，2016 年 8 月技改完成以来公司仅生产竹溶解浆 0.44 万吨，试生产的竹溶解浆销售均价为 3,514 元/吨，近年来竹溶解浆市场价格呈下行趋势，且与技改前可研报告编制时预期价格存在较大差异（目前醋酸纤维级竹溶解浆市场价格在 7,000 元/吨左右，而可研报告编制时市场价格为 12,500 元/吨），目前公司竹溶解浆产量越大则亏损越多。因此，较大规模的技改投资能否如期收回存在较大的不确定性。

公司生产的文化纸除了竹浆纸，还包括特种纸，特种纸由子公司漯河银鸽特种纸有限公司（位于二基地内）生产。2016 年公司文化纸整体产量为 10.64 万吨，同比增长 12.47%（其中竹浆纸产量增长 8.23%，特种纸产量增长 17.19%）。2016 年公司文化纸实现销量 10.61 万吨，销量同比下降 4.24%，但因公司将 2016 年技改调试阶段生产的 1.28 万吨竹浆纸实现的收入冲减在建工程成本，该处理后，公司计入营业收入的销量减至 9.33 万吨，成为公司 2016 年文化纸营业收入减少最主要原因。2016 年公司文化纸毛利率同比提升 3.68 个百分点，主要系 2015 年低价清理库存后 2016 年售价恢复正常，且竹浆纸、特种纸主要原材料价格下降，单位生产成本同比减少，同时公司加强生产管理所致。

<sup>2</sup> 溶解浆主要用于生产粘胶纤维（替代棉花做纺织原料）、硝化纤维、醋酸纤维、纤维素醚、玻璃纸、羧甲基纤维素（CMC）、微晶纤维等产品。以棉短绒、木浆粕、竹浆粕为原料的再生纤维素纤维（即粘胶纤维），其优良的自然纤维性能深受消费者的喜爱，一直是高档服装的主要原料。

**表11 公司文化纸产销情况**

项目	2016年	2015年	同比变动
产能(万吨)	12.00	12.00	0.00%
产量(万吨)	10.64	9.46	12.47%
销量(万吨)	10.61	11.08	-4.24%
销售单均(元/吨)	5,571.82	5,424.43	2.72%

资料来源：公司提供

**表12 公司五基地及特种纸原材料价格变动情况(单位：元/吨)**

采购商品名称	2016年采购均价	2015年采购均价	同比变动
竹子	951.08	1,013.15	-6.13%
液碱	2,370.23	1,906.88	24.30%
阳离子淀粉	3,716.17	3,851.46	-3.51%
表面施胶淀粉	3,333.33	3,624.99	-8.05%
森博相思阔叶浆	3,475.26	4,057.25	-14.34%
银星针叶浆	3,945.62	3,877.05	1.77%
间隔剂	4,170.89	4,219.18	-1.14%
聚乙烯醇	7,903.35	10,521.37	-24.88%

注：采购均价为不含税价格

资料来源：公司提供

公司贸易业务盈利能力较差，2016年公司调整贸易业务发展策略，适时缩小贸易业务量，导致贸易业务收入大幅减少

公司贸易业务由银鸽工贸负责运营，2016年贸易产品包括文化纸、钼铁、淀粉、木浆等，以文化纸为主，2016年公司实现贸易业务收入7,105.46万元，同比下降85.97%，占公司当年主营业务收入的比重由上年的18.08%下降为3.07%，公司贸易业务大幅减少，主要系该项业务毛利率较低，公司适时调整贸易业务，减少贸易量所致。

**表13 公司贸易产品情况(单位：万元)**

2016年			2015年		
贸易产品	销售收入	销售额占比	贸易产品	销售收入	销售额占比
文化纸	3,795.68	53.42%	煤	9,101.22	17.97%
钼铁	982.91	13.83%	聚乙/丙烯	8,500.00	16.79%
淀粉	734.02	10.33%	阔叶浆板	6,335.43	12.51%
木浆	834.93	11.75%	聚乙烯树脂	5,970.08	11.79%
其他	757.92	10.67%	其他	20,731.00	40.94%
合计	7,105.46	100.00%	合计	50,637.73	100.00%

资料来源：公司提供

从公司贸易业务客户分布情况来看，客户仍主要为周边地区非关联企业，2016年前五大客户贸易额为3,744.20万元，占公司贸易板块营业收入的比重为52.69%，公司贸易

对象较为集中，若主要客户经营状况欠佳，贸易业务亦将受到较大影响。

表14 公司前五大贸易客户情况（单位：万元）

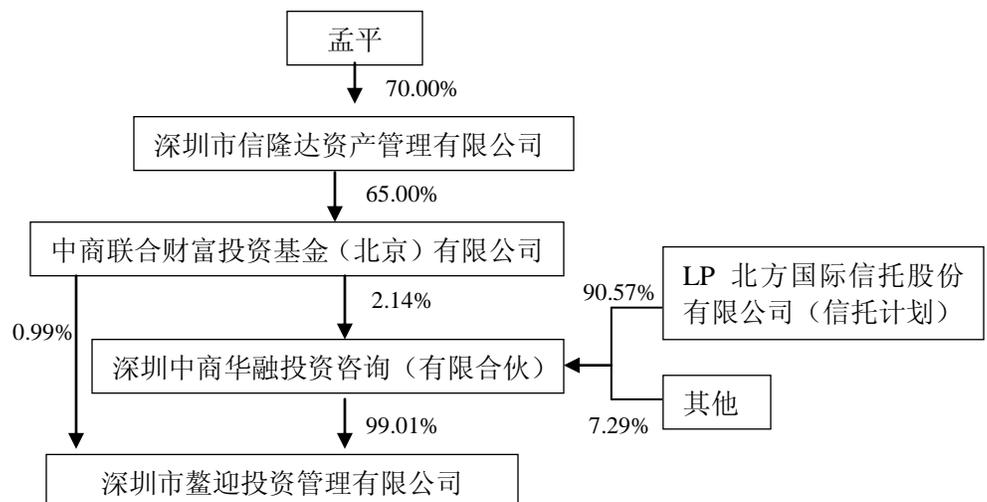
前五大客户	2016年		2015年	
	销售收入	销售额占比	销售收入	销售额占比
第一名	1,616.16	22.75%	11,450.00	22.61%
第二名	612.19	8.62%	5,957.66	11.77%
第三名	559.17	7.87%	4,274.19	8.44%
第四名	555.13	7.81%	3,374.47	6.66%
第五名	401.55	5.65%	3,371.71	6.66%
合计	3,744.20	52.69%	28,428.03	56.14%

