

跟 踪 评 级 公 告

联合[2017]430 号

佛山华新包装股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对佛山华新包装股份有限公司主体长期信用状况和发行的“12 华包债”公司债券进行跟踪评级，确定：

佛山华新包装股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

佛山华新包装股份有限公司发行的“12 华包债”公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监

二零一七年 五 月 十九 日



地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

佛山华新包装股份有限公司

公司债券 2017 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
12 华包债	8 亿元	5 年	AA	AA	2016 年 5 月 18 日

跟踪评级时间：2017 年 5 月 19 日

主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总额（亿元）	60.59	61.83	67.70
所有者权益（亿元）	35.09	35.99	36.07
长期债务（亿元）	10.03	2.03	4.19
全部债务（亿元）	20.44	20.40	27.56
营业收入（亿元）	32.82	36.08	7.96
净利润（亿元）	1.71	1.39	0.09
EBITDA（亿元）	4.56	4.42	--
经营性净现金流（亿元）	6.13	4.09	-6.67
营业利润率（%）	16.23	13.80	11.37
净资产收益率（%）	4.93	3.91	0.24
资产负债率（%）	42.09	41.79	46.72
全部债务资本化比率（%）	36.81	36.18	43.31
流动比率（倍）	1.67	1.17	1.24
EBITDA 全部债务比（倍）	0.22	0.22	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.94	3.88	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.57	0.55	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；2、2017 年一季度财务数据未经审计、相关指标未年化；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。4、长期债务中包含了长期应付款中的应付融资租赁款。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对佛山华新包装股份有限公司（以下简称“公司”或“粤华包”）的跟踪评级反映了由于宏观经济增长放缓和“禁烟令”等政策因素导致下游烟草消费大幅下降，公司主营业务收入有所下降，但通过企业不断推进产品转型升级，加大对外销售木浆并积极拓展新业务，公司营业收入较上年有所提升。同时，联合评级也关注到烟卡行业需求持续低迷、公司面临一定或有风险以及短期债务偿债能力下降等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着优化产品结构、开发深加工纸产品等措施进一步拓展深化，公司经营状况有望保持稳定。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”；同时维持“12 华包债”债项信用等级为“AA”。

优势

1. 2016 年公司通过加大对外销售木浆等原材料，使得营业收入较去年有所提升。
2. 公司加大研发投入，开发定制白液包、定制食品卡和高光泽涂布白卡纸等新产品，提高了公司产品竞争力。
3. 公司加大去库存管理力度，有效降低资金占用，公司经营效率有所提升。

关注

1. 受国家近年来反腐、“禁烟令”等政策影响，公司主要产品烟卡需求持续低迷，2016 年白卡纸收入下降。
2. 2017 年公司子公司发生重大安全事故并因此产生涉及较大金额的诉讼案件，公司面临一定或有风险。
3. 公司短期债务规模大幅增加，短期偿

债能力有所下降，债务结构有待优化。

分析师

高 鹏

电话：010-85172818

邮箱：gaop@unitedratings.com.cn

岳 俊

电话：010-85172818

邮箱：yuej@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



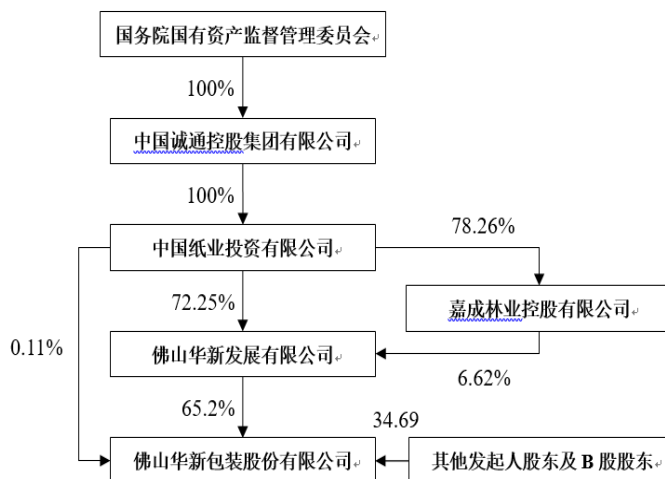
联合信用评级有限公司

一、主体概况

佛山华新包装股份有限公司(以下简称“公司”或“粤华包”)是经广东省人民政府粤办函(1999)297 号文、广东省经济体制改革委员会粤体改(1999)032 号文批准,由佛山华新发展有限公司作为主要发起人,并联合佛山市投资总公司、佛山市新辉实业发展有限公司、中国包装总公司、中国物资开发投资总公司、广东省技术改造投资有限公司、中国化工轻工总公司、佛山市轻工工业公司等七家股东共同出资,以发起方式设立的股份有限公司,设立时的总股本为 29,000.00 万元,并于 1999 年 6 月 21 日在广东省工商行政管理局登记注册。2000 年公司采用私募配售方式发行境内上市外资股(B 股)股票 14,950.00 万股,并在深圳证券交易所上市交易(股票代码为“200986”,股票简称“粤华包 B”),发行后总股本增至 43,950.00 万元。2007 年 6 月公司派送股票股利 6,592.50 万股,总股本增至 50,542.50 万元。

截至 2016 年底,公司总股本为 50,542.50 万元,其中佛山华新发展有限公司持有公司 72.25% 的股份,中国诚通控股集团有限公司(以下简称“诚通集团”)为公司实际控制人(图 1)。

图 1 截至 2016 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主要业务仍为白卡纸的生产以及包装印刷等,属于造纸、纸基包装和印刷行业。公司经营范围较上年没有变化。截至 2016 年底,公司职能部门设置未产生重大变化;公司在职员工为 2,108 人(包含控股子公司员工),人员数量较上年减少 76 人。

截至 2016 年底,公司合并资产总额 61.83 亿元,负债总额 25.84 亿元,所有者权益(含少数股东权益) 35.99 亿元,其中归属于母公司所有者权益 19.80 亿元。2016 年公司实现合并营业收入 36.08 亿元,净利润(含少数股东损益) 1.39 亿元,其中归属于母公司所有者的净利润为 0.61 亿元;经营活动产生的现金流量净额 4.09 亿元,现金及现金等价物净增加额 1.71 亿元。

截至 2017 年 3 月底,公司合并资产总额 67.70 亿元,负债总额 31.63 亿元,所有者权益(含少数股东权益) 36.07 亿元,其中归属于母公司所有者权益 19.87 亿元。2017 年一季度公司实现合并营业收入 0.07 亿元,净利润(含少数股东损益) 0.09 亿元,其中归属于母公司所有者的净利润为 0.07 亿元;经营活动产生的现金流量净额-6.67 亿元,现金及现金等价物净增加额-1.22 亿元。

公司注册地址拟由广东省佛山市季华五路 18 号经华大厦 19 楼,变更为佛山市禅城经济开发

区罗格围园区科洋路3号之1-10，目前正在工商相关部门核准审批中；法定代表人：黄欣。

二、债券发行情况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】725号”文核准，公司于2012年11月26日发行8亿元公司债券，债券票面利率为5.80%，期限为5年，第3年末附发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。该债券的付息日为2013年至2017年每年的11月26日，到期日为2017年11月26日，兑付日期为2017年11月26日。该债券已于2013年1月9日在深圳证券交易所挂牌交易，证券简称“12华包债”，证券代码“112130.SZ”。

