

河南银鸽实业投资股份有限公司

2010 年公司债券 2016 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。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

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。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

河南银鸽实业投资股份有限公司

2010 年公司债券 2016 年跟踪信用评级报告

报告编号：
鹏信评【2016】跟踪第
【43】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 严素华

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

	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	负面
评级日期	2016 年 04 月 26 日	2015 年 04 月 10 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（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 2016 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+，评级展望调整为稳定。该评级结果是考虑到公司成功非公开发行股票，资本结构得到改善，偿债压力有所减轻；政府扶持力度加大，公司获得较大规模的补贴资金。同时我们也关注到公司机制纸（文化纸、包装纸及生活纸）营业收入下降；主业盈利能力较弱，公司仍面临较大的经营亏损压力；公司在建项目及生活纸市场拓展后续资金投入规模较大等风险因素。

正面：

- 公司成功非公开发行股票，资本结构得到改善，偿债压力有所减轻。公司非公开发行股票募集资金净额 149,403.63 万元偿还了大量债务，公司负债总额同比减少 42.82%，有息债务同比减少 43.75%，所有者权益同比增长 170.62%，资产负债率同比下降 31.36 个百分点。
- 政府扶持力度加大，公司获得较大规模的补贴资金。2015 年，公司计入营业外收入的政府补贴为 22,236.90 万元，对利润总额的贡献度达 242.49%。

关注：

- **公司机制纸营业收入下降。**2015年，公司生产机制纸58.41万吨，同比减少21.49%；实现机制纸营业收入229,459.81万元，同比减少22.73%。
- **公司生活纸业务未来市场拓展需大规模资金投入。**根据公司的发展战略，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，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。
- **项目升级改造投资规模较大，未来盈利能力能否达到预期有待观察。**3万吨/年竹纤维及5万吨/年竹浆项目计划投资45,730万元（含升级改造费用8,500.00万元），截至2015年底，累计已投资50,635.12万元，该项目升级改造预计完工时间为2016年11月，未来盈利能力能否达到预期有待观察。
- **贸易业务客户集中度较高，业务收入易受主要客户经营状况影响。**2015年公司贸易业务客户主要为周边地区非关联企业，前五大客户贸易额占贸易板块营业收入的比重为56.14%，公司贸易对象较为集中，若主要客户经营状况欠佳，公司亦将受到较大影响。
- **公司资产规模有所减少，且以固定资产为主，流动性一般。**2015年，随着第一生产基地资产的处置，公司资产规模同比减少8.78%，且固定资产占比较高，为41.30%，资产流动性一般。
- **公司扭亏为盈源于营业外收入，主业盈利能力较弱，公司仍面临较大的经营亏损压力。**2015年生活纸和包装纸毛利率略有上升，文化纸毛利率出现一定下降，各类产品毛利率仍维持在较低水平，公司主业盈利能力较弱，营业外收入对公司利润总额的贡献度达448.21%，但营业外收入可持续性不强，公司仍面临较大的经营亏损压力。
- **公司有息债务规模仍较大，面临较大的集中偿付压力。**截至2015年底，公司资产负债率为52.69%，有息债务规模为219,067.38万元，占负债总额的比重为81.92%，公司有息负债规模仍较大，且到期日主要集中在2016年，公司存在较大的短期偿债压力。

主要财务指标：

项目	2015年	2014年	2013年
总资产（万元）	507,552.61	556,378.86	609,129.22

归属于母公司所有者权益（万元）	242,045.57	87,964.30	157,613.60
有息债务（万元）	219,067.38	389,449.19	368,842.87
资产负债率	52.69%	84.05%	73.22%
流动比率	1.05	0.54	0.71
速动比率	0.88	0.43	0.59
营业收入（万元）	282,023.84	300,524.27	351,495.97
营业利润（万元）	-30,814.59	-92,904.44	-28,863.69
营业外收入（万元）	41,101.97	3,034.17	1,597.54
利润总额（万元）	9,170.17	-90,766.87	-27,629.80
综合毛利率	5.12%	5.34%	7.84%
总资产回报率	4.76%	-11.44%	-1.42%
经营活动现金流净额（万元）	8,465.29	-263.24	-11,963.95
EBITDA（万元）	43,280.41	-43,669.22	13,252.82
EBITDA 利息保障倍数	2.49	-1.68	0.59

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证监会证监（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，截至2016年3月底，本期债券剩余规模9,237.40万元，募集资金已经使用完毕，本期债券还本付息情况如下表所示。

表1 截至2016年3月31日本期债券本息累计兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	期初本金余额	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2011-12-22	75,000.00	-	5,317.50	7,5000.00
2012-12-24	75,000.00	-	5,317.50	7,5000.00
2013-12-23	75,000.00	-	5,317.50	7,5000.00
2014-12-22	75,000.00	-	5,317.50	75,000.00
2015-12-22	75,000.00	65,762.60	5,317.50	9,237.40
合计	-	-	26,587.50	9,237.40

资料来源：wind，鹏元整理

二、发行主体概况

经中国证券监督管理委员会以证监许可【2015】1086号《关于核准河南银鸽实业投资股份有限公司非公开发行股票的批复》核准，2015年7月，公司成功非公开发行股份423,728,813股，募集资金净额为149,403.63万元，增加公司注册资本42,372.88万元，增资后注册资本变为124,910.30万元。跟踪期内，公司纳入合并报表范围的子公司、控股股东及实际控制人均未发生变化，截至2015年底，控股股东仍为漯河银鸽实业集团有限公司（以下简称“银鸽集团”），银鸽集团持有公司的股权比例增加至47.35%，实际控制人仍为河南省人民政府国有资产监督管理委员会。

表2 截至2015年底公司股东构成情况

股东名称	持股比例
漯河银鸽实业集团有限公司	47.35%
永城煤电控股集团上海有限公司	3.28%
漯河市发展投资有限责任公司	2.67%
其他	46.70%
合计	100.00%

资料来源：公司2015年年报，鹏元整理

截至 2015 年 12 月 31 日，公司总资产为 507,552.61 万元，归属于母公司所有者权益为 242,045.57 万元，资产负债率为 52.69%。2015 年度，公司实现营业收入 282,023.84 万元，利润总额 9,170.17 万元，经营活动现金净流入 8,465.29 万元。

