

# 信用等级公告

联合[2015] 034 号

联合资信评估有限公司通过对佛山华新包装股份有限公司及其拟发行的 2015 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

佛山华新包装股份有限公司

主体长期信用等级为

AA

佛山华新包装股份有限公司

2015 年度第一期中期票据的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一五年一月五日



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  
电话：(010) 85679696  
传真：(010) 85679228  
邮编：100022  
网址：www.lhratings.com

# 佛山华新包装股份有限公司

## 2015 年度第一期中期票据信用评级报告

### 评级结果:

主体长期信用等级: AA  
评级展望: 稳定  
本期中期票据信用等级: AA

本期中期票据发行额度: 2 亿元  
本期中期票据期限: 3 年  
偿还方式: 按年付息, 到期一次还本  
发行目的: 补充流动资金

评级时间: 2015 年 1 月 5 日

### 财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 9 月
资产总额(亿元)	65.72	64.29	57.73	65.78
所有者权益(亿元)	31.46	32.75	32.75	33.51
长期债务(亿元)	5.55	13.26	12.55	8.32
全部债务(亿元)	26.14	25.59	20.09	25.52
营业收入(亿元)	40.27	36.47	40.06	27.18
利润总额(亿元)	2.27	2.75	1.41	1.00
EBITDA(亿元)	5.25	6.33	4.51	--
经营性净现金流(亿元)	-2.08	0.19	8.21	1.83
营业利润率(%)	14.74	13.25	13.61	15.02
净资产收益率(%)	6.21	6.30	2.98	--
资产负债率(%)	52.13	49.07	43.27	49.06
全部债务资本化比率(%)	45.39	43.87	38.01	43.23
流动比率(%)	108.70	173.73	203.15	128.63
全部债务/EBITDA(倍)	4.98	4.05	4.45	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.70	3.59	3.76	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	2.63	3.17	2.26	--

注: 公司 2014 年三季度财务数据未经审计; 长期应付款在指标计算中已计入长期债务。

### 分析师

李 阳 周一鹤  
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)

Http: //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”)的评级反映了其作为国内大型白卡纸生产企业,在股东支持、技术研发、品牌知名度方面的优势;同时,联合资信关注到国内造纸行业持续低迷、进口木浆价格波动和未来资本性支出规模大等因素可能给公司经营与发展带来的不利影响。

近年来,公司白卡纸生产和销售情况保持较好水平,未来公司拟建一条年产 25 万吨白卡纸生产线,投产后公司收入水平有望得到提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营活动现金流入量对本期中票的覆盖能力较好。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据到期不能偿还的风险低,安全性高。

### 优势

1. 造纸行业环保门槛的不断提高和国家对落后产能的加速淘汰,有利于大型造纸企业的发展。
2. 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。
3. 公司实际控制人中国诚通控股集团有限公司及其控股子公司中国纸业投资总公司实力强,对公司支持力度大。
4. 公司经营活动现金流入量对本期中票的覆盖能力较好。

### 关注

1. 造纸行业产能过剩,行业景气度持续低迷。

2. 公司主要原材料木浆依靠进口，木浆价格及汇率波动对公司盈利稳定性有一定影响。
3. 非经营损益对公司利润总额贡献较大，且稳定性弱。
4. 公司白板纸业务持续亏损对公司整体盈利有一定不利影响，目前处于停机状态，公司计划关闭白板纸相关子公司。
5. 公司未来资本性支出规模较大。

## 信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与佛山华新包装股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与佛山华新包装股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因佛山华新包装股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由佛山华新包装股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、佛山华新包装股份有限公司 2015 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

## 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”）。2007年6月公司派送股票股利6592.50万股，总股本增至50542.50万元。截至2014年9月底，公司总股本为50542.50万元，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”）（见附件1-1）。

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2014年9月底，公司拥有珠海经济特区红塔仁恒纸业有限公司（以下简称“红塔仁恒”）、佛山诚通纸业有限公司（以下简称“佛山诚通”）、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4个二级子公司，其中红塔仁恒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、审计部、运营管理部、人力资源部、总经理办公室、董事会办公室等

6个职能部门。

截至2013年底，公司（合并）资产总额57.73亿元，所有者权益合计32.75亿元（其中少数股东权益15.45亿元）；2013年公司实现营业收入40.06亿元，利润总额1.41亿元。

截至2014年9月底，公司合并资产总额为65.78亿元，所有者权益合计为33.51亿元（其中少数股东权益15.84亿元）。2014年1~9月，公司实现营业收入27.18亿元，利润总额1.00亿元。

公司注册地址：广东省佛山市季华五路18号，法定代表人：童来明。

## 二、本期中期票据概况

公司计划2015年新注册额度5亿元的中期票据。公司拟发行2015年度第一期中期票据2亿元（以下简称“本期中期票据”），募集资金拟全部用于补充流动资金，期限为3年。

本期中期票据无担保。

## 三、宏观经济和政策环境

### 1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万元以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平

稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

## 2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。2013 年 10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供

参考。截至 2013 年底，中国 M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2013 年 2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财金【2013】2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布

《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

## 四、行业分析

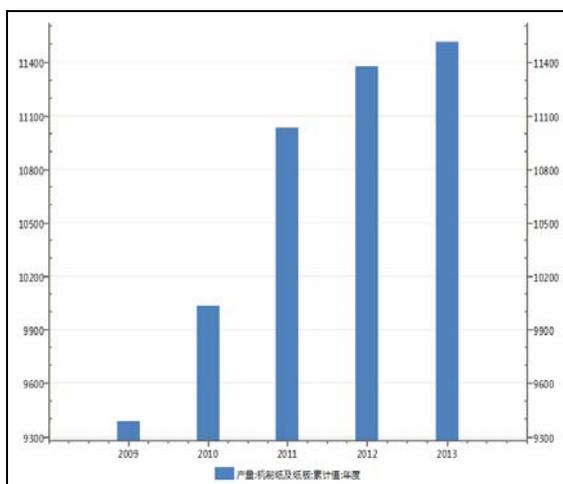
### 1. 行业现状

造纸行业属于国民经济中重要的基础原材料行业，其上下游涉及林业、农业、资源再利用、机械制造、化工、电气自动化、交通运输、环保等多个产业，行业具有技术密集、工艺复杂、资源消耗量大、污染重的特点。随着科技的进步，现代造纸工业日益成为技术、资金、资源、能源密集型产业，生产的规模效益明显，且在资源循环利用方面走在了诸多制造业前列。同时，造纸行业终端产品的种类也日趋多样化，从产品用途看，80%以上的纸产品作为生产原料用于印刷、出版、传播、商品包装和其他工业领域，近20%用于人们日常生活消费。由于造纸行业对上下游产业经济有拉动作用，主要工业国均将造纸行业作为国民经济中重要的基础原材料行业进行布局，而纸产品的生产和消费水平也成为衡量一国工业现代化水平的指标之一，环保考虑和循环经济是推动纸业技术研发的主要因素。

中国是造纸大国，在宏观经济持续快速发展的背景下，中国造纸产业发展迅速，目前造纸总产量和消费量均已居于世界首位。近年来，随着国内造纸产能持续增大，纸及纸板供需矛盾逐步缓和。目前，国内造纸行业总体供求基本平衡。根据中国造纸协会的调查，2013年全国造纸及纸制品业企业为7207家，全国机制纸及纸板产量为11514.58万吨，同比增长0.95%。2013年，中国纸及纸板产量最高的五个省为山东省、广东省、浙江省、江苏省和河南省，产量分别为1730万吨、1641万吨、1561万吨、1210万吨和700万吨。2003~2013年，纸及纸板生产量年均增长9.03%。

2013年，中国规模以上造纸和纸制品业实现主营业务收入13471.58亿元，与去年同期相比增加了9.02%；行业累计利润总额达749.61亿元，同比增长10.43%。

图1 2009~2013年中国机制纸及纸板累计产量  
(单位:万吨)