该债券已于2013年11月22日支付第一期利息4,640万元，于2014年11月26日支付第二期利息4,640万元，于2015年11月26日支付第三期利息4,640万元，2016年11月28日支付第四期利息4,640万元，最后一期利息4,640万元将随本金于2017年11月27日一同兑付。

2015年11月26日，“12华包债”回售期结束，回售债券面值为2万元，在登记公司深圳分公司剩余托管债券面值为79,998万元；同时，公司完成支付回售部分债券的本金及利息和未回售债券（2014年11月26日至2015年11月26日期间）的利息。截至2016年底，该债券募集资金已按照募集用途使用完毕。

三、行业分析

1. 行业供需及经济效益情况

公司主要业务为白卡纸的生产以及包装印刷等，属于造纸、纸基包装和印刷行业。

2016年全球经济复苏缓慢，我国GDP增长6.7%，经济运行缓中趋稳。从2016年产量及销量来看，2016年机制纸及纸板累计产量为12,319.22万吨，累计同比增长3.10%，2016年机制纸及纸板累计销量为12,105.27万吨，同比增长3.35%，产销率保持稳定。截至2016年底，机制纸及纸板库存较年初减少13.40%。从区域构成来看，2016年山东机制纸及纸板产量占全国总产量的17.62%，达到2,170.38万吨，超越广东省成为全国机制纸及纸板产量最高的地区，广东机制纸及纸板产量达到2,127.52万吨，同比增长2.37%。从国家统计局数据看，2016年全国纸浆造纸及纸制品全行业主营业务收入为1.47万亿元，同比增长5.49%，利润总额844.10亿元，同比增长13.39%，行业景气度明显提升。

造纸行业上游直接原材料为纸浆，通常分为木浆、废纸浆和非木浆。目前国内造纸行业原料供给对进口依赖程度较高，且价格与国际市场联动性强。近年来我国木浆进口量呈波动上升态势，2016年木浆总进口量达到2,038.20万吨，同比增长16.40%，其中漂针木浆进口量上升至803.77万吨，漂阔木浆进口量上升至833.65万吨。纸浆价格方面，近年来国际纸浆价格波动下降，以阔叶木化学浆为例，外商平均报价由2016年初的598.00美元/吨降至2017年2月末的514.00美元/吨，延续波动下降态势；而国内自2016年初，由于化工原料、物流等成本上升，以青岛阔叶木化学浆国内均价为例，其均价由2015年底的4,450.00元/吨涨至2017年2月初的4,950.00元/吨。

从下游市场行情来看，在2016年行业内供给侧“去产能”“去库存”等调整不断深化，环保压力提升使得落后产能陆续退出市场，行业集中度进一步提升，优势制造企业定价权提高，加之国内原纸价格上涨、人民币汇率变动等综合因素影响下，2016年下半年后，主要纸品价格开始上涨，其中包装纸中的白卡纸出厂价由2016年初的5,231元/吨升至2017年2月末的5,801元/吨；文化用纸中的铜版纸价格由2016年初的4,904元/吨升至年底的5,395元/吨；文化用纸中的双胶纸出厂

价由 2015 年初的 5,605 元/吨升至 2017 年 2 月末 5,814 的元/吨。包装纸及文化用纸等各类纸张价格均出现不同程度的上涨。

但在高档涂布白卡纸及烟卡市场方面，党中央及国务院近年来提出关于反腐倡廉、改变作风的多项规定和政策，如中央发布实施的“八项规定”、“六项禁令”、“禁烟令”、“三公消费”禁令等对烟草、酒行业影响深远，烟草行业逐渐陷入瓶颈，2016 年烟草制造业主营业务收入为 8,692.10 亿元，较上年下降 7.04%，利润总额为-183.60 亿元，较上年亏损加剧，相对应国内烟卡需求亦逐步减少。此外，2016 年 6 月斯道拉恩索集团的一条年产 45 万吨包装白卡纸的生产线在广西北海正式投产，2016 年 10 湛江晨鸣浆纸有限公司四期年产 120 万吨白卡纸的试产成功，2017 年 1 月江苏博汇纸业有限公司拟投资建设二期年产 75 万吨高档包装纸板项目，不断激增的高端白卡纸产能若无法有效被市场消化，高档涂布白卡纸价格将面临较大下行压力。

总体看，造纸行业 2016 年产销量均有不同程度的上涨，产能过剩得到有效控制，进口纸浆价格有所下降，国内纸浆及主要纸品价格有所上涨，行业内集中度进一步提升，行业景气度有所提高，有利于造纸企业盈利能力的提升。但反腐倡廉等国家政策及不断释放的新增产能对以烟卡制造为主的造纸企业影响较大，此类主营业务企业面临较大产品结构转型的压力。

2. 行业发展

从行业发展趋势来看，国际、国内环境充满复杂性和不确定性，国内经济运行处在寻求新平衡的过程中，根据国内造纸行业生产、造纸行业原料供应等因素分析，未来几年国内造纸行业和市场总体趋势为：

优化产品结构，开发深加工纸产品

受困于烟卡等产能过剩，竞争激烈，价格持续下行等不利因素，以烟卡等为主营的造纸行业企业将进一步优化产品结构，以求避开同质化竞争。同时企业将加快新技术开发和应用，开发深加工纸质产品，以应对市场变化，增强竞争力。

环保压力不断提升，加速淘汰落后产能

据工信部数据，2015 年全国共淘汰 167 万吨落后和过剩造纸产能，供给侧改革效果明显。此外，国家不断加大对造纸等高耗能、高排放行业的监管要求与核查力度。据环保部《控制污染物排放许可制实施方案》要求，2017 年 7 月 1 日起造纸企业必须持有排污许可证方可生产，更多中小造纸企业可能会因为排污不达标而被停限产。不断加大的环保压力将使生产企业在废水治理等方面的投入和运行成本将进一步增加，但也有利于规模优势大、生产质量水平高的造纸龙头企业，有利于行业集中度进一步提升。

运输及能源成本提升，企业成本控制压力加大

2016 年 9 月，交通运输新规实施全面严禁双排车辆运输车进入高速公路，这使得纸品企业原料运输成本增加，上涨幅度达 20~30%，同时减缓纸品发货速度，间接影响进口木浆市场有效放量。同时 2016 年煤价持续走高，带动动力及能源成本提升，进一步加剧造纸企业成本压力。若生产成本上涨幅度过大，成本压力不能及时转嫁给下游，则将影响造纸企业的盈利能力。

总体来看，基于经济、市场、产能和政策等因素，企业将面临优化产品结构和产品创新转型等挑战，需应对市场变化，增强自身竞争优势。

四、管理分析

2016 年，公司部分董事、监事职位人员发生变更。其中 2016 年 12 月，由于个人原因，独立

董事赵伟先生提出辞职，股东大会补选许长龙先生继任独立董事；2016年6月，由于工作变动原因，职工监事杨成林先生提出辞职，职工代表大会选举唐黎明先生继任职工监事；2016年4月，监事黄健荣先生退休，股东大会补选张虹女士为监事。