三、运营环境

受欧美经济市场需求低迷和国内经济增速放缓影响，跟踪期内造纸行业景气度持续降低，行业固定资产投资及产量增速明显放缓

受国际金融危机的影响，2009 年初造纸行业固定资产投资大幅下滑，2009 年国家推出 4 万亿元经济刺激政策影响，造纸行业经历了一波行业景气周期，利润率显著提升，吸引大量新资本进入市场，行业固定资产投资大幅增长。2011 年以来纸价持续下降，同时受欧洲债务危机、欧美市场需求低迷以及国家宏观调控、我国经济增速放缓影响，造纸行业景气度持续低迷，行业对资本的吸引力明显下降。2014 年行业固定资产投资累计 2,796.83 亿元，同比增长 6.40%；2015 年行业固定资产投资累计 2,812.55 亿元，同比增长 0.56%，增速较 2014 年下滑 5.84 个百分点。

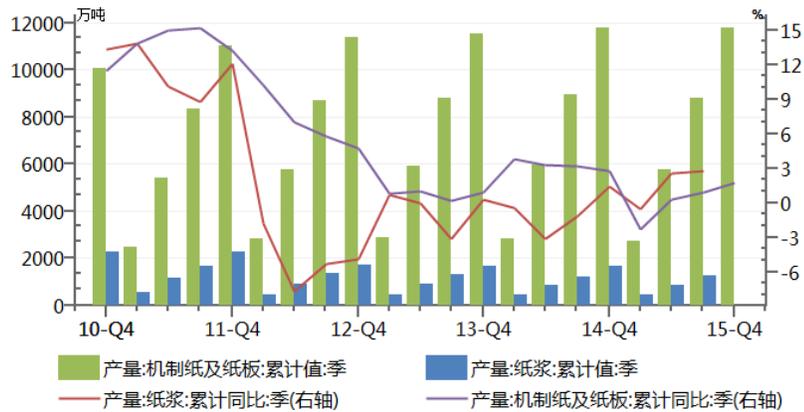
图 1 近年造纸及纸制品业固定资产投资及增速情况



资料来源：wind，鹏元整理

近年造纸行业的子行业纸浆、纸及纸板产量实现稳步增长，但增速有所波动，受全球金融危机影响，2008-2009 年造纸及纸制品增速放缓，受国内 4 万亿元经济刺激政策影响，2010 年增速大幅增长，但 2011 年以来受国外市场需求低迷和国内经济增速放缓影响，各纸种产量增速大幅下降。2015 年 1-10 月，纸浆产量同比增长 2.62%，机制纸及纸板产量同比增长 1.70%，增速维持在较低水平。

图 2 近年造纸及纸制品产量情况

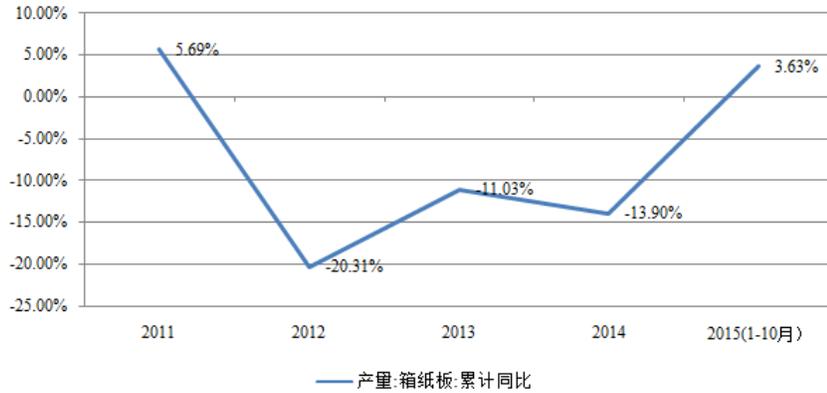


资料来源：wind，鹏元整理

跟踪期内，箱板纸产量同比有所增长，随着国内消费水平的不断提高，高品质箱纸板市场发展前景较好

箱板纸因其较高的机械强度、耐折性和耐破性，广泛用于包装食品、日用品、书籍、电器和机器零件等，是不可缺少的包装材料之一。随着国内消费能力的不断释放、消费水平的提升，市场对高质量商品包装的需求将不断加大，对箱板纸的需求将向宽幅、高品质和低定量的方向发展。目前，国内箱板纸品质的提高相对滞后，传统箱板纸表面相对粗糙、印刷效果较差，高级商品尤其是出口商品的包装一度依赖进口。为了适应市场需求，提高市场竞争力，印刷精美、图文生动清晰、箱形整齐、重量轻便的箱板纸正逐渐取代传统的箱板纸。漂白浆挂面箱板纸、白面牛卡纸、轻涂（涂布）白面箱板纸等就是由传统箱板纸不断发展起来的产品，其需求不断增长。预计未来 1-2 年，传统箱板纸将逐渐被具有较好适印性、较高强度、更加环保的箱板纸所取代，高品质箱纸板市场发展前景较好。2015 年 1-10 月，箱板纸累计产量为 862.83 万吨，同比增长 3.63%。

