

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
2013 年跟踪信用评级报告**



鹏元资信评估有限公司

PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

声 明

所有本报告的使用者均应认真阅读本声明。

本报告是本机构依据自身评级方法、评级标准和评级程序，对受评对象的偿债能力和偿债意愿所做的主观判断和预测，揭示的是相对信用风险，而非绝对信用风险，也并非对受评对象的全面评价。

高信用级别的受评对象和低信用级别的受评对象都存在违约的可能性。一般来说，高信用级别的受评对象的违约风险小于低信用级别的受评对象的违约风险。

本机构做出的评级是跨周期的、非即时评级，本次评级更多地考虑逆周期性和长周期性，而逆周期性和顺周期性，长周期性和短周期性难以全面吻合和兼顾。

本机构已对本报告中所依据的基础信息和资料进行了必要的核查，但并不保证上述基础信息和资料的真实性、准确性和完整性。评级不比信息本身更可靠。

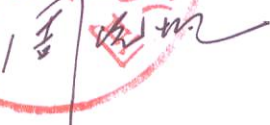
本报告及本次评级结果不能作为发行人发行证券或证券上市的充分必要条件，也不能作为投资者买卖、持有或放弃持有证券的建议，更不能作为是否做出上述行为的决定依据。

不同评级机构的评级方法、评级标准、评级假设和评级程序存在很大差异，即使是针对同一受评对象的评级，不同评级机构的评级结果也不具有简单可比性。

本机构已对跟踪评级做出了明确安排，并有可能根据受评对象情况对评级结果作出调整。

未经本机构或法律规定允许，任何机构和个人不得擅自使用本报告及报告中的内容。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：/ 

 鹏元资信评估有限公司
PENG YUAN 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>

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2013年

跟踪信用评级报告

跟踪信用评级结果：

本期可转换公司债券信用等级：AA

评级展望：稳定

债券剩余期限：45 个月

债券剩余规模：3.1 亿元左右

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

评级日期：2013 年 06 月 28 日

首次信用评级结果：

本期可转换公司债券信用等级：AA

评级展望：稳定

债券剩余期限：60 个月

债券剩余规模：4.5 亿元

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

评级日期：2012 年 02 月 20 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年发行的4.5亿元可转换公司债券（以下简称“本期债券”）2013年的跟踪评级结果维持为AA，评级展望维持为稳定。

主要财务指标：

项目	2013 年 3 月	2012 年	2011 年	2010 年
资产总额（万元）	275,161.91	277,126.96	233,116.42	189,638.86
所有者权益（万元）	141,093.54	139,385.53	124,077.47	117,024.01
资产负债率	48.72%	49.70%	46.77%	38.29%
流动比率	1.63	1.53	1.42	2.09
营业收入（万元）	27,751.68	145,032.98	132,730.90	118,721.63
利润总额（万元）	2,181.61	12,431.37	11,937.27	11,210.12
综合毛利率	27.93%	26.78%	24.61%	25.27%
EBITDA 利息保障倍数	-	4.17	5.25	12.69
经营活动现金流净额（万元）	-7,091.22	18,411.59	6,817.62	17,145.68

资料来源：公司审计报告

正面：

- 跟踪期内，依托环保型烟纸需求的增加以及自身对重点区域营销力度的加大，公司新产品高透型滤嘴棒纸竞争力较强，产销情况较好，公司收入规模有所增加；
- 跟踪期内，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；
- 担保人综合实力较强，其提供的保证担保可为本期债券提供较强的保障。

关注：

- 卷烟配套系列用纸由于市场需求受下游烟草行业产量控制的影响，行业增速较为缓慢；
- 公司新增产能较多，未来能否全部消化存在较大的不确定性；
- 公司产品对原材料的转嫁能力一般，未来原材料价格的大幅波动将对公司的稳定生产经营较大影响；
- 公司应收账款和存货占比较大且增长较快，对公司营运资金占用较多；
- 期间费用率的增加在一定程度上影响了公司的利润水平。
- 跟踪期内，公司经营活动现金流存在一定的波动；
- 公司有息债务不断增加，存在一定的偿债压力。