2016年，公司部分高管人员发生变动。其中2016年5月，由于工作变动原因，公司副总经理、财务总监兼董事会秘书杨映辉先生提出辞职，经董事会选举由杨成林先生担任公司副总经理及财务总监，聘任刘汉文先生为董事会秘书；2017年4月，公司副总经理陈加力先生因退休离职。

杨成林先生，1973年出生，本科学历，会计师。2001年8月至2006年11月在珠海晖海发展有限公司担任财务总监一职；2006年12月至2009年6月珠海美邦家具有限公司，任职财务经理；2009年6月起历任珠海经济特区红塔仁恒纸业有限公司财务部副经理、财务部经理、总经理助理等职务，现任公司副总经理职务。

2016年公司主要管理制度较上年未发生变化。

总体看，2016年，公司高管层虽有所变动，但未影响管理层整体架构和核心技术人员稳定性，公司管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2016年，公司实现营业收入36.08亿元，同比增长9.92%，主要系2016年公司对外销售木浆等原材料的其他业务收入大幅提升所致；实现营业利润1.36亿元，同比下降17.06%，实现净利润1.39亿元，同比下降18.61%，主要系2015年公司处置子公司佛山诚通纸业有限公司（以下简称“佛山诚通”）取得较高投资收益，而2016年没有类似业务且2016年营业成本较营业收入增长幅度加大所致。

2016年公司主营业务主要由白卡纸、印刷品和胶乳构成。2016年公司主营业务收入占营业收入比重84.92%，较上年下降3.15个百分点，主营业务仍然突出。2016年，公司主营业务收入合计30.64亿元，同比下降4.35%，主要系白卡纸板块收入减少所致。从各板块收入来看，2016年公司白卡纸收入26.22亿元，同比下降7.05%，主要系烟卡行业需求减少所致，该业务板块在营业收入中占比72.68%，较上年下降了13.27个百分点，仍是公司主要收入来源；印刷品收入2.63亿元，同比增长7.07%，主要系公司2016年开拓新客户，订单增加所致，该业务板块在营业收入中占比7.28%，较上年变化不大；胶乳收入1.79亿元，同比增长30.82%，主要系2016年胶乳新增销量较上年有所上升所致，该业务板块在营业收入中占比4.96%，较上年变化不大；其他业务收入5.44亿元，较上年大幅增加4.65亿元，主要系2016年第三、四季度，公司根据木浆市场涨价行情对外销售木浆大幅增加所致，在营业收入中的占比15.08%，较上年大幅上升12.67个百分点。

表1 2015~2016年公司营业收入构成表（单位：万元、%）

项目	2015年			2016年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
白卡纸	282,088.12	85.95	16.57	262,212.54	72.68	16.58
印刷品	24,535.27	7.48	18.18	26,269.28	7.28	16.87
胶乳	13,681.18	4.17	17.13	17,897.33	4.96	10.82
其他业务	7,899.83	2.41	17.05	54,396.74	15.08	4.09
合计	328,204.40	100.00	16.72	360,775.89	100.00	14.43

资料来源：公司审计报告

毛利率方面，2016 年，公司综合毛利率为 14.43%，较上年减少 2.29 个百分点，主要系 2016 年其他业务毛利率大幅降低所致；白卡纸业务毛利率 16.58%，较上年基本保持不变；印刷品业务毛利率为 16.87%，较上年下降 1.31 个百分点，主要系毛利率水平较高的箭牌产品收入下降所致；胶乳业务毛利率为 10.82%，较上年下降 6.31 个百分点，主要系 2016 年原材料价格大幅上升所致；其他业务毛利率为 4.09%，较上年大幅下降 12.96 个百分点，主要系公司为提高木浆销量，较 2015 年给予客户更多价格优惠所致。

从销售区域来看，2016 年公司主营业务收入中，内销占比为 84.67%，较上年有所下降，公司产品销售仍主要面向国内市场。

2017 年一季度，公司实现营业收入 7.96 亿元，较上年同期增长 10.07%，主要系白卡纸板块销量增加所致；公司实现营业利润 0.07 亿元，较上年同期增加 0.05 亿元。

总体看，2016 年受烟草行业包装需求减少，白卡纸收入有所下降，但由于公司对外销售木浆大幅增加，公司营业收入较上年有所增加；由于 2016 年降价销售木浆较多，综合毛利率水平较上年有小幅下滑。

2. 造纸业务

原料采购

白卡纸的主要原料为木浆，木浆的价格波动对生产成本影响较大。公司造纸业务生产成本主要包括原材料、动力、人工和制造费用，其中原材料成本约占 76%。受烟卡需求萎靡影响，2016 年公司白卡纸产量减少，原材料成本减少 2.22 亿元，同比下降 12.40%；动力成本减少 0.45 亿元，同比下降 15.01%。

2016 年，木浆采购量由 2015 年的 54.34 万吨增加至 72.89 万吨，同比增长 34.14%，主要系 2016 年公司对外销售木浆较多所致。从采购价格来看，2016 年公司进口木浆采购均价为 3,332.50 元/吨，同比下降 3.77%。采购金额由 2015 年 188,188.16 万元上升至 242,906.03 万元，同比增长 29.08%。

表 2 2015~2016 年公司主要原材料木浆采购情况（单位：%）

采购项目	2015 年	2016 年	变化率
木浆采购量（万吨）	54.34	72.89	34.14
采购均价（元/吨）	3,463.16	3,332.50	-3.77
采购金额（万元）	188,188.16	242,906.03	29.08

资料来源：公司提供

供应商方面，2016 年主要供应商基本没有变化。2016 年，公司对木浆继续采用国外集中采购的方式；同时公司实施原辅材料国产化，并加强引入新原辅材料来替代价格较高的原料，从而降低材料成本。

2016 年公司前五大供应商变化不大，采购金额由 2015 年的 9.90 亿元上升至 12.59 亿元，由于 2016 年木浆采购量大幅增加，前五大供应商采购金额占总采购金额的比重由 43.28% 上升至 47.29%，采购集中度有所上升。

总体看，2016 年，由于公司对外销售木浆等原材料的其他业务收入大幅提升，公司主要原材料采购量及采购金额均大幅增加；公司原料采购渠道畅通，与供应商合作关系稳定。

生产经营

公司主要生产高档涂布白卡纸，造纸用胶乳及碳酸钙。2016 年公司生产及销售模式较上年无明显变化。

2016 年，公司白卡纸、胶乳及碳酸钙产能未发生变化。从产能利用率上看，白卡纸产能利用率由 2015 年 93.03%下降为 2016 年 87.89%，主要系 2016 年市场需求下滑，公司减少产量所致；胶乳产能利用率由 2015 年 37.25%小幅上升为 2016 年 41.00%；碳酸钙产能利用率由 2015 年 99.50%下降为 2016 年 90.25%，主要系公司碳酸钙全部内销给子公司珠海华丰纸业有限公司（以下简称“华丰纸业”），2016 年华丰纸业产品结构调整使得碳酸钙需求减少所致。

