

跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 782 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持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,并维持“15华包MTN001” AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年六月八日



地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lhratings.com>

佛山华新包装股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

名称	额度	存续期	跟踪评 级结果	上次评 级结果
15 华包 MTN001	2 亿元	2015/07/31- 2018/07/31	AA	AA

跟踪评级时间: 2017 年 6 月 8 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
现金类资产(亿元)	4.59	4.53	7.79	8.10
资产总额(亿元)	64.34	60.59	61.83	67.70
所有者权益(亿元)	34.23	35.09	35.99	36.07
短期债务(亿元)	16.19	10.40	18.37	23.37
长期债务(亿元)	8.05	9.96	2.03	4.00
全部债务(亿元)	24.24	20.36	20.40	27.36
营业收入(亿元)	35.53	32.82	36.08	7.96
利润总额(亿元)	1.97	1.87	1.61	0.10
EBITDA(亿元)	4.74	4.56	4.42	--
经营性净现金流(亿元)	4.80	6.13	4.09	-6.67
营业利润率(%)	15.97	16.23	13.80	11.37
净资产收益率(%)	4.36	4.87	3.87	--
资产负债率(%)	46.80	42.09	41.79	46.72
全部债务资本化比率(%)	41.46	36.72	36.18	43.14
流动比率(%)	132.35	167.21	117.14	123.98
全部债务/EBITDA(倍)	5.11	4.47	4.62	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.72	3.94	3.88	--
经营现金流动负债比(%)	21.92	40.01	17.35	--

注: 公司 2017 年一季度财务数据未经审计; 其他应付款中的有息债务计入短期债务; 长期应付款中的有息债务计入长期债务; 现金类资产已剔除受限货币资金。

分析师

谭心远 徐 璨 魏 丰

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对佛山华新包装股份有限公司(以下简称“公司”)的评级,反映了公司作为国内大型白卡纸生产企业,在股东支持、技术研发、下游客户等方面的优势。同时,联合资信也关注到,跟踪期内白卡纸下游需求持续萎靡、行业竞争加剧、主营业务收入下滑等因素对公司信用水平产生的不利影响。

跟踪期内,公司扩大木浆贸易业务规模,营业收入有所增长;上游原材料价格持续走低,有助于公司成本控制;同时公司提升精细化管理,期间费用控制能力有所加强,主业盈利水平得到提升。未来,随着管理水平的不断提升,公司经营业绩或有望保持稳定。

综合考虑,联合资信维持公司主体长期信用等级为AA,评级展望为稳定,并维持“15 华包MTN001”的信用级别为AA。

优势

1. 公司是中国最早的白卡纸生产企业,具有较强的技术研发实力,产品客户认可度高,尤其在卷烟白卡纸市场竞争力强,约占 30%市场份额。
2. 2016 年,主要原材料进口纸浆的采购价格有所下降,加之依靠中国纸业的集采模式,有助于公司成本控制。
3. 跟踪期内,公司期间费用率下降 3.43 个百分点至 10.72%,期间费用控制能力有所加强。
4. 公司 EBITDA 对“15 华包 MTN001”覆盖能力强。

关注

1. 造纸行业产能过剩现象未有显著改善,下游需求不振,行业竞争激烈。
2. 跟踪期内,公司主营业务收入、利润总额

下降。

3. 公司处置佛山诚通置业有限公司形成的
4.90 亿元长期应收款存在一定回收风险。

声 明

一、本报告引用的资料主要由佛山华新包装股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

佛山华新包装股份有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于佛山华新包装股份有限公司主体长期信用及“15 华包 MTN001”的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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，设立时总股本为 29000.00 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 14950.00 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”）。后经多次扩股增资，截至 2017 年 3 月底，公司总股本为 5.05 亿元，佛山华新发展有限公司持有公司 65.20% 的股权，为公司的控股股东，公司的实际控制人为中国诚通控股集团有限公司（以下简称“诚通集团”）。

公司经营范围：制造（由下属机构经营）、销售：包装材料、包装制品、装饰材料、铝塑复合材料。包装机械销售及维修，包装印刷业的投资。主要产品为：高档涂布白卡纸、高级涂布白板纸、彩色包装印刷制品等。

截至 2017 年 3 月底，公司拥有珠海红塔仁恒包装股份有限公司（以下简称“红塔仁恒”）、珠海华丰纸业股份有限公司（以下简称“珠海华

丰”）、华新（佛山）彩色印刷有限公司（以下简称“华新彩印”）和昆山佛彩包装印刷有限公司（以下简称“昆山佛彩”）等 7 家子孙公司，其中红塔仁恒和珠海华丰是公司白卡纸业务的经营主体，白卡纸业务是公司主要的收入和利润来源。公司设有财务部、监审法务部、运营管理部、人力资源部、安全环保部、证券事务部和行政部等 7 个职能部门。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 61.83 亿元，所有者权益合计 35.99 亿元（其中少数股东权益 16.18 亿元）；2016 年公司实现营业收入 36.08 亿元，利润总额 1.61 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 67.70 亿元，所有者权益合计为 36.07 亿元（其中少数股东权益 16.20 亿元）。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 7.96 亿元，利润总额 0.10 亿元。

公司注册地址：广东省佛山市禅城经济开发区罗格围园区科洋路 3 号之 1 之 10，法定代表人：黄欣。

三、存续期债券概况及募集资金使用情况

公司于 2015 年 7 月发行金额为 2 亿元，期限为 3 年的中期票据“15 华包 MTN001”，募集资金已全部按计划使用完毕，存续期内均正常付息。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价