分析师

姓名： 孙建田 李飞宾

电话： 010-66216006

邮箱： sunjt@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。

截至2012年12月31日，本期债券有1.7万元人民币可转债完成转股。公司控股股东牡丹江恒丰纸业集团有限责任公司（以下简称“集团公司”）在2013年5月27日、2013年6月4日和2013年6月14日共计将可转债发行时按比例优先认购的14,010.5万元可转债按照承诺全部转股。截至目前，本期债券的剩余规模约为3.1亿元人民币¹。此外，本期债券的第一年付息年利率为0.7%，公司于2013年3月完成第一年付息。

本期债券实际募集资金净额为人民币43,242.94万元，截至2012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2012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	项目完工比例	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%	14,568.90
年产1.7万吨圣经纸工程项目	19,928.06	100.00%	8,153.02
年产6万吨特种涂布纸工程项目	61,669.52	19.28%	11,887.00
合计	100,778.56	-	34,608.92

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

截至目前，随着集团公司持有的14,010.5万元可转债按照承诺全部转股完毕，公司总

¹ 2013年3月31日以来，公司暂无统计除控股股东外的投资者是否有债转股情况。

股本变为 25,232.81 万股，集团公司持有公司股份的比例由原来的 31.09% 上升至 36.75%，其仍为公司控股股东。2012 年公司清理子公司牡丹江恒丰商贸有限责任公司和牡丹江恒丰国际贸易有限公司，因此审计报告合并报表范围减少了两家公司。

截至 2013 年 3 月 31 日，公司资产总额为 275,161.91 万元，所有者权益为 141,093.54 万元，资产负债率为 48.72%。2012 年度，公司实现营业收入 145,032.98 万元，利润总额 12,431.37 万元，经营活动产生的现金净流入 18,411.59 万元。

三、经营与竞争

公司主要从事烟配用紙的生产和销售，生产卷煙紙、鋁箔衬紙、滤嘴棒紙、烟用接装紙原紙四大品种多系列产品。2012 年公司主营业务收入 144,865.93 万元，较 2011 年增加 9.65%。

表 2 2011-2012 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2012 年		2011 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
卷煙紙	62,333.89	40.41%	58,362.49	38.52%
滤嘴棒紙	55,741.93	21.21%	35,058.43	19.86%
鋁箔衬紙	28,154.22	14.70%	30,723.25	8.28%
其他紙	5,087.81	-44.02%	15,222.88	4.77%
减：内部抵销数	-6,451.92	-	-7,249.18	-
主营业务收入合计	144,865.93	26.86%	132,117.87	24.76%

注：公司内部抵销数系公司与子公司湖北恒丰紙業有限公司之间的贸易往来；

资料来源：公司提供

跟踪期内，依托市场中环保型烟紙需求的增加以及公司对重点区域营销力度的加大，公司新产品高透型滤嘴棒紙竞争力较强，产销情况较好，但新增产能未来能否全部消化存在较大的不确定性

卷煙配套系列用紙由于市场需求受下游烟草行业产量控制影响，销量一直保持稳定并且每年仅略有增长。由于卷煙紙属于特许经营产品，厂商数量相对较少，产品毛利率较高。近年来，卷煙紙生产企业不断扩大产能，国内卷煙配套系列用紙市场整体出现了供过于求的局面，除包括高透气度滤嘴棒紙（以下简称“高透型滤嘴棒紙”）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。但根据行业的规划以及

