东营正和木业有限公司
2014 年度企业信用评级报告

大公报 SD【2014】485 号

信用等级：BBB

受评主体：东营正和木业有限公司
评级展望：稳定

主要财务数据和指标 （人民币亿元）

项 目	2014.3	2013	2012	2011
总资产	7.97	7.79	6.75	5.88
所有者权益	4.57	4.44	3.63	3.33
营业收入	1.40	6.64	6.01	5.11
利润总额	0.17	0.95	0.75	0.68
经营性净现金流	0.31	0.65	0.76	0.03
资产负债率（%）	42.71	42.99	46.22	43.36
流动比率（倍）	2.43	2.44	2.07	1.33
毛利率（%）	18.21	18.08	17.65	18.87
总资产报酬率（%）	2.66	15.05	14.62	15.64
净资产收益率（%）	2.75	18.25	18.76	15.37
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	7.04	2.90	2.99	0.15
经营性净现金流/总负债（%）	9.24	20.17	26.83	1.71

注：2014 年 3 月财务数据未经审计。

评级观点

东营正和木业有限公司（以下简称“正和木业”或“公司”）主要从事中、高密度纤维板的生产和销售。评级结果反映了国家的支持政策给纤维板行业提供了良好的政策环境，公司营业收入逐年增长、成本控制压力有所缓解、流动比率持续上升等优势；同时也反映了下游行业需求有所下降，公司有息债务规模有所增加、担保比率较高以及 2013 年经营性净现金流对债务和利息的保障程度有所下滑等不利因素。综合分析，公司不能偿还到期债务的风险一般。

预计未来 1～2 年，公司经营规模将进一步扩大，大公对正和木业评级的展望为稳定。

主要优势/机遇

- 国家对中高密度纤维板及纤维板原材料的政策支持，为纤维板行业发展提供了良好的政策环境；
- 公司直销比例逐年增加，营业收入逐年增长，毛利率稳定；
- 公司原材料采购价格有所下降，成本控制压力有所缓解；
- 公司流动比率持续上升，流动资产对流动负债的覆盖程度有所增加。

主要风险/挑战

- 由于国内经济下行，下游企业对纤维板需求减小，短期内纤维板行业发展增速有所放缓；
- 公司有息负债有所增加，债务结构有待改善；
- 公司对外担保比率较高，存在一定的代偿风险；
- 2013 年，公司经营性净现金流有所下降，经营性净现金流对债务和利息的保障程度有所下滑。

评级小组负责人：邵丽琼
评级小组成员：高 悦
联系电话：010-51087768
客服电话：4008-84-4008
传 真：010-84583355
Email ：rating@dagongcredit.com

大公国际资信评估有限公司
二〇一四年六月三十日

大公保留对企业信用状况跟踪评估并公布信用等级变化之权利

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与受评主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因受评主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由受评主体提供，大公对该部分资料的真实性、及时性和完整性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至本期集合票据到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

受评主体

正和木业成立于 2002 年 8 月 12 日，注册资本 1 亿元，正和木业注册地址为东营市广饶县经济开发区，为中外合资企业。东营方大投资有限公司和正和集团股份有限公司（原名广饶石化集团有限公司,以下简称“正和集团”）各占 35%的股份，德国 Esco Engineering Sales Consulting GMBH 公司持有 25%的股份，东营圣西门木业有限公司持股 5%。2004 年，东营方大投资有限公司退股，正和集团有限公司增持后持股比例达到 60%，剩余 10%股份由新增股东东营圣达投资有限公司持有；2010 年，正和集团有限公司进行主副业分离改革，退出正和木业，所持 60%股份转售给山东泰然集团有限公司（以下简称“山东泰然”）。

截至 2014 年 3 月末，正和木业注册资本为 1 亿元，德国 Esco Engineering Sales Consulting GMBH 持有 25%的股份，东营圣西门木业有限公司持有 5%的股份，东营圣达投资有限公司持有 10%的股份，山东泰然持有正和木业 60%的股份，其中刘保卫持有山东泰然 60%的股份，为东营正和木业的实际控制人。

公司主营业务为中、高密度纤维板的生产和销售，年产各种规格的中、高密度纤维板 26 万立方米。

宏观经济和政策环境

2013 年以来，我国国民经济总体较为平稳，GDP 增速趋缓但经济结构调整效果开始初步显现；预计未来 1～2 年，经济下行压力仍然存在，但在政府“稳增长、调结构、促改革”的政策背景下，我国经济整体将保持平稳缓慢增长

2013 年，国民经济运行总体较为平稳，全年实现国内生产总值（GDP）56.88 万亿元，按可比价格计算，同比增长 7.7%；从 2013 年全年来看，受出口放缓、需求减弱和产能过剩等多重因素影响，上半年我国经济连续两个季度回落，一季度、二季度增速分别为 7.7%和 7.5%。为应对经济下行压力，国务院推出了一系列确保“经济运行在合理区间”的“稳增长”政策，进一步释放改革红利，加大结构调整力度，下半年经济开始企稳回升，三季度 GDP 增速增长至 7.8%；但受 2012 年高基数及季节性因素影响，四季度 GDP 增速同比小幅回落。分产业看，2013 年，第一、二、三产业占 GDP 的比重分别为 6.3%、45.9%和 47.9%，第三产业生产总值占 GDP 的比重首次超过第二产业；2014 年一季度，第三产业生产总值占 GDP 的比重进一步提高到 49.0%，表明我国经济结构调整效果开始初步显现。

2014 年 3 月 5 日发布的《2014 年政府工作报告》（以下简称“《报告》”）延续了十八届三中全会精神，一方面确定了“保持经济运行处在合理区间，守住稳增长、保就业的下限和防通胀的上限”的增长目标；同时，《报告》将 2014 年我国 GDP 增长目标设定为 7.5%，同时固定资产投资增速目标下调至 17.5%，进出口总额增速目标下调至 8.5%，社会消费品零售总额增速目标仍为 14.5%，明确对经济结构的进一步调整。另一方面，将进一步推进包括行政体制、财税体制、金融体制、社会体制、所有制经济、农村、城镇化和生态文明等全方位的改革。

总体而言，我国仍处于“增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期”三期叠加阶段，经济下行的压力仍然存在，但在政府“稳增长、调结构、促改革”的政策背景下，预计未来 1～2 年，我国经济整体将保持平稳缓慢增长。