价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消

费需求将不断释放,从而进一步提升消费对经济的支撑作用;进出口或将有所改善,主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看,2017年,中国将继续推进供给侧结构性改革,促进新旧动能的转换,在着力稳增长的同时注重风险防范,全年GDP增速或有所下降,但预计仍将保持在6.5%以上,通胀水平将略有回升,就业情况基本稳定。

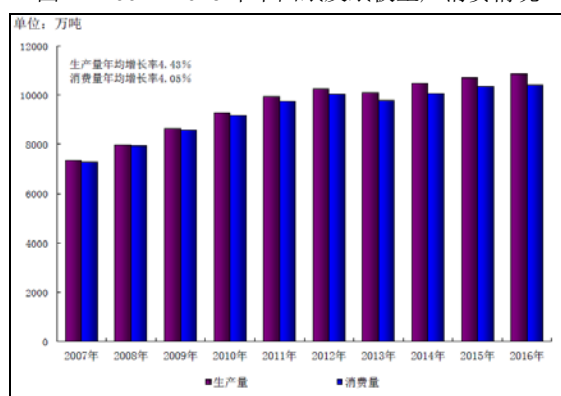
五、行业分析

1. 行业现状

2016 年造纸行业生产运行状况总体保持平稳态势,产销基本保持平衡,经济指标完成情况好于上一年,行业筑底情势有所显现,但行业景气度仍没有明显复苏。

据中国造纸协会调查资料,2016年全国纸及纸板生产企业约2800家,全国纸及纸板生产量10855万吨,较上年增长1.35%。消费量10419万吨,较上年增长0.65%,人均年消费量为75千克(13.83亿人)。2007~2016年,纸及纸板生产量年均增长率4.43%,消费量年均增长率4.05%。

图1 2007~2016 年中国纸及纸板生产消费情况



资料来源: 中国造纸协会

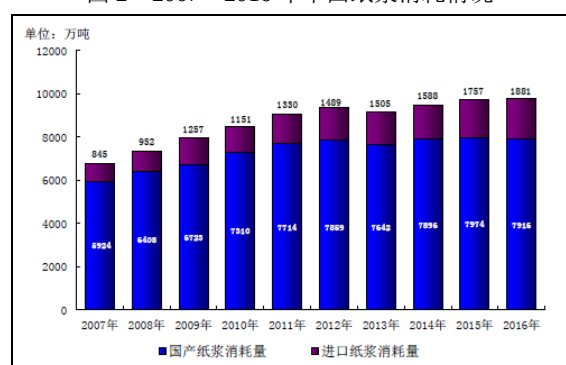
细分产品方面,由于居民生活水平的提高,白卡纸需求有所增长;同时,随着主流纸厂持续限产,降低库存,并且逐月提价,白卡纸价格走向了缓慢上涨之路。2016年,国内白

卡纸行业总产能达 1100 万吨,主流白卡纸价格到达 5450 元/吨,较 2015 年上涨 1000 元/吨。2017 年一季度,受纸浆价格上涨影响,国内主流白卡纸价格有所上涨。展望 2017 年,白卡纸行业将处于上游和下游之间寻求行业合理利润的动态平衡中,供给与需求的矛盾将持续存在,竞争依然激烈。

据国家统计局统计,2016年1~12月规模以上造纸生产企业2757家;主营业务收入8725亿元,同比增长6.98%;工业增加值增速6.70%;产成品存货275亿元,同比增长-13.08%;利润总额486亿元,同比增长28.74%;资产总计10037亿元,同比增长0.51%;资产负债率56.91%,较上年减少1.83个百分点;负债总额5712亿元,同比下降2.98%;在统计的2757家造纸生产企业中,亏损企业有316家,占11.46%。

据中国造纸协会调查资料,2016年全国纸浆生产总量7925万吨,较上年下降0.74%。其中:木浆1005万吨,较上年增长4.03%;废纸浆6329万吨,较上年下降0.14%;非木浆591万吨,较上年下降13.08%。

图2 2007~2016 年中国纸浆消耗情况



资料来源: 中国造纸协会

2016 年全国纸浆消耗总量 9797 万吨,较上年增长 0.68%。木浆 2877 万吨,占纸浆消耗总量 29%,其中进口木浆占 19%、国产木浆占 10%;废纸浆 6329 万吨,占纸浆消耗总量 65%,其中进口废纸制浆占 24%、国产废纸制浆占 41%;非木浆 591 万吨,占纸浆消耗总量 6%,其中稻麦草浆占 2.5%、竹浆占 1.6%、苇(荻)

浆占 0.7%、蔗渣浆占 0.9%、其他非木浆占 0.3%。

总体看，2016 年在中国经济平稳发展，市场信心有所恢复的推动下，造纸工业克服了能源、运输、劳动力价格上涨等诸多不利因素，通过加大产品结构调整力度、节能降耗、提升产品质量等措施，实现了生产运营平稳，产销平衡，盈利有所增加，保持造纸产业平稳发展；但行业景气度短期内仍难有实质性改善。

2. 行业关注

原材料

纸浆作为造纸工业的直接原料通常分为木浆、废纸浆及非木浆。目前国际造纸工业纸浆结构中木浆约占 63%，废纸浆约占 34%，非木浆约占 3%。

近年来由于造纸产能的迅速扩张，中国造纸行业的国内纸浆供应总体上呈现供不应求的特征。2016 年纸浆进口 2106 万吨，较上年增长 6.15%；废纸进口 2850 万吨，较上年增长 -2.66%；进口纸浆平均价格为 581.12 美元/吨，较上年平均价格增长 -9.60%；进口废纸平均价格为 175.06 美元/吨，较上年平均价格增长 -2.91%。2017 年一季度，受 Arauco 和 CMPC 两家重要纸浆供应商遭受森林火灾，以及国际资本趁机炒作影响，进口纸浆迎来一波上涨，平均价格由年初的 562.49 美元/吨涨至 2017 年 4 月的 612.60 美元/吨。