图3 近年箱板纸产量增速情况

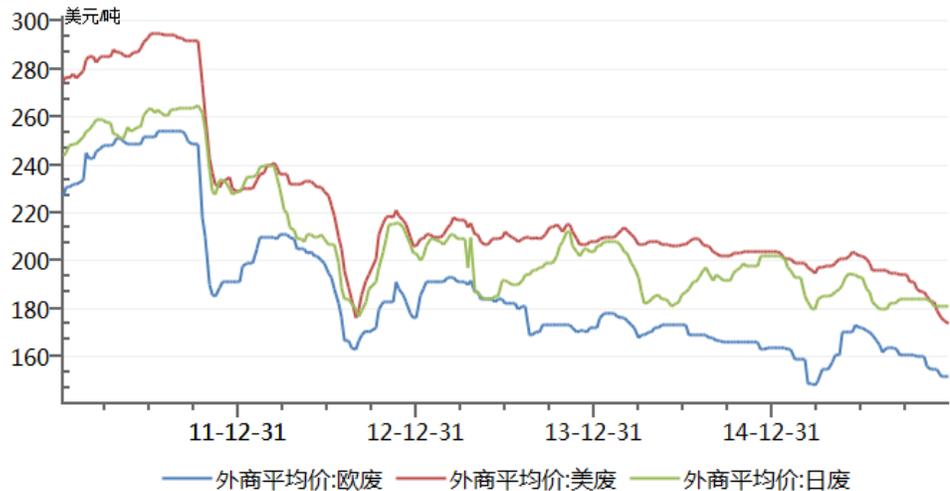


资料来源: wind, 鹏元整理

跟踪期内,造纸行业主要原材料价格波动较大,加大了企业的成本控制压力,对造纸企业盈利能力产生不利影响

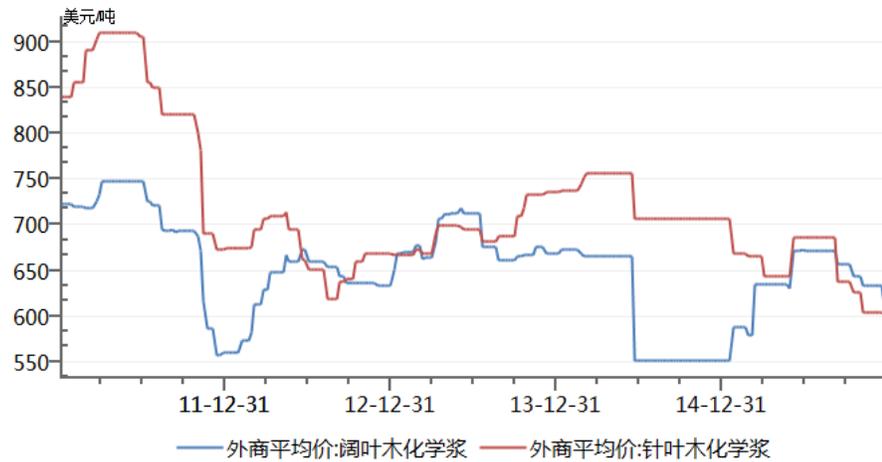
造纸工业原材料主要为纸浆和废纸,两者占总生产成本的 50%-70%左右,企业生产成本对原材料价格非常敏感,是影响行业盈利的主要因素。近年国际纸浆和废纸价格波动较大,给国内造纸企业成本控制带来很大压力。同时国内造纸行业人工、水电及环保投入不断增加,造纸企业的生产成本不断上升,进一步压缩企业的盈利空间。2014 年以来废纸和木浆价格波动较大,2014 年废纸价格平稳下滑,之后进入 2015 年废纸价格开始大幅下滑。木浆价格在 2015 年下半年呈现下滑趋势。

图4 近年来美废、欧废、日废外商平均价周变动情况



资料来源: wind, 鹏元整理

图 5 近年进口木浆价格



资料来源：wind，鹏元整理

理论上主要原材料价格波动，造纸企业应通过调控出厂价格以转嫁成本压力，但考虑到目前国内造纸市场的供求状况，造纸企业议价空间有限，原材料自给率相对较低的企业经营压力相对较大。

四、经营与竞争

跟踪期内，公司主营业务收入主要来源于机制纸的生产和贸易业务。2015 年，公司共生产机制纸 58.41 万吨，较上年减少 21.49%；实现营业收入 282,023.84 万元，较上年减少 6.16%。贸易业务为公司 2015 年新增业务，由河南银鸽工贸有限公司（以下简称“银鸽工贸”）负责运营，主要贸易产品为煤、聚乙丙烯、阔叶浆板、聚乙烯树脂等，贸易业务收入对公司 2015 年营业收入的贡献度为 17.96%。受公司第一生产基地全面停产以及市场竞争的影响，公司文化纸和生态肥营业收入均出现大幅下降，同比分别下降 50.79% 和 97.19%。从各类业务毛利率来看，公司各类产品毛利率仍维持在较低水平。公司生活纸因原材料价格降低以及公司加强成本管理，毛利率同比上升 1.85 个百分点；包装纸因原材料价格降低，毛利率同比上升 1.08 个百分点；文化纸因第一生产基地进行“退二进三”而停产，清理库存导致毛利率同比下降 3.75 个百分点；因公司贸易产品市场景气度欠佳，贸易业务毛利率仅为 1.23%，盈利能力较弱。

表3 2014-2015年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年		营业收入同比增减	毛利率同比增减
	收入	毛利率	收入	毛利率		

生活纸	87,999.37	5.31%	88,074.94	3.46%	-0.09%	增加 1.85 个百分点
包装纸	81,332.42	9.52%	86,703.25	8.44%	-6.19%	增加 1.08 个百分点
文化纸（含特种纸）	60,128.02	-0.47%	122,180.68	3.28%	-50.79%	减少 3.75 个百分点
贸易	50,637.73	1.23%	-	-	-	-
生态肥	51.78	-0.81%	1,839.52	14.80%	-97.19%	减少 15.61 个百分点
主营业务合计	280,149.32	4.55%	298,798.40	4.90%	-6.24%	减少 0.35 个百分点
其他业务	1,874.52	89.26%	1,725.87	81.79%	8.61%	增加 7.47 个百分点
合计	282,023.84	5.12%	300,524.27	5.34%	-6.16%	减少 0.22 个百分点

注：公司 2015 年年报披露包装纸毛利率同比上升 1.09 个百分点，因四舍五入鹏元计算为 1.08 个百分点。
 资料来源：公司提供，鹏元整理

公司生活纸品牌知名度较低，目前盈利水平欠佳，未来市场拓展需大规模资金投入

公司生活纸品牌影响力相对偏弱，跟踪期内生活纸产销量、营业收入均略有下降。2015 年公司生活纸实现产量 12.70 万吨，同比下降 0.86%；销售 12.71 万吨，同比下降 0.24%；生活纸销售收入 87,999.37 万元，同比下降 0.09%，生活纸销售收入占主营业务收入的比重由 2014 年的 29.48% 提高至 31.41%。

公司生活纸品牌市场知名度不高，为扩大公司市场份额，打开新产品销路，公司降低了部分产品销售价格（公司生活纸平均销售单价由 2014 年的 6,912.06 元/吨下降至 2015 年的 6,864.23 元/吨，降幅为 0.69%）。但因公司加强单耗成本控制，公司生活纸毛利率同比提升 1.85 个百分点。

表4 2014-2015年公司生活纸产销情况

项目	2015 年	2014 年	同比变动
产能（万吨）	16.50	16.50	0.00%
产量（万吨）	12.70	12.81	-0.86%
销量（万吨）	12.71	12.74	-0.24%
平均单价（元/吨）	6,864.23	6,912.06	-0.69%

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，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，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。

受市场竞争影响，公司包装纸产销量和营业收入有所下降

跟踪期内，公司包装纸销量与均价均出现下降，销量减少 1.5 万吨，减少收入 3,441.70 万元；销售均价下降 52.85 元/吨，减少收入 1,929.14 万元，公司包装纸销售收入同比下降