行业及区域经济环境

中高密度纤维板属于国家政策支持的行业，对其原材料，政府有多项支持政策，给纤维板行业发展提供了良好的政策环境

中高密度纤维板产业属于可再生资源依赖性产业，纤维板属于国家产业政策支持的资源综合利用产品，为鼓励纤维板产业的发展，财政部和国家税务总局联合出台了《关于以三剩物和次小薪材为原料生产加工的综合利用产品增值税优惠政策的通知》，对利用三剩物和次小薪材为原料生产的产品，实行增值税即征即返的优惠政策。2013 年国家发展改革委公布了《国家发展改革委关于修改<产业结构调整指导目录（2011 年本）>有关条款的决定》，其中“次小薪材、沙生灌木和三剩物的深度加工及系列产品开发”属于该目录中鼓励类项目，按相应规定享受优惠政策。这些政策给纤维板行业的发展提供了良好的政策环境。

全国纤维板产量继续上升，由于国内经济下行，下游企业对纤维板需求减小，受此影响短期内纤维板行业发展增速有所放缓；由于国家对纤维板生产原材料的政策支持，纤维板行业原材料供给充足

经过近十年的发展，纤维板行业发展快速，企业数量增加，纤维板也成为人造板市场的重要消费品种，行业内企业产能扩大且竞争激烈。由于民营企业快速崛起，从事纤维板生产的企业数量也大幅增加，而且纤维板生产主要以次小薪材、三剩物为原料，原材料方面供给比较充足，纤维板的产量逐年上升，截至 2013 年末全国纤维板产量达到 5,983 万立方米，同比上涨 8.96 个百分点。

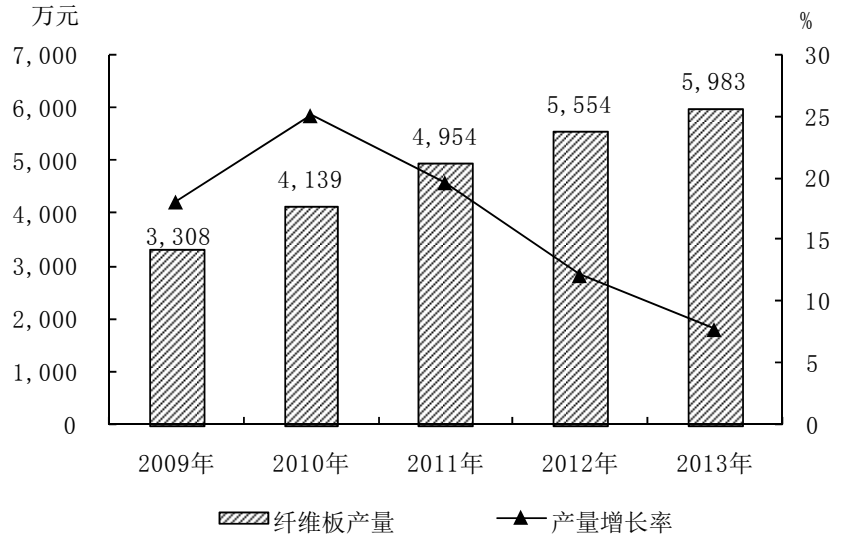


图 1　2009～2013 年末全国纤维板产量

近年来，我国纤维板行业呈现出快速发展态势，截至 2013 年末，全国生产纤维板的企业家数达到了 557 家，同比增长 4.3%，随着行业的高速发展，行业内竞争不断加剧，目前我国纤维板行业处于发展饱和状态。对于以落后的产能生产线来生产纤维板的企业来说，存在着一定的产品过剩的现象，而市场对环保等级较高、产品质量稳定的纤维板产品的需求大幅增加，存在较大的增长潜力。

建筑装饰业和家具行业属于纤维板行业的主要下游行业，近年来，宏观经济下行，房地产市场低迷，建筑装饰业和家具制造业发展速度有所下降，2013 年全国纤维板产量增速同比下降了 8.91 个百分点。

2013 年山东省经济发展平稳，东营市经济增速超过全省平均水平；山东省是重要的纤维板生产区域，为相关企业营造了稳定的发展环境

东营市位于山东省北部黄河三角洲地区，拥有丰富的石油及天然气资源，全市常住人口约为 200 万人。2011 年 1 月 4 日，国务院批复了山东省半岛蓝色经济区发展规划，山东半岛蓝色经济区正式上升为国家战略，2013 年山东半岛蓝色经济区实现生产总值 25,728.8 亿元，对全省经济增长的贡献率为 46.4%。东营市作为山东半岛蓝色经济区的前沿城市和黄河三角洲开发建设的主战场，以及全省唯一全部纳入这两大发展战略的城市，得到了各项政策支持。

2013 年，山东省 GDP 为 54,684 亿元，同比增长 9.6%，东营市实现生产总值 3,250.20 亿元，比上年增长 11.2%，增速高于全省平均水平 1.6 个百分点；2013 年山东省规模以上工业增加值增长 11.3%，东营市规模以上工业实现总产值 11,832.32 亿元，比上年增长 18.0%，其中地方工业总产值 10,652.60 亿元，增长 20.7%，全市规模以上工业增加值增长 12.7%，增速高于全省平均 1.4 个百分点。截至 2013 年末，山东省纤维板产量 558.06 万立方米，占全国产量的 9.33%。

综合来看，山东省是纤维板行业的主要基地，2013 年来，区域经济的稳定发展为区域中纤维板制造企业的发展提供了较为稳定的经营环境。

经营与竞争

公司主要从事中高密度纤维板的生产和销售，中高密度纤维板仍然是公司的全部收入和利润来源；由于直销规模扩大，公司营业收入逐年增长，毛利率保持稳定

中高密度纤维板业务仍然是公司的全部收入和利润来源。2011 年以来，公司营业收入持续增加，2013 年公司营业收入为 66,408 万元，同比增长 10.67%，主要是因为公司进一步扩大了直销比例，纤维板的销量及销售价格均有所提高所致；公司毛利润持续上升，2013 年公司毛利润为 12,006 万元，同比增长 13.24%；2013 年公司毛利率为 18.08%，同比上升 0.43 个百分点。

2014 年 1～3 月，公司营业收入为 13,966 万元，同比上升 26.32%；毛利润为 2,543 万元，同比上升 12.67%；毛利率为 18.21%，同比下降 2.21 个百分点，主要是公司进行了年度大修，大修费用计入营业成本所致。

表 1　2011～2013 年及 2014 年 1～3 月公司营业收入及毛利润构成情况（单位：万元、%）

项目	2014 年 1～3 月		2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	**13,966**	**100.00**	**66,408**	**100.00**	**60,067**	**100.00**	**51,143**	**100.00**
纤维板	13,966	100.00	66,408	100.00	60,067	100.00	51,143	100.00
毛利润	**2,543**	**100.00**	**12,006**	**100.00**	**10,602**	**100.00**	**9,651**	**100.00**
纤维板	2,543	100.00	12,006	100.00	10,602	100.00	9,651	100.00
毛利率		**18.21**		**18.08**		**17.65**		**18.87**
纤维板		18.21		18.08		17.65		18.87