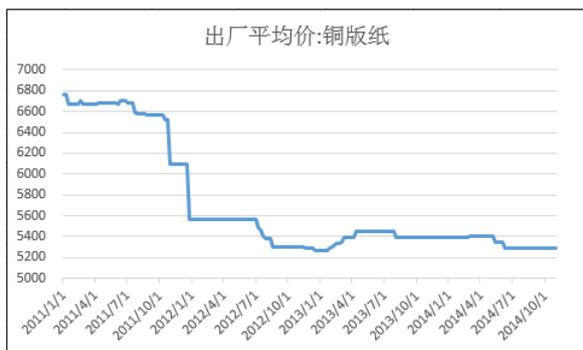


资料来源: wind 资讯

目前,中国国内造纸行业产能过剩,行业景气度低,纸制品价格整体呈现下滑趋势。铜版纸方面,铜版纸价格在经历了2011年的大幅下滑后,开始震荡波动走势,2012年铜版纸价格总体呈现波动下滑的趋势,进入2013年,铜版纸价格底部企稳,构筑缓慢上升通道,但2013年下半年又出现了小幅下滑;2014年二季度,铜版纸继续小幅下降。

双胶纸方面,2011~2012年,双胶纸价格出现大幅下降,2013年初双胶纸价格加速下滑,4月底快速反弹,之后一直处在波动状态。总体看,虽上游木浆价格有所回落导致成本面松动,但多地双胶纸新生产线达产导致新增产能释放,需求面未见明显提升,未来前景尚不明朗。

图2 2011年~2014年10月底铜版纸价格  
(单位:元/吨)



资料来源: wind 资讯

白卡包装纸方面,2011年下半年白卡包装纸价格快速下降,2012年整体延续了下滑的趋势,2013年价格整体保持稳定,进入2014年,白卡包装纸价格整体呈快速下降趋势。

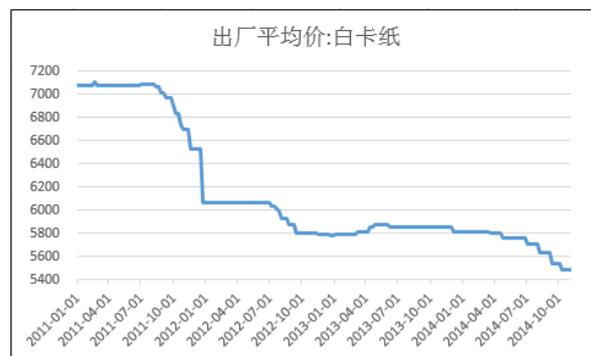
灰底白板纸方面,2011年7月份白板纸价格出现小幅增长,之后价格持续下降。

图3 2011年~2014年10月底双胶纸价格  
(单位:元/吨)



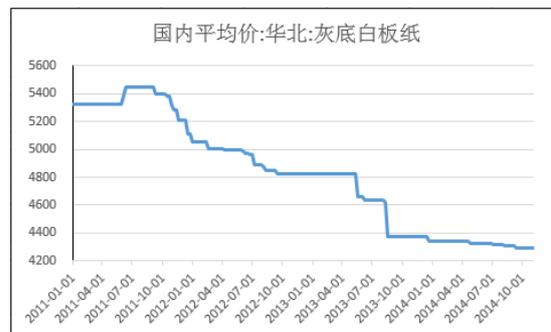
资料来源: wind 资讯

图4 2011年~2014年10月底白卡包装纸价格  
(单位:元/吨)



资料来源: wind 资讯

图5 2011年~2014年10月底灰底白板纸价格  
(单位:元/吨)



资料来源: wind 资讯

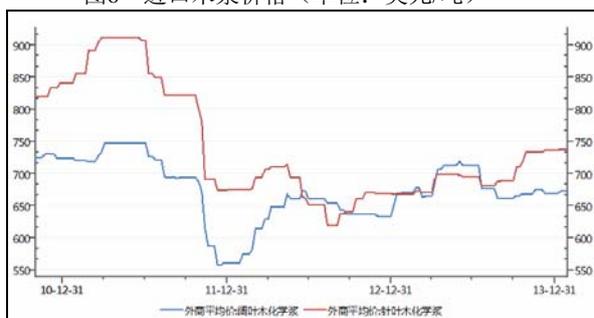
## 2. 行业关注

### 原材料价格波动

造纸工业属于原材料加工工业，原材料成本一般占造纸业总成本的 65% 左右。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。木浆具有纤维长、强度高、生产过程中耗水量小、排污成本低等特点，主要用于中高档、优质纸品的生产，是全球范围内造纸行业最主要的直接原料。目前国际造纸工业纸浆结构中木浆占 62.6%，废纸浆占 34%，非木浆占 3.4%。

近年来由于造纸产能的迅速扩张，中国造纸行业的纸浆总体上呈现供不应求的特征，但增长势头已有所减缓。中国的木浆主要依靠进口。据海关统计，2012 年中国进口纸浆 1646 万吨，比上年增加 14%；价值 110.42 亿美元，同比下降 7.5%；根据中国产业信息网数据显示，2013 年全国纸浆累计进口数量 1685 万吨，同比增长 2.4%；进口金额 1137.35 千万美元，同比增长 3.7%。进口木浆的价格波动大，2011 年下半年，进口木浆的价格快速下降，之后整体呈波动态势。

图6 进口木浆价格（单位：美元/吨）

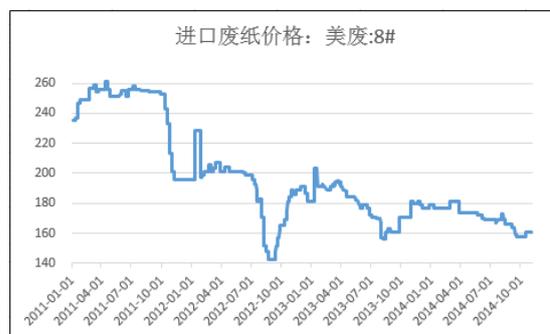


资料来源：wind 资讯

中国造纸行业受国内森林覆盖率低，天然林资源匮乏的限制，目前形成了以废纸浆为主的纸浆消费结构。近年来中国造纸行业的新增产能主要来自规模以上的生产企业，且主要集中在中高档优质纸品，加大木浆消费量成为了纸浆消费结构调整的方向。然而，随着宏观经济的下滑，整个行业对木浆及木浆用木材的需求增速下降，木浆及木材价格也出现较大回

落。

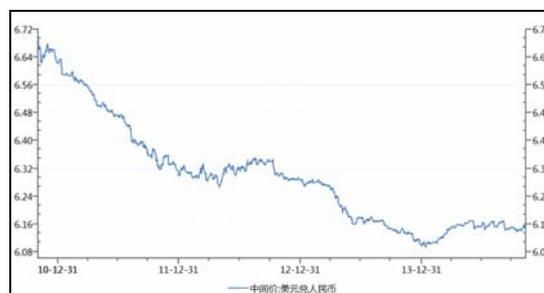
图7 2011~2014年10月底中国进口废纸美废8#价格  
(单位：美元/吨)



资料来源：wind 资讯

由于造纸主要原料木浆和废纸主要依靠进口，人民币汇率波动直接影响造纸企业的采购价格。2012 年以来，人民币兑美元呈现小幅升值趋势，虽然在年中 5~7 月份出现小幅贬值，然而从 2012 年 8 月开始，人民币开始持续升值，截至 2012 年 12 月 31 日，人民币兑美元汇率中间价为 6.2855：1，比年初小幅升值 0.25%。2013 年以来人民币兑美元加速升值，中间价已经累计 40 次创新高，人民币对美元汇率中间价年内累计升幅将近 3%。2014 年以来，人民币进入短期贬值通道，截至 2014 年 10 月底，美元/人民币汇率报收 6.1461，与 2013 年底相比，美元兑人民币升值 0.81%。在美联储停止 QE、中国经济增速整体放缓、新兴市场汇率整体走软、外贸顺差压力大、热钱涌入、利率市场化等诸多背景下，人民币双向波动性更加明显，企业将继续面临汇率波动风险。

图8 美元兑人民币汇率走势图



资料来源：Wind 资讯

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，原

材料价格和汇率波动加大了造纸企业的成本控制难度。

### 环境保护

作为传统意义上的重污染行业，造纸行业是除化工以外的第二大废水排放源行业，每年的废水排放量占全国工业废水排放量15%以上。一直以来，造纸行业高能耗的粗放型生产模式和废水排放等问题，都是环保部门重点监控和治理的对象。在政策层面，国家多次提高造纸业的排放标准，并不断出台新的政策和措施，大力推进造纸业结构调整和清洁生产。