消费习惯和环保意识的改变，绿色环保型烟纸的需求不断增加。

根据中国烟草总公司规划，国产香烟的焦油含量将不断下降，降低卷烟焦油含量有许多方法，如提高卷烟纸透气度、改变烟丝叶组、培育低焦油烟叶等，其中，提高卷烟纸透气度和采用通风滤嘴是最快捷和有效地方法，制造通风滤嘴棒的关键除接装纸需打孔外，采用高透气度滤嘴棒成型纸尤为关键，高透气度滤嘴棒成型纸需求量将日益扩大。

为配合中国烟草总公司“降焦工程”的实施，公司于 2002 年成功开发了高透气度滤嘴棒成型纸，并获得专利，2012 年公司年产 6,000 吨的高透型滤嘴棒纸全部达产。由于公司高透型滤嘴棒纸市场竞争力较强，近两年公司滤嘴棒纸产销率均超 100%；随着高透型滤嘴棒纸产能的不断释放，2012 年公司滤嘴棒纸产量增加 24.44%，滤嘴棒纸销售收入大幅增长 59%，销售情况较好。未来短期内，公司高透型滤嘴棒纸的销售收入仍有增长的趋势。

表 3 2011-2012 年公司各产品产销情况（单位：万吨）

产品	2012 年				2011 年			
	产能	产量	销量	产能利用率	产能	产量	销量	产能利用率
卷烟纸	35,000	35,246	33,525	100.70%	35,000	32,292	30,519	92.26%
滤嘴棒纸	35,000	22,802	23,765	65.15%	25,000	18,323	21,292	73.29%
铝箔衬纸	40,000	30,955	32,977	77.39%	40,000	34,122	36,730	85.31%

资料来源：公司提供

但目前行业的竞争不断激烈，并且中国烟草各香烟品牌均有不在一家烟纸企业采购的传统，行业增速较为缓慢，2012 年公司滤嘴棒纸年产能增加 1 万吨，圣经纸年产能 1.7 万吨，整体增加较多，2012 年滤嘴棒纸产能利用率仅为 65.15%。因此新增产能未来能否全部消化存在较大的不确定性。

为应对行业和需求的变化，公司积极调整营销策略，把新产品重点向公司市场占有率本来就较高的华东地区、西南地区加大营销力度，2012 年公司在华东地区和西南地区均取得较大的突破，销售收入分别增加 55.47%和 30.48%。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。

表 4 2012 年公司各地区销售情况（单位：万元）

地区	销售收入	同比变化
华北地区	14,767.75	-8.02%
华东地区	24,278.30	55.47%
中南地区	25,101.92	1.07%
华南地区	21,684.23	-3.55%

东北地区	17,095.82	-13.44%
西北地区	9,654.48	-2.96%
西南地区	32,373.40	30.48%
出口销售	6,361.96	8.46%
小计	151,317.85	-
减：内部抵销数	6,451.92	-
合计	144,865.93	9.65%

资料来源：公司 2012 年年报

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 60%以上，因此原材料价格的波动对公司盈利水平影响较大。2012 年公司综合毛利率以及各主要产品的毛利率均有所提升，主要系公司 2012 年用于生产原材料的价格较 2011 年下降。2011 年商品木浆的进口价范围为 800-1,000 美元/吨，2012 年以来商品木浆的进口价在 660 美元/吨左右，短期内原材料价格的下降有利于公司的发展，但公司对国外原材料供应商的依赖较大（公司向前五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），议价能力较差，并且产品价格受管控的影响，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生产较大影响。

跟踪期内，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。在卷烟纸方面，公司在国内率先开发生产高透气度 FB50 卷烟纸后，又陆续推出了包括低侧流烟气卷烟纸、快燃卷烟纸、降焦减害卷烟纸等十余种产品。在滤嘴棒成型纸方面，公司获得高透气度滤嘴棒成型纸专利。

2012 年，公司继续强化自主创新，研发制造能力向纵深发展。进口设备国产化取得突破，由公司自主设计的 T3 纸机成套设备成功运行。全年完成 15 个研发项目，其中食品包装纸与 LIP 卷烟纸已实现批量供货；申请的 4 项发明专利中有 3 项进入实审阶段；加胶滤嘴棒成型纸与高透滤棒纸分别获省优秀新产品、国家轻工业联合会科学技术二等奖。综合来看，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。

