



# 信用等级通知书

信评委函字[2015]跟踪013号

## 齐峰新材料股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及其公司已发行的“齐峰新材料股份有限公司2014年可转换公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司本期债券信用等级为AA，维持本次发债主体信用等级为AA<sup>-</sup>，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会

二零一五年四月一十七日

# 齐峰新材料股份有限公司 2014 年可转换公司债券跟踪评级报告 (2015)

发行主体	齐峰新材料股份有限公司		
担保主体	淄博市临淄区国有资产经营有限公司		
发行规模	7.6 亿元		
存续期限	2014/09/15-2019/09/14		
上次评级时间	2014 年 3 月 14 日		
上次评级结果	债项级别	AA	
	主体级别	AA <sup>-</sup>	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别	AA	
	主体级别	AA <sup>-</sup>	评级展望 稳定

## 概况数据

齐峰新材	2012	2013	2014
所有者权益 (亿元)	21.16	22.79	25.66
总资产 (亿元)	28.97	34.90	40.28
总债务 (亿元)	6.05	8.10	11.11
营业总收入 (亿元)	17.70	21.08	25.38
营业毛利率 (%)	18.61	21.16	24.37
EBITDA (亿元)	2.45	3.15	3.54
所有者权益收益率 (%)	6.95	8.60	11.26
资产负债率 (%)	26.98	34.70	36.29
总债务/EBITDA (X)	2.47	2.57	3.14
EBITDA 利息倍数 (X)	9.72	9.92	9.05
临淄公资	2012	2013	2014
所有者权益 (亿元)	40.79	45.21	48.27
总资产 (亿元)	53.19	55.98	75.30
总债务 (亿元)	8.71	7.19	21.22
营业总收入 (亿元)	5.00	7.46	8.32
营业毛利率 (%)	8.23	1.67	10.84
EBITDA (亿元)	1.42	1.32	3.70
所有者权益收益率 (%)	2.51	2.23	5.66
资产负债率 (%)	23.31	19.24	35.89
总债务/EBITDA (X)	6.15	5.45	5.73
EBITDA 利息倍数 (X)	6.81	12.18	4.48

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

## 分析师

张和 hzhang@ccxr.com.cn

魏春 ywei@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2015 年 4 月 17 日

## 基本观点

2014 年，齐峰新材料股份有限公司（以下简称“齐峰新材料”或“公司”）业务运营平稳，销售规模持续增长，盈利能力持续提高，财务结构较为稳健。同时中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）关注到宏观经济和行业整体景气度下滑、行业竞争加剧、原材料价格波动和国家环保政策趋严等因素对公司整体信用状况的影响。

本次债券的担保主体淄博市临淄区国有资产经营有限公司（以下简称“临淄公资”）规模实力不断增强，基础设施建设、土地开发、供暖业务、煤炭业务四大板块业务规模持续上升，整体综合实力持续提升，具备较强的整体抗风险能力。

综上所述，中诚信证评维持维持齐峰新材主体信用等级 AA<sup>-</sup>，评级展望稳定；维持“齐峰新材料股份有限公司 2014 年可转换公司债券”信用等级 AA。上述债项级别同时考虑了担保方临淄公资对本次债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保所起到的保障作用。

## 正面

- 装饰原纸行业发展潜力巨大。作为公司的主要产品，装饰原纸是一种“以纸代塑、以纸代木”的优良环保材料，其被运用于人造板面层，从而减少人们对传统实木装饰板的依赖。在国家大力倡导环境保护和可持续发展的影响下，装饰原纸具有广阔的发展空间。
- 收入规模持续增长，盈利能力较强。公司产量及产销率保持较快速度增长，2014 年公司产量为 27.46 万吨/年，当年产销率为 98.43%；与此同时，公司不断优化自身产品结构，使得毛利水平持续提升，2014 年公司毛利水平升至 24.37%，提升 3.21 个百分点。
- 负债水平较低，整体偿债能力较强。公司财务结构稳健性较好，截至 2014 年末，公司资产负债率为 36.29%，处于行业较低水平；同时盈利能力逐年增强使得 EBITDA 对债务本息的保障程度较高，公司具备较强的偿债能力。

## 关 注

- 宏观经济波动影响。造纸行业是典型的顺周期行业，目前国内外经济增长放缓，对造纸行业的景气度造成了一定负面影响。
- 国家环保政策趋严。国家对造纸工业的环保政策日趋严格，对公司环保投入及业务管理提出了更高的要求。

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并及时对外公布。

## 重大事项说明

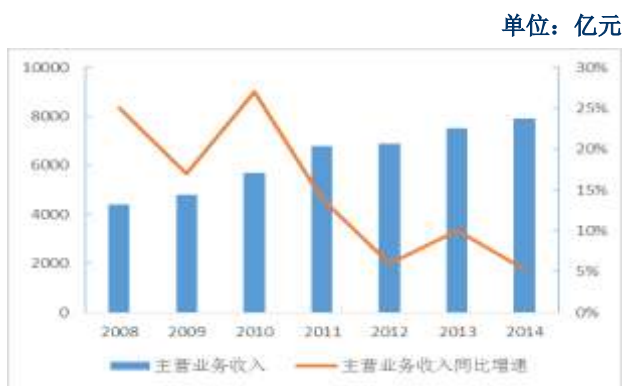
公司发行的可转换公司债券还未进入转股期。截至 2014 年末，尚未转股额为 760,000,000 元。