6.19%。毛利率方面，受市场竞争加剧的影响，公司包装纸平均销售单价下降 2.30%，但因公司通过加大废纸收购力度，提高公司原料供给率，有效控制了生产成本，2015 年公司采购进口美国废纸的平均价格由 1,562 元/吨下降至 1,423 元/吨，原煤采购价格由 378 元/吨下降至 282 元/吨，公司包装纸毛利率上升 1.09 个百分点。

表5 2014-2015年公司包装纸产销情况

项目	2015 年	2014 年	同比变动
产能（万吨）	35.00	35.00	0.00%
产量（万吨）	36.25	37.80	-4.10%
销量（万吨）	36.30	37.80	-3.97%
平均单价（元/吨）	2,240.59	2,293.44	-2.30%

资料来源：公司提供

跟踪期内，受第一生产基地全面停产以及市场竞争的影响，公司文化纸和生态肥营业收入均出现大幅下降，同时因清理库存，公司文化纸毛利率下降幅度较大

2014 年 11 月 11 日，公司发布公告《关于公司第一生产基地“退二进三”工作进展情况暨实施停产的公告》，公告称：根据《漯河市政府关于加快推进建成区产业“退二进三”促进协调发展的意见》（漯政【2012】36 号）文件精神，公司按照漯河市政府的要求并结合公司整体生产经营情况，决定对公司第一生产基地实施整体停产。公司第一生产基地包括公司下属子公司河南无道理生物技术股份有限公司（以下简称“无道理生物技术股份公司”）和公司第一生产基地厂区。

无道理生物技术股份公司主要是利用第一生产基地文化纸生产过程中的副产品生产有机肥料、复混肥料、生物肥料、微生物肥料等产品。停产前拥有“生态肥”生产线三条，有机生态肥、复混生态肥等产品年产能 10 万吨。公司第一生产基地老厂区停产前主要用于生产文化纸，停产前产能为 23 万吨/年。

受第一生产基地全面停产和市场竞争的影响，公司文化纸和生态肥营业收入分别大幅下降 50.798% 和 97.19%。2015 年因纸种内部结构的变化，公司文化纸平均销售价格同比提升 6.30%，公司文化纸产品包括子公司漯河银鸽特种纸有限公司生产的特种纸、第一生产基地（2014 年 11 月停产）生产的文化纸和子公司四川银鸽竹浆纸业有限公司生产的竹浆纸，特种纸和竹浆纸价格稍高，且 2015 年的销售占比较高，因此带动公司文化纸销售均价有所提升。但受第一生产基地“退二进三”影响，清理库存导致文化纸毛利率较上年下降 3.75 个百分点。

表6 2014-2015年公司文化纸产销情况

项目	2015 年	2014 年	同比变动
----	--------	--------	------

产能（万吨）	12.00	12.00	0.00%
产量（万吨）	9.46	23.78	-60.22%
销量（万吨）	11.08	23.94	-53.72%
平均单价（元/吨）	5,424.43	5,102.76	6.30%

注：2014 年产能为截至 2014 年底的产能数据
 资料来源：公司提供

2015 年 6 月，公司与漯河市土地储备中心签署了《国有土地使用权收购合同书》，合同总价款为人民币 19,505.00 万元；针对对外处置的设备类资产，公司已与中标自然人签署了《资产转让协议》，转让款 4,181.25 万元。截至 2015 年底，上述款项均已收到。截至 2015 年底，尚有 2,778.91 万元已拆除的实物资产未对外处置。在人员安置补偿方面，2014 年度公司共计提“退二进三”经济补偿金 1.3 亿元，2015 年度已签订解除用工劳动合同人员已补偿完毕，部分员工分流至其他生产基地，结余 3,343 万元经济补偿金公司予以冲回。

总体来看，漯河市政府对公司的补偿工作已经落实，公司第一生产基地相关资产已基本处置完毕。

3 万吨/年竹纤维及 5 万吨/年竹浆项目升级改造投资规模较大，后续建成投产后盈利能力能否达到预期有待观察

公司竹浆用于生产竹浆纸。2015 年公司竹浆产量 3.96 万吨，同比减少 1.00%；竹浆纸产量 4.98 万吨，同比增加 5.51%；竹浆纸销量 5.00 万吨，同比增加 10.62%。考虑到国内造纸行业产能过剩，市场竞争导致产品价格持续低迷的影响，而国内醋酸级竹溶解浆市场空间较大，盈利能力相对较强，公司子公司四川银鸽竹浆纸业有限公司于 2015 年启动 3 万吨/年竹纤维及 5 万吨/年竹浆项目的升级改造工作，该项目原计划投资 45,730 万元（含升级改造费用 8,500.00 万元），截至 2015 年底，累计已投资 50,635.12 万元，该项目升级改造预计完工时间为 2016 年 11 月。

需要注意的是，3 万吨/年竹纤维及 5 万吨/年竹浆项目升级改造投资规模较大，后续盈利能力能否达到预期有待观察。

表7 2014-2015年公司竹浆及竹浆纸产销情况（单位：万吨）

项目	2015 年	2014 年
竹浆产量	3.96	4.00
竹浆内部使用量	3.96	4.00
竹浆纸产量	4.98	4.72
竹浆纸销量	5.00	4.52

资料来源：公司提供

贸易业务成为公司主营业务之一，但贸易业务盈利能力较弱，且贸易客户集中度较高，

易受主要客户经营状况的影响

贸易业务为公司 2015 年新增业务，由银鸽工贸负责运营，贸易产品主要包括煤、聚乙烯、阔叶浆板、聚乙烯树脂等。2015 年公司实现贸易业务收入 50,637.73 万元，占公司当年营业收入的比重为 17.96%；但因公司贸易产品市场景气度欠佳，业务毛利率较低，贸易业务盈利能力有限。

表8 2015年公司贸易产品情况

贸易产品	销售收入（万元）	销售额占比
煤	9,101.22	17.97%
聚乙/丙烯	8,500.00	16.79%
阔叶浆板	6,335.43	12.51%
聚乙烯树脂	5,970.08	11.79%
其他	20,731.00	40.94%
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，客户主要为周边地区非关联企业，2015 年前五大客户贸易额为 28,428.03 万元，占公司贸易板块营业收入的比重为 56.14%，公司贸易对象较为集中，若主要客户经营状况欠佳，公司经营亦将受到较大影响。