四、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中瑞岳华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2012 年的审计报告及未经审计的 2013 年一季度财务报表，2012 年公司合并范围减少 2 家公司。公司报表按照新会计准则编制。

资产结构与质量

跟踪期内，随着公司新增产能的陆续达产，公司资产规模有所增加；其中应收账款和存货占比较大且增长较快，对公司营运资金占用较多

2012 年，公司在建工程完工并转入固定资产，同时新增产能达产后，公司采购较多原材料扩大生产，因此公司整体资产规模及主要资产科目均出现不同程度的增长。截至 2013 年 3 月末，公司总资产 275,161.91 万元，较 2011 年增加 18.04%，资产结构保持稳定。

表5 2011-2012年及2013年3月公司主要资产构成（单位：万元）

项目	2013 年 3 月		2012 年		2011 年		2012 年 同比变化
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	
货币资金	21,697.63	7.89%	34,269.99	12.37%	31,310.21	13.43%	9.45%
应收票据	7,306.64	2.66%	17,446.75	6.30%	14,561.80	6.25%	19.81%
应收账款	34,488.82	12.53%	25,649.03	9.26%	19,709.64	8.45%	30.13%
预付款项	27,484.30	9.99%	21,367.67	7.71%	14,542.02	6.24%	46.94%
存货	46,079.50	16.75%	36,592.22	13.20%	31,141.41	13.36%	17.50%
流动资产	139,008.15	50.52%	136,778.44	49.36%	112,867.38	48.42%	21.19%
固定资产	129,487.09	47.06%	134,167.75	48.41%	95,360.96	40.91%	40.69%
在建工程	467.60	0.17%	64.46	0.02%	20,765.79	8.91%	-99.69%
非流动资产	136,153.76	49.48%	140,348.52	50.64%	120,249.04	51.58%	16.71%
资产总计	275,161.91	100.00%	277,126.96	100.00%	233,116.42	100.00%	18.88%

数据来源：公司提供

跟踪期内，公司在建工程即募投项目 1.7 万吨圣经纸项目和 6,000 吨高透气度滤嘴棒成型纸项目完工并转入固定资产，使得固定资产大幅增加。2012 年公司产能增加，公司采购了较多的原材料扩大生产规模，公司库存增加，采购原材料时支付的预付款也相应增加，但 2012 年公司预付款项增加 46.94%，主要系募投项目预付的 11,887.00 万元的征地款增加。截至 2012 年末，原材料和库存商品在公司库存的占比分别为 48.42%和 44.49%，2013 年一季度为了继续扩大生产以及基于原材料价格较低缘故，公司又采购了近亿元的原材料，相应的库存大幅增加。随着公司销售规模的扩大以及公司对客户账期的延长，公司应收账款大幅增加，截至 2013 年 3 月末，公司应收账款余额 34,488.82 万元，较 2011 年增加 74.98%。

公司的应收账款多为中国烟草子公司的应收款，2012 年账龄一年以内的应收账款占 97.67%，账龄比较合理，回款风险较小。

盈利能力

公司收入规模稳步增长，毛利率有所增强，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

2012 年公司滤嘴棒纸增加的产能继续释放，特别是高透型滤嘴棒纸产销量大幅增加，公司实现主营业务收入 144,865.93 万元，较 2011 年增加 9.65%。2012 年公司综合毛利率有所提升，主要系公司 2012 年用于生产原材料的价格较 2011 年下降。2012 年公司利润总额和净利润分别为 12,431.37 万元和 9,145.30 万元，分别同比增加 4.14%和 3.06%。利润的增幅小于收入的增长主要因为 2012 年公司期间费用率增加 2.11 个百分点。