数据来源：根据公司提供的资料整理

2013 年公司产量有所增长，产能利用率持续上涨；公司积极转变销售模式，扩大直销规模，销售价格有所上涨，客户集中度有所下降

由于 2011 年以来公司对生产线进行改造，2012 年公司产能有所提高，2013 年产能不变。由于公司下游客户订单增加，公司产量持续上升，2013 年公司产量为 29.33 万立方米，同比上涨 4.94%。2011 年以来，公司产能利用率持续上升，2013 年公司产能利用率上升 5.31 个百分点，并且产量大于产能，主要是公司实际产量大于设计产能所致。

公司产品以内销为主，主要销往北京、上海、天津、河北及河南等地区，市场占有率不断提高，公司的销售模式分别为区域代理商销售模式和直销销售模式。目前公司为减少中间环节，积极转变营销模式，直销模式占比有所上升，2013 年直销收入占销售总额近 30%。2011～2013 年，随着产量的不断增加，公司销量逐年上升，2013 年公司纤维板销量为 29.93 万立方米，同比上涨 5.91%，产销率为 102.05%。2011～2013 年，公司销售平均价格持续上升，2013 年公司纤维板平均销售价格为 2,218.78 元/万立方米，同比上涨 4.39%，主要原因是公司“正和林美”牌产品具有较高的市场占有率，具备一定的议价权。

表 2　2011～2013 年及 2014 年 1～3 月公司纤维板产销情况

年份	2014 年 1～3 月	2013 年	2012 年	2011 年
年产能（万立方米）	26.00	26.00	26.00	24.00
产量（万立方米）	6.46	29.33	27.95	24.91
产能利用率（%）	99.38[1]	112.81	107.50	103.79
销量（万立方米）	6.33	29.93	28.26	24.68
产销率（%）	97.97	102.05	101.11	99.08
平均价格（元/万立方米）	2,206	2,219	2,126	2,072

资料来源：根据公司提供资料整理

公司纤维板主要下游客户为家居制造业及建筑装饰企业，公司客户数量较多，且地域分布相对分散。2013 年公司前五大销售客户的销售金额有所下滑，占比也有所下降，公司客户集中度有所下降，这主

[1] 已年化处理。

要是由于公司前期以区域代理商销售为主，在周边建材市场培育自己的品牌代理商，但随着品牌影响力的不断扩大，公司转变了销售模式，增加了终端用户的直销量，减少了部分客户的销售依赖性。

表 3　2013 年公司纤维板销售前五大客户情况（单位：万元、%）

名次	名称	销售金额	占营业收入比重
1	北京森河木业有限公司	4,107	6.18
2	临沂市恒丽木业有限公司	3,734	5.62
3	寿光德雅木业有限公司	3,622	5.45
4	四川成都金兆丰环保科技股份有限公司	3,577	5.39
5	杭州景华木材有限公司	3,374	5.08
合计		18,414	27.72

资料来源：根据公司提供资料整理

2013 年公司木质原料和甲醛采购价格基本保持不变，尿素采购价格有所下降，公司成本控制压力有所降低

公司以林业“三剩物”和“次小薪材”为主要原材料，对林业资源的综合利用较高。公司原料主要来自山东、苏北、河南、河北速生林生产基地的采伐剩余物和大径木材边角料，与上述地区大型木材供应商建立了稳定良好的供货关系。除上述原料外，公司还通过采购尿素和甲醛等原材料，在公司的制胶车间独立制作脲醛树脂胶来满足生产的需要，其中尿素和甲醛等制胶原材料的采购占产品成本的 22%。2013 年，木质原料和甲醛价格基本保持不变，尿素价格同比下降 18.57%，主要是受尿素行业产能过剩的影响，尿素价格持续下滑。

2014 年 1～3 月，甲醛价格同比略有上升，尿素采购价格下滑至 1,662 元/吨，同比下降 20.86%。

表 4　2011～2013 年及 2014 年 1～3 月公司原材料采购价格(元/立方米、元/吨)

年份	2014 年 1～3 月	2013 年	2012 年	2011 年
木质原料	466	466	469	466
甲醛	1,363	1,352	1,350	1,400
尿素	1,662	1,873	2,300	2,250

资料来源：根据公司提供资料整理

综合来看，公司木制原料和甲醛采购价格比较稳定，尿素采购价格有所下降，公司成本控制压力有所降低。

公司治理与管理

公司建立了较为完善的治理结构，专营纤维板生产及销售，设立了与主营业务相适应的组织结构和管理制度，保障生产经营的正常进行

截至 2014 年 3 月末，山东泰然集团有限公司持有公司 60%的股份，为公司控股股东，主营投资业务；ESCO ENGINEERING SALES CONSULTING GMBH（德国）持股比例为 25%，主要从事工程设备销售和工程咨询，东

营圣达投资有限公司持股比例为 10%，主要从事投资业务、东营圣西门木业有限公司持股比例为 5%，主要从事复合木地板。自然人刘保卫持有山东泰然集团有限公司 60%的股份，为公司实际控制人。

公司不设股东会，最高权力机构为董事会。公司根据有关法律法规，制订了董事会议事规则、总经理工作细则等规章制定，明确了董事会及经理层的权责范围，建立了较为完善的公司治理结构。

公司专营纤维板生产及销售，从自身实际出发，设立与主营业务相适应的组织结构和管理制度，保障了公司生产经营的正常进行。公司实行总经理负责制。总经理下辖生产部、供应部、技术研发部、营销部、财务部、人力资源部、仓储物流部和综合政务部等部门。其中供应部负责原材料的采购，营销部负责产品的销售与市场的开拓，技术部负责技术改进及新产品的研发。

公司股权结构清晰，经营管理效率较高。公司制定了一系列内部控制制度，保障了公司的正常经营。公司主营业务为纤维板的生产及销售，专业化生产要素集约型较强；但产品相对单一使公司的经营对家具、装饰行业依赖程度较高。综合分析，公司抗风险能力一般。

财务分析

公司提供了 2011～2013 年及 2014 年 1～3 月财务报表。东营德正会计师事务所有限公司对公司 2011～2013 年财务报表分别进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2014 年 1～3 月财务报表未经审计。