资料来源：公司提供

公司间接控股股东及实际控制人发生变更，由国有控股转为民营控股，公司股东背景及股东实力有所减弱；同时管理层变动较大，给公司经营带来不确定性影响

2016年5月25日公司发布公告称公司间接控股股东河南能源集团拟转让所持公司控股股东漯河银鸽集团100%股权。2016年11月5日，鳌迎投资通过公开竞拍成为漯河银鸽集团100%股权拟受让方，河南能源集团于2016年11月9日与鳌迎投资签订了《股权转让协议》。本次股权转让所需资金315,800.00万元，其中鳌迎投资自有资金10,000.00万元，自筹资金305,800.00万元，自筹资金全部通过向其控股股东深圳中商华融投资咨询（有限合伙）借款取得。截至2017年5月09日，上述股权转让事宜及工商变更登记已完成，漯河银鸽集团仍为公司控股股东，鳌迎投资通过持有漯河银鸽集团100%股权控制银鸽投资591,438,503股股份，占公司总股本的47.35%，成为公司的间接控股股东，孟平成为公司实际控制人。

图6 截至2016年12月2日鳌迎投资股权关系图



资料来源：银鸽投资公告

鳌迎投资成立于 2010 年 7 月 16 日，初始注册资本为 1,100.00 万元，2016 年 10 月 12 日鳌迎投资控股股东由王礼伦变更为深圳中商华融投资咨询（有限合伙）（以下简称“中商华融”），截至 2016 年底，鳌迎投资注册资本增至 10,100.00 万元，控股股东为中商华融，实际控制人为孟平，中商华融直接持有鳌迎投资 99.01% 股权。2016 年 11 月 9 日，中商华融原合伙人中商联合财富投资基金（北京）有限公司（以下简称“中商基金”）、LP 华融晟远北京投资有限公司、顾琦、吴明祥、苏维娜与 LP 北方国际信托股份有限公司（信托计划）（以下简称“北方国际”）共同签署了《合伙协议》，中商华融注册资本 350,000.00 万元，其中北方国际认缴出资额 317,000.00 万元，持有中商华融合伙份额比例为 90.57%。合伙份额变化后，鳌迎投资股权结构未发生变化，控股股东仍为中商华融，中商华融普通合伙人未发生变化，仍为中商基金。根据《合伙企业法》及《合伙协议》，有限合伙企业普通合伙人中商基金为合伙企业的执行事务合伙人和管理人，负责管理合伙企业的投资运行事务，享有合伙企业管理人的权利，履行相应的合伙企业管理人义务；有限合伙人不执行合伙事务，不得对外代表合伙企业。本次合伙份额变化前后，中商基金作为鳌迎投资的间接控股股东地位未改变，孟平仍然是鳌迎投资实际控制人。

鳌迎投资主营业务为对外投资及汽车租赁，2013-2015 年鳌迎投资营业收入均为 21.15 万元，全部源于汽车租赁，净利润分别为 0.08 万元、0.42 万元和 49.56 万元，鳌迎投资营业收入及净利润规模较小。

同时公司实际控制人变更后，公司原主要管理人员变动较大。根据公司公告，截至 2017 年 5 月 9 日，公司董事长、董事会秘书、监事会主席以及其他部分董事高级管理人员均已离职，公司管理层更新后，未来需持续关注新管理层对公司经营产生的影响。

整体而言，公司股权变更后，公司由国有控股转变为民营控股，考虑到鳌迎投资资本实力较弱，且主营业务收入规模较小，利润水平低，公司股东背景及股东实力有所减弱。

### **2016 年公司资产处置利得及政府补助资金大幅减少，营业外收入对公司利润贡献减弱**

2016 年公司营业外收入为 4,551.67 万元，包括资产处置利得 23.55 万元，政府补助收入 4,388.23 万元，营业外收入同比减少 88.93%。政府补助收入主要来自公司获得的废纸综合利用增值税即征即退款 4,034.77 万元，公司自 2015 年 7 月开始享受废纸综合利用增值税即征即退政策。2016 年公司营业外收入降幅较大主要系 2015 年公司处置第一生产基地相关资产及当年一次性获得较大规模的政府扶持资金（该项扶持不具有连续性）所致。

## 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（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015-2016 年度审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表，公司执行新会计准则。2016 年公司合并报表范围无变化。