## 行业关注

造纸业的发展与国民经济密切相关，受近年来国内经济增速放缓、产能集中释放影响，目前国内纸品供大于求，造纸行业面临较为激烈的竞争。

造纸业的发展与国民经济密切相关，2011 年下半年以来，由于受到宏观经济走弱的不利影响，我国造纸行业增速放缓（见图 1）。2014 年我国造纸行业产销基本达到平衡，但市场供需格局仍然趋弱。

图 1：2008 年以来我国规模以上造纸企业主营收入情况



资料来源：中国造纸业协会，中诚信证评整理

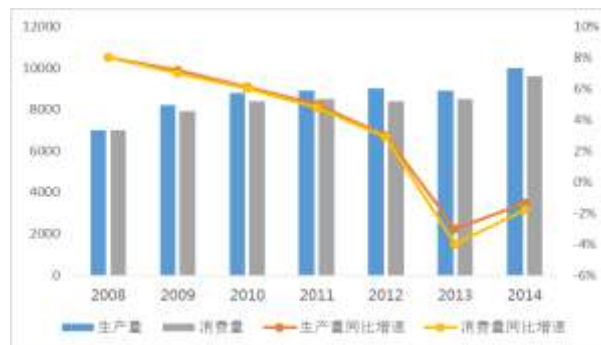
从行业需求看，我国纸制品消费需求主要来自下游印刷、包装等产业。2003~2012 年，我国纸制品消费量持续较快增长，但近年来在我国经济增速有所放缓的背景下，造纸行业的需求量增速有所减慢。2004~2014 年，国内纸及纸板消费量年均增长 6.74%；2014 年，全国纸及纸板消费量为 11,200 万吨，增速较 2013 年上升 2.06%；2014 年人均消费纸和纸板 72 千克，较 2013 年减少 2 千克。分品种看，2014 年仅生活用纸与特种纸（板）消费量保持增长，分别增长 4.40% 和 2.73%。其他品种如新闻纸、白纸板、未涂布印刷书写纸、箱纸板和涂布印刷纸消费量同比下降较大，降幅分别为 14.00%、5.00%、3.38%、2.36% 和 2.35%。

从行业供应看，2004~2014 年我国纸制品生产量年均增长 8.26%，生产量增速高于同期消费量增

速。2003~2007 年造纸行业的高景气度推动了大量新增产能项目的投资。而后期产能快速释放时，由于经济走弱导致纸制品消费需求增速放缓，造纸行业出现产能过剩局面。新建产能的释放给纸制品生产企业造成一定压力，造纸行业面临着较为激烈的竞争。2014 年全国纸及纸板生产量为 10246 万吨，增速较 2013 年上升 1.35%。分品种看，2014 年仅生活用纸与特种纸（板）生产量保持增长，分别增长 4.40% 和 4.55%。其他品种如新闻纸、白纸板、箱纸板、未涂布印刷书写纸和涂布印刷纸生产量同比下降较大，降幅分别为 11.00%、5.00%、1.92%、1.71% 和 1.28%。

图 2：2008~2014 年我国纸以及纸板生产和消费情况

单位：万吨



资料来源：中国造纸业协会，中诚信证评整理

产品价格方面，2014 年以来，在宏观经济增速放缓的大背景下，造纸行业下游需求依然疲弱，而短期内产能集中释放所造成的市场供大于求的局面仍没有出现明显好转，造纸行业主要的纸产品价格依然在低位徘徊，但较 2013 年呈现弱势企稳。

**国家不断提高造纸业环保门槛，行业内落后产能正不断淘汰；大型造纸企业迎来了发展机遇，同时亦面临着更加严格的监管。**

造纸工业是国民经济的重要组成部分之一，也是衡量一个国家文明和现代化程度的标尺，环保政策和循环经济应该成为推动纸业技术研发的主要因素。2012 年初，国家发改委、工信部和林业局联合印发《造纸工业“十二五”发展规划》（以下简称“《规划》”），计划到 2015 年，全国纸制品消费量达到 11470 万吨，比 2010 年年均增长 4.60%；纸制品总产能达到 13000 万吨左右，总产量达到 11600 万吨，年均增长 4.60%。到 2015 年，预计年产 100

万吨以上大型综合性制浆造纸企业集团达到 20 余家，其中若干企业的销售额进入全球纸业排名 100 强。同时《规划》明确指出，未来五年造纸行业的重要任务之一是淘汰落后产能、减排减污。《规划》重点强调我国造纸业和资源、环境的依存关系。

2014 年国家加大对造纸行业的整治力度，国家工业和信息化部公布了两批工业行业淘汰落后产能企业名单，其中涉及造纸行业的企业较多，两批合计 265 家。国家在环境保护方面的政策也不断趋严，对造纸生产排放控制除原有的 COD、BOD 指标外，又增加了氨氮指标和锅炉脱硝要求。随着国家对造纸行业环保门槛的不断提高，造纸企业运行成本将有所提升，这有利于加快淘汰落后产能、促进产业转型升级。同时，低能耗、低污染行业发展模式的推广给具有比较优势的大型造纸企业带来了发展机遇。

**随着国家城镇化建设进程的不断加快，人民居住条件、消费水平的不断提高和公众环保意识不断增强，市场对装饰原纸类产品的需求量将持续增长。**

随着国家城镇化建设进程的不断加快、人民居住条件和消费水平的不断提高，各类高档家具、强化木地板、防火板等产品的需求持续增长带动了装饰原纸产业的快速成长。而近年随着以齐峰新材为首的国内民营装饰原纸生产企业的迅速崛起，国产装饰原纸迅速抢占国内市场，并已开始冲击国外装饰原纸企业在全球的市场份额。