表9 2015年公司前五大贸易客户情况

前五大客户	销售收入（万元）	销售额占比
第一名	11,450.00	22.61%
第二名	5,957.66	11.77%
第三名	4,274.19	8.44%
第四名	3,374.47	6.66%
第五名	3,371.71	6.66%
合计	28,428.03	56.14%

资料来源：公司提供

跟踪期内，政府扶持力度加大，公司获得较大规模的政府补贴资金，但此种扶持的可持续性有待关注

根据漯河市人民政府下发的《关于给予漯河银鸽生活纸产有限公司经营扶持奖励的决定》（漯政文【2015】206号），公司子公司漯河银鸽生活纸产有限公司于 2015 年 11 月 26 日获得政府经营扶持奖励资金 16,878.79 万元。根据舞阳县人民政府下发的《舞阳县人民政府关于落实市政府对河南银鸽工贸有限公司专项补助资金的批复》（舞政文【2015】73号），银鸽工贸于 2015 年 12 月 30 日获得舞阳县人民政府节能减排专项补助资金人民币 3,600.00 万元。此外，公司获得废纸综合利用增值税即征即退、财政局进口木浆贴息等

合计 1,758.11 万元。

2013-2015 年，公司计入营业外收入的政府补贴资金分别为 1,202.22 万元、1,634.45 万元、22,236.90 万元，2015 年政府补贴资金大幅增加的主要原因为生活纸业务及银鸽工贸业务转型获得大额节能减排专项资金，未来公司能否持续获得大规模的财政补贴资金有待关注。

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 2014-2015 年度审计报告，公司执行新会计准则。跟踪期内，公司合并报表范围无变化。

资产结构与质量

跟踪期内，公司资产规模下降，资产以固定资产为主，整体资产流动性一般

2015 年，随着第一生产基地和无道理生物技术股份公司资产的处置，公司资产规模有所减少。截至 2015 年底，公司总资产为 507,552.61 万元，同比减少 8.78%。从资产构成来看，公司资产仍以非流动资产为主。

表10 2014-2015年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	比重	金额	比重
货币资金	87,876.43	17.31%	93,792.53	16.86%
应收票据	12,715.78	2.51%	6,824.24	1.23%
应收账款	25,353.35	5.00%	28,029.50	5.04%
存货	27,090.53	5.34%	35,911.36	6.45%
流动资产合计	167,443.65	32.99%	175,183.77	31.49%
固定资产	209,637.18	41.30%	230,497.26	41.43%
在建工程	51,761.06	10.20%	54,750.95	9.84%
无形资产	21,283.86	4.19%	23,847.83	4.29%
其他非流动资产	31,606.87	6.23%	31,929.39	5.74%
非流动资产合计	340,108.97	67.01%	381,195.09	68.51%
资产总计	507,552.61	100.00%	556,378.86	100.00%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款及存货组成。截至 2015 年底，公司货币资金达 87,876.43 万元，较 2014 年末有所减少，货币资金中受限制资金主要为银行承兑汇票保证金、信用证保证金和质押的定期存款，合计 51,039.13 万元，占货币资金的比重达 58.08%。2015 年公司仍主要采用承兑汇票的方式进行结算，截至 2015 年底，公司应收票据账面金额为 12,715.78 万元，同比增幅达 86.33%。2015 年公司销售规模有所下降，同时公司继续加大应收账款的回收力度，应收账款规模有所减少，从公司应收账款账龄来看，账龄主要集中在一年以内，公司账龄在一年以内的应收账款占比为 88.21%；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 15.35%，公司应收对象较为分散。2015 年由于公司经营规模的下降导致原材料规模同比减少，同时公司加强存货管理，实行“以销定产”大幅降低库存，截至 2015 年底公司存货账面价值为 27,090.53 万元，同比下降 24.56%，公司存货仍主要为库存商品和原材料，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，存在一定的跌价风险。

跟踪期内，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。受固定资产计提折旧的影响，此外第一生产基地关停，相关机器设备处置使得固定资产同比有所减少，公司固定资产中处于暂时闲置和未办妥产权证书的固定资产账面价值分别为 196.42 万元和 43,949.24 万元，分别占公司固定资产账面价值的 0.09% 和 20.96%。截至 2015 年底，公司用于抵押的固定资产账面价值为 13,068.55 万元，占固定资产账面价值的 6.23%。公司在建工程较 2014 年末有所减少，主要系部分项目结转固定资产及第一生产基地资产处置所致。公司无形资产变化不大，截至 2015 年底，用于抵押的无形资产账面价值为 11,619.12 万元，占公司无形资产账面价值的 54.59%。其他非流动资产为银鸽工贸收储资产，公司尚未收到舞阳县人民政府补偿款 32,251.91 万元，2015 年公司对其计提减值准备 322.52 万元。

资产运营效率

公司资产周转效率有所提升

跟踪期内，公司加强应收账款和存货管理，应收账款和存货规模均有所减少，两者的周转效率相应有所提高，但存货和应收账款对公司资金仍然形成一定占用。另外，公司固定资产规模有所下滑，固定资产周转效率有所提高。整体来看，公司资产周转效率有所提升。

表11 2014-2015年公司资产运营效率情况（单位：天）

项目	2015年	2014年
应收账款周转天数	34.07	37.44
存货周转天数	42.38	48.50
应付账款周转天数	47.90	53.70
净营业周期	28.55	32.24
流动资产周转天数	218.68	244.06
固定资产周转天数	280.91	297.92
总资产周转天数	679.05	698.08

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司主业仍然处于亏损状态，盈利能力较弱，仍面临较大的经营亏损的压力

跟踪期内，受公司第一生产基地关停、造纸行业产能过剩、竞争加剧的影响，公司机制纸业务收入同比下降 22.73%；2015 年因新增贸易业务，贸易业务收入对公司当年营业收入的贡献度为 17.96%，但公司营业收入仍同比下降 6.16%。根据公司公告的 2016 年 1 季度财务报表，2016 年 1-3 月公司实现营业收入 59,447.77 万元，同比增长 4.36%；营业利润-5,323.20 万元（2015 年同期为-7,143.55 万元），从 2016 年 1 季度情况来看，公司营业收入有所提升，经营亏损面收窄。从公司各类业务毛利率来看，公司各类产品毛利率均维持在较低水平。公司生活纸因原材料价格降低以及公司加强成本管理导致单耗降低，毛利率同比上升 1.85 个百分点；包装纸因原材料价格降低，毛利率同比上升 1.08 个百分点；文化纸因第一生产基地进行“退二进三”而停产，毛利率同比下降 3.75 个百分点；因公司贸易产品市场景气度欠佳，贸易业务毛利率仅为 1.23%，盈利能力较弱。