2010年，工业和信息化部在全国范围内公布了工业行业淘汰落后产能企业名单，其中涉及造纸行业279家，多是产能小、环保不达标企业；2011年公布的工业行业淘汰落后产能企业名单中，涉及造纸行业599家，淘汰落后产能819.6万吨。2012年4月，工业和信息化部下达2012年19个工业行业淘汰落后产能目标任务，其中造纸为970万吨，超过2011年目标。

2011年12月30日公布的造纸工业发展“十二五”规划明确规定了未来五年造纸行业的淘汰落后产能和节能减排的目标。规划提出未来五年将约束性淘汰落后产能1000万吨以上，并对生产综合能耗、取水量、氨氮排放总量等指标制定了约束性的要求。

2013年4月，国务院办公厅转发了《“十二五”主要污染物总量减排考核办法》，环境保护部、国家统计局、国家发展和改革委员会、监察部联合印发了《“十二五”主要污染物总量减排统计办法》、《“十二五”主要污染物总量减排监测办法》。其中，《统计办法》主要是解决减排指标的科学性问题；《监测办法》主要是解决减排数据的准确性问题；《考核办法》主要是解决减排工作的责任考核问题。三大《办法》集中出台，凸显了环保制度的进一步完善。

2013年工信部公布了两批工业行业淘汰落后产能企业名单，其中造纸行业涉及企业较多，两批合计341家，其中第二批淘汰落后企业名单中67家皆为造纸企业。国家在环境保护

方面的政策整体趋严，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，目前尚有相当一部分企业不能满足环保新标准要求。

由于国家环保政策的趋严，造纸企业环保成本加大，不符合环保要求的中小纸厂将被淘汰，行业产能将逐渐向符合环保条件的大型造纸企业集中。

### 行业集中度和竞争格局

造纸行业是规模效益显著的行业，这一特点决定了造纸企业规模化是行业演进的必然趋势。当前，随着世界经济一体化进程的推进，造纸工业的竞争日益激烈，国际造纸企业向规模化方向发展的趋势已经开始显现，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。

改革开放之后，中国造纸行业经过三十多年的发展，从分散经营向规模化整合的过渡已趋向必然。目前，国内制浆造纸企业数量多，有实力、大规模的企业集团还比较少。大多数造纸企业的技术水平、装备水平、产品档次等较为趋同，企业之间竞争激烈。随着经济全球化的深入发展和国内造纸业进一步对外开放，印尼金光集团、韩国韩松、日本王子以及美国、芬兰等国的纸业巨头纷纷来华投资建厂，加大对国内市场的开拓力度，国内造纸行业的竞争将进一步加剧。

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。

造纸工业发展“十二五”规划提出了推进兼并重组，提高产业集中度的目标。规划提出在重点发展区域，培育若干跨地区、跨行业、跨所有制、跨国别的具有国际竞争力的综合性大型骨干制浆造纸企业和企业集团；到2015年形成纸及纸板年产100万吨以上企业20余家，木浆年产100万吨以上企业3家，排名行业前30名的企业纸及纸板产量占总产量的比

重由目前的 42.3%提高至 45.0%以上。

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，实现“由北向南”调整，形成合理的产业新布局。

### 3. 行业政策

#### 淘汰落后产能

2013年8月，工信部依据《工业和信息化部关于下达2013年19个工业行业淘汰落后产能目标任务的通知》公布了今年第二批工业行业淘汰落后产能企业名单。名单涉及全国各地67家企业，淘汰项目全部属于低端造纸行业，并要求有关省区市要采取有效措施做好对淘汰落后产能企业的现场检查验收和发布任务完成公告工作。

彻底关停的落后产能总计约为120万吨，约占行业总产能的1%。本次名单涉及的67家企业多为小型低端造纸厂，淘汰的产能共计约为120万吨，约占全行业总产能的1%。而在之前工信部提出淘汰落后产能目标后，被关停的小型纸厂往往在关停后加大投资规模急速扩张，进而以更大的产能规模再次开张，使得行业产能过剩的情况一直未能得到实质性的缓解。本次工信部要求有关省区市要采取有效措施在九月底前关停列入公告名单内企业的落后产能，并确保在今年年底前彻底拆除淘汰，不得向其他地区转移。

2014年，工信部继续淘汰落后和过剩造纸产能，计划全年淘汰492.2万吨，占2013年全部产量的4.87%。

#### 造纸行业“十二五”规划

2011年12月30日公布的造纸工业发展“十二五”规划（以下简称“规划”）明确了未来五年以调整结构为行业发展主线，以科技创新、资源节约和环境友好为行业发展目标，推动产业优化升级，增强国际竞争力。具体目标主要为

以下几个方面：（1）提高木纤维比重。（2）加大废纸回收和利用力度。（3）加大技术创新能力建设。（4）优化产业布局，合理配置资源。

（5）大力推进节能降耗，防治污染。（6）加快淘汰落后产能，减排减污。（7）优化企业结构，推进兼并重组。

规划还明确了对林纸一体化工程、清洁生产 and 资源化利用工程以及产品升级换代及装备自主化等重点工程的要求和目标，以从产能规模、节能减排、技术装备和综合利用等方面优化造纸行业产业结构。

### 4. 行业发展

#### 行业发展前景

2011年，国家持续实施从紧的货币政策，国内经济增速逐渐下滑，浆纸市场需求上涨乏力，同时，浆纸产能急剧扩张，文化纸产能集中释放，供求明显失衡，价格竞争激烈。2012年，在复杂的经济大环境下，造纸行业基本达到产销平衡，但行业整体经济效益下滑较大，部分造纸企业生产经营困难加大。经过了2012年的产能释放，2013年供需关系有所缓和。但过剩产能将在未来2-3年内逐步消化，行业持续承压，景气度提升空间有限。

因此，中国造纸行业已进入结构调整、技术升级和淘汰落后产能的关键时期，更为严苛的环保标准相继颁布实施，使得造纸行业中短期供给因淘汰落后产能受到了一定程度的抑制，然而，中国经济发展长期趋势良好，预计到2015年，中国人均用纸消费量将会达到世界平均水平，造纸行业还有广阔的发展空间。今后，随着造纸纤维原料供应矛盾的突出，对于造纸行业而言，未来的可持续发展必须调整结构，包括通过“林浆纸一体化”来缓解原料供应困境，以及调整造纸企业的品类及产品结构从而更好满足市场需要、加大企业研发及设备投资来提升质量。同时，通过清洁生产、节能减排等多种手段，降低污染，实现可循环的绿色发展。

长期看，造纸工业作为国民经济的基础原材料工业，在目前国内造纸工业人均消费纸量远低于发达国家水平的背景下，行业仍具有较好的增长空间。随着十八届三中全会把生态文明建设与节能减排提到了更加重要的位置，造纸行业将迎来大升级、大调整的关键时期。国家对造纸行业环保门槛的不断提高，将大幅提升企业运行成本，有利于加快落后产能的淘汰，促进转型升级，努力向低能耗、低污染的行业模式发展，为具有比较优势的大型造纸企业带来了发展机遇。

## 五、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至 2014 年 9 月底，公司总股本为 50542.50 万元，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诚通集团（见附件 1-1）。

### 2. 企业规模及竞争力

公司是华南地区规模较大的造纸、包装印刷类生产企业，产品主要为涂布白卡纸、液体食品包装纸、涂布白板纸、彩色印刷为主的包装纸。公司目前在珠海拥有合计 3 条白卡纸生产线，白卡纸总产能达 60 万吨（含液体包装纸），同时拥有配套高端造纸化工品（胶乳）产能 15 万吨。

公司子公司红塔仁恒是国内高档白卡纸的龙头生产企业之一，拥有 3 条白卡纸生产线，生产能力合计达到 60 万吨/年（含液体包装纸）。红塔仁恒 1 号生产线是我国第一条白卡纸生产线，其产品有效替代了进口，打破了国外产品在这一领域的垄断。红塔仁恒所生产的优质高档涂布白卡纸具有出色的印刷性能，在烟草、医药、食品、化妆品和生活用品等领域广泛使用，其稳定的产品质量得到客户的认可，其红塔牌高档涂布白卡纸“被评为广东省名牌产品”、“HT”商标被评为广东省著名商标。