### 资产结构与质量

**2016 年末公司资产规模有所下降，仍以固定资产为主，部分资产使用受限，且计提资产减值损失较多，需关注公司资产质量**

截至 2016 年底，公司总资产为 465,837.69 万元，同比减少 8.22%。从资产构成来看，公司资产仍以非流动资产为主。

**表15 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	比重	金额	比重	金额	比重
货币资金	81,206.31	17.45%	93,138.70	19.99%	87,876.43	17.31%
应收账款	24,098.17	5.18%	17,987.14	3.86%	25,353.35	5.00%
存货	26,754.35	5.75%	25,714.05	5.52%	27,090.53	5.34%
<b>流动资产合计</b>	<b>153,560.97</b>	<b>33.00%</b>	<b>151,015.78</b>	<b>32.42%</b>	<b>167,443.65</b>	<b>32.99%</b>
固定资产	242,315.75	52.07%	246,659.83	52.95%	209,637.18	41.30%
在建工程	4,653.99	1.00%	3,086.13	0.66%	51,761.06	10.20%
无形资产	20,657.73	4.44%	20,783.11	4.46%	21,283.86	4.19%
其他非流动资产	28,935.30	6.22%	28,935.30	6.21%	31,606.87	6.23%
<b>非流动资产合计</b>	<b>311,835.79</b>	<b>67.00%</b>	<b>314,821.92</b>	<b>67.58%</b>	<b>340,108.97</b>	<b>67.01%</b>
<b>资产总计</b>	<b>465,396.77</b>	<b>100.00%</b>	<b>465,837.69</b>	<b>100.00%</b>	<b>507,552.61</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款及存货组成。截至 2016 年底，公司货币资金达 93,138.70 万元，占总资产的比重为 19.99%，其中银行存款占比 37.17%，其他货币资金占比 62.81%，其他货币资金使用受限，主要为银行承兑汇票保证金和信用证保证金。截至 2016 年底，公司应收账款为 17,987.14 万元，应收账款规模同比有所减少，从公司应收账款账龄来看，账龄在一年以内的应收账款占比为 92.68%；公司应收前五大欠款单位金额合计占全部应收账款的比重为 18.85%，公司应收对象较为分散。截至 2016 年末，公司应收账款已累计计提坏账准备金额 2,570.72 万元，公司应收账款存在较大的坏账风险。

截至 2016 年底，公司存货规模为 25,714.05 万元，同比变化不大，公司存货仍主要为库存商品、原材料及低值易耗品，存货规模仍较大，考虑到近两年商品浆及机制纸市场价格波动较大，不排除原材料价格或产品价格下降的可能性，同时一基地拆除的部分设备与现有生产设备配套性较差已转入低值易耗品，公司存货 2016 年计提跌价损失 2,664.81 万元，后续仍存在一定的跌价风险，

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产及其他非流动资产构成。截至 2016 年底，公司固定资产账面金额为 246,659.83 万元，占总资产的比重为 52.95%，公司固定资产同比增长 17.66%，主要系公司 3 万吨/年竹纤维和 5 万吨/年竹浆项目由在建工程结转所致，2016 年末公司 12,637.65 万元固定资产已用于借款抵押，且因部分子公司经营亏损以及存在闲置的固定资产，年底经减值测试后公司计提固定资产减值损失 5,885.56 万元。截至 2016 年底，公司在建工程账面金额为 3,086.13 万元，同比减少 94.04%，主要系项目完工结转所致，因 3 万吨/年竹纤维和 5 万吨/年竹浆配套项目闲置公司在建工程计提减值损失 201.72 万元。截至 2016 年底，公司无形资产账面金额为 20,783.11 万元，同比变化不大，其中土地使用权占比 99.94%，2016 年末无形资产中 11,356.64 万元土地使用权已用于借款抵押。公司其他非流动资产为银鸽工贸收储资产，截至 2016 年末，账面金额为 28,935.30 万元，公司尚未收到舞阳县人民政府补偿款 32,251.91 万元，公司已累计对其计提减值准备 3,316.61 万元。

总体来看，2016 年末公司总资产同比有所减少，其中固定资产占比较大，部分资产使用受限，受限资产账面金额占总资产的比重达 17.71%，且公司 2016 年计提资产减值损失 12,669.17 万元，未来需持续关注公司资产质量。

### 资产运营效率

**公司净营业周期延长，且固定资产及总资产周转天数增加，资产运营效率有所下滑**

2016 年公司营业收入同比下降 16.93%，公司加强应收账款管理，应收账款同比下降 29.05%，应收账款周转天数略有减少；公司存货同比下降 5.08%，营业成本同比下降 18.88%，存货周转天数同比有所增加；近两年应付账款整体下降较多，2016 年公司应付账款同比下降 21.53%，导致公司应付账款周转天数同比减少 5.54 天。公司净营业周期同比提升 6.17 天。

另外，公司固定资产增加，总资产减少幅度小于营业收入下滑幅度，导致公司固定资产周转天数和总资产周转天数均出现较大增长。

整体来看，应收账款和存货对公司资金仍然形成一定占用，公司净营业周期有所增加，

公司资产运营效率有所下滑。

**表16 公司资产运营效率情况（单位：天）**

项目	2016年	2015年
应收账款周转天数	33.30	34.07
存货周转天数	43.79	42.38
应付账款周转天数	42.36	47.90
净营业周期	34.72	28.55
流动资产周转天数	244.67	218.68
固定资产周转天数	350.57	280.91
总资产周转天数	732.44	664.89

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

### 盈利能力

公司营业收入大幅下滑，主业盈利能力较弱，期间费用率攀升，计提资产减值损失较多，营业利润亏损同比有所扩大，业绩表现较差，公司仍面临较大的经营亏损压力

2016 年公司实现营业总收入 234,288.40 万元，同比大幅下滑 16.93%，其中机制纸实现销售收入 224,532.91 万元，同比减少 2.15%，因贸易业务收入同比大幅减少 85.97% 仅实现 7,105.46 万元，使得机制纸销售收入占营业总收入的比重同比提升 14.47 个百分点达到 95.84%。公司营业总收入对机制纸业务依赖增大，但考虑到造纸行业产能过剩，公司机制纸业务未来仍面临较大的经营压力。