资产质量

公司资产规模持续增长，存货占比较高，存在一定的跌价风险

2011～2013 年末及 2014 年 3 月末，公司资产规模逐年增长。2013 年末公司流动资产占比超过非流动资产，资产构成以流动资产为主。

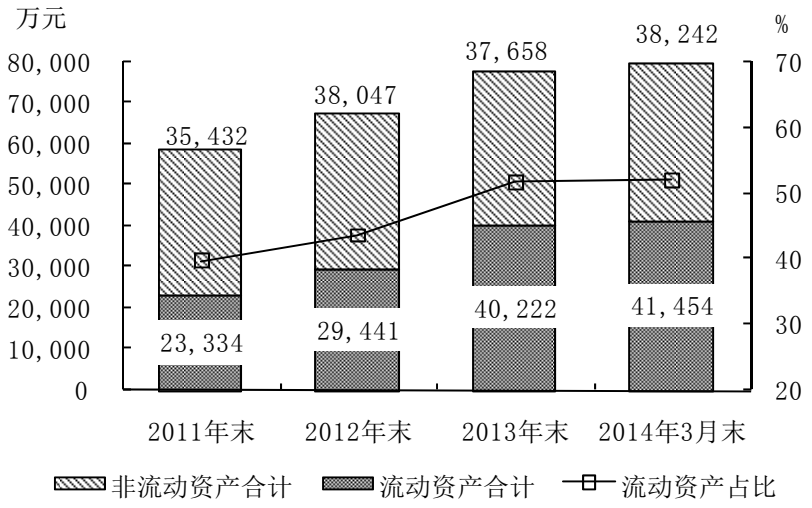


图 2　2011～2013 年末及 2014 年 3 月末公司资产构成情况

公司流动资产主要由货币资金、存货、应收账款和预付款项等项目构成。2013 年末，公司货币资金 11,261 万元，其中现金及银行存款

占比 51.68%；受限资金占比 48.32%，主要是承兑汇票保证金和银行风险准备金；存货 16,996 万元，同比增长 86.02%，对部分存货计提了存货跌价准备，金额为 3.22 万元，存在一定的存货跌价风险，存货增长的主要原因是 2013 年公司原材料采购成本略有降低，为扩大生产战略性地采购了原材料；预付款项为 4,041 万元，同比增加 36.03%，主要是公司支付了原材料供应商的预采购款，以及提前支付了工程方的项目款所致；应收账款 2,503 万元，同比增长 42.12%，主要原因是公司为扩大销售，增加了部分直销企业的赊销额度；其他应收款 2,043 万元，同比增长 13.57%，全部是向关联公司东营泰然材料科技股份有限公司和山东泰然新能源有限公司的暂借款，两家关联公司规模较小，此项暂借款主要用于融资筹建相关厂房，解决融资不到位的问题，以及购买原材料用于生产。

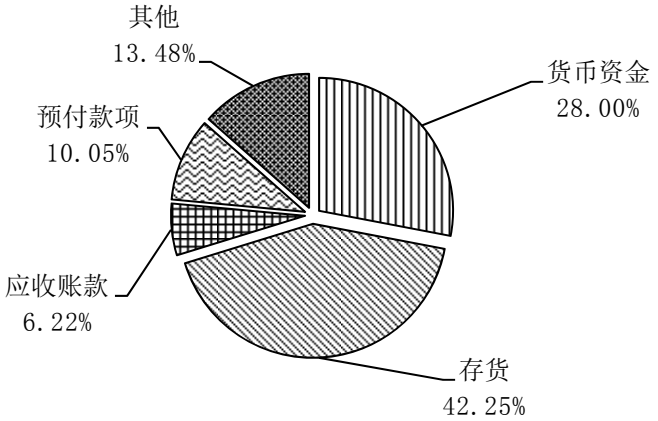


图 3　2013 年末公司流动资产构成情况

公司非流动资产主要由固定资产、无形资产及在建工程构成。2013 年末，公司固定资产为 30,630 万元，保持稳定，其中 5,480 万元为受限资产用于向银行抵押借款；无形资产为 4,847 万元，主要为土地使用权，其中 4,882 万元为受限资产用于向银行抵押借款；在建工程 2,181 万元，同比下降 10.58%，主要是三聚氰胺贴面项目基建工程部分完工所致。

2014 年 3 月末，公司总资产为 79,696 万元，较 2013 年末增长 2.33%，流动资产占比和非流动资产占比基本维持不变。

2011～2013 年及 2014 年 1～3 月，公司存货周转天数分别为 72.93 天、64.24 天、86.44 天和 129.26 天，周转效率有所波动。2013 年，存货周转效率有所下降，主要是公司为保证正常生产，战略性地增加原材料采购使存货大幅度上涨所致。2011～2013 年及 2014 年 1～3 月，应收账款周转天数分别为 7.57 天、9.82 天、11.56 天和 14.74 天，2011 年以来，应收账款周转效率逐年降低，主要是公司为拓展市场，适当延长客户回款期所致。

资本结构

2013 年末公司负债规模有所上升，有息债务有所增加，债务结构有待改善；公司流动比率有所增加，流动资产对流动负债的覆盖程度较高；公司担保比率较高且有所上升，存在一定的代偿风险

2011～2013 年末，公司负债规模逐年上升；2013 年末，公司流动负债略有回升。

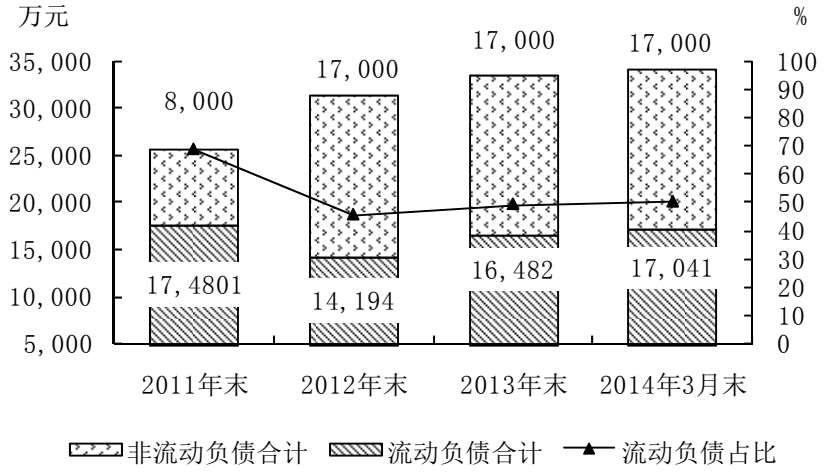


图 4　2011～2013 年末及 2014 年 3 月末公司负债构成情况

公司流动负债主要包括短期借款和应付票据，2011～2013 年末及 2014 年 3 月末，公司短期借款持续下降，2013 年末短期借款为 10,000 万元，同比下降 20.00%，主要因为银行放贷规模有所下降，公司减少了部分利率相对较高的银行借款；2013 年末公司应付票据为 6,642 万元，同比增加 2.32 倍，主要原因是公司为配合承兑结算办理了部分银行承兑汇票。