跟踪期内，公司 2015 年已签订解除用工劳动合同人员已补偿完毕，第一生产基地及河南无道理生物技术股份有限公司关停，四川银鸽竹浆纸业有限公司 2015 年度未停机检修，公司修理费用和长期停工损失同比分别减少 4,731 万元、2,815 万元，使得公司 2015 年管理费用同比大幅减少。同时，公司成功非公开发行股票募集资金偿还大量短期借款，使得 2015 年公司财务费用同比大幅减少。但因主营业务盈利能力较弱，期间费用的降低仍未能改变公司营业利润处于亏损的状态。2015 年，公司营业外收入同比增幅达 1,254.64%，主要为第一生产基地关停资产处置利得和政府补助资金，营业外收入对公司利润总额的贡献度达 448.21%。

总体来看，跟踪期内公司主营业务亏损面收窄，但依然处于亏损状态，公司业绩扭亏为盈主要依赖于营业外收入，但营业外收入的稳定性有待观察，未来公司仍面临较大的经

营亏损压力。

表12 2014-2015年公司主要盈利能力指标

项目	2015年	2014年
营业收入（万元）	282,023.84	300,524.27
营业利润（万元）	-30,814.59	-92,904.44
营业外收入（万元）	41,101.97	3,034.17
利润总额（万元）	9,170.17	-90,766.87
净利润（万元）	1,995.25	-74,396.28
综合毛利率	5.12%	5.34%
期间费用率	13.63%	25.42%
营业利润率	-10.93%	-30.91%
总资产回报率	4.76%	-11.44%
净资产收益率	1.21%	-59.08%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流有所改善，但经营活动所需资金对筹资活动较为依赖

跟踪期内，受经营性应收项目增加及经营性应付项目减少影响，公司营运资本大幅增加，但公司 2015 年扭亏为盈，净利润大幅增加，经营活动现金净流入 8,465.29 万元，公司经营活动现金流较上年有所改善。

2015 年公司投资活动现金流入 24,106.25 万元，主要系第一生产基地资产处置及银鸽工贸收回土地收储款所产生，投资活动现金流出主要为公司购买少量固定资产、无形资产等产生的支出；公司筹资活动现金流入主要为非公开发行股票及取得借款收到的现金，筹资活动现金流出主要用于偿还债务本息。在目前经营活动现金流表现一般的情况下，公司经营和今后的相关投资将更加依赖于对外融资。考虑到造纸行业仍不景气，公司主业经营情况较差，公司后续面临较大的融资压力。

表13 2014-2015年公司现金流变动情况（单位：万元）

项目	2015年	2014年
净利润	1,995.25	-74,396.28
营运资本变化	-23,692.74	13,150.79
其中：存货的减少（减：增加）	9,859.02	4,820.12
经营性应收项目的减少（减：增加）	-5,953.36	4,414.13
经营性应付项目的增加（减：减少）	-27,598.41	3,916.54
经营活动产生的现金流量净额	8,465.29	-263.24
投资活动产生的现金流量净额	23,956.48	46.47

筹资活动产生的现金流量净额	-10,493.42	-9,331.66
现金及现金等价物净增加额	21,847.11	-9,549.00

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司成功非公开发行股票，资产负债率大幅降低，有息负债规模大幅减少，但仍存在较大的偿债压力

跟踪期内，因非公开发行股票及利用资产处置收入、政府补助资金偿还大量债务，公司负债总额较上年大幅减少 42.82%，所有者权益较上年增长 170.62%。公司产权比率大幅下降，所有者权益对债务的保障程度明显改善。

表14 2014-2015年公司资本构成情况（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年
负债总额	267,421.20	467,646.33
其中：流动负债	160,156.42	327,278.54
非流动负债	107,264.78	140,367.79
所有者权益	240,131.42	88,732.54
产权比率	111.36%	527.03%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，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。公司短期借款主要为保证借款（40,925.00 万元）和质押借款（8,000.00 万元），2015 年公司通过非公开发行股票募集资金偿还了大量银行借款，使得 2015 年末公司短期借款大幅减少。跟踪期内，公司应付票据规模同比减少 67.28%。应付账款主要为应付的原材料采购款，账龄主要集中在 1 年以内。其他应付款为应付的工程款、招标押金及合同履约金、往来款。一年内到期的非流动负债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。公司长期借款包括抵押借款（30,000.00 万元）和信用借款（44,838.64 万元），2015 年新增河南能源化工集团有限公司的委托贷款，使得当年长期借款规模有所增加。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 2015 年底，本期债券剩余规模为 9,237.40 万元。跟踪期内，公司长期应付款较上年末减少 7,666.02 万元，主要系 2015 年偿还了部分招银融资租赁款和皖江融资租赁款所致。

表15 2014-2015年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比

短期借款	48,925.00	18.30%	119,172.91	25.48%
应付票据	43,523.30	16.28%	132,998.73	28.44%
应付账款	28,624.54	10.70%	42,581.24	9.11%
其他应付款	10,436.15	3.90%	15,125.27	3.23%
一年内到期的非流动负债	28,419.11	10.63%	14,477.08	3.10%
流动负债合计	160,156.42	59.89%	327,278.54	69.98%
长期借款	74,838.64	27.99%	26,250.69	5.61%
应付债券	9,237.40	3.45%	74,759.83	15.99%
长期应付款	15,003.34	5.61%	22,669.35	4.85%
非流动负债合计	107,264.78	40.11%	140,367.79	30.02%
负债合计	267,421.20	100.00%	467,646.33	100.00%
有息债务	219,067.38	81.92%	389,449.19	83.28%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

因成功非公开发行股票募集大额资金及获得较大规模的资产处置收入和政府补助资金用以偿还银行借款及本期债券，截至 2015 年底，公司有息债务同比减少 43.75%，规模为 219,067.38 万元，占负债总额的比重为 81.92%，公司有息负债规模仍较大，且主要集中在 2016 年到期，公司存在较大的财务费用压力和短期偿债压力。