作为国内烟草包装白卡纸大型供应商，红塔仁恒占有中国卷烟白卡纸市场约 30% 的市场份额。

红塔仁恒同时也是国内首家自主研发液体包装纸板的企业，具备液体包装纸板技术设备和生产能力。目前红塔仁恒液体包装纸已成为瑞典利乐公司以及国内其他液体食品生产企业的供应商，未来有望成为中国主要的液体包装纸供应商。

公司在彩色包装印刷方面重点向环保和安全的方向发展，拥有高规格清洁厂房和先进的工艺技术，在行业内处于领先地位。

公司曾经获得“中国轻工业前十强企业”、“全国造纸行业利税第一名”、“全国外商投资十大人均高利税企业”称号，并进入中国企业综合评价最优 500 家之列。

总体来看，公司是国内生产白卡纸的龙头企业之一，在烟卡市场竞争力强。

### 3. 人员素质

公司现有高层管理人员 6 名，其中总经理 1 名、副总经理 5 名。公司高管人员均在造纸行业内任职多年，熟悉公司经营管理特点和发展方向，拥有丰富的造纸、包装生产企业管理经验。

公司董事长童来明，现年 45 岁，经济学硕士，注册会计师。2005 年 4 月至今任中国纸业投资总公司总经理、法定代表人。2006 年 2 月至今任佛山华新发展有限公司董事长；2008 年 5 月至今任佛山华新包装股份有限公司董事长。2009 年 6 月至今任珠海经济特区红塔仁恒纸业有限公司董事长。

公司总经理季向东先生，现年 40 岁，工商管理硕士，注册会计师。2004 年 8 月至 2007 年 5 月任中国物资开发投资总公司财务部副经理、经理；2007 年 5 月至 2009 年 5 月任公司财务总监。2009 年 1 月至今任珠海经济特区红塔仁恒纸业有限公司副总经理；2009 年 5 月至 7 月任中国物资开发投资总公司总经理助理；

2009年7月至今任佛山华新包装股份有限公司副总经理，现任公司总经理并兼任子公司红塔仁恒公司总经理。

截至2014年9月底，公司共有员工2404人，其中行政人员占比14.1%、销售人员占比14.85%、技术人员占比6.28%、财务人员占比2.50%、生产人员占比52.58%、其他人员占比9.69%。员工中大专及以上学历人员占比27.70%；高中、中专、技校及以下学历占比72.30%。

总体看，公司高级管理人员文化素质较高，具有多年的相关行业从业经验；公司员工岗位及年龄结构分布基本符合行业情况。

#### 4. 技术水平

公司注重纸业的技术研发和工艺创新，与华南理工大学造纸研究室合作建立了产学研基地。此外红塔仁恒造纸实验室被认定为省级技术中心，承担广东省内高级涂布白卡纸多项技术攻关研究工作。红塔仁恒技术中心建立了纸浆实验室、涂布实验室、化学分析室、生化实验室、ISO恒温恒湿测试中心和研究开发室，并从国外引进了9000全自动纸页成形器、1GT印刷适性仪、FQA纤维质量分析仪、PK涂布机、GC/MSD气相色谱—质谱联用仪等大批技术先进的实验设备和检测仪器。红塔仁恒于2004年被列为国家火炬计划重点高新技术企业，2012年被认定为广东省“高新技术企业”。

公司的研发团队由具有制浆造纸、化工、印刷包装、机电一体化、机械等不同专业知识与丰富实践经验的多名硕士研究生和本科及大专学历的技术工程师组成。在长期从事涂布白卡纸技术及包装印刷技术的研发中，公司开发的产品获得多项发明和实用新型专利，公司至今自主研发了32项专利，其中发明专利11项、实用新型专利21项。

公司拥有成熟的高档涂布白卡纸生产技术，并在国内白卡纸行业居于技术领先地位。公司针对市场需求的变化，近年来研发出多种

适应市场防伪、安全、卫生、高强度、低定量、吸塑需求的新产品和个性化产品，尤其在涂布白卡纸防伪技术应用、高档烟标用涂布白卡纸以及液体食品包装纸生产和应用方面具有国内领先技术。公司开发的“高档涂布白卡纸”获国家科技进步一等奖、彩色纤维防伪涂布白卡纸获“广东省科技进步三等奖”。

目前公司的部分研发成果均已转化成产品进入市场，形成液体食品无菌包装原纸、荧光防伪涂布白卡纸、标识码防伪涂布白卡纸、彩色纤维防伪涂布白卡纸、高档涂布白卡纸、防油涂布白卡纸等系列产品。

总体来看，公司在白卡纸领域具有较强的技术研发实力和成熟的生产技术，主要产品和技術处于国内领先地位。

#### 5. 环境保护

公司的造纸生产过程中没有制浆环节，采用的原料为木浆和废纸，因此没有重负荷污染源，环保压力相对较轻。

污水处理方面，公司下属子公司红塔仁恒的造纸废水在废水处理站采用超效气浮池处理，废水处理达到一定标准后，经市政专用的污水管道送往珠海市拱北污水处理厂进行进一步的污水处理。红塔仁恒已连续5年获得广东省环保厅颁发的“环保诚信企业绿牌”称号。2011年5月被广东省环保厅授予“五星级环保诚信企业”绿牌，是珠海市获得此荣誉的两家企业之一。公司下属子公司佛山诚通连续多年获广东省环保厅颁发的“环保诚信企业绿牌”称号。

节能减排方面，公司在国内造纸企业中率先实施的生物质锅炉项目于2010年12月份开始试运行，以代替重油燃料锅炉提供生产用汽。该项目是当时全国范围内最大的生物质成型燃料节能减排项目，公司的能源结构将由此而向实现大幅度的清洁能源转型：占总耗能70%的能源将由“生态零排放”的清洁能源替代；每吨产品在造纸环节的碳排放强度将降低

70%。该项目也使公司减少二氧化碳排放量达到 6~10 万吨/年。

#### 6. 外部环境

公司位于造纸、印刷行业较为集中的珠三角地区。广东省将造纸行业列为九大支柱产业之一，2013 年广东省纸及纸板产量为 1641 万吨，位居全国第二。根据《广东省造纸工业“十二五”发展指导意见》，到 2015 年，广东省造纸行业年产 100 万吨以上企业达到 4 个，30 万吨以上 100 万吨以下的企业达到 15 个，10 万吨以上 30 万吨以下的企业达到 30 个，年产 2 万吨以上的生活用纸企业达到 9 个，造纸企业或企业的直接母公司上市数达到 10 个；广东省造纸行业要有 7 个省级企业技术中心，2 个国家级技术中心，30 个广东省著名商标，30 个广东省名牌产品，3 个中国名牌或中国驰名商标。

在政策扶持及保障措施方面，《广东省造纸工业“十二五”发展指导意见》提出：严格行业准入制度，淘汰落后产能；大力推进技术创新和技术改造，优化产品结构；鼓励有实力的企业走出去，有效利用国内外资源；大力推进节能减排，推广清洁生产；加大金融支持力度，做强做大批龙头企业；充分发挥行业协会的作用，充分发挥行业协会、商会等中介组织了解行业并与行业关系密切的优势，引导行业协会参与组织行业规划、标准规范、技术推广、市场开拓等方面的工作，促进造纸行业的发展。

总体看，公司作为环保达标的大型国有造纸企业，所在区域行业环境和政策环境有利于公司发展，为公司发展提供良好保障。

#### 7. 外部支持

##### 税收优惠

公司子公司红塔仁恒和珠海金鸡化工有限公司（以下简称“金鸡化工”）分别于 2012 年和 2013 年被认定为高新技术企业，享受 3

年国家关于高新技术企业的相关优惠政策，企业所得税按应纳税所得额的 15% 计缴。

##### 股东支持

公司控股股东中国纸业投资有限公司（以下简称“中国纸业”）建立了统一的采购中心、结算中心、营销中心、工艺技术研发中心，使中国纸业下属的包括公司在内的造纸企业，在原料采购、技术研发等方面发挥协同效应，可以达到更好的资源配置效率，降低公司生产成本。