毛利率方面，2016 年公司机制纸各类产品及贸易业务毛利率均出现不同程度提高，带动公司综合毛利率同比提升 2.23 个百分点达到 7.35%，但公司综合毛利率仍维持在较低水平，主营业务盈利能力仍较弱。

值得注意的是，公司营业收入减少，但销售费用却同比变化不大，管理费用同比大幅增长 34.57%，管理费用增长主要系以下两方面导致：一是公司将安置一基地员工后剩余安置资金 3,343 万元冲回，且因公司主要管理人员变动使当年确认职工薪酬较多，导致 2016 年职工薪酬同比增长 300.77% 达 5,275.60 万元，二是因配合 2016 年杭州 G20 峰会，公司停产 6 天，原本每年春节期间的设备检修工作提前至 2016 年停产期间，导致公司计入 2016 年的维修费用增长 57.76% 达 6,594.08 万元。较大规模的销售费用及管理费用导致公司期间费用率同比攀升 3.44 个百分点达到 17.07%，对利润侵蚀较多。同时计提大额资产减值损失也是造成公司利润亏损的重要原因，公司 2016 年计提资产减值损失 12,669.17 万元，同比增长 109.26%。上述原因综合使得公司 2016 年营业利润亏损 37,305.30 万元，亏损同比扩大。营业外收入方面，2016 年公司营业外收入为 4,551.67 万元，上年同期为 41,101.97

万元，2016 年公司营业外收入主要源于废纸综合利用增值税即征即退，2015 年公司营业外收入金额较大主要系第一生产基地关停资产处置利得和收到大额政府补助资金所致。

总体来看，2016 年公司主营业务盈利能力仍较弱，期间费用率同比攀升，且公司资产质量较差计提较多减值准备，营业外收入大幅减少，使得公司经营亏损扩大，公司业绩表现较差，未来公司仍面临较大的经营亏损压力。

**表17 公司主要盈利能力指标**

项目	2017年1-3月	2016年	2015年
营业收入（万元）	63,067.97	234,288.40	282,023.84
营业利润（万元）	-4,700.61	-37,305.30	-30,814.59
营业外收入（万元）	1,014.62	4,551.67	41,101.97
利润总额（万元）	-3,918.31	-33,206.90	9,170.17
净利润（万元）	-3,918.42	-43,344.37	1,995.25
综合毛利率	8.22%	7.35%	5.12%
期间费用率	13.98%	17.07%	13.63%
营业利润率	-7.45%	-15.92%	-10.93%
总资产回报率	-	-4.93%	4.76%
净资产收益率	-	-19.84%	1.21%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

## 现金流

**受益于经营性应收账款减少及应付款项增加，公司经营活动现金流表现尚可**

2016 年公司营业收入下滑，净利润亏损较大，但得益于公司加强应收账款管理，经营性应收项目同比减少 21,517.67 万元，公司营运资本同比大幅减少，经营活动现金净流入 34,297.29 万元，公司经营活动现金流表现尚可。

2016 年公司投资活动现金流入及流出规模均较小。公司筹资活动现金流入主要源于银行借款及票据贴现，公司筹资活动现金流出主要用于偿还债务本息。

公司主业经营情况较差，后续经营活动现金流能否维持较大净流入有待关注。同时公司 2016 年底有息债务规模高达 221,641.44 万元，后续仍面临较大的偿付压力。

**表18 公司现金流变动情况（单位：万元）**

项目	2016年	2015年
净利润	-43,344.37	1,995.25
非付现费用	30,254.82	23,993.95
非经营损益	18,515.45	6,168.83
FFO	5,425.91	32,158.23

营运资本变化	28,871.37	-23,692.74
其中：存货的减少（减：增加）	-2,754.74	9,859.02
经营性应收项目的减少（减：增加）	21,517.67	-5,953.36
经营性应付项目的增加（减：减少）	10,108.45	-27,598.41
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>34,297.29</b>	<b>8,465.29</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>333.33</b>	<b>23,956.48</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-37,735.42</b>	<b>-10,493.42</b>
现金及现金等价物净增加额	-2,199.78	21,847.11

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

### 资本结构与财务安全性

公司经营亏损，所有者权益减少，资产负债率有所提高；公司有息债务规模较大，后续仍存在较大的偿债压力

截至 2016 年底，公司总负债规模同比变化不大，为 269,050.64 万元，但由于公司经营亏损，导致公司所有者权益同比减少 18.05%，为 196,787.05 万元，公司资产负债率同比提升 5.07 个百分点达 57.76%，所有者权益对债务的保障程度较弱。

**表19 公司资本构成情况（单位：万元）**

项目	2017年3月	2016年	2015年
负债总额	272,528.13	269,050.64	267,421.20
其中：流动负债	171,973.50	149,903.29	160,156.42
非流动负债	100,554.63	119,147.35	107,264.78
所有者权益	192,868.63	196,787.05	240,131.42
产权比率	141.30%	136.72%	111.36%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款及一年内到期的非流动负债构成。截至 2016 年末，公司短期借款账面金额为 17,000.00 万元，全部为保证借款，主要由漯河银鸽实业集团有限公司及河南能源化工集团有限公司提供担保。截至 2016 年末，公司应付票据账面金额为 88,000.00 万元，同比增长 102.19%，占总负债的比重为 32.71%，其中银行承兑汇票 58,000.00 万元，国内信用证 30,000.00 万元，2016 年末公司无已到期未支付的应付票据。截至 2016 年末，公司应付账款账面金额为 22,460.74 万元，应付账款主要为应付的原材料采购款。截至 2016 年末，公司一年内到期的非流动负债金额为 6,353.37 万元，主要为银行借款和应付融资租赁款。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款构成。截至 2016 年末，公司长期借款金额为 92,670.33 万元，占总负债的比重为 34.44%，其中抵押借款 17,000.00