表16 截至2016年3月底公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年及以后
短期借款	50,500.00	5,000.00	-	-	-	-
应付票据	76,300.00	-	-	-	-	-
一年内到期的长期借款	20,341.15	-	-	-	-	-
长期借款	-	341.15	69,108.35	341.15	341.15	5,294.35
应付债券	-	9,237.40	-	-	-	-
融资租赁款	4,500.00	6,000.00	6,000.00	3,000.00	-	-
合计	151,641.15	20,578.55	75,108.35	3,341.15	341.15	5,294.35

资料来源：公司提供

从各项偿债指标来看，2015 年公司偿还了大量有息债务致使公司资产负债率大幅降低，截至 2015 年底，公司资产负债率为 52.69%，较上年同期下降 31.36 个百分点。跟踪期内，随着流动负债的减少，公司流动比率指标有所回升，流动比率和速动比率表现均有所改善，但仍处于较低水平，短期偿债能力有限。受公司利润扭亏为盈的影响，公司 EBITDA 及 EBITDA 利息保障倍数明显改善，但 EBITDA 对有息债务的覆盖能力一般。总体来看，公司仍存在较大的偿债压力。

表17 2014-2015年公司主要偿债能力指标

项目	2015 年	2014 年
资产负债率	52.69%	84.05%
流动比率	1.05	0.54
速动比率	0.88	0.43
EBITDA (万元)	43,280.41	-43,669.22
EBITDA 利息保障倍数	2.49	-1.68
有息债务/EBITDA	506.16%	-891.82%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

六、本期债券偿还保障分析

银鸽集团提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保为本期债券的本息偿付提供了一定保障

本期债券由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。

银鸽集团持有银鸽投资 47.35% 的股权，另外持有河南银鸽地产有限公司 100% 的股权和漯河银鸽物业管理有限公司 76% 的股权。

银鸽集团业务主要来自于银鸽投资，房地产和物业收入占比较低，2015 年银鸽集团房屋销售收入和物业管理费收入分别为 3.69 万元和 64.39 万元，规模较小。跟踪期内，银鸽集团控股股东仍为河南能源化工集团有限公司（以下简称“河南能源化工集团”），河南能源化工集团是一家以煤炭、化工、有色金属为主的大型国有独资资源企业集团，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。

截至 2015 年末，银鸽集团总资产为 625,205.32 万元，同比略有提升，所有者权益合计 280,002.94 万元，同比增长 59.61%。2015 年，银鸽集团实现营业收入 282,111.30 万元，利润总额 12,439.40 万元。

表18 银鸽集团主要财务指标

项目	2015 年	2014 年
总资产 (万元)	625,205.32	623,153.32
所有者权益 (万元)	280,002.94	175,428.87
资产负债率	55.21%	71.85%
流动比率	1.46	0.73
营业收入 (万元)	282,111.30	300,682.80
营业利润 (万元)	-27,525.55	-91,887.92

营业外收入（万元）	41,102.15	3,034.17
利润总额（万元）	12,439.40	-89,750.34
经营活动现金流净额（万元）	7,978.84	-1,114.29

资料来源：银鸽集团 2015 年审计报告，鹏元整理

综合而言，银鸽集团股东背景较为雄厚，其为本期债券提供的保证担保为本期债券的本息偿付提供了一定保障。

七、评级结论

跟踪期内，公司成功非公开发行股票，资本结构得到改善，偿债压力有所减轻；政府扶持力度加大，公司获得较大规模的补贴资金。

另一方面，2015年受第一生产基地全面停产、行业竞争加剧、下游需求疲软影响，公司机制纸营业收入下降；公司生活纸品牌知名度较低，未来市场拓展需大规模资金投入和时间积累；3万吨/年竹纤维及5万吨/年竹浆项目升级改造投资规模较大，后续建成投产后盈利能力能否达到预期有待关注；贸易业务客户集中度较高，存在一定的经营风险；公司扭亏为盈主要源于营业外收入，主业盈利能力较弱，公司仍面临较大的经营亏损压力；公司有息负债规模仍较大，存在较大的短期偿债压力。

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+，评级展望调整为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
货币资金	87,876.43	93,792.53	103,337.09
应收票据	12,715.78	6,824.24	4,885.54
应收账款	25,353.35	28,029.50	34,485.98
预付款项	12,756.55	9,431.37	15,149.57
其他应收款	711.01	1,026.83	1,165.35
存货	27,090.53	35,911.36	40,731.48
一年内到期的非流动资产	940.00	0.00	0.00
其他流动资产	0.00	167.94	32,539.90
流动资产合计	167,443.65	175,183.77	232,294.91
可供出售金融资产	4,972.46	8,459.00	14,462.16
长期应收款	1,800.00	2,740.00	940.00
固定资产	209,637.18	230,497.26	266,900.99
在建工程	51,761.06	54,750.95	62,134.73
工程物资	21.07	32.52	45.64
固定资产清理	2,778.91	5,225.34	393.46
无形资产	21,283.86	23,847.83	24,422.60
开发支出	0.00	0.00	7.00
商誉	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	1,115.25	1,340.64	1,541.18
递延所得税资产	15,132.31	22,372.16	5,986.56
其他非流动资产	31,606.87	31,929.39	0.00
非流动资产合计	340,108.97	381,195.09	376,834.31
资产总计	507,552.61	556,378.86	609,129.22
短期借款	48,925.00	119,172.91	121,678.19
应付票据	43,523.30	132,998.73	122,791.14
应付账款	28,624.54	42,581.24	42,291.74
预收款项	2,968.62	2,933.49	4,769.56
应付职工薪酬	739.57	6,925.38	814.97
应交税费	-3,793.39	-7,497.69	-8,514.72
应付利息	282.36	552.56	461.84
其他应付款	10,436.15	15,125.27	21,172.25
一年内到期的非流动负债	28,419.11	14,477.08	20,342.58
其他流动负债	31.17	9.56	21.51
流动负债合计	160,156.42	327,278.54	325,829.05

长期借款	74,838.64	26,250.69	11,872.46
应付债券	9,237.40	74,759.83	74,532.48
长期应付款	15,003.34	22,669.35	18,505.43
专项应付款	0.00	8,313.74	9,894.99
递延收益	1,837.34	2,026.12	3,518.39
递延所得税负债	1,847.61	1,847.61	1,847.61
其他非流动负债	4,500.46	4,500.46	0.00
非流动负债合计	107,264.78	140,367.79	120,171.35
负债合计	267,421.20	467,646.33	446,000.40
实收资本（或股本）	124,910.30	82,537.41	82,537.41
资本公积	183,992.24	76,961.49	76,961.49
盈余公积	7,363.08	7,363.08	7,363.08
未分配利润	-74,220.04	-78,897.68	-9,248.39
归属于母公司所有者权益合计	242,045.57	87,964.30	157,613.60
少数股东权益	-1,914.15	768.23	5,515.22
所有者权益（或股东权益）合计	240,131.42	88,732.54	163,128.82
负债和所有者权益（或股东权益）总计	507,552.61	556,378.86	609,129.22