表 3 公司 2015~2016 年主要产品产销情况（单位：万吨、%、元/吨）

项目	2015 年				2016 年			
	产能	产能利用率	产销率	销售均价（不含税）	产能	产能利用率	产销率	销售均价（不含税）
白卡纸	51.20	93.03	97.72	6,068.78	51.20	87.89	102.89	5,663.34
胶乳	12.00	37.25	94.51	4,995.13	12.00	41.00	100.00	5,021.23
碳酸钙	4.00	99.50	99.81	495.74	4.00	90.25	100.00	506.37

资料来源：公司提供

从产销率来看，白卡纸生产主要以订单式生产为主，2016 年白卡纸产销率上升至 102.89%，维持在较高水平；胶乳 2016 年销量较 2015 年有所上升，产销率从 2015 年的 94.51%上升至 100.00%，主要系 2016 年亚洲浆纸业有限公司加大胶乳采购规模所致；碳酸钙由于全部内销给子公司华丰纸业，产销率仍保持在较高水平。

从产品销售价格来看，由于烟卡需求大幅减少、产能过剩和白卡纸市场竞争激烈等影响，白卡纸 2016 年的销售均价较上年下降 3.98%，胶乳和碳酸钙销售均价基本与上年持平。

从客户集中度看，2016 年，由于红塔烟草（集团）有限责任公司集团取消统购，福建泰兴特纸有限公司客户业务量萎缩以及对中纸业投资有限公司销售木浆增加所致，公司前五大销售客户发生变化，前五大销售客户销售占比从 2015 年的 29.02%下降到 2016 年的 15.62%，公司对前五大销售客户的依赖度有所下降。

表 4 2015~2016 年公司造纸业务前 5 大销售客户情况（单位：万元、%）

年份	销售客户	销售金额	销售占比
2015 年	红塔烟草（集团）有限责任公司	36,333.12	12.88
	宁波保税区方圆纸业有限公司	16,977.92	6.02
	青岛顺诚科技包装有限公司	10,388.90	3.68
	福建泰兴特纸有限公司	9,798.73	3.47
	利乐包装（佛山）有限公司	8,363.71	2.96
	合计	81,862.38	29.02
2016 年	宁波保税区方圆纸业有限公司	15,843.66	4.39
	中国纸业投资有限公司	13,468.19	3.73
	青岛顺诚科技包装有限公司	9,831.23	2.73
	利乐包装（佛山）有限公司	8,684.19	2.41
	利乐包装（呼和浩特）有限公司	8,515.70	2.36
	合计	56,342.97	15.62

资料来源：公司提供

2016 年，公司面对烟卡需求量大幅减少的市场行情，针对重点客户、医药包装客户进行新产品攻关、核心产品升级改造系列工作，并在医药包装、专用包装等高端产品领域的业务得到了进一步发展，2016 年新产品订单增加的销售额超过 4,300 万元。随着公司不断优化产品结构、加速开发深加工纸产品，公司经营状况有望保持稳定。

总体看，2016 年，公司受烟卡需求减少以及产品结构发生变化，白卡纸和碳酸钙产量均有所下降；公司产品产销率小幅提升；公司产品销售客户集中度有所下降。

3. 印刷业务

2016 年公司印刷业务实现营业收入 2.63 亿元，同比增长 7.07%，主要系公司 2016 年开拓新客户，订单增加所致。2016 年新增重点客户有好丽友食品（广州）有限公司、仙乐健康科技股份有限公司、珠海安生凤凰制药有限公司等，新客户订单量金额为 0.13 亿元。

2016 年公司印刷业务前五大销售客户合计销售金额为 1.20 亿元，占比为 47.17%，较 2015 年有所下降，但集中度仍较高。

表 5 公司 2015~2016 年印刷业务前 5 大销售客户情况（单位：万元、%）

年份	销售客户	销售金额	销售占比
2015 年	佛山市海天（高明）调味食品有限公司	4,586.12	18.55
	广州市合生元生物制品有限公司	2,340.18	9.47
	箭牌糖类（上海）有限公司	2,250.85	9.11
	箭牌糖果（中国）有限公司	2,176.56	8.81
	维达纸业（中国）有限公司	1,236.45	5.00
	合计	12,590.16	50.94
2016 年	佛山市海天（高明）调味食品有限公司	4,761.84	18.72
	广州市合生元生物制品有限公司	2,633.00	10.35
	箭牌糖果（中国）有限公司	1,953.69	7.68
	维达纸业（中国）有限公司	1,418.77	5.58
	广州薇美姿实业有限公司	1,231.74	4.84
	合计	11,999.04	47.17

资料来源：公司提供

总体看，公司印刷业务营业收入较上年有所增长，且新增客户较多，下游销售客户集中度仍较高。

4. 经营效率

2016 年，公司应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率较 2015 年有所提升，应收账款周转率由 2015 年的 3.79 次上升到 2016 年 4.24 次，主要系 2016 年公司营业收入增长速度较应收账款增长速度较大所致；存货周转率由 2015 年的 3.21 次上升到 2016 年的 4.53 次，主要系 2015 年公司营业成本上升且公司加速清理无效库存使得存货余额有所下降所致；总资产周转率从 2015 年的 0.53 次上升到 2016 年的 0.59 次，主要系 2016 年公司营业收入的增长速度高于资产总额增长速度所致。总体来看，2016 年公司经营效率较 2015 年有所提升；从同行业比较情况看，公司应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率均处于行业一般水平。

表 6 2016 年造纸行业上市公司经营效率指标情况（单位：次）

企业名称	应收账款 周转率	存货 周转率	总资产 周转率
晨鸣纸业	5.78	3.13	0.29
福建南纸	2.83	19.24	0.13
太阳纸业	12.54	8.89	0.72

岳阳林纸	5.34	0.84	0.32
行业均值	6.62	8.03	0.37
粤华包	4.24	4.53	0.59

资料来源：wind 资讯

注：公司相关指标由联合评级计算。其他同行业上市公司相关指标统一采用 wind 资讯数据；wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异。

总体看，公司加大去库存管理力度，有效降低资金占用，公司经营效率较上年有所提升，但整体经营效率一般。

5. 技术研发情况

在白卡纸板块方面，2016 年公司研究开发了定制白液包、定制食品卡、特殊色相 SBS 低白烟卡、高光泽涂布白卡纸等系列深加工纸类新产品，其中定制白液包、特殊色相 SBS 低白烟卡产品等多个新产品开发成功并批量生产，2016 年公司无菌液包纸销售收入达 21,192 万元，SBS 涂布（复合）白卡纸收入为 29,045 万元。公司产品结构有所优化，产品附加值有所提升。

同时，公司持续通过研究开发新原辅材料替代、工艺技术创新来持续改善和优化产品质量，生产制造成本得到有效控制，经济效益明显。如采用钛学染料替代原油绿、黄、蓝、紫罗兰染料、木薯原淀粉替代表面施胶淀粉等，2016 年公司每万吨纸总共节省 1.03 万元生产成本。

2016 年，公司新申请发明专利 8 项；获得授权发明专利 7 项。公司子公司珠海红塔仁恒包装股份有限公司（以下简称“红塔仁恒”）主导参与了《涂布纸和纸板涂布白卡纸》和《纸质凹版印刷品质量要求及检验方法》共 2 项国家及行业的标准制定工作，“本色包装纸项目”获中国轻工业联合会科技进步二等奖。2016 年公司研发投入为 1.38 亿元，较 2015 年增长 9.42%，占营业收入比例为 3.84%，基本与 2015 年持平。