总体看，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。2016 年，原料市场景气度下行使业内企业成本压力得到缓解。

行业集中度和竞争格局

造纸行业是规模效益显著的行业，行业集中度越来越高。目前世界前 20 位造纸企业的产量已经占世界总量的 40% 以上。

最近几年，造纸行业出现两极分化的发展趋势：一大批纸业公司深陷困境的同时，部分优势企业通过收购兼并、新建项目等方式，扩

大生产规模，提高市场份额。

3. 行业政策

根据国务院办公厅于 2016 年 11 月 10 日印发的《控制污染物排放许可制实施方案的通知》（国办发〔2016〕81 号），2017 年 1 月，环保部发布了《排污许可证管理暂行规定》（以下简称《规定》）。《规定》明确，环境保护部按行业制订并公布排污许可分类管理名录，分批分步骤推进排污许可证管理。环境保护部根据污染物产生量、排放量和环境危害程度的不同，在排污许可分类管理名录中规定对不同行业或同一行业的不同类型排污单位实行排污许可差异化管理。对污染物产生量和排放量较小、环境危害程度较低的排污单位实行排污许可简化管理。

《规定》是全国排污许可管理的首个规范性文件，依据《环境保护法》《水污染防治法》《大气污染防治法》《行政许可法》等法律和《实施方案》的要求，从国家层面统一了排污许可管理的相关规定，主要用于指导当前各地排污许可证申请、核发等工作，是实现 2020 年排污许可证覆盖所有固定污染源的重要支撑，同时为下一步国家制定出台排污许可条例奠定基础。

4. 行业发展

“十三五”期间，造纸行业将以调整为主线，包括原料的调整、资源的调整、区域发展的调整。通过调整，提高发展的质量，用先进产能代替落后产能，提高经济效益，实现行业和谐、持续、绿色发展。“十三五”期间，行业要以解决主要问题为导向，坚持市场引导和行业引导相结合，培育龙头企业和特色企业；坚持自主创新，加快技术进步，加大国际合作，提高品牌知名度；通过调整布局、资源整合，提高产业集中度，实现企业数量减少 30%，主营业务收入争取达到 500 亿元。

未来，中国造纸工业的发展将逐步实现以

木纤维、废纸为主原料，非木纤维为辅的多元化原料结构目标，同时与环境协调发展，充分考虑纤维资源、水资源、环境容量、市场需求、交通运输等条件，形成合理的产业新布局。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司在产权状况，企业规模，技术水平，人员素质，外部支持等方面无重大变化。

七、重大事项

处置佛山诚通

公司原承担白板纸业务的子公司佛山诚通纸业有限公司（以下简称“佛山诚通”，公司持股 75%）由于其产业类型不符合城市规划的要求，公司已于 2014 年 1 月响应佛山市地方政府的要求，进行了员工安置工作，之后进入长期停产状态，并对其清算。2015 年，佛山诚通的所有股权以 2 亿元（公司按股权比例应收 1.50 亿元）的成交价出售给了诺安资本管理有限公司，公司确认于 2015 年 12 月 31 日丧失对佛山诚通的控制权，佛山诚通不再纳入公司合并报表，佛山诚通应付公司的 4.90 亿元债务计入长期应收款科目。截至 2017 年 3 月底，公司已收到全部股权转让对价 1.5 亿元。

针对佛山诚通的长期应收款，根据公司与佛山诚通签署的《债权债务清偿协议》，自 2016 年 1 月 1 日起，公司按同期人民银行 3 年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，佛山诚通将于 2019 年 12 月 31 日前清偿全部借款本金及利息。截至 2017 年 3 月底，公司收到佛山诚通支付的利息合计 0.24 亿元。

总体看，公司处置佛山诚通后，减少了其对公司利润的负面影响，有利于提升公司盈利能力；但佛山诚通已停产，不具备持续经营能力，公司对佛山诚通的长期应收款存在一定回

收风险。

珠海华丰纸业安全事故

2017 年 3 月 4 日，公司三级控股子公司珠海华丰厂区内，承包施工单位江苏天星高空建安防腐工程有限公司在进行停用维修中的 120 米钢筋混凝土烟囱防腐工程质保维修作业时，因突发火灾造成江苏天星 6 名施工人员死亡。江苏天星在 2015 年通过投标承揽了珠海华丰的烟囱防腐工程，本次施工作业属于其在工程质保期内进行的维修。事故发生后，珠海华丰作为业主单位立即启动安全事故应急预案，由珠海华丰主要领导组成的应急小组第一时间赶赴现场处理事故，并按相关法律、法规及相关程序向有关部门进行了报告。据公司提供资料显示，截至 2017 年 5 月底，珠海华丰已恢复生产。

截至 2016 年底，珠海华丰资产总额 25.97 亿元，净资产 10.44 亿元；2016 年实现营业收入 18.45 亿元，净利润 0.68 亿元。

八、管理分析

2016 年 5 月 6 日，公司副总经理、董事会秘书、财务总监杨映辉先生因工作变动原因辞去公司副总经理、董事会秘书和财务总监职务。2016 年 7 月 5 日，公司董事会选举杨成林先生为公司副总经理、财务总监。

除此之外，跟踪期内，公司其他管理体制及管理制度无重大变化。

九、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，造纸行业产能过剩现象未得到改善，行业景气度持续低迷；同时，公司涉足的包装印刷行业也市场竞争激烈。