公司非流动负债主要包括长期借款和应付债券，2011～2013 年末及 2014 年 3 月末，公司长期借款始终保持 8,000 万元；2013 年末，公司新增应付债券 9,000 万元，为 2012 年发行的中小企业集合票据。

2011～2013 年末及 2014 年 3 月末，公司总有息债务有所波动，2013 年末公司总有息债务 33,642 万元，同比上升 6.80%，总有息债务占比 100.48%，债务结构有待改善。2012 年末公司长期有息债务有所增加，主要由于公司 2012 年发行中小企业集合票据所致。

表 5　2011～2013 年末及 2014 年 3 月末公司有息债务情况（单位：万元、%）

项目	2014 年 3 月末	2013 年末	2012 年末	2011 年末
短期有息债务	16,973	16,642	14,500	16,000
长期有息债务	17,000	17,000	17,000	8,000
总有息债务	**33,973**	**33,642**	**31,500**	**24,000**
总有息债务/总负债[2]	99.80	100.48	100.98	94.19

[2] 由于国家的增值税即征即退政策，公司总有息债务超过总负债。

截至 2014 年 3 月末，公司一年以内有息债务占比较高。

表 6　截至 2014 年 3 月末公司有息债务期限结构（单位：万元、%）

期限	≤1 年	（1，2]年	（2，3]年	合计
金额	16,973	9,000	8,000	33,973
占比	49.96	26.49	23.55	100.00

2011～2013 年末及 2014 年 3 月末，公司资产负债率有所波动，2013 年末公司资产负债率为 42.99%，同比下降 6.99 个百分点，主要因为公司存货大幅增加，导致公司总资产较大幅度的增加；流动比率有所增加，流动资产对流动负债的覆盖程度较高。主要是 2013 年存货有所增长，导致流动资产增加所致。

表 7　2011～2013 年末及 2014 年 3 月末公司主要资产负债指标情况

项目	2014 年 3 月末	2013 年末	2012 年末	2011 年末
资产负债率（%）	42.71	42.99	46.22	43.36
债务资本比率（%）	42.66	43.11	38.27	41.90
长期资产适合率（%）	163.84	163.04	140.07	116.52
流动比率（倍）	2.43	2.44	2.07	1.33
速动比率（倍）	1.50	1.41	1.43	0.85

2011～2013 年末及 2014 年 3 月末，公司所有者权益分别为 33,286 万元、36,294 万元、44,397 万元和 45,655 万元，所有者权益增加主要是公司未分配利润增加所致。

截至 2014 年 3 月末，公司对外担保余额为 24,382 万元，担保比率为 53.41%，有所上升，担保对象经营状况均处于正常状态；公司对外担保比率较高，存在一定的代偿风险[3]。

综合来看，2013 年公司负债规模有所上升，流动负债占比有所回升；有息债务占比维持在 90%以上，债务结构有待改善；流动比率有所上升，流动资产对流动负债的覆盖程度较高；截至 2014 年 3 月末公司担保比率较高且有所上升，存在一定的代偿风险。

盈利能力

2013 年公司营业收入继续上升，毛利率有所回升，盈利水平略有上升

2011～2013 年，公司营业收入及毛利润依旧保持逐年增长态势，主要是 2013 年公司扩大直销销售规模，产品销量有所增加并且上调产品价格所致。2013 年公司毛利率 18.08%，同比上升 2.44 个百分点，主要是公司原材料采购价格略有下降所致。

[3] 见附件 1。

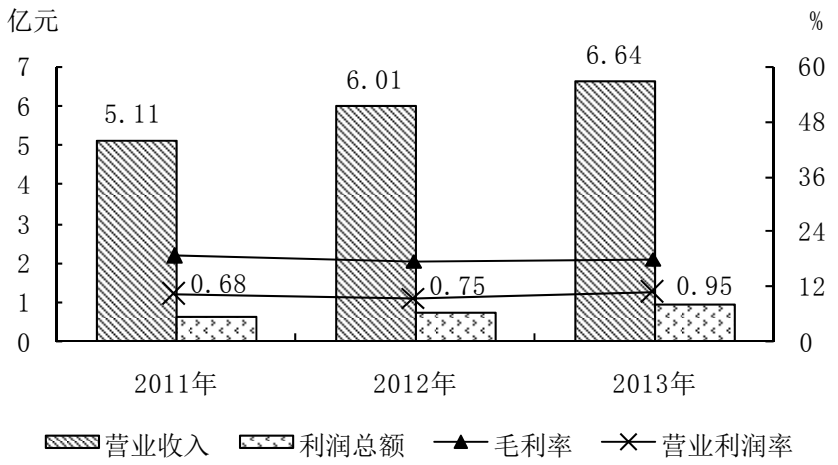


图 5　2011～2013 年公司营业收入、利润与盈利能力情况

2011 年以来，公司营业外收入持续上升，2013 年达到 2,432 万元，同比上涨 38.00%，主要是公司销量增加较多，增值税即征即退额增加所致。2011 年以来，公司净利润逐年上升，2013 年公司净利润为 8,103 万元，同比上升 19.02%。2013 年，公司总资产报酬率为 15.05%，略有上升，净资产收益率为 18.25%，略有下滑。

2011 年以来，公司销售费用有所波动，2013 年销售费用同比上升 37.24%，主要原因是公司营业收入的增加，以及出于长远考虑增加直销比重，增加了相应的经销经费。2013 年，公司管理费用有所下降，财务费用略有上升，期间费用占营业收入的比重有所下降。

表 8　2011～2013 年及 2014 年 1～3 月公司期间费用情况（单位：万元、%）

项目	2014 年 1～3 月	2013 年	2012 年	2011 年
销售费用	242	737	537	669
管理费用	414	1,983	2,180	1,879
财务费用	356	1,973	1,934	1,818
期间费用合计	**1,012**	**4,693**	**4,651**	**4,366**
期间费用/营业收入	**7.00**	**7.00**	**7.74**	**8.54**

2014 年 1～3 月，公司实现营业收入 13,966 万元，同比增加 26.31%，主要原因是公司采取了部分奖励销售措施使销量同比略有增加；2014 年 1～3 月公司毛利率为 18.21%，同比下降 2.21 个百分点，主要原因是公司进行了大修理使成本有所增加，导致毛利率有所下降。

总体来看，2013 年公司营业收入继续上升，毛利率有所回升，盈利水平略有增长；期间费用占营业收入比重逐年下降，净利润逐年上涨，总资产报酬率及净资产收益率均有所上升。