2016 年，公司子公司华丰纸业通过“国家高新技术企业”和《广东省珠海华丰纸业工程技术研究中心》的认定，子公司珠海金鸡化工有限公司（以下简称“金鸡化工”）通过了“国家高新技术企业”复审，连续三年获得 10% 的企业所得税减免。

总体看，公司延续了差异化产品研发方向，研发项目进一步推进，新产品竞争力有所提升，产品结构有所优化，公司在高端白卡纸领域和本地印刷市场继续处于技术领先优势。

6. 重大事项

拟公开发行公司债及中期票据

公司于 2017 年 4 月召开 2016 年度股东大会，审议通过了《关于拟公开发行公司债券的议案》，发行尚需报中国证监会核准后方可实施。本次债券票面金额为人民币 100 元，债券规模不超过人民币 5 亿元（含人民币 5 亿元），债券的期限不超过 7 年（含 7 年），可以为单一期限品种，也可以为多种期限的混合品种。本次债券为固定利率债券，采用单利按年计息，不计复利，由主承销商组织承销团以余额包销的方式承销。所发行公司债券的募集资金扣除发行费用后拟用于偿还机构借款、补充流动资金及适用的法律法规允许的其他用途。

同时公司于 2017 年 4 月召开 2016 年度股东大会审议通过了《关于拟公开发行公司债券的议案》，发行尚需在中国银行间市场交易商协会接受注册后方可实施。本次中期票据债券票面金额为人民币 100 元，规模不超过人民币 11 亿元（含人民币 11 亿元），期限不超过 5 年（含 5 年），可以为单一期限品种，也可以为多种期限的混合品种。本次债券为固定利率债券，采用单利按年计息，不计复利。本次发行中期票据在经过中国银行间市场交易商协会核准后，以一次或分期形式

在中国境内公开发行业。所募集资金扣除发行费用后拟用于偿还机构借款、补充流动资金及适用的法律法规允许的其他用途。

总体看，公司公开发行公司债及中期票据完成后将进一步拓宽公司融资渠道，有利于补充公司经营所需流动资金，但此非公开发行公司债及中期票据可能对企业未来长期偿债能力带来一定压力，且发行事项仍存在一定不确定性，联合评级将持续关注该事项进展情况。

重要子公司股份制改革

为增加红塔仁恒股份的流动性，提升其规范运作水平，提高融资便利性，公司第六届董事会 2016 年第二次会议审议通过了《关于子公司珠海经济特区红塔仁恒纸业有限公司整体变更为股份有限公司的议案》，红塔仁恒已于 2016 年 3 月完成股份制改造工商登记，公司名称变更为珠海红塔仁恒包装股份有限公司。本次改制，不影响公司对红塔仁恒的控制地位，不影响公司业务的独立性和完整性。

总体看，公司重要子公司股改有利于提升公司整体的治理水平和规范运作水平。

重大安全事故

2017 年 3 月 4 日，华丰纸业厂区内，承包施工单位江苏天星高空建安防腐工程有限公司（以下简称“江苏天星”）在进行停用维修中的 120 米钢筋混凝土烟囱防腐工程的质保维修作业时，因突发火灾造成江苏天星的 6 名施工人员死亡。江苏天星在 2015 年通过投标承揽了华丰纸业的烟囱防腐工程，本次施工作业属于其在工程质保期内进行的维修。公司生产经营活动在发生事故后仍保持稳定。2017 年 3 月，华丰纸业诉江苏天星、武汉科迪奥电力科技有限公司（以下简称“武汉科迪奥”）合同纠纷案在珠海市金湾区人民法院立案，华丰纸业代垫赔偿款，向江苏天星及武汉科迪奥追偿 1,116.00 万元，目前此案处于一审阶段。

总体看，2017 年公司发生重大安全事故并因此产生涉及较大金额的诉讼，公司面临一定或有风险。

7. 经营关注

白卡纸产能过剩和烟卡需求低迷

公司主导产品是高档涂布白卡纸，受高端包装及烟草行业需求下滑影响，2016 年烟卡市场已出现萎缩，加之近两年国内白卡纸新增产能继续集中释放，行业竞争激烈，公司库存压力仍较大，主营收入规模出现下降。

进口木浆价格稳定性低

公司主要原料是木浆，而且主要依靠国外进口，国际木浆由于木浆采购价格受气候、国际政治局势以及国际市场供求关系的影响较大，易导致公司原材料采购价格不稳定，影响生产成本。

8. 未来发展

公司致力于做强高端纸包装材料研发与制造，通过并购重组向产业链纵深及相关多元两个方向延伸和拓宽主营产业价值链，实现由传统产业向“新材料领域”升级转型。

经营计划方面，公司 2017 年将继续深化产品结构调整，进一步提高产品附加值，同时通过增加社会卡订单来提高产能利用率，降低固定分摊成本。在优化资产结构方面，2017 年选择“华南区域”为试点区域推进“精益化”管理，同时进一步扩大原辅材料寄售，对原料库存、备品库存进行优化，以降低库存成本。此外，公司将与合作企业试点“业财融合”供销新模式，同时通过股权和设备抵押，控制风险。

管理方法改进方面，公司 2017 年将继续深化精益管理，试点 PMO 管理，同时进一步提升订

单排产效率，规范生产改产、复产操作，降低非计划停机过程中复产损失。在汇率管理方面，为防范未来人民币贬值的汇率风险，公司将加强资金使用效率，减少美元结算的负担，降低汇率及汇兑损失。新产品开发方面，公司将进一步规范及优化新产品开发流程，明确各环节职责权限，加强新产品开发上机环节的评审和过程管控，通过正向激励提升技术开发人员能动性。在营销策略方面，公司将强化以“产品线横向”管理的业务管控模式，实行横向跨区域的统筹协调、规划与整体销售把控，实施考核与激励机制。在成本管理方面，2017 年通过实施安保等非核心业务外包，以进一步降低管理成本。

总体看，公司的发展战略符合行业发展趋势，通过调整市场定位，巩固产品竞争优势等措施，公司未来有望保持良好增长态势。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016 年财务报表已经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见；公司提供的 2017 年一季度财务报表未经审计。2016 年公司纳入合并财务报表范围的主体与上期相比未发生变化，公司主营业务未发生变化，相关会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 61.83 亿元，负债总额 25.84 亿元，所有者权益（含少数股东权益）35.99 亿元，其中归属于母公司所有者权益 19.80 亿元。2016 年公司实现合并营业收入 36.08 亿元，净利润（含少数股东损益）1.39 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 0.61 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.09 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.71 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 67.70 亿元，负债总额 31.63 亿元，所有者权益（含少数股东权益）36.07 亿元，其中归属于母公司所有者权益 19.87 亿元。2017 年一季度公司实现合并营业收入 0.07 亿元，净利润（含少数股东损益）0.09 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 0.07 亿元；经营活动产生的现金流量净额-6.67 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.22 亿元。

2. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额 61.83 亿元，较年初增长 2.04%，主要系流动资产增加所致。其中流动资产和非流动资产的占比分别为 44.68%和 55.32%，流动资产占比较年初略有上升，资产结构较年初变化不大。

截至 2016 年底，公司流动资产合计 27.62 亿元，较年初增长 7.75%，主要系应收票据和其他流动资产增加所致。公司流动资产以货币资金（占比 19.33%）、应收票据（占比 15.23%）、应收账款（占比 29.91%）、存货（占比 22.16%）和其他流动资产（占比 7.89%）为主。

截至 2016 年底，公司货币资金为 5.34 亿元，较年初增长 4.77%，主要系其他货币资金减少所致，其中受限资金共计 1.77 亿元，主要为银行承兑汇票保证金和履约保证金；应收票据为 4.21 亿元，较年初增长 58.40%，主要系公司客户以票据结算增加所致，应收票据中银行承兑汇票占比 99.44%，其余为商业承兑汇票，无受限票据；应收账款为 8.26 亿元，较年初增长 4.40%，计提坏账准备 0.43 亿元，计提比例 4.97%，应收账款前五名占比为 17.27%，占比一般，从账龄来看，一年之内的占比 99.53%，账龄分布相对集中，以短期为主；存货为 6.12 亿元，较年初减少 14.12%，主要系公司加大双降管理力度，清理低效无效库存成品纸所致，存货中原材料占比 32.65%、在产品占比 6.79%和库存商品占比 60.56%，由于公司增加备货导致其原材料占比较上年上升 4.23 个百

分点，公司共计提跌价准备合计 0.12 亿元，计提比例为 1.85%，全部为对原材料和库存商品计提的跌价准备；其他流动资产为 2.18 亿元，较年初大幅增加 2.01 亿元，主要系公司购买 2 笔厦门国际银行珠海分行一年期存款理财产品，金额分别为 0.50 亿元（利率 3.50%）和 0.5 亿元（利率 3.35%），购买 2 笔光大银行珠海分行半年期存款理财产品金额分别为 0.59 亿元（利率 2.90%）和 0.50 亿元（利率 3.85%）所致。

截至 2016 年底，公司非流动资产合计 34.20 亿元，较年初减少 2.15%。公司非流动资产以长期应收款（占比 14.33%）、长期股权投资（占比 7.39%）和固定资产（占比 71.68%）为主。

截至 2016 年底，公司长期应收款 4.90 亿元，与上年持平。公司上年处置子公司佛山诚通，处置日佛山诚通应付公司款 4.90 亿元。根据签署的《债权债务清偿协议》，自 2016 年 1 月 1 日起，公司按同期中国人民银行发布的 3 年期定期贷款基准利率，向佛山诚通收取资金占用利息，按季度支付；佛山诚通于 2019 年 12 月 31 日前清偿全部借款本金及利息；长期股权投资为 2.53 亿元，较年初小幅下降 3.55%，主要系公司联营企业诚通财务有限责任公司分配现金股利所致；固定资产账面价值 24.52 亿元，较年初小幅下降 3.45%，固定资产成新率为 60.54%，成新率一般。

截至 2017 年 3 月末，公司资产总额 67.70 亿元，较上年末增长 9.50%，主要系公司预测 4 月份之后木浆价格会大幅上涨且由于美元单边升值，所以公司由开立信用证转变为电汇预付导致公司预付账款大幅增加所致。其中流动资产占比 49.85%，非流动资产占比 50.15%，流动资产占比有所增加。

总体看，2016 年随着公司应收票据和其他流动资产的增加，公司资产规模有所提升，资产构成仍以非流动资产为主；货币资金中受限资金规模较大，应收账款占比仍较高，存货占比有所下降，公司整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2016 年底，公司负债总额为 25.84 亿元，较年初增长 1.32%。其中流动负债占比 91.26%，占比较年初上升 31.14 个百分点，非流动负债占比 8.74%，公司负债结构以流动负债为主。

截至 2016 年底，公司流动负债合计 23.58 亿元，较年初增长 53.81%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债以短期借款（占 34.85%）、应付票据（占 9.22%）、应付账款（占 16.26%）和一年内到期的非流动负债（占 33.84%）为主。

截至 2016 年底，公司短期借款为 8.22 亿元，较年初减少 9.95%，主要系公司偿还短期借款较多所致；应付票据为 2.17 亿元，较年初大幅增长 70.41%，主要系公司为了降低资金成本而大量使用银行承兑汇票支付货款所致；应付账款 3.83 亿元，较年初增长 4.88%，主要系公司购买材料款增加所致；一年内到期的非流动负债为 7.98 亿元，主要是 2017 年 11 月到期的本次跟踪债券“12 华包债”由应付债券调至此科目所致。

截至 2016 年底，公司非流动负债合计 2.26 亿元，较年初减少 77.81%，主要系应付债券减少所致。公司非流动负债中应付债券占比 88.39%，应付债券为 2.00 亿元，较年初减少 79.96%，主要系公司将本次跟踪债券“12 华包债”由应付债券调整至一年内到期的流动负债所致，公司应付债券为 2.00 亿元三年期“15 华包 MTN001”。

从有息债务来看，公司负债规模较年初基本保持不变。截至 2016 年底，公司全部债务 20.40 亿元，较年初减少 0.18%，基本保持不变；其中，长期债务 2.03 亿元，较年初减少 79.80%，短期债务 18.37 亿元，较年初增长 76.58%，公司短期债务占比 90.07%，较年初大幅上升。截至 2016 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 41.79%、36.18%和

5.33%。公司资产负债率、全部债务资本化比率较年初基本保持不变；而长期债务资本化率较年初大幅下降 16.90 个百分点，主要系由于本次跟踪债券“12 华包债”由应付债券调至一年内到期的流动负债所致。

截至 2017 年 3 月末，公司全部债务 27.56 亿元，较年初增长 35.08%，主要系短期借款大幅增加所致。其中短期债务 23.37 亿元，长期债务 4.19 亿元，短期债务占比 84.80%，债务负担有所加重，债务结构有待改善。

总体看，公司整体债务水平适中，由于“12 华包债”由长期债务调至短期债务，公司债务以短期债务为主，债务结构有待优化。

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 35.99 亿元，较年初增长 2.56%，其中归属于母公司所有者权益合计 19.80 亿元，较年初增长 2.17%；少数股东权益合计 16.18 亿元，较年初增长 3.03%。归属于母公司所有者权益中，股本占 25.52%，资本公积占 12.97%，盈余公积占 9.61%，未分配利润占 51.89%，占比均较上年变化不大。所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较高，公司所有者权益结构稳定性较弱。

截至 2017 年 3 月末，公司所有者权益为 36.07 亿元，所有者权益结构较上年末变化不大。

总体来看，公司所有者权益规模保持平稳，但稳定性较弱。

4. 盈利能力

2016 年，在烟卡需求低迷的大环境下，公司由于对外出售材料的其他业务收入增加，营业收入较上年有所上升。2016 年公司实现营业收入 36.08 亿元，同比增长 9.92%；营业利润和净利润分别同比下降 17.06%和 18.61%至 1.36 亿元和 1.39 亿元，主要系 2015 年公司处置佛山诚通股权取得较高投资收益而 2016 年无类似业务且 2016 年营业成本增幅较高所致；其中归属于母公司所有者的净利润大幅下降 53.92%至 0.61 亿元。