万元，信用借款 75,670.33 万元。公司应付债券为 2010 年所发行的本期债券，2015 年 12 月 22 日公司兑付 65,762.60 万元，截至 2016 年底，本期债券剩余规模为 9,237.40 万元。截至 2016 年底，公司长期应付款金额为 9,259.75 万元，主要为应付的融资租赁款。

**表20 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	17,000.00	6.24%	17,000.00	6.32%	48,925.00	18.30%
应付票据	76,000.00	27.89%	88,000.00	32.71%	43,523.30	16.28%
应付账款	34,587.36	12.69%	22,460.74	8.35%	28,624.54	10.70%
其他应付款	12,092.69	4.44%	9,319.52	3.46%	10,436.15	3.90%
一年内到期的非流动负债	23,366.27	8.57%	6,353.37	2.36%	28,419.11	10.63%
<b>流动负债合计</b>	<b>171,973.50</b>	<b>63.10%</b>	<b>149,903.29</b>	<b>55.72%</b>	<b>160,156.42</b>	<b>59.89%</b>
长期借款	75,568.21	27.73%	92,670.33	34.44%	74,838.64	27.99%
应付债券	9,237.40	3.39%	9,237.40	3.43%	9,237.40	3.45%
长期应付款	7,823.85	2.87%	9,259.75	3.44%	15,003.34	5.61%
<b>非流动负债合计</b>	<b>100,554.63</b>	<b>36.90%</b>	<b>119,147.35</b>	<b>44.28%</b>	<b>107,264.78</b>	<b>40.11%</b>
<b>负债合计</b>	<b>272,528.13</b>	<b>100.00%</b>	<b>269,050.64</b>	<b>100.00%</b>	<b>267,421.20</b>	<b>100.00%</b>
有息债务	208,116.32	76.37%	221,641.44	81.42%	219,067.38	81.92%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

因应付票据及长期借款增加，公司有息债务同比有所增长，截至 2016 年底规模达 221,641.44 万元，占总负债的比重为 81.42%，公司有息债务规模仍较大，且主要集中在 2017 年及 2018 年到期，公司存在较大的短期偿债压力。

**表21 截至2016年底公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）**

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年及以后
短期借款	17,000.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	88,000.00	0.00	0.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	6,353.37	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	86,479.57	353.37	353.37	5,484.02
应付债券	9,237.40	0.00	0.00	0.00	0.00
融资租赁款	0.00	6,000.00	3,000.00	0.00	0.00
<b>合计</b>	<b>120,590.77</b>	<b>92,479.57</b>	<b>3,353.37</b>	<b>353.37</b>	<b>5,484.02</b>

资料来源：公司提供

从各项偿债指标来看，2016 年末公司资产负债率为 57.76%，同比有所提高，所有者权益对负债保障程度较弱。公司流动比率及速动比率较上年有所降低，数值仍处于较低水平，同时公司货币资金受限部分及存货计提跌价准备较多，公司流动资产及速动资产质量

较差，公司短期偿债能力有限。受经营业绩大幅亏损影响，公司 EBITDA 及 EBITDA 利息保障倍数大幅降低，EBITDA 对有息债务的覆盖能力弱。总体来看，公司仍存在较大的偿债压力。

**表22 公司主要偿债能力指标**

项目	2017年3月	2016年	2015年
资产负债率	58.56%	57.76%	52.69%
流动比率	0.89	1.01	1.05
速动比率	0.74	0.84	0.88
EBITDA (万元)	-	-6,411.85	43,280.41
EBITDA 利息保障倍数	-	-0.55	2.49
有息债务/EBITDA	-	-34.57	5.06

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

## 六、本期债券偿还保障分析

**漯河银鸽集团控股股东及实际控制人发生变更，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对本期债券保障程度有所减弱**

本期债券由漯河银鸽集团提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括本期债券全部本金及其利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的全部费用和其他应支付的费用。

2016 年 11 月 5 日，鳌迎投资通过公开竞拍成为漯河银鸽集团 100% 股权拟受让方，河南能源集团于 2016 年 11 月 9 日与鳌迎投资签订了《股权转让协议》。截至 2017 年 5 月 09 日，股权转让事宜及工商变更登记已完成，鳌迎投资成为漯河银鸽集团控股股东，孟平成为实际控制人，漯河银鸽集团由国有控股企业转变为民营控股企业。河南能源集团原是一家以煤炭、化工、有色金属为主的大型国有独资能源企业集团，2015 年位列《财富》中文网发布的世界 500 强名单第 364 位，实力较为雄厚，漯河银鸽集团控股股东及实际控制人变更后，漯河银鸽集团股东背景及股东实力有所减弱。

截至 2016 年底，漯河银鸽集团持有银鸽投资 47.35% 的股权，河南银鸽地产有限公司和漯河银鸽物业管理有限公司不再纳入漯河银鸽集团合并报表范围，漯河银鸽集团以 2016 年 5 月 31 日为基准，将所持河南银鸽地产有限公司 100% 股权、漯河银鸽物业管理有限公司 76% 股权以及所持对河南银鸽地产有限公司债权转让给河南能源集团。