2016 年，公司实现主营业务收入 30.64 亿元，同比下降 4.34%；主营业务收入占营业收入比重为 84.92%，同比下降 12.67 个百分点，

主要系主营业务之外的贸易业务规模大幅增长所致，但公司主业依旧突出。

分板块看，2016 年，公司白卡纸业务实现收入 26.22 亿元，同比有所下降，主营业务收入占比降至 85.58%；印刷品业务收入 2.63 亿元，同比略有增长；胶乳业务收入 1.79 亿元，同比增长 30.66%，主要原因是公司拓展市场销量增长。

毛利率方面，2016 年，公司主营业务综合毛利率同比保持相对稳定，为 16.27%。其中，白卡纸业务毛利率为 16.58%，同比基本持平；胶乳业务毛利率为 10.82%，同比大幅下降 11.18 个百分点，主要系原材料价格增长幅度较大所致；公司印刷品业务竞争激烈，市场大打价格战，受此影响，毛利率继续下降至 16.87%。

表 1 公司近年主营业务收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
白板纸	4880.24	1.44	-63.27	--	--	--	--	--	--	--	--	--
白卡纸	289360.42	85.18	15.68	282088.12	88.07	16.57	262212.54	85.58	16.58	58468.55	75.93	10.89
印刷品	24759.07	7.29	20.27	24535.27	7.66	18.18	26269.28	8.58	16.87	5922.14	7.69	17.03
胶乳	20701.69	6.09	21.19	13681.18	4.27	22.00	17897.33	5.84	10.82	12615.95	16.38	10.57
合计	339701.41	100.00	15.22	320304.57	100.00	16.70	306379.15	100.00	16.27	77006.64	100.00	9.58

资料来源：公司提供

注：由于佛山诚通关停，2015 年开始无白板纸业务收入。

2017 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 7.70 亿元，同比增长 16.14%；其中白卡纸业务实现收入 5.85 亿元，同比变化不大，仍然为主营业务收入主要来源；胶乳业务收入为 1.26 亿元，同比大幅增长，主要系当期销量增长所致。毛利率方面，白卡纸业务毛利率为 10.89%，较 2015 年明显下降，主要受当期珠海华丰安全事故停机影响；印刷业务和胶乳业务毛利率分别为 17.03% 和 10.57%，较上年变化不大。当期，公司综合毛利率为 12.20%，较上年下降 4.07 个百分点。

造纸业务

(1) 原材料采购

白卡纸的主要原料为木浆，白卡纸生产成本中木浆大约占比 65~70%。公司无制浆生产，所需木浆需要全部外购。白卡纸对木浆品质要求较高，进口木浆品质较国产木浆稳定，目前公司木浆主要从加拿大、巴西、智利、南非等国进口；通过控股股东中国纸业建立的采购中心，公司与 Fibria、April 等国际知名的林浆一

体化的现代化企业签署长期供货协议，保障了木浆的稳定供应以及木浆的质量，进口木浆在公司木浆采购总量中占比超过 90%。木浆的价格波动对生产成本影响较大。跟踪期内，公司采购结算方式变化不大，进口木浆采用 3 个月的信用证结算方式，采用美元计价；木浆外，公司所需造纸化工原料主要结算方式为月结，采用银行承兑汇票付款方式。

表 2 公司近年造纸业务主要原材料采购情况

原材料		2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
木浆	采购量（万吨）	63.49	54.33	72.89	13.43
	采购价格（元/吨）	3616.49	3463.49	3332.53	3338.73

资料来源：公司提供

2016 年，公司采购木浆 72.89 万吨，同比大幅增长，主要系当期木浆贸易规模扩大所致；采购价格为 3332.53 元/吨，同比有所下降，一定程度上缓解了公司成本控制压力。2017 年 1~3 月，公司木浆采购量为 13.43 万吨；采购均价稳定在 3338.73 元/吨。

(2) 生产及销售

2016年，公司生产线产能、主要产品种类同比变化不大，分为烟卡、食品级白卡、社会白卡三大系列，红塔牌高端烟卡、红梅牌中低档烟卡、利乐无菌包、普通液包、普通食品包、特殊社会卡和普通社会卡七小类产品。其中食品级白卡是公司未来重点的发展方向，公司率先打破国外技术垄断，自主研发广泛用于液态奶、果汁、凉茶等饮料包装的液体无菌包装原纸，有效替代进口产品；涂布防油食品卡、高档纸杯原纸等食品包装系列产品得到了麦当劳等著名餐饮集团的认可。

公司能够灵活生产各类个性化订单和专门定制产品，主要采取订单生产的方式。公司为了快速响应客户需求，对每类产品都有少量的备货。

表3 2015~2017年3月主要产品产销情况
(万吨/年、%、元/吨)

产品类别	项目	2015年	2016年	2017年1~3月
白卡纸	产能	51.20	51.20	12.80
	产能利用率	93.03	87.89	67.66
	产销率	97.72	101.29	116.40
	销售均价(不含税)	6068.78	5689.00	5799.07
	产量	47.63	45.71	8.66
	销量	46.54	46.30	10.08

资料来源：公司提供

注：公司生产线原设计年产能约为60万吨，因公司产品结构调整升级，原有设计产能已达不到。

跟踪期内，公司销售模式、销售渠道、销售结算方式等方面变化不大。受宏观经济和下游需求不振影响，2016年，公司有计划收缩了白卡纸生产规模，导致产能利用率降低至87.89%；白卡纸销售均价下降至5689.00元/吨；但产销率上升至101.29%。2017年一季度，白卡纸销售均价回升至5799.07元/吨，产销率提升至116.40%。