期间费用方面，2016 年公司期间费用总额较 2015 年下降 16.70%至 3.87 亿元，主要系财务费用及管理费用较上年减少所致。从构成来看，2016 年公司财务费用占比 21.65%，主要为利息支出，2016 年由于公司对子公司佛山诚通的借款利息收入以及汇兑收益增加，财务费用同比下降 37.44%至 0.84 亿元；公司销售费用主要为运输费，占比 73.81%，2016 年公司运输费同比增长 5.36%，导致 2016 年公司销售费用增长 5.55%至 1.82 亿元；由于 2016 年佛山诚通不再纳入公司合并范围，当期计入管理费用的工资（占比 32.32%）和研发费用分别减少 21.37%和 77.01%，公司管理费用同比下降 23.40%至 1.21 亿元。2016 年，公司营业收入增长，但费用收入比较 2015 年下降 3.43 个百分点至 10.72%，公司费用控制能力有所增强。

2016 年，公司营业外收入由 0.24 亿元上升 22.98%至 0.29 亿元，主要系政府补助大幅增加所致，但此政府补助未来可持续性一般。2016 年营业外收入占利润总额的 18.09%，公司利润总额对营业外收入存在一定依赖。

2016 年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 4.52%、4.50%和 3.91%，均较 2015 年均有所下降，分别下降 0.44 个百分点、0.29 个百分点和 1.02 个百分点。从同行业比较情况看（表 7），公司销售毛利率、净资产收益率和总资产报酬率都处于行业较低水平。

表 7 2016 年造纸行业上市公司经营效率指标情况（单位：%）

企业名称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
晨鸣纸业	31.08	10.56	5.26

太阳纸业	21.92	14.14	9.86
福建南纸	59.95	6.9	6.50
岳阳林纸	16.79	0.54	1.73
行业平均	32.44	8.04	4.50
粤华包	14.43	3.13	4.06

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

2017 年一季度，公司实现营业收入 7.96 亿元，较上年同期增长 10.07%；实现净利润 0.09 亿元，较上年同期增长 38.86%，其中归属于母公司所有者净利润 0.07 亿元。公司盈利继续保持稳定增长态势。

总体看，2016 年由于公司对外销售木浆较多，营业收入有所增加，公司费用控制能力有所提升，但盈利水平有所下降。

5. 现金流

经营活动方面，由于造纸业务板块销售木浆收入增加，经营活动现金流入同比增长 6.66%至 33.74 亿元。经营活动现金流出同比上升 16.27%至 29.65 亿元，主要系公司购买原材料木浆进行生产和销售增多所致。2016 年，经营活动现金净流入规模相应由 2015 年的 6.13 亿元下降 33.31%至 4.09 亿元。现金收入比由 2015 年的 92.61%下降至 2016 年的 90.59%，收入实现质量一般。

投资活动方面，公司 2016 年投资活动现金流入同比上升 19.89%至 1.42 亿元，主要系公司收到诚通财务有限责任公司分红增加所致；投资活动现金流出增加 2.28 亿元至 2.84 亿元，主要系公司购买银行结构性存款理财产品 2.09 亿元所致，2016 年公司投资活动现金流量净额由正转负，为 -1.43 亿元。

筹资活动方面，公司 2016 年筹资活动现金流入同比下降 27.96%，主要系借款规模减少所致；筹资活动现金流出同比大幅下降 40.03%，主要系偿还债务支付的现金减少所致；筹资活动现金净流出 0.97 亿元，同比大幅下降 84.01%，主要系借款规模和偿还债务均有所减少的综合影响所致。

2017 年第一季度，公司经营现金净流入-6.67 亿元，由于人民币贬值，美元单边升值，公司由开立信用证转变为电汇预付导致一季度现金流出较多。公司投资活动净流出-0.06 亿元，筹资活动现金净流入 5.53 亿元。

总体看，2016 年公司经营活动现金流量净额有所下降，收入实现质量有所降低，但经营活动现金流量能够满足公司投资需求，公司筹资压力不大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，随着公司流动负债占比由年初 60.12%上升到 2016 年底的 91.26%，流动比率和速动比率分别由年初的 1.67 倍和 1.21 倍下降至年底的 1.17 倍和 0.91 倍，现金短期债务比由年初的 0.75 倍降至 0.52 倍。公司经营活动现金流净额较 2015 年有所下降以及流动负债的增加导致了经营现金流动负债比率的大幅下降（由 40.01%下降到 17.35%）。整体看，公司短期偿债能力下降。

从长期偿债能力指标看，2016 年公司 EBITDA 为 4.42 亿元，同比减少 3.10%，主要由折旧（占比 35.94%）、摊销（占比 1.75%）、计入财务费用的利息支出（占比 25.80%）和利润总额（占比 36.51%）构成。公司 EBITDA 利息倍数由年初的 3.94 倍小幅下降为 3.88 倍，EBITDA 全部债务比为 0.22，较 2015 年无明显变化，EBITDA 对公司利息及全部债务的保证能力较强。目前公司主

导产品的竞争优势明显，未来公司将继续按提高原纸产品附加值的思路，大力开发多种高技术含量的产品，以占领市场先机，有望进一步增强整体竞争实力，从而对债务形成良好的保障。

截至 2016 年底，公司合并范围内无对外担保。

公司与多家商业银行建立了良好的合作关系。截至 2017 年 3 月底，公司获得银行授信总额合计 29.40 亿元，其中未使用额度 18.29 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

根据 2017 年 3 月 29 日的中国人民银行企业信用报告，公司于 2007 年 11 月贷款欠息 25.73 万元于 2008 年 4 月结清，除此之外，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2017 年 3 月底，公司涉及重大诉讼及纠纷（涉诉金额 100.00 万元以上）如下表。截止到 2016 年底，公司对部分涉诉金额累计计提坏账准备 2,064.69 万元。整体看，公司 2017 年发生重大安全事故，且公司及子公司涉及重大诉讼与纠纷较多，若债权无法收回，公司面临一定或有风险。

表 8 截至 2016 年底公司涉及重大诉讼及纠纷情况（单位：万元）

涉诉主体	法律地位	涉诉原因	涉诉金额	进展
红塔仁恒	原告	广东粤景集团有限公司欠红塔仁恒货款未归还	991.96	法院已判决，红塔仁恒已收回执行款 12.78 万元，剩余未执行部分公司已 100%计提坏账准备
红塔仁恒	原告	珠海市东部正泰电业设备有限公司欠红塔仁恒货款未归还	292.58	已判决未收回，公司已已 100%计提坏账准备
红塔仁恒	原告	珠海市拱北荣辉贸易有限公司欠红塔仁恒货款未归还	101.67	已胜诉，但被告人无可执行财产，公司已 100%计提坏账准备
红塔仁恒	原告	深圳市协基实业有限公司欠红塔仁恒货款未归还	376.04	已判决未收回，公司已 100%计提坏账准备
红塔仁恒	原告	佛山市嘉禾纸业贸易有限公司欠红塔仁恒货款未归还	490.22	已判决且部分收回，未收回余额 315.22 万元公司已 100%计提坏账准备
华丰纸业	原告	开封市博凯印务有限公司欠华丰纸业货款未归还	463.52	已判决，公司已诉前财产保全，累计收回 371.00 万元
华丰纸业	被告	衡阳菲儿文化用品电器有限公司诉华丰纸业交付的货物不符合合同要求，请求赔偿损失	296.00	二审阶段
红塔仁恒	原告	红塔仁恒诉珠海市百岛能源有限公司占用其土地，要求恢复原状并赔偿损失	269.69	一审阶段
华丰纸业	原告	江苏天星在进行停用维修中的 120 米钢筋混凝土烟囱防腐工程的质保维修作业时，因突发火灾造成江苏天星的 6 名施工人员死亡。华丰纸业垫付赔偿款后对江苏天星和武汉科迪奥进行追偿	1,116.00	一审阶段