2012 年公司销售费用 11,921.06 万元，同比增长 14.56%，主要原因是运输费用增加所致；管理费用 8,693.22 万元，同比增长 26.30%，主要原因是研发费用、员工薪酬及社会福利增加所致；财务费用 4,787.66 万元，同比增加 52.15%，主要原因是年产 1.5 万吨纸机项目贷款利息本期全部费用化所致。

表6 2011-2012年公司期间费用情况（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2012 年同比变化
销售费用	11,921.06	10,406.04	14.56%
管理费用	8,693.22	6,882.83	26.30%
财务费用	4,786.66	3,146.02	52.15%

数据来源：公司提供

表7 2011-2012 年及 2013 年 1-3 月公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2013 年 3 月	2012 年	2011 年
营业收入	27,751.68	145,032.98	132,730.90
营业利润	2,118.32	12,206.01	11,520.08
利润总额	2,181.61	12,431.37	11,937.27
净利润	1,706.63	9,145.30	8,874.12
综合毛利率	27.93%	26.78%	24.61%
总资产回报率	-	6.75%	7.33%
期间费用率	18.87%	17.51%	15.40%

数据来源：公司提供

综合来看，公司收入规模稳步增长，毛利率有所增强，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，公司经营活动现金流表存在一定的波动

2012 年经营活动产生的现金流量净流入较 2011 年大幅增加。主要原因是：1、公司盈利能力有所增强，经营活动现金生成能力较强，FFO 同比增长 24.37%；2、公司较多原材料采购款未支付，计入应付账款，2012 年公司应付账款增加 28.67%。

但随着公司新增产能的陆续投产，公司存货和应收账款规模持续增加，公司营运资金占用增加。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，因此公司经营活动现金流存在一定的波动。2013 年 1-3 月公司经营活动现金流净流出 7,091.22 万元。主要与公司经营具有季节性特征有关，原因是：1) 公司一季度主要处于生产环节，需采购大量的原材料；2) 公司应收账款回款主要集中在四季度，一季度回款较少；3) 按照惯例，公司一季度将支付员工奖金及上年的企业所得税。

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。截止 2012 年末公司主要的在建工程均已经完工结转为固定资产，目前的拟建项目即为募投项目之一的年产 6 万吨特种涂布纸工程项目，目前该项目处于前期征地阶段，暂未开工建设，因此公司短期内投资资金支出压力不大。

表 8 2011-2012 年公司现金流量情况（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年
净利润	9,145.30	8,874.12
非付现费用	23,265.03	17,219.93
非经营损益	19.20	-19.45
FFO	32,429.53	26,074.60
营运资本变化	-13,423.03	-19,090.89
其中：存货减少（减：增加）	-6,020.46	-11,430.54
经营性应收项目的减少（减：增加）	-9,624.88	-9,948.24
经营性应付项目的增加（减：减少）	2,222.31	2,287.89
经营活动产生的现金流量净额	18,411.59	6,817.62
投资活动产生的现金流量净额	-38,420.42	-40,562.50
筹资活动产生的现金流量净额	24,762.94	31,534.77

资料来源：公司提供

资本结构与财务安全性

公司有息债务不断增加，存在一定的偿债压力

随着公司 2012 年成功发行 4.5 亿元可转债，公司负债规模有所增加，截至 2013 年 3 月末公司负债总额 134,068.37 万元，较 2011 年增加 22.95%。公司主要负债构成中，应付账款增加系应付的原材料采购款；2012 年到期的长期借款较多，公司偿还后大幅减少。

表9 2011-2012年及2013年3月公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2013 年 3 月		2012 年		2011 年		2012 年 同比变化
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	
短期借款	52,915.64	39.47%	55,834.13	40.54%	59,013.89	54.12%	-5.39%
应付账款	18,866.49	14.07%	17,404.06	12.64%	13,525.82	12.40%	28.67%
流动负债合计	85,348.34	63.66%	89,497.34	64.97%	79,205.70	72.64%	12.99%
长期借款	10,031.00	7.48%	10,031.00	7.28%	27,700.00	25.40%	-63.79%
应付债券	37,000.98	27.60%	36,525.05	26.52%	-	-	-
非流动负债合计	48,720.03	36.34%	48,244.10	35.03%	29,833.25	27.36%	61.71%
负债合计	134,068.37	100.00%	137,741.44	100.00%	109,038.95	100.00%	26.32%