从客户结构看，目前公司的白卡纸产品市场主要应用于国内大型卷烟生产商和食品集

团，2016年主营业务前五大客户集中度下降至15.62%，大幅下降13.39个百分点，主要原因是原第一大客户红塔集团不再使用集中采购模式，改由各烟厂自行采购。

表4 2016年公司主营业务前五大客户

(单位：万元、%)

客户	销售金额	占比
宁波保税区方圆纸业有限公司	15843.66	4.39
中国纸业投资有限公司	13468.19	3.73
青岛顺诚科技包装有限公司	9831.23	2.73
利乐包装(佛山)有限公司	8684.19	2.41
利乐包装(呼和浩特)有限公司	8515.70	2.36
合计	56342.97	15.62

资料来源：公司提供

印刷业务

公司印刷业务产品主要定位为食品包装、日用品包装、药品包装系列，2014~2016年，公司印刷业务收入规模不大，收入占比均在9%以内，2016年公司印刷业务实现营业收入2.63亿元。2016年公司印刷业务对前五大客户的销售占比为47.17%，同比客户集中度有所降低，但仍处于较高水平。

表5 2016年公司印刷业务前五大客户

(单位：万元、%)

客户	销售金额	占比
佛山市海天(高明)调味食品有限公司	4761.84	18.72
广州市合生元生物制品有限公司	2633.00	10.35
箭牌糖果(中国)有限公司	1953.69	7.68
维达纸业(中国)有限公司	1418.77	5.58
广州薇美姿实业有限公司	1231.74	4.84
合计	11999.03	47.17

资料来源：公司提供

2016年，公司印刷业务白板纸采购量为0.69万吨，同比基本持平；采购均价为3569元/吨，同比小幅增长。同期，公司印刷业务白卡纸采购量为0.64万吨，同比有所增长；采购均价为5365元/吨，同比基本持平。2017年1~3月，白板纸和白卡纸采购均价较2016年均明显上涨；采购量同比保持相对稳定。

表 6 公司近年印刷业务主要原材料采购情况

原材料		2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
白板纸	采购量（万吨）	0.68	0.69	0.16
	采购价格（元/吨）	3429	3569	4596
白卡纸	采购量（万吨）	0.52	0.64	0.19
	采购价格（元/吨）	5389	5365	6356

资料来源：公司提供

总体来看，跟踪期内，公司印刷业务收入同比略有增长，但受同业竞争激烈影响，毛利率有所下降。

化工业务

公司化工业务主要生产和销售胶乳，由控股子公司金鸡化工负责运营；胶乳业务主要面对华南地区的造纸企业供应造纸用羧基丁苯胶乳、苯丙胶乳和碳酸钙填充材料；公司胶乳生产所需主要原材料价格主要受国际原油价格影响。截至2016年底，金鸡化工拥有胶乳产能12万吨。

近年来，公司胶乳业务收入占比小，毛利率波动较大；2016年，公司胶乳业务实现收入1.79亿元，毛利率为10.82%。

其他业务

2016年，公司主营业务以外的其他业务实现营业收入5.44亿元，同比大幅增长，占营业总收入的比重从2015年的2.41%上升到15.08%，主要系公司开展的木浆贸易业务规模扩大所致。2016年，公司木浆贸易实现收入5.22亿元，毛利率为4.09%，主要客户包括中国纸业、山东省轻工工业供销总公司、北京中物通原材料供应有限公司等；其中中国纸业为关联方，2016年销售额为1.35亿元。

2. 经营效率

2016年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均同比均有所回升，分别为3.13次、4.66次和0.59次。总体看，公司整体经营效率一般。

十、财务分析

公司提供的2014年财务报表经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2015年和2016年财务报表由大华会计师事务所（特殊普通合伙）¹审计，并均出具了标准无保留审计结论；2017年一季度财务报表未经审计。

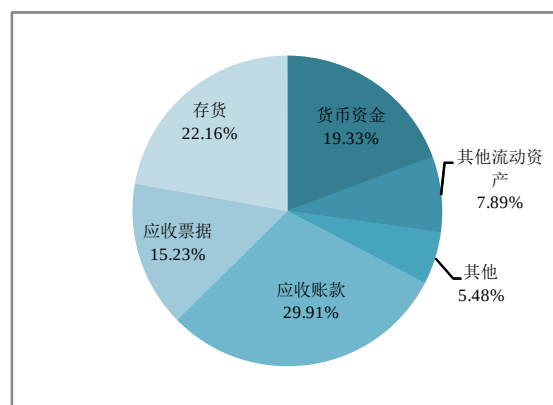
截至2016年底及2017年3月底，公司合并范围同比均无变化。近年来，公司合并报表范围变化对财务数据可比性影响较小。

1. 资产质量

截至2016年底，公司资产总额61.83亿元，同比增长2.04%；其中流动资产和非流动资产分别占44.68%和55.32%，流动资产占比略有增长，资产结构仍以非流动资产为主。

截至2016年底，公司流动资产27.62亿元，主要由货币资金、应收账款、应收票据和存货等构成。

图 3 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2016年底，公司货币资金5.34亿元，同比增长4.77%，主要包括银行存款3.57亿元和其他货币资金1.77亿元，其中使用受限的货币资金1.77亿元。

截至2016年底，公司应收账款账面价值8.26亿元，同比增长4.40%。应收账款主要按

¹2016年5月，中国证券监督管理委员会决定对大华会计师事务所（特殊普通合伙）、北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）、瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“瑞华”）、银信资产评估有限公司、辽宁元正资产评估有限公司、中和资产评估有限公司正式启动立案调查的行政执法程序。