中国纸业利用自身的声誉、行业地位，为公司在争取大客户、稳定大客户方面也做出了积极的努力，并取得了很好的效果。

2010 年，为支持公司长远健康发展，公司实际控制人诚通集团通过发行中期票据，为公司提供 5 亿元的资金支持（公司将其计入长期应付款）。此次资金支持使公司获得了 5 年的稳定资金，且资金使用成本（年利率 4.80%）低于银行贷款利率，有效降低了公司的融资成本。

## 六、管理分析

### 1. 法人治理结构

公司严格按照《公司法》、《证券法》、《深圳证券交易所股票上市规则》和其他有关法律法规的要求，不断完善公司法人治理结构建设、规范运作。公司已建立了符合现代企业制度要求的较为规范的法人治理框架；完善了股东大会、董事会、监事会、经营层相互制衡的管理体制；确保所有股东能够充分行使自己的权利；在与关联人进行关联交易时，遵循平等、自愿、等价、有偿的原则，未出现有损害公司和其他股东利益的情况。

目前公司建立了由股东大会、董事会、监事会、经理层等组成的法人治理结构，股东大会是公司的最高权力机构；董事会是公司常设决策机构，对股东会负责。公司董事会由 9 名董事组成，设董事长 1 人、副董事长 1 人、董

事 4 人和独立董事 3 人。董事会下设战略委员会、审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会等四个专门委员会，并制定了各委员会的议事规则，严格按照规定运作。监事会监督董事和高级管理人员行为的合法、合规性，向股东大会负责。公司实行董事会领导下的总经理负责制，总经理和副总经理由董事会聘任或解聘，总经理对董事会负责，并负责日常的经营管理，接受董事会和监事会的监督。公司控股股东严格依法行使出资人的权利和义务，与公司已实现了人员、财务、资产分开，业务、机构独立，各自独立核算、独立承担责任和风险。

## 2. 管理水平

公司根据国内内控法律法规、《会计法》、《企业内部控制规范》、《上市公司内部控制指引》，建立了明确的内部控制体系建设目标，以及一套科学、系统的内部控制体系建设方法和标准，为公司内部控制体系建设工作提供指引，使公司逐步完善和优化内部控制，并建立统一、规范和有效运行的内部控制体系。

控股子公司管理方面，公司对控股子公司通过委派董事、监事、重要高级管理人员，并明确其职责权限，实现对控股子公司的治理监控。公司定期召开经营分析会议，审阅各控股子公司的月度、季度及年度经营财务报告，指导子公司开展生产经营。同时，公司通过预算管理，对控股子公司实施有效的绩效考核。

关联交易的管理方面，公司制定了《关联交易管理制度》，对公司关联交易的原则、关联人和关联关系、关联交易的决策程序、披露程序等作了详尽的规定。公司每年根据经营发展的需要向董事会和股东大会提交关于日常关联交易事项的议案。公司每年发生的关联交易能够严格依照《关联交易管理制度》的规定执行。

对外担保方面，公司对外担保的内部控制管理遵循合法、审慎、互利、安全的原则，公司独立董事认真履行监督职责，对公司对外担

保情况，均发表独立意见。

对重大投资的管理方面，公司制定了《对外投资管理制度》，明确规定了对外投资的基本原则、审查程序、审批程序、管理程序等。公司各项投资均按照相关法律、法规、《公司章程》及公司相应制度的规定，严格履行了投资决策的审批程序。

总体看，公司根据生产经营的需要，制定了符合公司实际的各项制度，并在实际工作中贯彻执行，执行力度较好。

## 七、经营分析

### 1. 经营现状

公司主营造纸和印刷品业务。造纸业务主要产品包括白卡纸、白板纸、液体包装纸以及造纸需要的化工品胶乳和碳酸钙。

2011~2013 年，公司主营业务收入有所波动，2013 年实现主营业务收入 39.13 亿元，同比增长 13.09%。从主营业务收入构成来看，公司收入以造纸业务为主，2013 年公司造纸业务总收入占主营业务收入 93.74%，与 2012 年相比变化不大；造纸业务以白卡纸为主，2013 年白卡纸收入占全部主营业务收入 75.97%，与 2012 年相比变化不大；液体包装纸和胶乳收入占全部主营业务收入的比重快速上升，2013 年分别为 4.13% 和 5.76%，分别同比上升 3.92 个百分点和 2.55 个百分点；受产量和价格下降影响，公司白板纸收入占全部主营业务收入的比重持续下降，2013 年为 7.87%，同比下降 6.69 个百分点；2013 年公司印刷板块占主营业务收入 6.26%，与 2012 年相比变化不大。

从主营业务毛利率看，2011~2013 年，公司主营业务毛利率分别为 15.05%、11.97% 和 12.50%；其中白板纸受产品价格和产能利用率下降影响，毛利率持续下降，2013 年为 -5.90%；液体包装纸受销售价格下降影响，毛利率有所下降，2013 年为 9.76%；2013 年，公司白卡纸毛利率 13.28%，同比增长 0.85 个百分点，主

要是因为：①2013 年公司对各细分市场采取针对性市场开拓方针，销售订单增长，公司产能利用率有所增长；②木浆价格小幅下降；2013 年公司胶乳的毛利率为 16.34%，与 2012 年相

比变化不大；2013 年公司印刷品毛利率 24.50%，同比上升 5.22 个百分点，主要是因为公司毛利率高的柔印车间收入占比上升。

表 1 公司近年主营业务收入及毛利率情况（亿元、%）

项目	2011 年			2012 年			2013 年			2014 年 1-9 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	7.42	18.60	11.28	5.04	14.56	5.33	3.08	7.87	-5.90	0.49	1.89	-47.70
白卡纸	30.50	76.47	15.49	26.19	75.68	12.43	29.73	75.97	13.28	19.77	76.55	14.77
液体包装纸	--	--	--	0.07	0.21	13.15	1.62	4.13	9.76	1.45	5.63	11.18
胶乳	--	--	--	1.11	3.21	16.75	2.25	5.76	16.34	2.34	9.05	18.95
碳酸钙	--	--	--	0.00	0.00	27.38	0.01	0.02	21.63	--	--	--
<b>造纸业务合计</b>	37.92	95.08	14.66	32.41	93.67	11.48	36.69	93.74	11.70	24.04	93.12	14.25
印刷品	1.96	4.92	22.42	2.19	6.33	19.28	2.45	6.26	24.50	1.78	6.88	19.39
<b>合计</b>	39.88	100.00	15.05	34.60	100.00	11.97	39.13	100.00	12.50	25.82	100.00	14.08

资料来源：公司提供

注：液体包装纸是白卡纸的一种，与白卡纸使用同一生产线。

2014 年 1-9 月，公司实现主营业务收入 25.82 亿元，同比下降 12.70%，主要是因为：①白板纸业务亏损，2014 年公司停止了白板纸的生产；②由于国家限制三公消费，高档月饼白酒等商品包装用纸需求下降，公司白卡纸销量同比有所下降。同期，公司白板纸毛利率大幅下降，主要是因为公司白板纸停机停产，折价处理存货，目前公司决定关闭白板纸相关子公司，并对其进行清算；公司白卡纸毛利率 14.77%，较 2013 年上升 1.49 个百分点，主要是因为白卡纸平均销售价格有所提高；公司液体包装纸毛利率 11.18%，较 2013 年上升 1.42 个百分点，主要是因为销售价格有所上升；公司胶乳毛利率 18.95%，较 2013 年上升 2.61 个百分点，主要是因为销售价格有所上升。

### 造纸业务

#### (1) 原材料采购

公司生产白卡纸的主要原料为木浆，生产白板纸的主要原料为废纸，乳胶的主要原料为苯乙烯和丁二烯。其中，白卡纸生产成本中木浆大约占比 65-70%；白板纸生产成本中，木浆大约占比 13%，废纸大约占比 38%，胶乳生产成本中，苯乙烯大约占 56%，丁二烯大约占

32%。

2013 年，公司木浆、废纸、苯乙烯和丁二烯采购金额分别为 14.50 亿元、1.37 亿元、1.10 亿元和 0.60 亿元，公司木浆采购金额大，木浆价格对采购总成本影响很大。

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，目前公司约 90%的木浆白卡纸木浆主要从加拿大、巴西、智利、南非等国进口，进口木浆在公司木浆采购总量中占比 90%。