数据来源：公司提供

截至 2013 年 3 月末公司以长短期借款、应付债券为主的有息负债率规模较大，且占负债的比例较高。截至 2013 年 3 月末，公司资产负债率为 48.72%，较为稳定，跟踪期内公司其他各项偿债指标均较为稳定。

表 10 2011-2012 年及 2013 年 3 月公司偿债指标

项目	2013 年 3 月	2012 年	2011 年
资产负债率	48.72%	49.70%	46.77%
流动比率	1.63	1.53	1.42
速动比率	1.09	1.12	1.03
EBITDA 利息保障倍数	-	4.17	5.25

资料来源：公司提供

五、担保分析

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的不可撤销的连带责任保证担保。

跟踪期内，牡丹江市国有资产投资控股有限公司（以下简称“牡国投”）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。2012 年，公司业务多元化优势明显，收入来源增加，全年实现营业收入 253,507.92 万元，较 2011 年大幅增加 44.15%，毛利率提升 3.77 个百分点。其中造纸收入主要由恒丰纸业负责运营。截至 2012 年 12 月 31 日，公司总资产为 3,510,384.26 万元，归属于母公司所有者权益合计 2,511,479.87 万元，资产负债率为 25.36%；2012 年度，公司实现营业收入 253,507.92 万元，利润总额 68,104.23 万元，经营活动现金净流入 65,079.98 万元。主要财务指标如下：

表 11 2011-2012 年牡国投主要财务指标

项目	2012 年	2011 年
总资产（万元）	3,510,384.26	2,130,996.98
归属于母公司所有者权益（万元）	2,511,479.87	1,175,082.16
资产负债率	25.36%	40.02%
流动比率	3.63	1.67
速动比率	1.75	1.51
营业收入（万元）	253,507.92	175,861.78
补贴收入（万元）	21,518.40	15,328.00
利润总额（万元）	68,104.23	37,583.36
综合毛利率	36.24%	32.47%
经营活动现金流净额（万元）	65,079.98	79,302.92

资料来源：牡国投审计报告

2012年牡国投在资产注入、财政补贴方面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文件《关于将国有土地资产划转至牡丹江市城市投资集团有限公司的决定》牡国资办[2012]9号文件，将面积为213.82万平方米的土地使用权划拨至牡国投的子公司牡丹江市城市投资集团有限公司，作为资本性投入入账。黑龙江融源地价评估有限公司于2012年10月24日出具《土地估计报告》，确认该城镇混合住宅用国有建设用地的土地资产评估价值为602,168.19万元。根据牡丹江国有资产监督管理委员会《关于将镜泊湖水域养殖权划转至黑龙江省镜泊湖水产养殖场的决定》牡国资办[2012]10号文件，政府将镜泊湖12,720公顷水域养殖使用权划归牡国投子公司牡丹江镜泊湖旅游集团有限公司下属公司黑龙江省镜泊湖水产养殖场永久使用。以北京国府嘉瑞资产评估有限公司出具的评估报告为基准值作为资本性投入入账，评估值为501,103.25万元。

财政补贴方面，根据牡丹江市国有资产监督管理委员会牡国投[2012]14号《关于对国投公司进行财政补贴的通知》，牡国投2012年借款中14,610.90万元变更为财政补贴。2012