据中国林产工业协会装饰纸专业委员会统计，2014 年，我国人造板饰面专用原纸销量合计 78.6 万吨，同比增长 20.41%。其中，装饰原纸销量 70.9 万吨，含素色纸 25.8 万吨，同比增长 11.64%；含印刷用原纸 45.1 万吨，同比增长 51.75%。平衡纸销量 5.7 万吨，同比增长 13.63%。表层纸销量 2.0 万吨，同比增长 9.68%。

截至 2014 年末，中国大陆总人口 13.68 亿人，城镇常住人口 7.49 亿人，城镇化率为 54.77%，较上年提高 1.04 个百分点。预计我国 2020 年城镇化率将达到 60% 左右，城镇化率的提高将会带来城镇居民住房面积增加，对人造板的需求仍将保持快速

增长的态势，而作为人造板饰面的装饰原纸产业亦将获得迅猛发展。

总体来看，未来随着我国经济的快速发展、消费升级、城镇化进程加快和公众环保意识不断增强等影响，市场对装饰原纸类产品的需求量还将持续增长。

## 业务经营

受益于造纸业务的逐步发展，公司近年的收入规模呈现增长态势。2014 年，公司实现营业收入 25.38 亿元，同比增长 20.39%。公司营业收入主要来自于造纸业务，其中素色装饰原纸和可印刷装饰原纸系公司两大主要产品，同年分别占营业收入 39.98% 以及 44.15%。

**尽管公司近年来积极兴建生产项目，但由于装饰原纸业务发展较快，公司现有产能仍不能满足市场需求。随着公司在建项目的运营投产，未来公司装饰原纸产能产量将延续增长势头。**

为了迎合市场对装饰原纸产品需求量的持续增长，近年来公司积极利用资本市场募集资金兴建生产线以扩充产能。最新年产 10 万吨三聚氰胺浸渍装饰原纸清洁生产示范项目二期主体工程已完成，总投资 2.38 亿元；11.8 万吨高性能环保装饰板材饰面材料项目一期项目工程地基已完工，总投资 1.67 亿元。

截至 2014 年末，公司合计拥有 16 条生产线，分别为 10 条素色装饰原纸和可印刷装饰原纸生产线，3 条表层耐磨原纸生产线和 3 条壁纸原纸生产线，造纸合计年产能 27.50 万吨；其中公司下属子公司淄博欧木特种纸业有限公司（以下简称“欧木纸业”）拥有 13 条生产线，年产能为 24.60 万吨；山东省博兴县欧华特种纸业有限公司（以下简称“欧华纸业”）拥有 2 条生产线，年产能为 2.00 万吨；公司本部拥有一条生产线，年产能 0.90 万吨。

**表 1：截至 2014 年底公司产能分配情况**

生产基地	生产线数量（条）	产能（万吨/年）
欧木纸业	13	24.60
欧华纸业	2	2.00
齐峰新材本部	1	0.90
<b>合计</b>	<b>16</b>	<b>27.50</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

纸制品产量方面，从具体产品种类来看，2014 年，公司素色装饰原纸产量为 10.53 万吨，可印刷装饰原纸为 13.62 万吨，表层耐磨纸 2.04 万吨，壁纸原纸和平衡纸分别为 1.26 万吨和 0.02 万吨。素色装饰原纸和可印刷装饰原纸仍然是公司两大主要产品，分别占当年总产量的 38.35% 和 49.60%。

**表 2：2012~2014 年公司产品产量情况**

主要产品	单位：万吨		
	2012	2013	2014
素色装饰原纸	8.92	9.55	10.53
可印刷装饰原纸	7.54	9.57	13.62
表层耐磨纸	1.53	1.83	2.04
壁纸原纸	0.33	0.76	1.26
平衡纸	0.05	0.02	0.02
<b>总计</b>	<b>18.36</b>	<b>21.73</b>	<b>27.46</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，尽管公司近年来积极兴建生产项目，但由于装饰原纸业务发展较快，公司现有产能仍不能满足市场需求。随着公司在建项目的运营投产，未来公司装饰原纸产能产量还将延续增长势头。

**公司密切关注原材料及装饰原纸价格变动的趋势，进行适时适量的采购，并根据不同原材料的采购周期保持合理的库存。**

公司主要原材料为木浆和钛白粉，2014 年，两者分别占到公司总成本的 36.01% 以及 32.20%。从木浆和钛白粉采购价来看，公司 2014 年二者采购价分别为 3737.23 元/吨以及 9409.38 元/吨，较上年均有一定幅度的下降。

**表 3：2014 年公司主要原料成本构成情况**

主要产品	消耗数量	成本（亿元）	在成本占比
木浆（万吨）	18.03	7.02	36.01
钛白粉（万吨）	6.48	6.27	32.20
电（亿度）	2.41	1.63	8.35
煤（万吨）	11.48	0.49	2.53

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

**表 4：2012~2014 年公司主要原材料采购平均价格**

原材料	单位：元/吨		
	2012	2013	2014
木浆	3,815.50	3,921.33	3737.23
钛白粉	13,499.40	11,052.99	9409.38

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

存货规模方面，随着公司销量上升，存货规模有所下降，公司 2014 年存货 3.76 亿元，同比下降 30.88%。供应商合作方面，2014 年前五大供应商占全部采购额比重 42.30%，集中度一般。

**表 5：2014 年公司前 5 大供应商采购情况**

供应商名称	采购额（万元）	占全部采购额比重
河北吉尔化工有限公司	26,473.43	15.68%
山东道恩钛业有限公司	14,751.09	8.74%
HYPR HOLDING LIMITED	10,543.84	6.25%
亚太森博(山东)浆纸有限公司	10,001.28	5.92%
Central National-Gottesman Inc.	9,645.31	5.71%
<b>合计</b>	<b>71,414.94</b>	<b>42.30%</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