公司控股股东中国纸业建立了统一的采购中心，使中国纸业下属的包括公司在内的造纸企业，在原料采购等方面发挥协同效应，降低公司采购成本。为保障公司的供应渠道，公司与巴西 Fibria、April 公司签署长期供货协议，也和 CNG、MILLAR WESTERN、APP、IP、TEMBEC 等公司建立了长期稳定的合作关系，上述合作公司均为国际知名的林浆一体化的现代化企业，拥有丰富的森林资源，相当一部分森林资源通过 FSC 森林管理体系认证或 PEFC 森林管理体系认证，同时也有严格的质量管理体系和环境管理体系（如 ISO9000 以及

IS014001)。公司与上述供应商的合作，保障了木浆的稳定供应以及木浆的质量。近年来全球范围内木浆价格大幅波动，公司主要通过总部集中采购或组织集中采购模式，通过较大的采购量来尽力压低采购成本，采购木浆以进口为主。2013年，公司通过对市场行情走势的判断，在年初木浆价位较低时大批买进，在年终价高时减少采购量以控制采购价格。

造纸化工原料方面，公司造纸所需的化工原料包括胶乳、变性淀粉、碳酸钙和瓷土。2012年，公司子公司红塔仁恒收购金鸡化工，目前公司造纸所需的胶乳和碳酸钙基本由金鸡化工提供。此外，公司全年需要1.8万吨变性淀粉和0.5万吨瓷土。其中变性淀粉的供应商生产基地在公司周围方圆50公里内，已与公司合作多年，能够确保供应准时、安全、货物品质新鲜；瓷土全部使用优质的美国进口瓷土。公司还与NALCO、KEMIRA、ASHLAND、HERCULES、AkzoNobel等国际著名的造纸化学品供应商建立了长期的战略合作关系，其技术支援和优质服务，能够帮助公司解决部分技术问题。

胶乳生产的原材料主要是苯乙烯和丁二烯。公司主要的采购区域在华南地区，主要上游供应商为中国石化华南分公司、上海宇祥精细化工有限公司、广州市添诺贸易有限公司、广州市缘创化工有限公司，公司与上游供应商保持长久稳定的合作关系。

采购结算方面，公司进口木浆及废纸均采用3个月的信用证结算方式；造纸化工原料采购均能获得一定的账期；苯乙烯和丁二烯结算方式主要为现金结算。

表2 公司近年造纸业务主要原材料采购情况

原材料		2011年	2012年	2013年	2014年1-9月
木浆	采购量(万吨)	56.67	46.51	41.77	52.17
	采购价格(元/吨)	3854.05	3689.73	3573.00	3632.00
废纸	采购量(万吨)	20.33	15.30	11.61	--
	采购价格(元/吨)	1555.44	1164.97	1181.39	--

资料来源：公司提供

公司白卡纸产品主要为高端产品，2013年公司对产品结构进行调整，并针对各级产品明确竞争细分市场，同时采取“去库存化”操作，虽然公司白卡纸产量较2012年有所增加，但受前期原材料库存较大影响，2013年木浆采购量较上年下降10.19%至41.77万吨。由于市场白板纸产能过剩情况严重，2013年白板纸销量较2012年有所下降，废纸采购量相应较2012年大幅下跌，采购废纸量较2012年下降24.12%至11.61万吨。

## (2) 生产经营

公司目前在珠海拥有合计3条造纸生产线，白卡纸总产能达60万吨(含液体包装纸)。2014年6月，公司投资扩建年产10万吨胶乳生产线于开始试生产，10月达到预定产能，公司目前拥有配套高端造纸化工品(胶乳)产能15万吨。由于白板纸业务持续亏损，白板纸生产线目前已处于停机状态，公司决定关闭相关子公司，并对其进行清算。

公司白卡纸产品包括170克/平方米-350克/平方米的香烟包装纸、液体食品无菌包装原纸、荧光防伪涂布白卡纸、标识码防伪涂布白卡纸、彩色纤维防伪涂布白卡纸、高档涂布白卡纸、防油涂布白卡纸等系列产品。红塔仁恒是国内首家自主研发液体包装纸板的企业，具备液体包装纸板技术设备和生产能力。

公司能够灵活生产各类个性化订单和专门定制产品，在细分市场占据了较大的产品优势。公司生产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 2011~2014年三季度主要产品产销情况  
(万吨、%、元/吨)

产品类别	项目	2011年	2012年	2013年	2014年1~9月
白卡纸	产能	6月底前: 28 6月底后: 58	60	57	57
	产能利用率	95	74	89	81
	产销率	97	100	101	94

	销售均价（不含税）	6348	5990	5907	6116
白板纸	产能	6月底 前：47 6月底 后：17	17	17	--
	产能利用率	98	95	64	--
	产销率	81	98	100	--
	销售均价（不含税）	3938	3233	2772	2401
液态包装纸	产能	--	0.1	3	3
	产能利用率	--	100	100	96
	产销率	--	100	73	106
	销售均价（不含税）	--	7353	6947	7175
胶乳	产能	--	5	5	5
	产能利用率	--	45	98	99
	产销率	--	100	99	99
	销售均价（不含税）	--	7429	6766	6370

资料来源：公司提供

注：2012年胶乳和碳酸钙产量及销量从2012年7月起纳入计算，液体包装纸是白卡纸的一种，与白卡纸使用同一生产线。

2014年6月，公司投资扩建年产10万吨胶乳生产线于开始试生产，10月达到预定产能。

2014年1-9月的产能为年产能，产能利用率已年化处理。

从产能利用率看，公司于2011年6月完成了对红塔仁恒3号造纸设备由白板纸转换为生产白卡纸的技术改造，白卡纸的产能由28万吨增长为58万吨，白板纸的产能由47万吨下降至17万吨。2012年，公司通过对白卡纸生产线的进一步调试改造，使白卡纸产能小幅提高到60万吨/年。2013年，由于公司采用锁定目标市场实行差异化竞争策略，白卡纸订单有所增长，白卡纸产量由2012年的44.29万吨增长至2013年50.68万吨，产能利用率相应的由74%上升至89%；公司白卡纸产能利用率未超过90%，主要是因为公司把生产出来不合格的白卡纸公司重新作为原材料用于再生产。公司白板纸业务受市场影响产量大幅下降，产能利用率下降快，白板纸生产线目前已处于停机状态；2012年底，公司与利乐签订了供应协议，

随着公司纸的品质逐步得到利乐的认可，利乐的订单量逐年增长，公司安排的液体包装纸产能（液体包装纸与白卡纸使用同一生产线）快速增长；2013年，公司液态包装纸产销率为73%，主要是因为部分商品已经按订单生产，但还未确认收入。2012年，公司子公司红塔仁恒收购金鸡化工，为公司提供所需的胶乳和碳酸钙，2013年，公司胶乳的产能利用率98%，产能利用率高。

从产销情况来看，公司生产主要采取订单生产的方式，所以各产品的产销率水平较高。

### (3) 产品销售

公司充分发挥处于珠三角腹地的地理优势，确立了“以珠三角及周边市场为中心，立足广东，面向全国”的发展策略，以适应公司和市场的发展。目前公司建立了直销、经销和经销总代理相结合的销售模式，其中自营直销比例已达70%以上。公司在广东省内主要采用直销模式，在包装印刷业较发达的深圳、东莞设立办事处，销售网络覆盖珠三角及周边市场，在省外及国外市场主要采用直销、经销和经销总代理三种结合的销售模式。公司经销商需经严格评审后才能成为公司代理，配合公司开拓市场、推广产品。目前，公司销售网络覆盖珠三角地区，并触及福建、河南、山东、广西等多个省市，出口销售遍及港澳台、越南、菲律宾、泰国、印度等国家和地区。2013年，公司国内销售和出口的销售总额分别占85%和15%。总体看，畅通的销售渠道有利于公司经营规模的进一步扩大。

在营销定位上，公司通过高层次定位来树立品牌形象、提高经营成果，目前公司白卡纸产品主要面向造纸行业附加值较高的烟卡市场和食品卡市场。公司坚持与客户发展保持同步发展的营销策略，配套了稳定、优质的服务措施，使得客户粘滞性加大，客户选择替代供应商的成本和适应难度增加。在稳定老客户的同时，公司把开发新客户作为一项重要的营销策略实施，新客户的开发在销售人员的考核中