年牡国投共获得政府补助21,518.40万元。

六、评级结论

跟踪期内，公司自主创新能力继续增强；公司新产品高透型滤嘴棒纸竞争力较强，产销情况较好，公司收入规模有所增加；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，公司新增产能较大，未来能否全部消化存在较大的不确定性；公司应收账款和存货占比较大且增长较快，对公司营运资金占用较多，经营活动现金流表存在一定的波动；公司产品对原材料的转嫁能力较差，未来原材料价格的大幅波动将对公司的稳定经营生产较大影响。

基于以上分析，鹏元维持本期债券的信用等级 **AA**，评级展望为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2013 年 3 月	2012 年	2011 年	2010 年
货币资金	21,697.63	34,269.99	31,310.21	30,090.32
应收票据	7,306.64	17,446.75	14,561.80	13,118.44
应收账款	34,488.82	25,649.03	19,709.64	17,123.51
预付款项	27,484.30	21,367.67	14,542.02	10,861.30
其他应收款	1,951.26	1,452.79	1,602.30	556.45
存货	46,079.50	36,592.22	31,141.41	19,735.79
流动资产合计	139,008.15	136,778.44	112,867.38	91,485.82
固定资产	129,487.09	134,167.75	95,360.96	68,664.85
在建工程	467.60	64.46	20,765.79	25,384.19
工程物资	103.58	94.24	-	-
无形资产	4,868.33	4,858.62	3,288.09	3,355.07
长期待摊费用	91.00	96.05	116.27	136.50
递延所得税资产	1,136.16	1,067.39	717.94	612.45
非流动资产合计	136,153.76	140,348.52	120,249.04	98,153.05
资产总计	275,161.91	277,126.96	233,116.42	189,638.86
短期借款	52,915.64	55,834.13	59,013.89	18,240.95
应付账款	18,866.49	17,404.06	13,525.82	19,071.94
预收款项	646.18	326.47	470.59	689.16
应付职工薪酬	33.44	832.58	573.81	589.46
应交税费	-25.10	1,384.62	500.73	1,652.67
应付利息	354.68	245.10	236.74	1,524.00
其他应付款	1,321.07	2,178.78	4,884.12	1,951.68
一年内到期的非流动负债	11,069.00	11,069.00	-	-
其他流动负债	166.95	222.60	-	-
流动负债合计	85,348.34	89,497.34	79,205.70	43,719.86
长期借款	10,031.00	10,031.00	27,700.00	26,669.00
应付债券	37,000.98	36,525.05	-	-
其他非流动负债	1,688.05	1,688.05	2,133.25	2,226.00
非流动负债合计	48,720.03	48,244.10	29,833.25	28,895.00
负债合计	134,068.37	137,741.44	109,038.95	72,614.86
实收资本(或股本)	23,160.25	23,160.25	23,160.00	19,300.00
资本公积	59,435.74	59,435.74	50,934.07	50,901.93
盈余公积	12,669.60	12,669.60	11,775.72	10,913.31
未分配利润	43,455.70	41,742.35	35,939.69	33,692.57

少数股东权益	138,721.28	137,007.93	121,809.48	114,807.81
归属于母公司所有者权益合计	2,372.25	2,377.59	2,267.99	2,216.19
所有者权益合计	141,093.54	139,385.53	124,077.47	117,024.01
负债和所有者权益总计	275,161.91	277,126.96	233,116.42	189,638.86

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2013 年 1-3 月	2012 年	2011 年	2010 年
营业总收入	27,751.68	145,032.98	132,730.90	118,721.63
营业收入	27,751.68	145,032.98	132,730.90	118,721.63
营业总成本	25,633.36	132,807.77	121,210.82	107,364.78
营业成本	20,002.01	106,197.48	100,060.67	88,719.65
营业税金及附加	101.56	430.37	580.78	681.78
销售费用	2,175.29	11,921.06	10,406.04	9,458.39
管理费用	1,675.35	8,693.22	6,882.83	6,874.36
财务费用	1,385.60	4,786.66	3,146.02	1,358.12
资产减值损失	293.55	778.98	134.47	272.49
投资收益	-	-19.30	-	-
营业利润	2,118.32	12,206.01	11,520.08	11,356.85
加：营业外收入	63.29	260.36	426.88	1.80
减：营业外支出	-	35.00	9.70	148.54
其中：非流动资产处置净损失	-	-	2.32	-
利润总额	2,181.61	12,431.37	11,937.27	11,210.12
减：所得税费用	474.98	3,286.07	3,063.15	3,034.85
净利润	1,706.63	9,145.30	8,874.12	8,175.26
归属于母公司所有者的净利润	1,713.35	9,035.70	8,822.33	8,139.66
加：少数股东损益	-6.72	109.60	51.80	35.60