**公司国内市场营销网络较为完善，产品销售畅通，对新增产能的消化较为理想。随着未来产能的释放，公司产品销量有望随着产量的增长而继续提升。**

截至 2014 年 12 月 31 日，公司当年产销率达 98.43%，处于较高水平，公司主要产品的销售基本保持畅通。销售价格方面，公司通常与客户签订全年合同，其产品价格主要受原材料成本 and 市场需求两方面综合因素的影响。2014 年，市场对公司产品需求较为旺盛，故公司主要产品价格随之小幅上涨。

**表 6：2012~2014 年公司产品销量情况**

主要产品	单位：万吨		
	2012	2013	2014
素色装饰原纸	8.76	9.65	10.28
可印刷装饰原纸	7.56	9.67	13.50
表层耐磨纸	1.53	1.83	1.97
平衡纸	0.05	0.03	0.01
壁纸原纸	0.32	0.75	1.27
<b>总计</b>	<b>18.22</b>	<b>21.93</b>	<b>27.03</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 7: 2013~2014 年公司主要产品平均销售价格

主要产品	2013	2014
素色装饰原纸	9,731.38	9,868.30
可印刷装饰原纸	8,511.91	8,299.50
表层耐磨纸	12,143.96	12,022.34
平衡纸	6,084.72	9,738.58
壁纸原纸	16,019.77	12,771.06

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

公司产品由公司本部统一对外销售, 拥有较完整的销售业务体系。具体来看, 公司营销中心下设销售部和国际贸易部两个销售部门, 分别负责国内外市场。在内销中, 齐峰新材目前已在国内设有广州、江苏、上海、成都、沈阳、山东、河北、北京等八个营销中心, 负责全国八大区域的销售, 形成了一个覆盖面较广的销售网络。公司目前以内销为主, 2014 年内销比例约为 96%。下游客户集中度方面, 2014 年, 公司下游前 5 大客户销售收入合计占全部收入 11.31%, 客户集中度较低。

总体来看, 目前公司市场营销网络较为完善, 产品销售畅通, 随着未来产能的释放, 公司产品销量有望随着产量的增长而继续提升。

## 财务分析

以下财务分析基于大信会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的公司 2012~2014 年合并财务报表。

### 资本结构

图 3: 2012~2014 年公司资本结构



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

2014 年, 公司业务继续稳步发展, 资产规模不断扩大。截至 2014 年 12 月 31 日, 公司总资产达到 40.28 亿元, 同比增长 15.39%, 所有者权益 25.66 亿元, 同比增长 12.58%。截至 2014 年 12 月 31 日,

公司总资本化比率 30.22%, 同比上升 3.99 个百分点; 公司资产负债率 36.29%, 同比上涨 1.59 个百分点, 与同行业主要上市公司相比, 公司财务杠杆比率处于较低水平。

表 8: 截至 2014 年 12 月 31 日同行业

上市公司资本结构比较

公司	总资产 (亿元)	资产负债率 (%)
晨鸣纸业	568.22	74.75
岳阳林纸	166.08	67.61
青山纸业	33.78	58.17
凯恩股份	15.86	21.56
<b>齐峰新材</b>	<b>40.28</b>	<b>36.29</b>

资料来源: Wind 资讯, 中诚信证评整理

所有者权益方面, 公司于 2014 年 4 月回购注销离职股权激励对象所持有已获授但尚未解锁的限制性股票 60,000 股, 回购价为 3.97 元/股, 减少资本溢价 178,200 元; 于 2014 年 4 月 25 日, 公司第三届董事会第三次会议审议通过了《关于限制性股票激励计划第一次解锁期可解锁的议案》, 同意 78 名符合条件的激励对象在第一次解锁期解锁。本次解锁数量为 3,256,000 股, 占公司股本总额的 0.77%, 公司将相应其他资本公积结转到资本溢价 0.04 亿元; 于 2014 年 9 月 15 日, 公司发行票面金额为 100 元的可转换公司债券 (以下简称“齐峰转债”) 760 万张, 发行总额为人民币 7.6 亿元, 扣除发行费用后实际募集资金总额为 7.46 亿元, 按照《企业会计准则》的要求, 公司将负债和权益成份进行分拆, 权益成份确认为“资本公积-其他资本公积”1.29 亿元, 同时确认可转换公司债券负债成分的公允价值与计税基础之间的差异所形成的递延所得税负债, 减少资本公积 0.36 亿元。加之, 公司较强的盈利能力, 不断夯实其所有者权益。截至 2014 年 12 月 31 日, 公司所有者权益达到 25.66 亿元, 近三年复合增长率为 24.98%。

债务结构方面, 截至 2014 年 12 月 31 日, 公司总债务 11.11 亿元, 占公司总负债的 76.04%。得益于可转债的成功发行, 公司债务期限结构有所改善, 2014 年公司长短期债务比为 0.77, 以长期债务为主的期限结构保障了公司运营资金来源的稳定性。

总体来看, 公司 2014 年资产规模进一步提升,

财务杠杆仍维持较低水平，债务期限结构较好，整体财务结构稳健性良好。

## 盈利能力

公司主营业务收入全部来自于造纸业务，其他业务收入主要是对闲置原材料和零星部件的销售。近年来，受益于市场对高端产品需求日益加大，公司 2014 年实现营业收入 25.38 亿元，同比增长 20.39%。具体来看，素色装饰原纸和可印刷装饰原纸为公司主要的收入来源，2014 年，此两大产品分别占主营业务收入的 40.04% 和 44.18%；另外，表层耐磨纸占 9.35%，平衡纸和壁纸原纸合计占 6.43%。