截至 2016 年末，漯河银鸽集团总资产为 572,973.06 万元，同比下滑 8.35%，所有者权益合计 256,913.14 万元，同比下滑 8.25%。2016 年漯河银鸽集团业务仍主要来自于银鸽

投资，房地产和物业收入占比较低，2016年漯河银鸽集团实现营业收入234,468.26万元，利润总额亏损16,712.91万元。

**表23 漯河银鸽集团主要财务指标**

项目	2016年	2015年
总资产（万元）	572,973.06	625,205.32
所有者权益（万元）	256,913.14	280,002.94
资产负债率	55.16%	55.21%
流动比率	1.62	1.46
营业收入（万元）	234,468.26	282,111.30
营业利润（万元）	-20,817.40	-27,525.55
营业外收入（万元）	4,557.75	41,102.15
利润总额（万元）	-16,712.91	12,439.40
经营活动现金流净额（万元）	31,435.28	7,978.84

资料来源：漯河银鸽集团2016年审计报告，鹏元整理

综上，漯河银鸽集团控股股东及实际控制人发生变更，股东背景及股东实力有所减弱，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对本期债券保障程度有所减弱。

## 七、评级结论

2016年公司机制纸产能保持稳定，产能利用情况尚可；公司生活纸及包装纸经营较为稳定，销售收入均同比增长；公司废纸回收再利用获得一定规模的增值税即征即退款。同时我们也关注到公司间接控股股东及实际控制人发生变更，公司由国有控股企业变更为民营控股企业，股东背景及股东实力有所减弱；公司管理层变动较大，给公司经营带来不确定性影响；公司生活纸品牌知名度较低，自有品牌产品销售不畅，产品毛利率较低，公司市场推广力度较弱；3万吨/年竹纤维及5万吨/年竹浆项目投资规模较大，未来能否如期收回投资较不确定；公司主业盈利较弱，期间费用率提升，且资产减值损失较多，公司营业利润亏损同比有所扩大；公司有息债务规模仍较大，仍面临较大的集中偿付压力。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为BBB+，维持本期债券信用等级为BBB+，评级展望维持为稳定，同时将公司主体长期信用等级和本期债券信用等级移出信用评级观察名单。

## 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	81,206.31	93,138.70	87,876.43	93,792.53
应收票据	11,467.08	2,807.97	12,715.78	6,824.24
应收账款	24,098.17	17,987.14	25,353.35	28,029.50
预付款项	7,028.78	7,294.46	12,756.55	9,431.37
其他应收款	864.18	776.36	711.01	1,026.83
存货	26,754.35	25,714.05	27,090.53	35,911.36
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	940.00	0.00
其他流动资产	2,142.11	3,297.09	0.00	167.94
<b>流动资产合计</b>	<b>153,560.97</b>	<b>151,015.78</b>	<b>167,443.65</b>	<b>175,183.77</b>
可供出售金融资产	4,958.19	4,958.19	4,972.46	8,459.00
长期应收款	1,800.00	1,800.00	1,800.00	2,740.00
投资性房地产	2,616.98	2,658.31	0.00	0.00
固定资产	242,315.75	246,659.83	209,637.18	230,497.26
在建工程	4,653.99	3,086.13	51,761.06	54,750.95
工程物资	0.00	0.00	21.07	32.52
固定资产清理	3.34	3.34	2,778.91	5,225.34
无形资产	20,657.73	20,783.11	21,283.86	23,847.83
长期待摊费用	899.24	942.44	1,115.25	1,340.64
递延所得税资产	4,995.26	4,995.26	15,132.31	22,372.16
其他非流动资产	28,935.30	28,935.30	31,606.87	31,929.39
<b>非流动资产合计</b>	<b>311,835.79</b>	<b>314,821.92</b>	<b>340,108.97</b>	<b>381,195.09</b>
<b>资产总计</b>	<b>465,396.77</b>	<b>465,837.69</b>	<b>507,552.61</b>	<b>556,378.86</b>
短期借款	17,000.00	17,000.00	48,925.00	119,172.91
应付票据	76,000.00	88,000.00	43,523.30	132,998.73
应付账款	34,587.36	22,460.74	28,624.54	42,581.24
预收款项	3,841.23	3,857.61	2,968.62	2,933.49
应付职工薪酬	646.07	686.78	739.57	6,925.38
应交税费	3,423.69	2,173.38	-3,793.39	-7,497.69
应付利息	1,016.19	51.88	282.36	552.56
其他应付款	12,092.69	9,319.52	10,436.15	15,125.27
一年内到期的非流动负债	23,366.27	6,353.37	28,419.11	14,477.08
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	9.56
<b>流动负债合计</b>	<b>171,973.50</b>	<b>149,903.29</b>	<b>160,156.42</b>	<b>327,278.54</b>
长期借款	75,568.21	92,670.33	74,838.64	26,250.69

应付债券	9,237.40	9,237.40	9,237.40	74,759.83
长期应付款	7,823.85	9,259.75	15,003.34	22,669.35
专项应付款	0.00	0.00	0.00	8,313.74
递延收益	1,577.11	1,631.81	1,837.34	2,026.12
递延所得税负债	1,847.61	1,847.61	1,847.61	1,847.61
其他非流动负债	4,500.46	4,500.46	4,500.46	4,500.46
<b>非流动负债合计</b>	<b>100,554.63</b>	<b>119,147.35</b>	<b>107,264.78</b>	<b>140,367.79</b>
<b>负债合计</b>	<b>272,528.13</b>	<b>269,050.64</b>	<b>267,421.20</b>	<b>467,646.33</b>
实收资本（或股本）	124,910.30	124,910.30	124,910.30	82,537.41
资本公积	183,992.24	183,992.24	183,992.24	76,961.49
盈余公积	7,363.08	7,363.08	7,363.08	7,363.08
未分配利润	-117,043.16	-114,157.68	-74,220.04	-78,897.68
归属于母公司所有者权益合计	199,222.46	202,107.93	242,045.57	87,964.30
少数股东权益	-6,353.82	-5,320.88	-1,914.15	768.23
<b>所有者权益合计</b>	<b>192,868.63</b>	<b>196,787.05</b>	<b>240,131.42</b>	<b>88,732.54</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>465,396.77</b>	<b>465,837.69</b>	<b>507,552.61</b>	<b>556,378.86</b>