总体看，2016年，公司短期偿债能力下降明显，长短期偿债指标均保持正常水平，但考虑到公司在差异化产品研发、深加工纸产品方面具有一定优势，公司整体偿债能力较强。

七、本次公司债偿债能力分析

从资产情况来看，截至2017年3月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达10.38亿元，约为“12华包债”本金（8亿元）的1.30倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度一般；净资产达36.07亿元，约为债券本金（8亿元）的4.51倍，公司较大规模的净资产能够对“12华包债”的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2016年公司EBITDA为4.42亿元，约为债券本金（8亿元）的0.55倍，公司EBITDA对本期债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2016年经营活动产生的现金流入33.74亿元，约为债券本金（8亿元）的4.22倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为造纸企业，在差异化产品研发、深加工纸产品等方面具有一定优势，公司对“12华包债”的偿还能力很强。

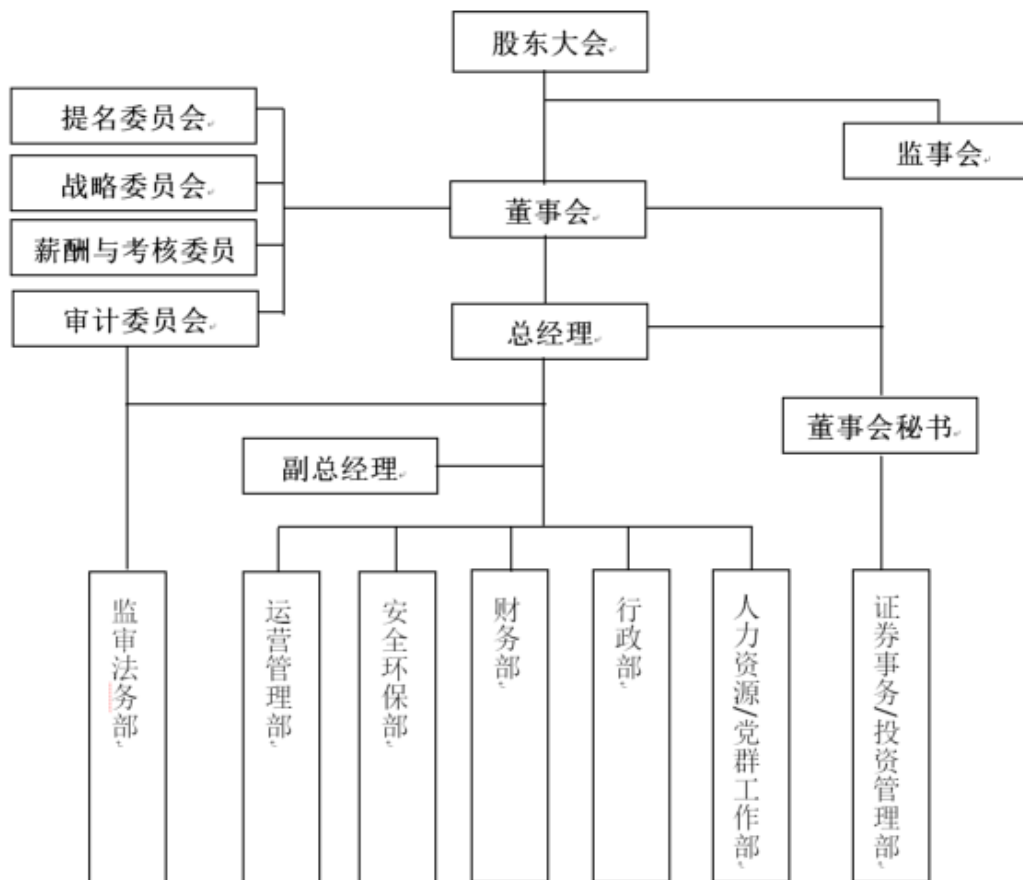
八、综合评价

由于宏观经济增长放缓和“禁烟令”等政策因素导致下游烟草消费大幅下降，公司主营业务收入有所下降，但通过企业不断推进产品转型升级，加大对外销售木浆并积极拓展新业务，公司营业收入较上年有所提升。

随着优化产品结构、开发深加工纸产品等措施进一步拓展深化，公司经营状况有望保持稳定。同时，联合评级也关注到烟卡行业需求持续低迷、公司面临一定或有风险以及短期债务偿债能力下降等因素对公司信用水平带来的不利影响。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”；维持“12华包债”债项信用等级为“AA”。

附件 1 佛山华新包装股份有限公司组织结构图



附件2 佛山华新包装股份有限公司

主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额（亿元）	60.59	61.83	67.70
所有者权益（亿元）	35.09	35.99	36.07
短期债务（亿元）	10.41	18.37	23.37
长期债务（亿元）	10.03	2.03	4.19
全部债务（亿元）	20.44	20.40	27.56
营业收入（亿元）	32.82	36.08	7.96
净利润（亿元）	1.71	1.39	0.09
EBITDA（亿元）	4.56	4.42	--
经营性净现金流（亿元）	6.13	4.09	-6.67
应收账款周转次数（次）	3.79	4.24	--
存货周转次数（次）	3.21	4.53	--
总资产周转次数（次）	0.53	0.59	0.12
现金收入比率（%）	92.61	90.59	81.12
总资本收益率（%）	4.97	4.52	--
总资产报酬率（%）	4.78	4.50	--
净资产收益率（%）	4.93	3.91	0.24
营业利润率（%）	16.23	13.80	11.37
费用收入比（%）	14.15	10.72	11.53
资产负债率（%）	42.09	41.79	46.72
全部债务资本化比率（%）	36.81	36.18	43.31
长期债务资本化比率（%）	22.23	5.33	10.40
EBITDA 利息倍数（倍）	3.94	3.88	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.22	0.22	--
流动比率（倍）	1.67	1.17	1.24
速动比率（倍）	1.21	0.91	1.02
现金短期债务比（倍）	0.75	0.52	0.44
经营现金流流动负债比率（%）	40.01	17.35	-24.51
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.57	0.55	--

注：1、2017 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。3、长期债务中包含了长期应付款中的应付融资租赁款。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	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	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额) /2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产) /2]kKkkkkk...
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) /2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) /2] ×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
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
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

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，违约风险较高；

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。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。