现金流

2013 年，公司经营性净现金流有所下降，经营性净现金流对债务和利息的保障程度均有所下滑

2011～2013 年，公司经营性净现金流分别为 347 万元、7,604 万元、6,521 万元，其中 2012 年公司经营性净现金流大幅增加，主要是公司应付票据增加所致。2013 年公司经营性净现金流有所下降，主要是存货增加所致。

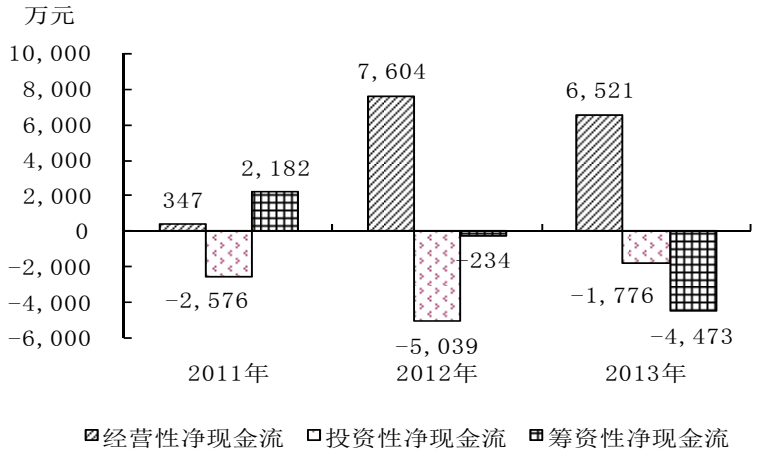


图 6　2011～2013 年公司现金流情况

2011～2013 年，公司经营性净现金流对债务及利息的保障程度均有所波动，2013 年随着债务的增加及经营性净现金流的减少，经营性净现金流对债务及利息的保障程度有所下降。2011～2013 年，EBIT 及 EBITDA 对利息保障程度有所上升。

表 9　2011～2013 年及 2014 年 1～3 月公司经营性净现金流对债务及利息的保障情况

项目	2014 年 1～3 月	2013 年	2012 年	2011 年
经营性净现金流/流动负债（%）	18.61	42.52	48.01	1.87
经营性净现金流/总负债（%）	9.24	20.17	26.83	1.33
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	7.04	2.90	2.99	0.15
EBIT 利息保障倍数（倍）	4.78	5.21	3.89	3.86
EBITDA 利息保障倍数（倍）	6.25	6.17	4.84	4.78

2013 年公司投资性现金流净流出规模有所减少，主要是固定资产、无形资产等非流动资产投资的减少以及设备报废所致。2013 年公司筹资性现金流净流出规模增加，主要原因是公司偿还债务，支付的现金有所增加。

2014 年 1～3 月，公司经营性净现金流为 3,119 万元，投资性净现金流为-1,232 万元，筹资性净现金流为-856 万元。

偿债能力

2011 年以来，公司总资产规模持续上升，资产结构以流动资产为

主；受公司大量采购原材料的影响，2013 年公司存货明显上升；并且公司为扩大销售规模，增加了对购买方的赊销量，导致应收账款有较大幅度的增加，受应收账款增加的影响，公司应收账款周转效率有所下降。2013 年公司负债规模有所上升，流动负债和非流动负债规模基本相当，受应付票据增加的影响，公司总有息债务规模有所增加，2013 年公司资产负债率有所下降。2011～2013 年，公司营业收入持续上升，2013 年公司直销规模进一步扩大，产品售价的上升及原材料价格的下降，导致公司毛利率有所上升。2013 年公司期间费用占比进一步下降，公司净利润有所上升，盈利状况相对稳定。2013 年公司经营性净现金流有所回落，公司经营性净现金流对债务及利息的保证程度均有所下降。

2014 年 1～3 月，公司营业收入同比增长 26.32%，毛利率同比下降 2.21 个百分点。截至 2014 年 3 月末，公司对外担保比率为 53.41%，担保比率较高且有所增加，存在一定的代偿风险。

债务履约情况

根据公司提供的由中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2014 年 6 月 3 日，公司无不良贷款及欠息记录。公司于 2012 年在债券市场上发行了 9,000 万元的山东省东营市 2012 年度第一期中小企业集合票据，截至本报告出具日，该债券尚未到期，到期利息均按时兑付。

结论

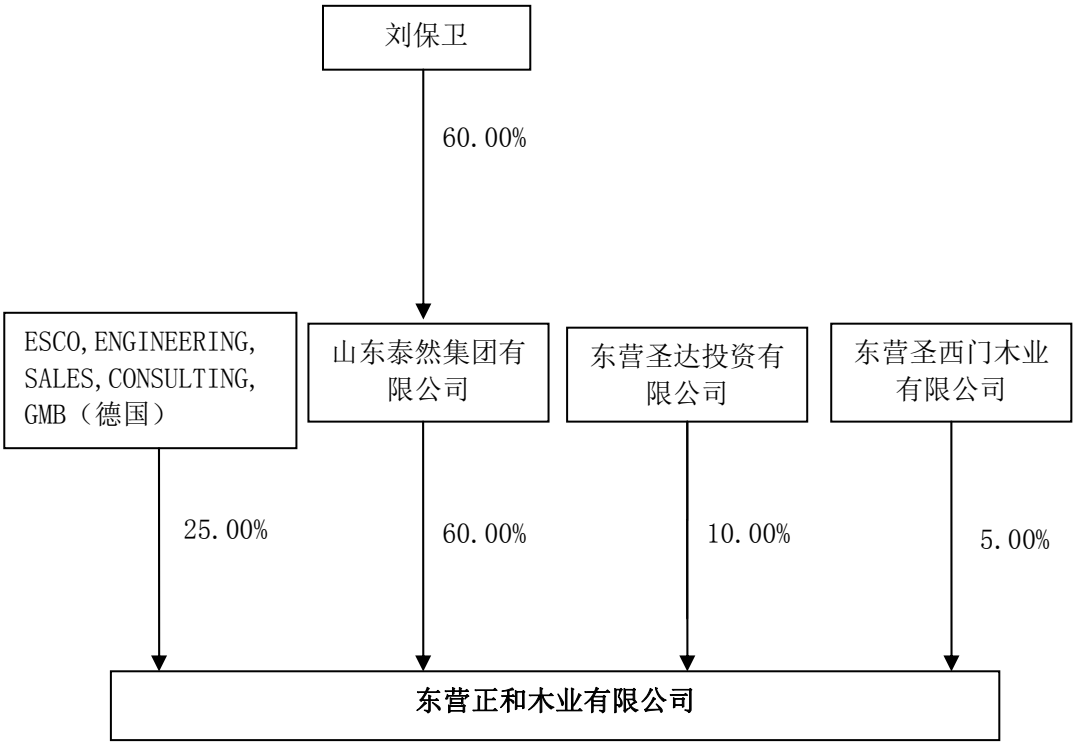
公司主要从事纤维板的生产和销售，国家产业政策有利于纤维板产业的发展，为公司提供了较好的经营环境。2011 年以来公司纤维板产销量逐年增长，产销率保持较高水平，产品售价也有所提高，毛利率有所回升。2013 年公司尿素原材料价格有所下降，其他原料价格基本不变，公司成本控制压力有所降低。并且公司有息负债占比很高，债务结构有待改善；对外担保比率很高，存在一定代偿风险。综合分析，公司不能偿还到期债务的风险一般。