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
<b>一、营业总收入</b>	<b>63,067.97</b>	<b>234,288.40</b>	<b>282,023.84</b>	<b>300,524.27</b>
其中：营业收入	63,067.97	234,288.40	282,023.84	300,524.27
<b>二、营业总成本</b>	<b>67,768.58</b>	<b>272,165.84</b>	<b>312,838.43</b>	<b>395,088.55</b>
其中：营业成本	57,884.61	217,074.41	267,591.57	284,464.32
税金及附加	800.91	2,422.12	754.42	573.71
销售费用	2,515.38	10,170.10	10,102.00	13,497.63
管理费用	4,152.89	16,853.42	12,523.59	40,462.32
财务费用	2,145.62	12,976.62	15,812.68	22,427.92
资产减值损失	269.17	12,669.17	6,054.16	33,662.64
投资收益（损失以“-”号填列）	0.00	572.14	0.00	1,659.84
<b>三、营业利润（亏损以“-”号填列）</b>	<b>-4,700.61</b>	<b>-37,305.30</b>	<b>-30,814.59</b>	<b>-92,904.44</b>
加：营业外收入	1,014.62	4,551.67	41,101.97	3,034.17
减：营业外支出	232.33	453.27	1,117.21	896.60
其中：非流动资产处置损失	228.39	115.65	609.01	46.06
<b>四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）</b>	<b>-3,918.31</b>	<b>-33,206.90</b>	<b>9,170.17</b>	<b>-90,766.87</b>
减：所得税费用	0.11	10,137.47	7,174.92	-16,370.58
<b>五、净利润（净亏损以“-”号填列）</b>	<b>-3,918.42</b>	<b>-43,344.37</b>	<b>1,995.25</b>	<b>-74,396.28</b>
归属于母公司所有者的净利润	-2,885.48	-39,937.64	4,677.64	-69,649.29
少数股东损益	-1,032.94	-3,406.73	-2,682.39	-4,746.99

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表

### 附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014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	30,810.79	166,520.15	178,938.04	152,038.12
收到的税费返还	955.06	4,081.47	1,056.07	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	344.02	2,212.55	25,656.32	3,165.55
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>32,109.87</b>	<b>172,814.17</b>	<b>205,650.43</b>	<b>155,203.67</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	21,880.71	100,728.40	159,754.55	104,313.01
支付给职工以及为职工支付的现金	5,316.84	19,036.25	21,139.59	35,801.19
支付的各项税费	2,817.37	12,002.44	8,859.72	8,713.73
支付其他与经营活动有关的现金	1,244.91	6,749.78	7,431.28	6,638.99
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>31,259.82</b>	<b>138,516.88</b>	<b>197,185.14</b>	<b>155,466.92</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>850.05</b>	<b>34,297.29</b>	<b>8,465.29</b>	<b>-263.24</b>
<b>二、投资活动产生的现金流量</b>				
收回投资收到的现金	0.00	0.00	500.00	0.00
取得投资收益收到的现金	0.00	572.14	0.00	1,659.84
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.80	0.44	23,606.25	1.48
<b>投资活动现金流入小计</b>	<b>0.80</b>	<b>572.57</b>	<b>24,106.25</b>	<b>1,661.32</b>
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	11.29	239.25	149.77	1,614.85
<b>投资活动现金流出小计</b>	<b>11.29</b>	<b>239.25</b>	<b>149.77</b>	<b>1,614.85</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-10.49</b>	<b>333.33</b>	<b>23,956.48</b>	<b>46.47</b>
<b>三、筹资活动产生的现金流量</b>				
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	149,403.63	0.00
取得借款收到的现金	0.00	59,434.80	197,983.81	192,986.65
收到其他与筹资活动有关的现金	143.15	21,124.22	2,019.65	2,244.19
<b>筹资活动现金流入小计</b>	<b>143.15</b>	<b>80,559.02</b>	<b>349,407.09</b>	<b>195,230.83</b>
偿还债务支付的现金	1,500.00	105,969.92	280,306.43	176,621.52
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	637.79	8,645.12	15,600.08	15,772.80
支付其他与筹资活动有关的现金	4,091.89	3,679.40	63,994.00	12,168.18
<b>筹资活动现金流出小计</b>	<b>6,229.68</b>	<b>118,294.43</b>	<b>359,900.52</b>	<b>204,562.50</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-6,086.53</b>	<b>-37,735.42</b>	<b>-10,493.42</b>	<b>-9,331.66</b>
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-52.21	905.02	-81.24	-0.56
<b>五、现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-5,299.18</b>	<b>-2,199.78</b>	<b>21,847.11</b>	<b>-9,549.00</b>