组合计提坏账准备，占账面余额的 95.40%，其中账龄 1~3 个月的占 94.08%，3~12 个月的占 5.45%，账龄以短期为主。2016 年底，公司应收账款综合计提比例为 5%，考虑到公司下游客户较为稳定，计提比例尚可；2016 年底，公司应收账款前五名占比为 17.27%，集中度较低。

截至2016年底，公司存货账面价值6.12亿元，同比下降14.12%，主要系公司适度调整存货规模以及生产经营规模有所下降所致。从构成上看，主要是原材料（占32.65%）、在产品（占6.79%）、库存商品（占60.56%）等构成，公司综合计提比例为1.85%，计提比例偏低，存在一定存货跌价风险。

截至2016年底，公司应收票据4.21亿元，同比增长58.40%，其中，银行承兑票据占比99.44%，商业承兑汇票占比0.56%。

截至2016年底，公司其他流动资产2.18亿元，主要是银行理财。

截至 2016 年底，公司非流动资产 34.20 亿元，同比保持相对稳定，主要由长期应收款（占 14.33%）、固定资产（占 71.68%）、长期股权投资（占 7.39%）和无形资产（占 3.75%）等构成。

截至 2016 年底，固定资产账面价值合计 24.52 亿元，同比下降 3.45%，公司固定资产以机器设备（占比 67.68%）和房屋及建筑物（占比 27.95%）为主。

截至2016年底，公司无形资产账面价值1.28亿元，同比有所增长，公司无形资产以土地使用权（占比78.21%）、非专利技术（占比17.62%）和软件及其他（占比4.17%）为主。

截至2016年底，公司长期应收款4.90亿元，全部为佛山诚通应付公司欠款，此笔款项按季付息，目前已收到部分利息，公司未对此笔款项计提坏账准备，存在一定回收风险。

截至2017年3月底，公司资产总额67.70亿元，较2016年底增长9.50%，主要系公司预付款项大幅增长所致，公司预测2017年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；流动资产

和非流动资产分别占49.85%和50.15%，流动资产比重有所增加。

总体来看，2016 年，公司资产规模略有增长，存货及应收账款占比较高且流动性一般，佛山诚通已关停，公司对其长期应收款存一定回收风险，公司整体资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

负债

截至2016年底，公司负债合计为25.84亿元，流动负债和非流动负债分别占91.26%和8.74%，流动负债占比较上年增加31.14个百分点，主要是公司于2012年11月26日发行的8亿元公司债券“12华包债”将于一年内到期所致，公司负债结构以流动负债为主。

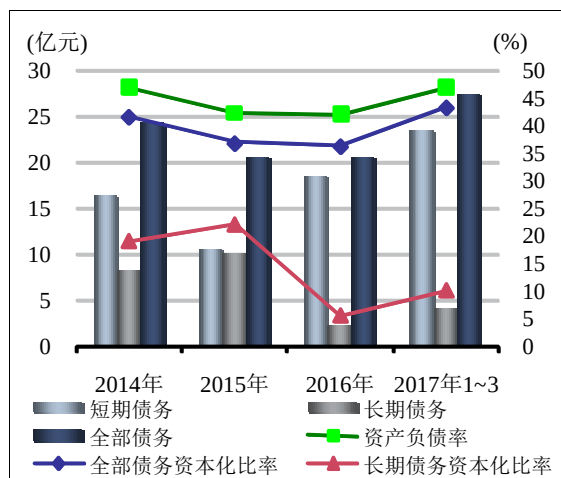
截至 2016 年底，公司流动负债 23.58 亿元，主要以短期借款（占 34.85%）、应付账款（占 16.26%）和应付票据（占 9.22%）为主。截至 2016 年底，公司短期借款为 8.22 亿元，同比下降 9.95%，短期借款的构成主要为保证借款（占 68.59%）、质押借款（占 19.25%）和信用借款（占 12.17%）；公司应付账款为 3.83 亿元，同比增长 4.88%，主要系应付材料款增加所致，账龄主要在一年以内；截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债为 7.98 亿元，主要是公司于 2012 年 11 月 26 日发行的 8 亿元公司债券“12 华包债”将于一年内到期所致；公司应付票据 2.17 亿元，同比增长 70.41%，全部为银行承兑汇票。

截至 2016 年底，公司非流动负债 2.26 亿元，同比增长下降 77.81%，主要由应付债券构成。截至 2016 年底，公司应付债券 2.00 亿元，由公司债券和中期票据构成。

有息债务方面，截至 2016 年底，公司全部债务规模同比增加 0.19%，短期债务和长期债务分别占 90.07%和 9.93%，短期债务占比同比明显提高；截至 2016 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 41.79%、36.18%和 5.33%，分别较上年降

低 0.30、0.54 和 16.77 个百分点。

图 4 近年来公司债务情况



资料来源：公司财务报表

截至 2017 年 3 月底，公司负债总额为 31.63 亿元，较 2016 年底增长 22.40%，主要系公司长期借款和短期借款增长所致；流动负债和非流动负债分别占 86.07% 和 13.93%，非流动负债比重有所增加。公司全部债务较 2016 年底增长 34.14% 至 27.36 亿元，长期债务比重有所增加。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 46.72%、43.14% 和 9.97%。

总体看，跟踪期内公司有息债务规模有所增长，债务结构转为以短期债务为主，整体负担尚可；但考虑到即将兑付的“12 华包债”，公司仍面临一定短期偿付压力。

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益为 35.99 亿元，同比增长 2.56%，主要是由于未分配利润增长所致。截至 2016 年底，归属于母公司所有者权益中实收资本占 14.04%、资本公积占 7.14%、盈余公积占 5.29%、未分配利润占 28.56%。截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益规模和构成变化不大。总体看，跟踪期内，公司所有者权益变化不大，权益稳定性一般。