附录三-1 合并现金流量表—直接法（万元）

项目	2013 年 1-3 月	2012 年	2011 年	2010 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	30,726.59	154,500.33	149,291.94	122,948.40
收到的税费返还	-	-	262.73	-
收到其他与经营活动有关的现金	583.21	3,223.71	5,269.12	2,919.79
经营活动现金流入小计	31,309.80	157,724.04	154,823.79	125,868.19
购买商品、接受劳务支付的现金	26,250.46	101,771.83	112,346.70	72,991.41
支付给职工以及为职工支付的现金	3,392.76	11,837.74	9,978.31	8,096.62
支付的各项税费	2,996.66	8,141.97	12,361.51	13,346.80
支付其他与经营活动有关的现金	5,761.14	17,560.92	13,319.65	14,287.67
经营活动现金流出小计	38,401.02	139,312.46	148,006.17	108,722.51
经营活动产生的现金流量净额	-7,091.22	18,411.59	6,817.62	17,145.68
二、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	15.00	-	10.00	49.56
投资活动现金流入小计	15.00	389.02	10.00	49.56
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1,569.67	38,809.44	40,572.50	18,822.81
投资活动现金流出小计	1,569.67	38,809.44	40,572.50	18,822.81
投资活动产生的现金流量净额	-1,554.67	-38,420.42	-40,562.50	-18,773.26
三、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	11,761.80	63,834.13	78,353.78	46,927.78
发行债券收到的现金	-	44,998.30	-	-
筹资活动现金流入小计	11,761.80	108,834.13	78,353.78	46,927.78
偿还债务支付的现金	14,432.33	73,613.89	36,549.83	34,951.26
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1,255.95	6,935.45	6,839.18	4,716.31
支付其他与筹资活动有关的现金	-	3,521.85	3,430.00	0.33
筹资活动现金流出小计	15,688.28	84,071.20	46,819.01	39,667.90
筹资活动产生的现金流量净额	-3,926.48	24,762.94	31,534.77	7,259.88
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-	177.53	-	-
五、现金及现金等价物净增加额	-12,572.36	4,931.64	-2,210.11	5,632.30

加：期初现金及现金等价物余额	34,269.99	25,095.21	27,305.32	24,458.02
六、期末现金及现金等价物余额	21,697.63	30,026.85	25,095.21	30,090.32

附录三-2 合并现金流量表—间接法（万元）

项目	2012 年	2011 年
净利润	9,145.30	8,874.12
加：资产减值准备	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	15,738.25	13,410.02
无形资产摊销	119.60	105.08
长期待摊费用摊销	20.22	20.22
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“－”号填列）	-	-19.45
财务费用（收益以“－”号填列）	6,607.97	3,550.15
投资损失（收益以“－”号填列）	19.20	-
递延所得税资产减少（增加以“－”号填列）	-349.45	-105.49
存货的减少（增加以“－”号填列）	-6,020.46	-11,430.54
经营性应收项目的减少（增加以“－”号填列）	-9,624.88	-9,948.24
经营性应付项目的增加（减少以“－”号填列）	2,222.31	2,287.89
其他	-245.46	-60.61
经营活动产生的现金流量净额	18,411.59	6,817.62

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	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	总债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
现金流	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在本期债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用等级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与发行主体有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用等级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。