表 9：2012~2014 年公司主营业务收入构成情况

单位：亿元			
主要产品	2012	2013	2014
素色装饰原纸	8.55	9.38	10.15
可印刷装饰原纸	6.61	8.23	11.20
表层耐磨纸	1.87	2.23	2.37
平衡纸	0.04	0.02	0.01
壁纸原纸	0.61	1.20	1.62
<b>总计</b>	<b>17.69</b>	<b>21.06</b>	<b>25.35</b>

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

近年来，公司不断调整产品结构并增加高毛利产品的产销，加之自 2012 年来公司产品材料成本持续下降，上述原因使得公司 2014 年综合毛利率上升至 24.37%，较上年上升 3.21 个百分点。具体来看，拥有发明专利的表层耐磨纸由于其工艺先进、市场需求较高，近年来毛利率水平维持在 28% 左右。相比之下，收入占比最大的素色装饰原纸和可印刷装饰原纸毛利水平略低，分别约为 24.90% 和 21.75%。

表 10：2012~2014 年公司分产品毛利率

主要产品	2012	2013	2014
素色装饰原纸	16.40%	20.06%	24.90%
可印刷装饰原纸	17.74%	20.03%	21.75%
表层耐磨纸	27.81%	28.75%	31.17%
平衡纸	15.26%	-23.32%	26.97%
壁纸原纸	30.75%	24.03%	28.42%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2014 年，公司销售费用 0.85 亿元，主要系由运输费用以及广告费组成；管理费用 1.49 亿元，主要是股权激励费用、职工薪酬和研

发费用等增加所致；财务费用的提升主要系新发债券及计提利息费用所致。综合来看，2014 年公司期间费用规模较往年有所提升，但由于当年公司营业收入呈现较大幅度增长，其三费收入占比为 10.73%，仍保持较为合理水平，公司期间费用控制能力尚可。

表 11：2012~2014 年公司三费收入占比情况

单位：亿元			
	2012	2013	2014
销售费用	0.51	0.82	0.85
管理费用	1.01	1.20	1.49
财务费用	0.03	0.16	0.38
三费合计	1.55	2.17	2.72
营业总收入	17.70	21.08	25.38
三费收入占比	8.74%	10.32%	10.73%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

表 12：2014 年部分同行业上市公司盈利能力相关指标

公司	营业毛利率	净资产收益率
晨鸣纸业	19.78	3.61
岳阳林纸	13.54	0.24
青山纸业	8.46	2.11
凯恩股份	27.99	3.56
<b>齐峰新材</b>	<b>24.37</b>	<b>10.63</b>

资料来源：Wind 资讯，中诚信证评整理

利润总额方面，受营收规模增长、近两年原材料采购成本降低等因素影响，公司 2014 年利润总额分别为 3.13 亿元，较上年同比上升 41.19%。2014 年，公司销售净利率为 10.75%，所有者权益收益率为 10.63%，公司具备较强的盈利能力。

总体看，借助领先的技术水平和产品质量，公司 2014 年收入规模稳步增长；装饰原纸产业符合国家节能环保发展方针，公司产品同期保持了较好的市场需求。

## 偿债能力

从债务规模来看，截至 2014 年 12 月 31 日，公司总债务 11.11 亿元，较上年增长 3.01 亿元，其中短期债务 4.84 亿元，同期货币资金 8.83 亿元，货币资金对短期债务的覆盖程度高，短期偿债有保障。

2014 年公司实现 EBITDA 为 4.25 亿元，较上年增长 34.92%，经营获现能力逐年增强。2014 年，公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为

2.62 和 10.85 倍，处于较好水平。

经营活动现金流方面，公司 2014 年经营性现金净流入 4.36 亿元，同比增长 3.89 亿元。2014 年公司经营活动净现金流的增加使其对总债务和利息支出的覆盖能力有所增强，当年经营净现金流/总债务和经营净现金流/利息支出分别为 0.39 倍和 11.13 倍。

**表 13：2012~2014 年公司主要偿债指标**

偿债指标	2012	2013	2014
货币资金(亿元)	9.33	8.71	8.83
EBITDA(亿元)	2.45	3.15	3.54
经营活动净现金流(亿元)	-1.77	0.47	4.36
短期债务(亿元)	6.05	8.10	4.84
长期债务(亿元)	-	-	6.27
总债务(亿元)	6.05	8.10	11.11
经营净现金流/总债务(X)	-0.29	0.06	0.39
经营净现金流/利息支出(X)	-7.01	1.47	11.13
总债务/EBITDA(X)	2.47	2.57	2.62
EBITDA 利息倍数(X)	9.72	9.92	10.85

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2014 年 12 月 31 日，公司无任何对外担保，不存在或有负债风险。

融资渠道方面，作为上市公司，公司直接融资渠道畅通；间接融资方面，截至 2014 年底，公司共获得各银行授信总额合计 12.20 亿元，其中尚未使用授信额度为 4.61 亿元。

总体来看，公司目前债务结构较为合理，整体负债水平较低，加之公司具备较强的盈利能力和经营获现能力，以及目前较为充裕的资金情况和备用流动性，公司具备较强的偿债能力。

## 担保实力

淄博市临淄区国有资产经营有限公司（以下简称“临淄国资”）系淄博市临淄区人民政府出资组建的国有独资公司，系淄博市临淄区唯一的基础设施建设和投融资主体。临淄国资主要从事城市基础设施建设投资、新农村（小城镇）建设投资、土地储备开发与整理、区政府授权范围内的国有资产经营管理、国家允许的产业投资。截至 2014 年 12 月 31 日，临淄国资总资产 75.30 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 48.27 亿元，资产负债率 35.89%；2014 全年实现主营业务收入 8.32 亿元，