占有重要的地位，以此来激励业务员积极开发新客户。

从销售结算来看，公司产品销售采用现款方式的较少，签订的销售合同多以分期付款的结算方式为主。公司根据销量、销价等因素，针对新老客户设置了 1~3 个月不等的账期。公司信用管理部门专职负责对客户展开资信评估及定期审核工作，确定客户结算账期和总额度的审定，对发生逾期欠款或额度超标的客户，再次发货必须由销售部、财务部、信用管理部及公司领导审批后方可执行。

从产品销售价格来看，白卡纸、液体包装纸和胶乳售价受宏观经济和行业景气度影响，存在一定的波动，但波幅不大，白板纸因产品附加值低、供过于求，售价持续下滑。

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，主要客户包括红塔烟草集团、红云烟草集团、浙江卷烟、宁波卷烟、河南卷烟、兰州卷烟等各大烟草企业的配套印刷厂。2013 年，公司白卡纸中烟卡销量和销售收入分别为 25 万吨和 17 亿元，分别占公司白卡纸总销量和销售收入的 50% 和 57%，公司客户的行业集中度高。从客户集中度看，2013 年，公司前五名客户销售额约占销售总额的 15.43%。

表 4 2013 年造纸业务公司前五大客户

客户	销售金额(万元)	占比(%)
第一名	32346.86	8.27
第二名	10103.60	2.58
第三名	6206.25	1.59
第四名	5872.12	1.50
第五名	5826.67	1.49
合计	60355.50	15.43

资料来源：公司提供

注：表中销售金额为不含税金额。

### 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，印刷业务主要由控股子公司华新(佛山)彩色印刷有限公司负责

运营。

华新彩印是国内少数同时拥有胶印、凹印和柔印三种主要印刷生产方式并具备正常生产能力的企业之一，拥有接近 GMP 标准的洁净厂房，胶印、柔印、凹印车间均通过了食品药品的 QS 认证，具备生产食品、药品包装材料的资质。印刷设备以环保水性油墨为原料，2010 年底，公司印刷设备在印前、印中、印后各阶段全面进入数据化阶段，生产时效大幅提升，标志着公司踏入了高端印刷行列，目前公司印刷设备主要有从德国进口的胶印机 7 台、从德国、美国、意大利进口的柔印机 4 台、从澳大利亚和陕西省购进的凹印机 2 台，具有胶印 1.5 亿标准印张/年、柔印 5,000 万米/年和凹印 2,000 万米/年的生产能力。2013 年 4 月，华新彩印开始清洁生产车间的三期扩建工程，预计 2015 年 3 月完工，新建的车间将符合国家清洁生产和行业绿色印刷的要求，为华新彩印扩大高端客户和打开国际市场提供有力的保障。公司印刷业务主要采取订单生产方式。印刷行业是充分竞争的行业，价格敏感度高，公司通过精细化管理来控制生产过程，可精准控制成本，使公司在稳定老客户、开拓新客户方面处于有利地位。

公司印刷业务主要原料为灰底白板纸和白卡纸，灰底白板纸主要是使用东莞玖龙纸业、东莞建晖纸业以及佛山诚通所产白板纸，白卡纸主要使用红塔仁恒所产珠海“红塔”“红梅”品牌，山东博汇纸业股份有限公司所产“丹顶鹤”品牌，山东太阳纸业股份有限公司所产“华夏太阳”品牌。由于印刷行业的特殊性，公司通常要接到客户订单才能够根据客户订单的需求订购相应品牌、规格、数量的原材料，公司印刷所需纸张从生产厂家处直接购买或向经销商采购。公司与主要供应商建立了长期稳定的合作关系，2013 年，公司印刷业务前 5 大供应商占比为 39.85%，供应商集中度较高。采购结算方式上，多以月结 60 天和月结 30 天支付银行承兑汇票或支票。

公司印刷业务可借助中国纸业的信息平台以及自身造纸企业的信息，能够较其他印刷企业更快地捕捉纸张的价格波动趋势，通过有预见性地批量采购和消化库存，有效控制了原料采购成本。2011-2013年，由于业务规模扩张，公司白板纸和白卡纸采购量逐年增长；采购价格逐年下降。

表5 公司近年印刷业务主要原材料采购情况

原材料		2011年	2012年	2013年	2014年1-9月
白板纸	采购量(万吨)	0.50	0.54	0.66	0.38
	采购价格(元/吨)	4023.00	3906.00	3539.00	3543.00
白卡纸	采购量(万吨)	0.31	0.33	0.42	0.39
	采购价格(元/吨)	6368.00	6065.00	5994.00	5789.00

资料来源：公司提供

印刷业务的核心销售区域是珠三角、华东地区，公司实施大客户策略，加大对重点客户的资源投入，成为箭牌糖果(中国)有限公司、美晨集团股份有限公司、欧司朗(中国)照明有限公司、佛山市海天(高明)调味食品有限公司、广州市合生元生物制品有限公司、广州王老吉药业股份有限公司等知名企业的供应商。销售结算方面，主要采用为电汇或银行承兑汇票的结算方式。

表6 2013年印刷业务公司前五大客户

客户	销售金额(万元)	占比(%)
第一名	4361.56	17.82
第二名	3435.23	14.04
第三名	2364.67	9.66
第四名	2195.35	8.97
第五名	1537.00	6.28
合计	13893.81	56.77

资料来源：公司提供

注：表中销售金额为不含税金额。

2013年公司印刷业务对前五大客户的销售占比达56.77%，公司客户集中度高。

## 2. 经营效率

2011~2013年，公司销售债权周转次数波

动中有所下降，三年加权平均为2.93次，2013年为2.99次，同比上升0.46次，主要是因为公司加强了客户信用审核和应收账款回收力度，应收账款和应收票据规模有所下降；公司存货周转次数波动上升，三年平均为3.47次，2013年为3.82次，同比上升0.90亿元，主要是因为公司白板纸规模下降及清理老旧库存操作等因素造成公司存货规模大幅下降；总资产周转次数波动上升，三年平均为0.62次，2013年为0.66次，同比上升0.10次，主要是因为公司偿还借款，致使公司资产规模有所下降。

表7 2013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	6.08	4.09	0.43
福建南纸	9.03	3.84	0.46
太阳纸业	18.56	6.89	0.70
银鸽投资	9.30	7.04	0.56
岳阳林纸	8.17	1.25	0.39
粤华包	4.36	3.82	0.66
平均值	9.25	4.49	0.53

资料来源：Wind资讯

注：此表中指标采用Wind计算公式，可能与联合资信的指标计算公式不一致。

与同行业其他上市公司比较，公司应收账款周转率和存货周转率仍处于行业较低水平，总资产周转率高于行业较高水平。

总体看，公司整体经营效率一般。

## 3. 重大事项

2013年6月28日，公司董事会审议通过公司收购龙邦国际有限公司持有的华新彩印25%股权的事项。2013年9月27日，相关工商变更登记手续已办理完毕，华新(佛山)彩色印刷有限公司已成为公司的全资子公司。近年来，公司印刷业务发展迅速，该股权收购交易有利于增强公司印刷业务份额，对公司未来经营业务有积极影响。

2013年12月23日，公司第三次临时股东

大会审议通过《关于收购中国纸业投资总公司持有的诚通财务有限责任公司 20% 股权关联交易的议案》。目前，本项交易已经顺利完成，交易金额 2.31 亿元，诚通财务有限责任公司成为公司的参股公司，公司董事长童来明任该公司董事。公司将其计入长期股权投资，采用权益法核算。未来公司可利用该金融平台加强资金管理、存贷款管理等工作，同时该交易也有利于公司日后融资业务的开展。

公司于 2014 年 10 月 22 日召开第六届董事会 2014 年第四次会议，审议并通过了《关于关闭清算佛山诚通纸业有限公司的议案》，决定关闭佛山诚通纸业有限公司，对其进行清算。佛山诚通纸业有限公司为公司控股子公司，主营业务是生产销售涂布白板纸及涂布牛卡纸，地处佛山市城区，因佛山市城市中轴线规划实施及城市升级改造的原因，佛山诚通所处位置已列入“北部门户区段”规划改造升级范围，佛山诚通的产业类型不符合城市规划的要求，佛山市地方政府已于 2 月份发函请佛山诚通配合做好企业搬迁的相关工作。为此，佛山诚通于 2014 年 2 月份进行了员工安置工作，之后进入长期停产状态；未来公司打算将相关 110 亩工业用地出售。随着佛山诚通纸业的关停清算，公司结束亏损的白板纸业务，有利增强公司的盈利能力。