3. 盈利能力

2016 年，受公司贸易业务规模扩大影响，

公司实现营业收入 36.08 亿元，同比增长 7.62%；营业成本 30.87 亿元，同比上升 12.95%，上升幅度大于营业收入，营业利润率较上年下降 2.43 个百分点至 13.80%，盈利能力有所下降。

2016 年，公司期间费用为 3.87 亿元，同比下降 16.70%，其中，销售费用、管理费用和财务费用分别为 1.82 亿元、1.21 亿元和 0.84 亿元；公司期间费用/营业收入比重由 2015 年的 14.15% 下降至 10.72%，期间费用控制水平有所提高，但期间费用仍对利润形成一定侵蚀。

2015 年，公司处置佛山诚通，当期投资收益规模较大，2016 年，投资收益大幅下降至 0.19 亿元，受此影响，公司利润总额为 1.61 亿元，同比下降 13.61%，公司净利润为 1.39 亿元。盈利指标方面，2016 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别下降至 4.49% 和 3.87%，整体盈利水平有所下降。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 7.96 亿元，较 2016 年同期增长 10.07%；营业利润率为 11.37%，较 2016 年同期下降 2.6 个百分点；实现利润总额 0.10 亿元。

总体看，跟踪期内，受白卡纸下游需求持续低迷影响，公司整体盈利能力仍然较弱；但剔除非经常性损益的影响后，2016 年，公司主业盈利能力有所回升。

4. 现金流及保障

从经营活动来看，2016 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 32.68 亿元，同比增长 7.52%；购买商品、接受劳务支付的现金为 24.84 亿元，同比增长 24.90%，增幅高于销售商品、提供劳务收到的现金增幅，使得 2016 年公司经营活动产生的现金流量净额降至 4.09 亿元。2014~2016 年，公司现金收入比有所下降，2016 年，公司现金收入比为 90.59%，同比减少 2.02 个百分点。

从投资活动来看，2016 年公司投资活动现金流入为 1.42 亿元，主要为处置子公司及其他单位收到的现金净额；同期，公司投资活动现

金流出2.84亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金和支付其他与投资活动有关的现金（购买银行理财）；当期，公司投资活动现金流量净额为-1.43亿元。

从筹资活动来看，2016年公司筹资活动现金流入15.96亿元，主要为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出为16.93亿元，主要为偿还债务支付的现金；筹资活动产生的现金流量净额为-0.97亿元。

2017年1~3月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为6.46亿元，购买商品、接受劳务支付的现金为12.15亿元，经营活动现金流量净额为-6.67亿元；同期投资活动、筹资活动产生的现金流量净额分别为-0.06亿元和5.53亿元；现金收入比为81.12%，较2016年同期增长18.03个百分点。

总体看，2016年公司经营活动现金流量净额能够满足投资活动现金流支出，对外筹资压力不大。

5. 偿债能力

从短期债务指标看，截至2016年底，随着公司流动负债规模的上升，流动比率和速动比率分别同比均有所下降，分别为117.14%和91.18%，经营现金流动负债比下降至17.35%。截至2017年3月底，公司流动比率和速动比率为123.98%和102.42%。总体看，2016年，公司流动负债规模有所上升，短期偿债能力有所下降。

从长期偿债指标看，2016年，公司EBITDA同比降低3.07%至4.42亿元，EBITDA利息倍数下降至3.88倍，全部债务/EBITDA倍数下降至4.62倍。公司长期偿债能力尚可。

截至2017年3月底，公司无对外担保。

截至2017年3月底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为29.40亿元，尚未使用的额度约为18.29亿元，公司间接融资渠道畅通；公司为B股上市公司，拥有直接融资能力。

6. 存续期内债券情况及偿还能力

目前公司待偿还的中期票据“15华包MTN001”额度为2亿元，债券募集资金已全部用于补充流动资金，债券将于2018年7月31日到期。

截至2016年底，公司EBITDA为4.42亿元，对“15华包MTN001”的覆盖倍数为2.21倍；公司经营活动产生的现金流入量为33.74亿元，对“15华包MTN001”的覆盖倍数为16.87倍；现金流量净额为4.09亿元，为“15华包MTN001”的2.05倍，公司经营活动现金流入量及EBITDA对本期中期票据保障能力强。

7. 过往债务履约情况

根据通过中国人民银行企业查询的《企业信用报告（银行版）》，截至2017年4月11日，公司无未结清和已结清的不良和关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