净利润 2.65 亿元。

## 业务运营

临淄国资目前作为临淄区内重要的投融资和国有资产经营管理主体进行运作，其主要业务包括基础设施建设、土地开发、供暖业务、煤炭业务等。2014 年，临淄国资实现主营业务收入 8.32 亿元，其中基础设施建设收入、供暖收入及煤炭洗选收入分别为 4.86 亿元、1.96 亿元以及 1.35 亿元。同期，临淄国资获得政府各类补贴收入合计 3.36 亿元。

基础建设方面，临淄国资是临淄区唯一的基础设施投融资主体和建设主体，其基础设施业务一般采取建设与转让（BT）形式运营。临淄国资与回购方签订 BT 协议，由临淄国资自行筹措建设资金代建项目，回购方在项目建成后验收后将代建投资款加计 15% 投资利润分期拨付 BT 项目回购资金。近年来临淄国资承接的基础设施建设项目有廉租房配套项目、花园路改建项目、临淄现代学校建设项目、“两区三村”配套工程项目、临淄区城区道路提升改造建设工程和临淄区城镇道路提升改造建设工程。

土地一级开发整理方面，临淄国资按照临淄区城市发展要求，承担着区域内大量的土地整治工作。从运作模式来看，临淄国资先行融资垫付土地整治费用，待土地出让后按土地开发成本加溢价部分一定比例返还。目前，临淄国资拥有较为充沛的土地资源，未来土地出让收入有望成为重要的收入来源。

淄博民通热力有限公司（以下简称“热力公司”）是临淄国资供热业务的重要载体。为保证临淄区供热的可持续运营，临淄区政府根据市场煤炭、蒸汽价格变动情况对临淄国资进行城市供暖补贴，2014 年，临淄国资获得采暖季城市供暖财政补贴 0.22 亿元。

临淄国资煤炭业务由其控股子公司淄博王煤矿业有限公司（以下简称“煤业公司”）负责。煤业公司拥有瘦煤和主焦煤两条生产线，具备年洗选原煤 30 万吨的生产能力，产品为精煤和次煤，分别用于炼焦和发电。目前，临淄国资的煤炭业务具备一定成本优势，且依托区域内较为发达的工业基

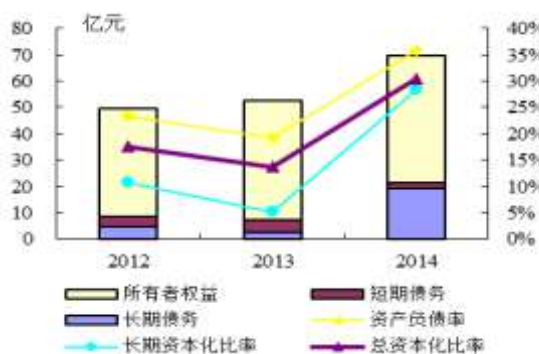
础，其产品销售较有保障。

综合而言，临淄公资作为临淄区唯一的基础设施项目建设的投融资主体，在资金、业务等方面得到了政府的大力支持，未来业务较有保障。但同时我们也关注到，土地整理开发、基础设施项目的建设规模大、周期长、资金需求大，而且土地出让的价格受房地产市场、区域建设规划等因素影响波动性较大，临淄公资未来发展面临较大的融资压力。

## 财务分析

近年来，临淄公资各板块业务平稳，资产规模保持较快增长。截至 2014 年 12 月 31 日，临淄公资总资产达到 75.30 亿元，所有者权益达到 48.27 亿元。同时，2014 年临淄公资债务规模较上年大幅增长。截至 2014 年 12 月 31 日，临淄公资资产负债率和总资本化比率分别为 35.89%、30.54%，均较上年末有所上升，但临淄公资仍维持较低的财务杠杆水平。

图 4：2012~2014 年临淄公资资本结构



数据来源：临淄公资定期报告，中诚信证评整理

从债务情况看，2014 年临淄公资付息债务增长较快，截至 2014 年 12 月 31 日，总债务达到 21.22 亿元，其中长期债务 19.07 亿元，短期债务 0.21 亿元。考虑到临淄公资以基础设施建设及土地开发为主的业务结构，其债务期限结构较好。

盈利能力方面，2014 年临淄公资收入规模持续稳步提升，当年实现营业收入总收入 8.32 亿元。此外，营业外收入也是临淄公资的重要利润来源，临淄公资当年获补贴收入 3.36 亿元。2014 年临淄公资实现利润总额 2.67 亿元，净利润为 2.65 亿元。

偿债能力方面，2014 年临淄公资 EBITDA 大幅增长至 3.70 亿元。由于同期债务规模也大幅增长，临淄公资总债务/EBITDA 上升至 5.73 倍，EBITDA

利息倍数下降为 4.48 倍。现金流方面，2014 年临淄公资受土地出让开发先垫资模式影响，当年经营性现金流净流出 2.83 亿元，相应偿债指标有所弱化，经营活动净现金流对总债务和利息支出的覆盖倍数分别为-0.13 倍和-3.44 倍。

表 14：2012~2014 年临淄公资部分偿债指标

指标	2012	2013	2014
短期债务 (亿元)	3.83	4.72	0.21
总债务 (亿元)	8.71	7.19	21.22
EBITDA (亿元)	1.42	1.32	3.70
经营活动净现金流 (亿元)	1.48	2.27	-2.83
经营性净现金流/总债务 (X)	0.17	0.32	-0.13
总债务/EBITDA (X)	6.15	5.45	5.73
EBITDA 利息倍数 (X)	6.81	12.18	4.48
经营活动净现金流/利息支出 (X)	7.11	20.96	-3.44