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
一、营业总收入	282,023.84	300,524.27	351,495.97
其中：营业收入	282,023.84	300,524.27	351,495.97
二、营业总成本	312,838.43	395,088.55	380,350.84
其中：营业成本	267,591.57	284,464.32	323,949.83
营业税金及附加	754.42	573.71	815.90
销售费用	10,102.00	13,497.63	14,041.83
管理费用	12,523.59	40,462.32	26,630.06
财务费用	15,812.68	22,427.92	13,632.49
资产减值损失	6,054.16	33,662.64	1,280.72
加：投资收益（损失以“-”号填列）	0.00	1,659.84	-8.82
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	0.00	0.00
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	-30,814.59	-92,904.44	-28,863.69
加：营业外收入	41,101.97	3,034.17	1,597.54
减：营业外支出	1,117.21	896.60	363.65
其中：非流动资产处置损失	609.01	46.06	9.31
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	9,170.17	-90,766.87	-27,629.80
减：所得税费用	7,174.92	-16,370.58	2,547.65
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	1,995.25	-74,396.28	-30,177.45
归属于母公司所有者的净利润	4,677.64	-69,649.29	-27,864.77
少数股东损益	-2,682.39	-4,746.99	-2,312.68

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013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	178,938.04	152,038.12	174,563.22
收到的税费返还	1,056.07	0.00	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	25,656.32	3,165.55	3,692.38
经营活动现金流入小计	205,650.43	155,203.67	178,255.60
购买商品、接受劳务支付的现金	159,754.55	104,313.01	140,702.10
支付给职工以及为职工支付的现金	21,139.59	35,801.19	33,843.08
支付的各项税费	8,859.72	8,713.73	9,875.31
支付其他与经营活动有关的现金	7,431.28	6,638.99	5,799.06
经营活动现金流出小计	197,185.14	155,466.92	190,219.55
经营活动产生的现金流量净额	8,465.29	-263.24	-11,963.95
二、投资活动产生的现金流量			
取得投资收益所收到的现金	500.00	0.00	0.00
收回投资收到的现金	0.00	1,659.84	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	23,606.25	1.48	13.46
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	4,227.92
投资活动现金流入小计	24,106.25	1,661.32	4,241.38
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	149.77	1,614.85	2,480.57
投资活动现金流出小计	149.77	1,614.85	2,480.57
投资活动产生的现金流量净额	23,956.48	46.47	1,760.81
三、筹资活动产生的现金流量			
吸收投资收到的现金	149,403.63	0.00	10,000.00
取得借款收到的现金	197,983.81	192,986.65	186,580.15
收到其他与筹资活动有关的现金	2,019.65	2,244.19	1,935.12
筹资活动现金流入小计	349,407.09	195,230.83	198,515.27
偿还债务支付的现金	280,306.43	176,621.52	155,481.58
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	15,600.08	15,772.80	13,970.92
支付其他与筹资活动有关的现金	63,994.00	12,168.18	8,767.50
筹资活动现金流出小计	359,900.52	204,562.50	178,220.00
筹资活动产生的现金流量净额	-10,493.42	-9,331.66	20,295.28
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-81.24	-0.56	-40.70
五、现金及现金等价物净增加额	21,847.11	-9,549.00	10,051.44

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
1、将净利润调节为经营活动现金流量			
净利润	1,995.25	-74,396.28	-30,177.45
加：资产减值准备	6,054.16	33,662.64	1,280.72
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	17,153.86	22,192.78	21,176.17
无形资产摊销	534.09	585.97	637.42
长期待摊费用摊销	251.84	200.54	344.19
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-16,952.27	28.37	-3.40
财务费用（收益以“-”号填列）	15,881.44	22,357.40	14,321.43
投资损失（收益以“-”号填列）	0.00	-1,659.84	8.82
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	7,239.85	-16,385.60	2,515.16
存货的减少（增加以“-”号填列）	9,859.02	4,820.12	11,134.67
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-5,953.36	4,414.13	1,042.29
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	-27,598.41	3,916.54	-34,243.98
经营活动产生的现金流量净额	8,465.29	-263.24	-11,963.95

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2015年	2014年	2013年
资产负债率	52.69%	84.05%	73.22%
有息负债（万元）	219,067.38	389,449.19	368,842.87
流动比率	1.05	0.54	0.71
速动比率	0.88	0.43	0.59
期间费用率	13.63%	25.42%	15.45%
营业利润率	-10.93%	-30.91%	-8.21%
净资产收益率	1.21%	-59.08%	-17.42%
应收账款周转天数	34.07	37.44	38.72
存货周转天数	42.38	48.50	51.11
应付账款周转天数	47.90	53.70	52.37
净营业周期	28.55	32.24	37.46
流动资产周转天数	218.68	244.06	240.62
固定资产周转天数	280.91	297.92	280.79
总资产周转天数	679.05	698.08	640.88
营运资本变化（万元）	-23,692.74	13,150.79	-22,067.02
产权比率	111.36%	527.03%	273.40%
综合毛利率	5.12%	5.34%	7.84%
总资产回报率	4.76%	-11.44%	-1.42%
EBITDA（万元）	43,280.41	-43,669.22	13,252.82
EBITDA 利息保障倍数	2.49	-1.68	0.59
有息负债/EBITDA	506.16%	-891.82%	2,783.13%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2015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 2015 年审计报告，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率（次）	营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]
	应收账款周转率（次）	营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
	存货周转率（次）	营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]
	应付账款周转率（次）	营业成本/[（期初应付账款余额+期末应付账款余额）/2]
	净营业周期（天）	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
	总资产周转率（次）	营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
	流动资产周转率（次）	营业收入/[（本年流动资产+上年流动资产）/2]
盈利能力	综合毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×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）×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）×100%
	期间费用率	（管理费用+销售费用+财务费用）/营业收入×100%
	营业利润率	营业利润/营业收入×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）
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×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+融资租赁款
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期有息债务
	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。