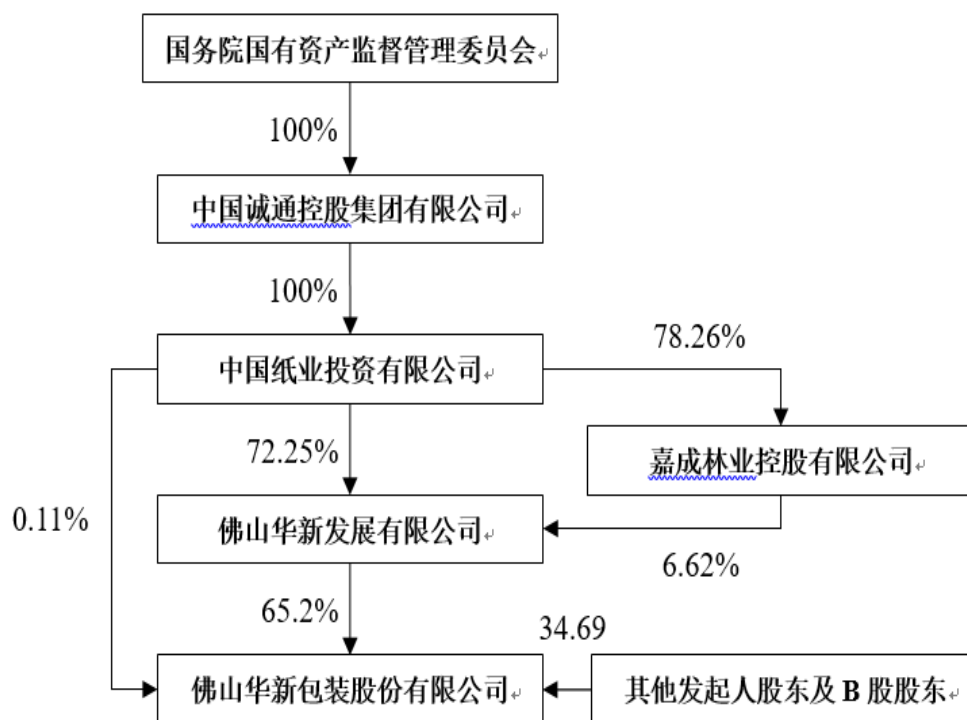
8. 抗风险能力

基于对行业基本情况以及公司自身经营规模、财务状况和未来公司发展的综合判断，公司整体抗风险能力较好。

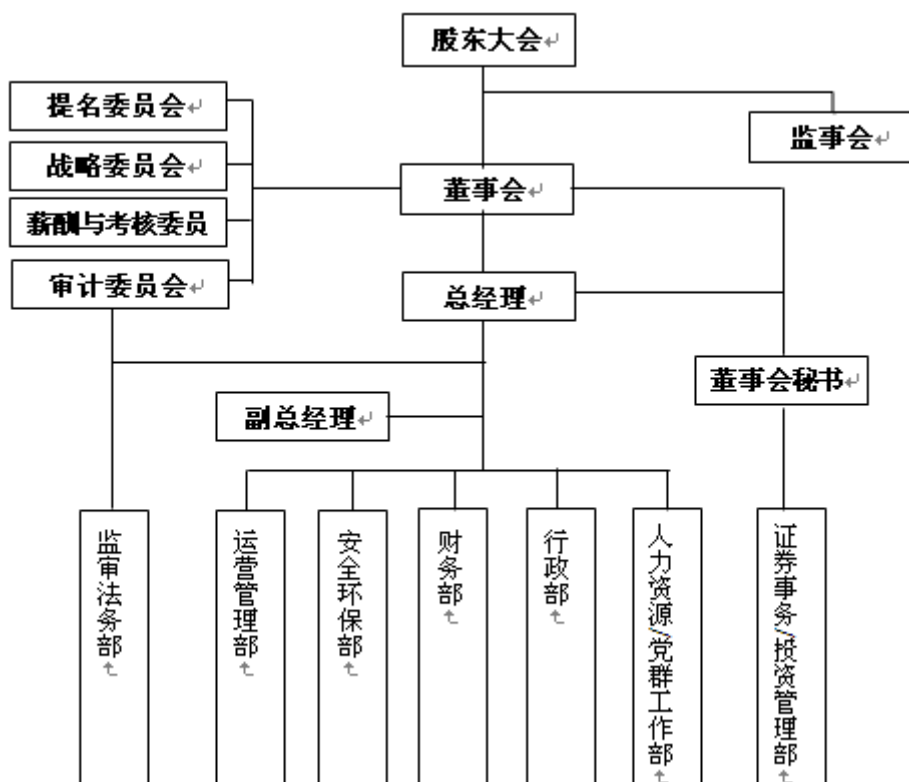
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“15华包MTN001”的信用等级为AA。

附件 1-1 截至 2017 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 3 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	4.59	4.53	7.79	8.10
资产总额(亿元)	64.34	60.59	61.83	67.70
所有者权益(亿元)	34.23	35.09	35.99	36.07
短期债务(亿元)	16.19	10.40	18.37	23.37
长期债务(亿元)	8.05	9.96	2.03	4.00
全部债务(亿元)	24.24	20.36	20.40	27.36
营业收入(亿元)	35.53	32.82	36.08	7.96
利润总额(亿元)	1.97	1.87	1.61	0.10
EBITDA(亿元)	4.74	4.56	4.42	--
经营性净现金流(亿元)	4.80	6.13	4.09	-6.67
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.94	2.93	3.13	--
存货周转次数(次)	3.45	3.30	4.66	--
总资产周转次数(次)	0.58	0.53	0.59	--
现金收入比(%)	92.69	92.61	90.59	81.12
营业利润率(%)	15.97	16.23	13.80	11.37
总资本收益率(%)	4.73	5.17	4.49	--
净资产收益率(%)	4.36	4.87	3.87	--
长期债务资本化比率(%)	19.05	22.10	5.33	9.97
全部债务资本化比率(%)	41.46	36.72	36.18	43.14
资产负债率(%)	46.80	42.09	41.79	46.72
流动比率(%)	132.35	167.21	117.14	123.98
速动比率(%)	89.31	120.72	91.18	102.42
经营现金流动负债比(%)	21.92	40.01	17.35	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.72	3.94	3.88	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.11	4.47	4.62	--

注：公司 2017 年一季度财务数据未经审计；其他应付款中的有息债务计入短期债务；长期应付款中的有息债务计入长期债务；现金类资产已剔除受限货币资金。

附件 4 有关计算指标的计算公式(新准则)

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动) 负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

级别设置	含 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

附件 5-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 5-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。