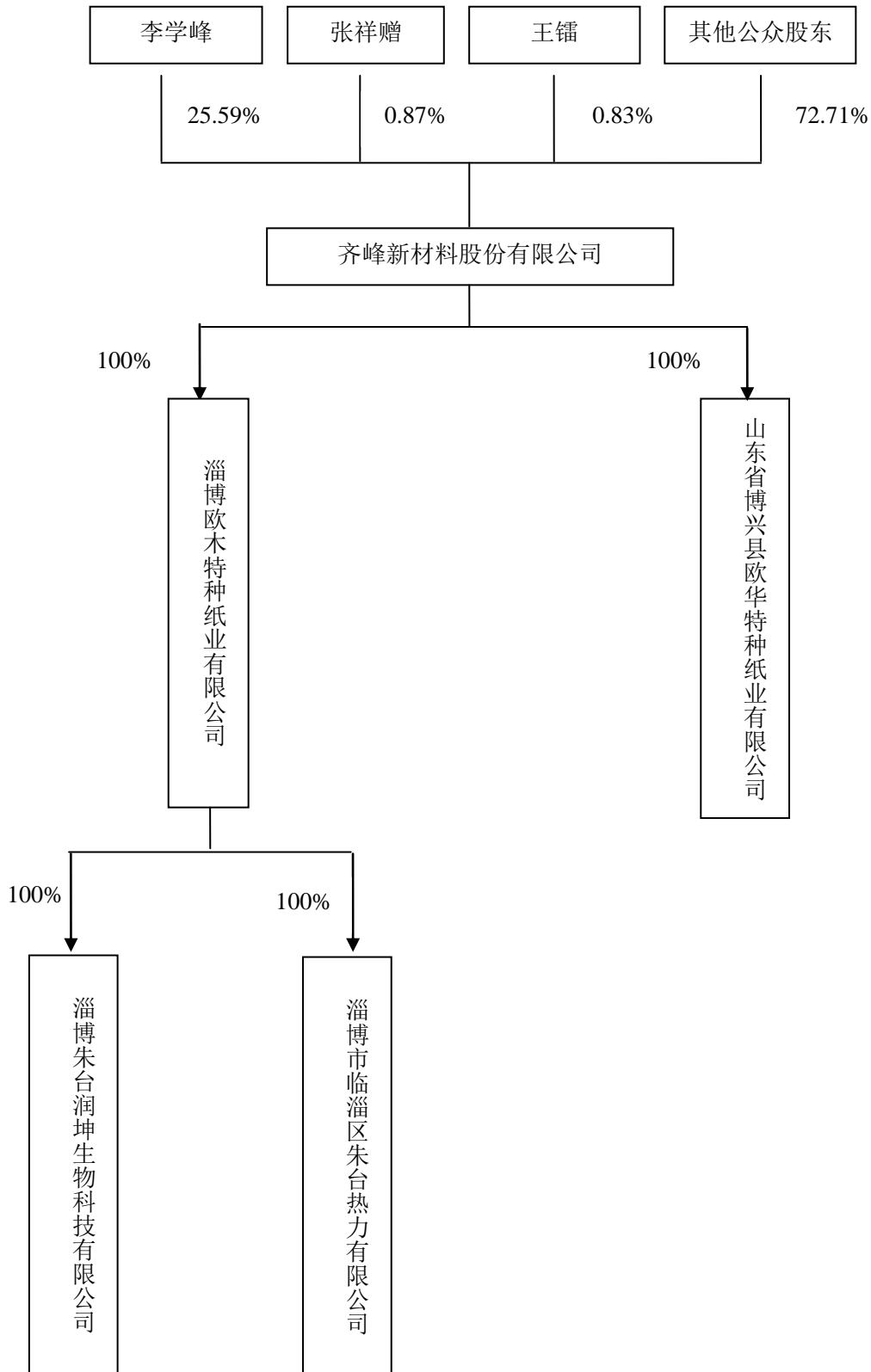
数据来源：临淄公资定期报告，中诚信证评整理

中诚信证评认为，临淄公资业务运营良好，同时考虑到股东背景、政府支持力度等因素，临淄公资具备很强的综合实力，仍能够为本次债券的还本付息提供有力保障。

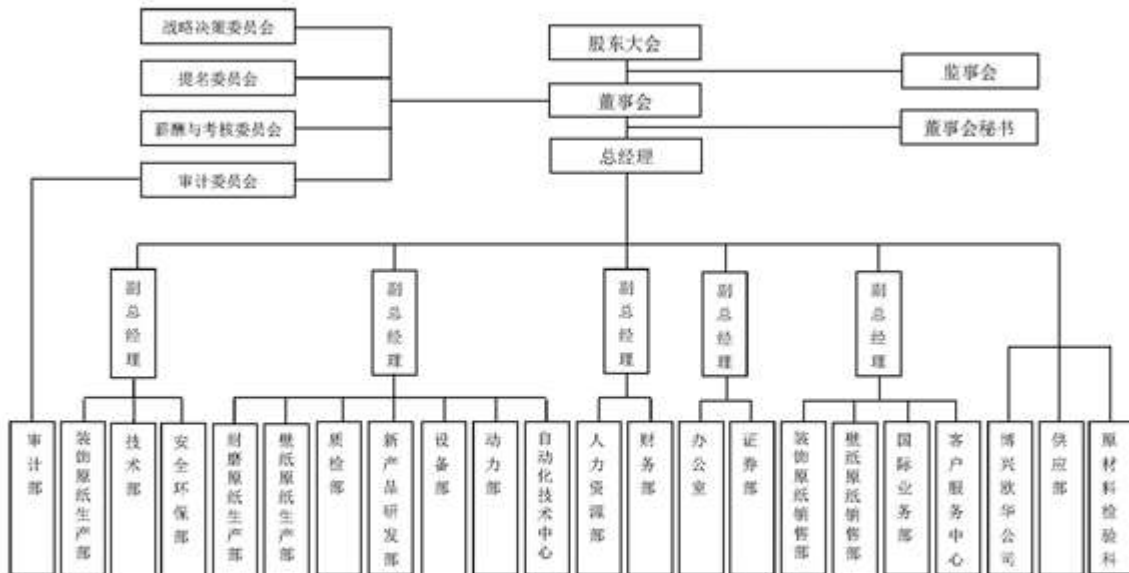
## 结论

中诚信证评维持齐峰新材料主体信用等级 AA<sup>-</sup>，评级展望为稳定；维持“齐峰新材料股份有限公司 2014 年可转换公司债券”信用等级 AA。

附一：齐峰新材料股份有限公司股权结构图（2014年12月31日）



附二：齐峰新材料股份有限公司组织结构图（2014年12月31日）



**附三：齐峰新材料股份有限公司主要财务数据及指标**

财务数据(单位：万元)	2012	2013	2014
货币资金	93,336.48	87,109.35	88,319.40
应收账款净额	22,028.20	15,967.45	38,198.79
存货净额	51,548.18	54,417.92	37,637.64
流动资产	209,116.41	239,667.57	280,102.03
长期投资	0.00	0.00	0.00
固定资产合计	69,154.23	93,485.66	103,143.03
总资产	289,712.00	349,045.59	402,757.37
短期债务	60,475.33	81,030.00	48,397.67
长期债务	0.00	0.00	62,733.48
总债务（短期债务+长期债务）	60,475.33	81,030.00	111,131.15
总负债	78,154.73	121,110.41	146,152.33
所有者权益（含少数股东权益）	211,557.27	227,935.17	256,605.04
营业总收入	176,999.93	210,813.82	253,797.71
三费前利润	32,766.85	44,144.23	56,243.91
投资收益	0.00	0.00	294.45
净利润	14,410.82	18,888.12	27,287.43
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	24,518.53	31,549.90	42,455.30
经营活动产生现金净流量	-17,682.30	4,669.24	43,557.96
投资活动产生现金净流量	-13,291.54	-34,839.15	-70,612.78
筹资活动产生现金净流量	11,102.02	27,690.19	29,284.91
现金及现金等价物净增加额	-19,941.27	-2,401.13	1,724.40
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率（%）	18.61	21.16	24.37
所有者权益收益率（%）	6.98	3	10.63
EBITDA/营业总收入（%）	13.85	14.97	16.73
速动比率（X）	2.02	1.53	3.03
经营活动净现金/总债务（X）	-0.29	0.06	0.39
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.29	0.06	0.90
经营活动净现金/利息支出（X）	-7.01	1.47	11.13
EBITDA 利息倍数（X）	9.72	9.92	10.85
总债务/EBITDA（X）	2.47	2.57	2.62
资产负债率（%）	26.98	34.70	36.29
总债务/总资本（%）	22.23	26.23	30.22
长期资本化比率（%）	0.00	0.00	19.64