预计未来 1～2 年，得益于公司改进产品工艺和改变销售模式，公司纤维板产销量将有所增加，产品售价有所提高，毛利率将会得到进一步的提升，大公对正和木业的评级展望维持稳定。

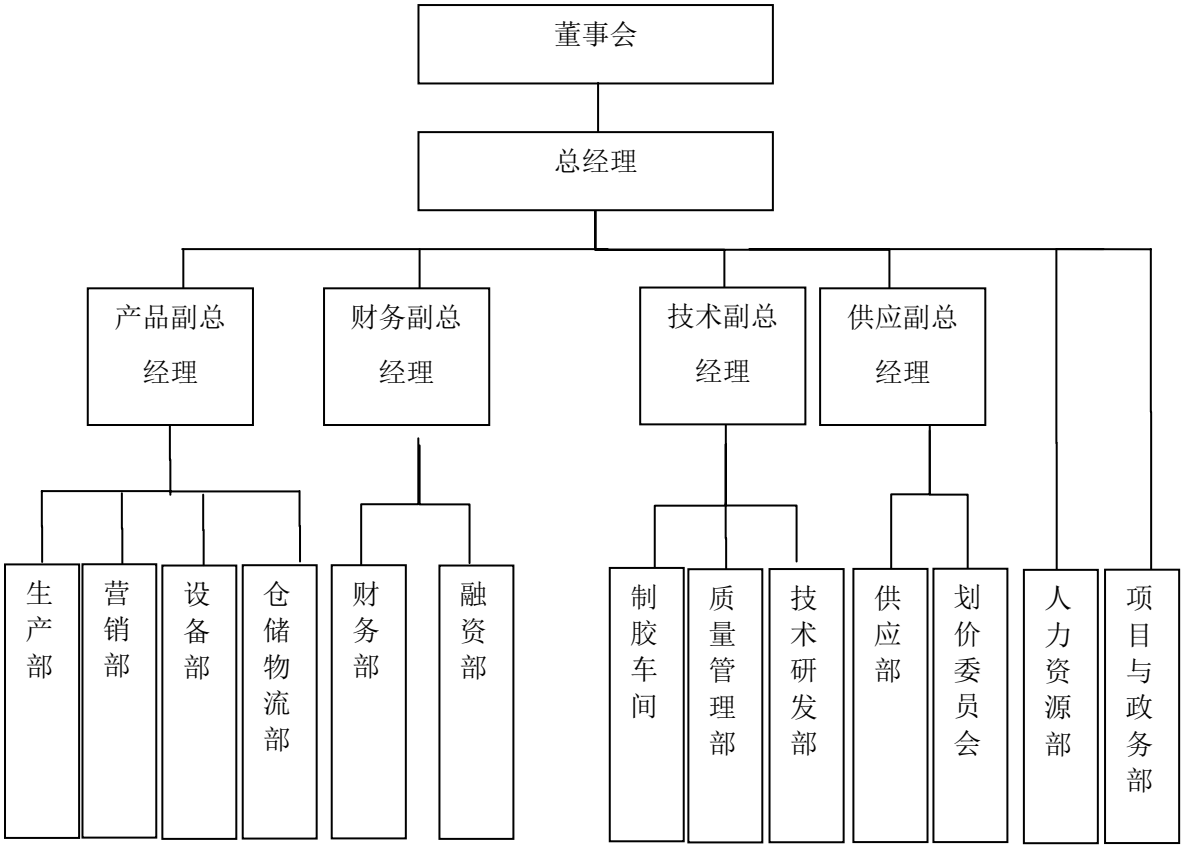
附件 1 截至 2014 年 3 月末东营正和木业有限公司对外担保情况

被担保企业	企业性质	担保方式	担保种类	担保余额（万元）	担保对象经营情况	到期日期	是否为互保
山东圣光化工集团有限公司	民营	保证	流动借款	3,000	正常	2014-07-21	是
	民营	保证	承兑汇票	2,000	正常	2014-09-06	是
	民营	保证	流动贷款	1,000	正常	2015-03-12	是
东营市半球纺织有限公司	民营	保证	流动贷款	2,000	正常	2014-08-01	是
	民营	保证	流动贷款	1,000	正常	2014-10-17	是
山东龙源石油化工有限责任公司	民营	保证	国内信用证	3,500	正常	2014-09-22	是
山东大海集团有限公司	民营	保证	流动贷款	5,800	正常	2015-02-11	是
东营金玺铜业有限公司	民营	保证	国际信用证	5,282	正常	2014-04-30	是
山东浩丰工贸有限公司	民营	保证	承兑汇票	800	正常	2014-08-14	是
合计	-	-	-	24,382	-	-	-

附件 2　截至 2014 年 3 月末东营正和木业有限公司股权结构图



附件 3　截至 2014 年 3 月末东营正和木业有限公司组织结构图



附件 4　　东营正和木业有限公司主要财务指标

单位：万元

年　份	2014 年 3 月（未经审计）	2013 年	2012 年	2011 年
资产类				
货币资金	12,292	11,261	10,989	8,659
应收票据	6,449	3,379	2,785	1,973
应收账款	2,072	2,503	1,761	1,518
预付款项	3,881	4,041	2,979	1,989
其他应收款	945	2,043	1,798	672
存货	15,814	16,996	9,130	8,525
流动资产合计	41,454	40,222	29,441	23,334
固定资产	31,025	30,630	30,695	30,460
在建工程	2,391	2,181	2,439	0
无形资产	4,826	4,847	4,914	4,972
非流动资产合计	38,242	37,658	38,047	35,432
总资产	79,696	77,880	67,488	58,767
占资产总额比（%）				
货币资金	15.42	14.46	16.28	14.73
应收票据	8.09	4.34	4.13	3.36
应收账款	2.60	3.21	2.61	2.58
预付账款	4.87	5.19	4.41	3.38
存货	19.84	21.82	13.53	14.51
流动资产合计	52.02	51.65	43.62	39.71
固定资产	38.93	39.33	45.48	51.83
无形资产	6.06	6.22	7.28	8.46
非流动资产合计	47.98	48.35	56.38	60.29
负债类				
短期借款	9,500	10,000	12,500	16,000
应付票据	7,473	6,642	2,000	0
流动负债合计	17,041	16,482	14,194	17,481
长期借款	8,000	8,000	8,000	8,000
长期应付款	0	0	9,000	0
非流动负债合计	17,000	17,000	17,000	8,000
总有息债务	33,973	33,642	31,500	24,000
负债合计	34,041	33,482	31,194	25,481