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表

### 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
1、将净利润调节为经营活动现金流量			
<b>净利润</b>	<b>-43,344.37</b>	<b>1,995.25</b>	<b>-74,396.28</b>
加：资产减值准备	12,669.17	6,054.16	33,662.64
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	16,912.10	17,153.86	22,192.78
无形资产摊销	500.75	534.09	585.97
长期待摊费用摊销	172.81	251.84	200.54
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	92.10	-16,952.27	28.37
财务费用（收益以“-”号填列）	8,858.45	15,881.44	22,357.40
投资损失（收益以“-”号填列）	-572.14	0.00	-1,659.84
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	10,137.05	7,239.85	-16,385.60
存货的减少（增加以“-”号填列）	-2,754.74	9,859.02	4,820.12
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	21,517.67	-5,953.36	4,414.13
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	10,108.45	-27,598.61	3,916.54
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>34,297.29</b>	<b>8,465.29</b>	<b>-263.24</b>

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告

## 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	58.56%	57.76%	52.69%	84.05%
有息债务（万元）	208,116.32	221,641.44	219,067.38	389,449.19
流动比率	0.89	1.01	1.05	0.54
速动比率	0.74	0.84	0.88	0.43
期间费用率	13.98%	17.07%	13.63%	25.42%
营业利润率	-7.45%	-15.92%	-10.93%	0.00%
净资产收益率	-2.01%	-19.84%	1.21%	-59.08%
应收账款周转天数	120.11	33.30	34.07	37.44
存货周转天数	163.16	43.79	42.38	48.50
应付账款周转天数	177.40	42.36	47.90	53.70
净营业周期	105.87	34.72	28.55	32.24
流动资产周转天数	869.28	244.67	218.68	244.06
固定资产周转天数	1,395.57	350.57	280.91	297.92
总资产周转天数	-	732.44	664.89	692.44
营运资本变化（万元）	-	28,871.37	-23,692.74	13,150.79
产权比率	141.30%	136.72%	111.36%	527.03%
综合毛利率	8.22%	7.35%	5.12%	5.34%
总资产回报率	-	-4.93%	4.76%	-11.44%
EBITDA（万元）	-	-6,411.85	43,280.41	-43,669.22
EBITDA 利息保障倍数	-	-0.55	2.49	-1.68
有息债务/EBITDA	-	-34.57	5.06	-8.92

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

## 附录五 截至2016年底纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	经营范围
四川银鸽竹浆纸业有限公司	27,066.60	73.81%	制造、销售：纸张、纸制品、纸浆；纸张、纸浆和本企业生产所需设备及零配件的进出口经营业务
河南无道理生物技术股份有限公司	3,250.00	83.85%	有机肥料、复混肥料(复合肥料)、有机无机复混肥料、掺混肥料、生物有机肥料、复合微生物肥料、水溶性肥料、叶面肥的研究开发、生产、销售；化肥、饲料、农业机械的销售
漯河银鸽再生资源有限公司	5,000.00	99.80%	废纸、废棉、废铁、废钢、废旧塑料的经营
河南银鸽工贸有限公司	27,200.00	100.00%	纸张、纸浆及其深加工产品；与造纸相关设备、配件及材料的销售；技术服务、技术转让；自营和代理各类商品和技术的进出口（国家限定公司经营或禁止进出口的商品和技术除外）；日用百货、摄影器材、音响设备及器材、体育用品销售；文化办公用品、办公设备销售；包装材料销售；烧碱的生产与销售、化工原料及产品的经营(危险品除外)；五金交电销售电子产品、通信设备、通讯器材(除卫星天线)、仪器仪表、电线电缆销售；机电设备及配件、机械设备、其他机械设备及配件销售；电脑、计算机软件及配件、印刷制品销售；食品、副食品、白酒销售；塑料制品(橡胶制品、塑料制品)、金属制品、玻璃制器销售；建筑材料、水泥、钢材、有色金属、黑色金属销售；车辆销售；煤炭产品、矿产品的购销；化肥销售；物流服务；木制品的采购与销售
漯河银鸽特种纸有限公司	460 万美元	75.00%	开发、制造、生产、推广和销售特种用纸、食品包装用纸；从事货物和技术进出口业务
漯河银鸽生活纸产有限公司	55,160.00	99.95%	卫生用品：纸巾（纸）、尿布、尿裤、湿巾、第一类医疗器械：一次性医用护理垫的生产、销售；蒸汽的销售；从事货物、设备和技术的进出口业务

资料来源：公司提供

## 附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转天数	$360/[营业收入*2/(本年固定资产总额+上年固定资产总额)]$
	应收账款周转天数	$360/[营业收入*2/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)]$
	存货周转天数	$360/[营业成本*2/[(期初存货+期末存货)]]$
	流动资产周转天数	$360/[营业收入*2/(本年流动资产总额+上年流动资产总额)]$
	应付账款周转天数	$360/[营业成本*2/[(期初应付账款余额+期末应付账款余额)]]$
	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
	总资产周转天数	$360/[营业收入*2/[(本年资产总额-本年预付款+上年资产总额-上年预付款)]]$
	营运资本的变化	存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加
盈利能力	综合毛利率	$(营业收入-营业成本)/营业收入 \times 100\%$
	净资产收益率	净利润/((本年所有者权益+上年所有者权益)/2) $\times 100\%$
	总资产回报率	$(利润总额+计入财务费用的利息支出)/((本年资产总额+上年资产总额)/2) \times 100\%$
	期间费用率	$(管理费用+销售费用+财务费用)/营业收入 \times 100\%$
	营业利润率	营业利润/营业收入 $\times 100\%$
现金流	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
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/(计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
	FFO	净利润+非付现费用+非经营损益
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
	产权比率	负债总额/所有者权益
	流动比率	流动资产合计/流动负债合计
	速动比率	$(流动资产合计-存货)/流动负债合计$
	长期有息债务	长期借款+应付债券+长期应付款中的融资租赁款
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

## 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。