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

**附四：淄博市临淄区国有资产经营有限公司主要财务数据及指标**

财务数据(单位：万元)	2012	2013	2014
货币资金	19,098.96	16,318.28	87,792.35
应收账款净额	36,846.74	6,310.57	38,402.77
存货净额	333,163.09	344,710.35	369,367.11
流动资产	438,389.17	456,679.16	616,617.79
长期投资	13,645.32	13,587.14	23,707.75
固定资产合计	13,722.33	19,350.60	33,724.33
总资产	531,875.31	559,812.06	752,961.90
短期债务	38,276.00	47,164.44	21,425.69
长期债务	48,858.40	24,689.96	190,793.71
总债务（短期债务+长期债务）	87,134.40	71,854.40	212,219.40
总负债	123,988.47	107,721.98	270,273.47
所有者权益（含少数股东权益）	407,886.84	452,090.08	482,688.43
营业总收入	50,015.87	74,641.32	83,201.16
三费前利润	3,320.45	163.25	7,250.72
投资收益	268.18	-58.18	-7,332.11
净利润	10,239.96	10,098.25	26,461.96
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	14,162.14	13,179.33	37,010.41
经营活动产生现金净流量	14,779.30	22,688.13	-28,399.90
投资活动产生现金净流量	-8,442.59	-5,650.27	-55,858.74
筹资活动产生现金净流量	-3,588.53	-20,818.54	130,740.68
现金及现金等价物净增加额	2,748.18	-3,780.68	46,482.04
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率（%）	8.23	1.67	10.84
所有者权益收益率（%）	2.51	2.23	5.66
EBITDA/营业总收入（%）	28.32	17.66	44.48
速动比率（X）	1.50	1.39	3.22
经营活动净现金/总债务（X）	0.17	0.32	-0.13
经营活动净现金/短期债务（X）	0.39	0.48	-1.33
经营活动净现金/利息支出（X）	7.11	20.96	-3.44
EBITDA 利息倍数（X）	6.81	12.18	4.48
总债务/EBITDA（X）	6.15	5.45	5.73
资产负债率（%）	23.31	19.24	35.89
总资本化比率（%）	17.60	13.71	30.54
长期资本化比率（%）	10.70	5.18	28.33

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

**附五：基本财务指标的计算公式**

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期融资券+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

## 附六：信用等级的符号及定义

### 债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。