附件 4　　东营正和木业有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年　份	2014 年 3 月（未经审计）	2013 年	2012 年	2011 年
占负债总额比（%）				
短期借款	27.91	29.87	40.07	62.79
应付票据	21.95	19.84	6.41	0.00
流动负债合计	50.06	49.23	45.50	68.60
长期借款	23.50	23.89	25.65	31.40
长期应付款	0	0	28.85	0.00
非流动负债合计	49.94	50.77	54.50	31.40
总有息债务	99.80	100.48	72.13	94.19
权益类				
股本	10,000	10,000	10,000	10,000
资本公积	4,344	4,344	4,344	4,344
盈余公积	4,778	4,778	3,563	4,341
未分配利润	26,533	25,276	18,388	14,601
所有者权益合计	45,655	44,397	36,294	33,286
损益类				
营业收入	13,966	66,408	60,067	51,143
营业成本	11,423	54,402	49,465	41,492
销售费用	242	737	537	669
管理费用	414	1,983	2,180	1,879
财务费用	356	1,973	1,934	1,818
营业利润	1,524	7,082	5,714	5,221
利润总额	1,676	9,471	7,462	6,807
所得税费用	419	1,368	654	1,692
净利润	1,257	8,103	6,808	5,115
占营业收入比（%）				
营业成本	81.79	81.92	82.35	81.13
销售费用	1.73	1.11	0.89	1.31
管理费用	2.96	2.99	3.63	3.67
财务费用	2.55	2.97	3.22	3.56
营业利润	10.92	10.66	9.51	10.21
利润总额	12.00	14.26	12.42	13.31
净利润	9.00	12.20	11.33	10.00

附件 4　　东营正和木业有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年　份	2014 年 3 月（未经审计）	2013 年	2012 年	2011 年
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	3,119	6,521	7,604	347
投资活动产生的现金流量净额	-1,232	-1,776	-5,039	-2,576
筹资活动产生的现金流量净额	-856	-4,473	-234	2,182
财务指标				
EBIT	2,119	11,721	9,396	8,625
EBITDA	2,767	13,886	11,821	10,823
毛利率（%）	18.21	18.08	17.65	18.87
营业利润率（%）	10.92	10.66	9.51	10.21
总资产报酬率（%）	2.66	15.05	13.92	14.68
净资产收益率（%）	2.75	18.25	18.76	15.37
资产负债率（%）	42.71	42.99	46.22	43.36
债务资本比率（%）	42.66	43.11	46.46	41.90
长期资产适合率（%）	163.84	163.04	140.07	116.52
流动比率（倍）	2.43	2.44	2.07	1.33
速动比率（倍）	1.50	1.41	1.43	0.85
保守速动比率（倍）	1.10	0.89	0.97	0.61
存货周转天数（天）	129.26	86.44	64.24	72.93
应收账款周转天数（天）	14.74	11.56	9.82	7.57
经营性现金净流/流动负债（%）	18.61	42.52	48.01	1.87
经营性现金净流/总负债（%）	9.24	20.17	26.83	1.33
经营现金流利息保障倍数（倍）	7.04	2.90	3.93	0.19
EBIT 利息保障倍数（倍）	4.78	5.21	4.86	4.74
EBITDA 利息保障倍数（倍）	6.25	6.17	6.11	5.95
现金比率（%）	72.13	68.32	77.42	49.53
现金回笼率（%）	105.88	123.74	116.45	113.36
担保比率（%）	53.41	44.56	61.44	67.60

附件 5　　各项指标的计算公式

1. 毛利率（%）＝（1－营业成本/营业收入）× 100%
2. 营业利润率（%）＝ 营业利润/营业收入×100%
3. 总资产报酬率（%）＝ EBIT/年末资产总额×100%
4. 净资产收益率（%）＝ 净利润/年末净资产×100%
5. EBIT ＝ 利润总额＋计入财务费用的利息支出
6. EBITDA ＝ EBIT＋折旧＋摊销（无形资产摊销＋长期待摊费用摊销）
7. 资产负债率（%）＝ 负债总额/资产总额×100%
8. 长期资产适合率（%）＝（所有者权益＋非流动负债）/ 非流动资产×100%
9. 债务资本比率（%）＝ 总有息债务/资本化总额×100%
10. 总有息债务 ＝ 短期有息债务＋长期有息债务
11. 短期有息债务 ＝ 短期借款＋应付票据＋其他流动负债（应付短期债券）＋ 一年内到期的非流动负债＋其他应付款（付息项）
12. 长期有息债务＝ 长期借款＋应付债券＋长期应付款（付息项）
13. 资本化总额 ＝ 总有息债务＋所有者权益
14. 流动比率 ＝ 流动资产/流动负债
15. 速动比率 ＝（流动资产-存货）/ 流动负债
16. 保守速动比率 ＝（货币资金＋应收票据＋交易性金融资产）/ 流动负债
17. 现金比率（%）＝（货币资金＋交易性金融资产）/ 流动负债×100%
18. 存货周转天数[4] ＝ 360 /（营业成本/年初末平均存货）
19. 应收账款周转天数[5] ＝ 360 /(营业收入/年初末平均应收账款）
20. 现金回笼率（%）＝ 销售商品及提供劳务收到的现金/营业收入×100%
21. EBIT 利息保障倍数（倍）＝ EBIT/利息支出 ＝ EBIT /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

[4] 一季度取 90 天。
[5] 一季度取 90 天。

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）＝ EBITDA/利息支出 ＝ EBITDA /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）＝ 经营性现金流量净额/利息支出 ＝ 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

24. 担保比率（%）＝ 担保余额/所有者权益×100%

25. 经营性净现金流/流动负债（%）＝ 经营性现金流量净额/[（期初流动负债＋期末流动负债）/2]×100%

26. 经营性净现金流/总负债（%）＝ 经营性现金流量净额/[（期初负债总额＋期末负债总额）/2]×100%

附件 6　　企业主体信用等级符号和定义

大公主体信用等级符号和定义：

AAA 级：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 级 ：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 级 ：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 级：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 级 ：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。

B 级 ：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 级：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 级 ：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 级 ：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。

大公评级展望定义：

正面 ：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定 ：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面 ：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。