经公司第五届董事会 2013 年第十一次会议批准，公司于 2013 年末与佛山市禅城区土地储备中心（以下简称“储备中心”）签署《国有土地使用权储备协议书》及其《补充协议》，将位于佛山市禅城区港口路 13 号西侧地块纳入禅城区土地储备（以下简称“本项交易”）。根据上述协议约定及该宗地评估价格（19141.9 万元），公司本项交易应得的收入=出让收入（暂为评估价） $\times$ （1-15%税费及有关专项资金） $\times$ （30%+20%），公司将可收取合计约 8135 万元的补偿款项，补偿金额分两期收取。公司将该地块及土地证书交付储备中心后，于 2013 年 12 月 30 日收取了本项交易的第一笔款项

4068 万元；第二期地收储补偿款（余款）将在土地出让后一年内支付。公司已于 2013 年度确认了本项交易产生的收益，计入营业外收入 5022.12 万元（扣除成本后收益为 5022.12 万元，扣除所得税后收益为 3766.59 万元）。根据佛山公共资源交易网站的“佛山国有建设用地使用权和矿业权网上挂牌交易系统”信息，上述宗地已经于 2014 年 8 月 13 日完成出让竞拍交易，实际成交价格为 24748 万元，比评估价 19141.9 万元高出 5606.1 万元。根据公司与储备中心签署的协议，公司预计本项交易溢价金额约为 2382.60 万元，将对公司的经营业绩产生积极影响。根据上述协议有关约定，公司应收取的剩余款项将高于原预计金额，对于超出原预计款项的部分，公司将在实际收到款项时确认有关损益。

#### 4. 未来发展

##### （1）未来发展战略和规划

基于行业特点以及公司自身经营情况，公司将继续坚持将主业做大做强的理念，集中力量发展高技术附加值、环保的高端白卡纸产品。

为了进一步扩大公司可持续发展能力，公司一方面将积极扩大产业规模，创新丰富产品种类，集中发展高端纸品，保持公司在烟卡市场的竞争优势，同时重点开发技术含量高、附件值高的高级液体食品包装纸板，开发与纸品后加工、深加工有关的系列产品，延长产品线，走绿色环保、高附加值的多元化造纸产业路线；另一方面将通过整合造纸、包装、印刷资源，推进产业纵向扩张，伺机进入上游造林制浆领域，打通包装产业“值林-制浆-造纸-印刷-包装”整个产业链，成为集设计、开发、制造、研发、服务于一体的绿色环保包装解决方案提供商。

##### （2）拟建在建投资项目分析

截至 2014 年 9 月底，公司拟建项目主要包括珠海华丰 BM4 项目和金鸡化工二期工程

配套原料罐区建设项目。

珠海华丰 BM4 项目在珠海华丰现有预留二期用地内扩建一条年产 25 万吨白卡纸生产线 (BM4)，项目用地 90487 平方米，建筑用地 61680 平方米，主要建设制浆车间、纸机车间、完成车间、成品仓库等建筑物；项目总投资 9.2 亿元，纸机幅宽：4650mm；纸机车速：635 米/分；主要产品为：食品卡纸、烟卡纸、高端社会卡纸、特种白卡纸。项目建成达产后，预计将实现年产销量达到 25 万吨的高档涂布白卡纸。预计项目建设周期 2 年，目前项目还处于审批阶段，具体开工时间尚不能确定。

金鸡化工二期工程配套原料罐区建设项目该项目为金鸡化工二期年产 10 万吨羧基丁苯胶乳喝苯丙胶乳项目的配套原料罐区建设工程，项目总投资 17000 万元，其中外部融资 10000 万元，自筹 7000 万元，预计 2015 年 3 月动工，2015 年 9 月竣工。

截至 2014 年 9 月底，公司拟建项目总投资 10.93 亿元，其中外部融资 7.03 亿元。

整体看，公司拟建项目投资金额较大，未来资金需求加大，债务负担将趋重，但项目完工后，公司在白卡纸行业的收入规模及竞争实力将大幅增强。

表 8 截至 2014 年 9 月底，公司主要拟建工程情况  
(单位：万元)

项目名称	总投资	资金筹措方案	
		外部融资	自有资金
珠海华丰 BM4 项目	92340	60308	32032
金鸡化工二期工程配套原料罐区建设项目	17000	10000	7000
<b>合计</b>	<b>109340</b>	<b>70308</b>	<b>39032</b>

资料来源：公司提供

## 八、财务分析

### 1. 财务质量及财务概况

公司提供的2011年、2012年和2013年财务报表均已经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并均出具了标准无保留审计结论；

2014年三季度财务报表未经审计。

截至2014年9月底，公司持有红塔仁恒 41.97% 股权，红塔仁恒董事会7名成员中公司派出4名，公司能决定红塔仁恒的财务和经营决策，公司将红塔仁恒纳入合并报表范围。

从合并范围变化情况来看，截至2012年底，公司纳入合并报表的二级子公司较上年增加1家，为珠海金鸡化工有限公司；截至2013年底，公司合并范围较2012年底无变化；截至2014年9月底，公司合并范围较2013年底无变化。合并报表范围变化对合并报表影响较小。

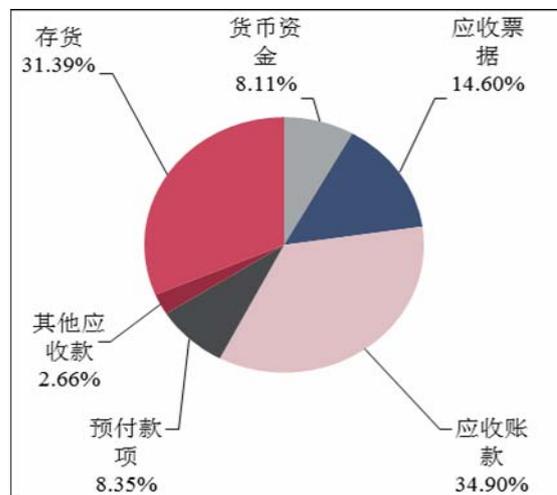
截至2013年底，公司(合并)资产总额57.73 亿元，所有者权益合计32.75亿元（其中少数股东权益15.45亿元）；2013年公司实现营业收入40.06亿元，利润总额1.41亿元。

截至2014年9月底，公司合并资产总额为 65.78 亿元，所有者权益合计为 33.51 亿元（其中少数股东权益 15.84 亿元）。2014 年 1~9 月，公司实现营业收入 27.18 亿元，利润总额 1.00 亿元。

### 2. 资产质量

2011~2013 年，由于负债规模的下降，公司资产持续下降，年均下降 6.27%。截至 2013 年底，公司资产总额 57.73 亿元，其中流动资产占 43.07%，非流动资产占 56.93%，公司资产以非流动资产为主。

图 9 截至 2013 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2011~2013年，公司流动资产波动下降，年均下降10.67%。截至2013年底，公司流动资产为24.87亿元，同比下降21.25%，主要是由于应收账款、应收票据和存货同比下降；公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款、预付款项和存货构成。

截至2013年底，公司货币资金为2.02亿元，主要为银行存款；货币资金中受限资金0.01亿元，主要为信用证保证金和保函保证金。

2011~2013年，公司应收账款有所波动。截至2013年底，公司应收账款账面余额为9.27亿元，同比下降10.98%；其中，按账龄组合占93.87%，单项组合占6.13%。账龄组合中，1年以内的占97.59%，1年以上的占2.41%，公司应收账款账龄短。公司应收账款前五名占总额的21.28%。截至2013年底，公司应收账款共计提坏账准备0.59亿元，净额为8.68亿元，计提比例为6.37%。

截至2013年底，公司其他应收款账面余额0.90亿元，其中按账龄分析法计提坏账准备的应收账款占74.22%；账龄组合中，1年以内的占92.38%，1-2年的占5.86%，2年以上的占1.76%；公司其他应收款前5名均为非关联方，占比为71.72%，集中度高；公司其他应收款计提坏账准备0.24亿元，计提比例为26.80%；公司其他应收款净额为0.66亿元。

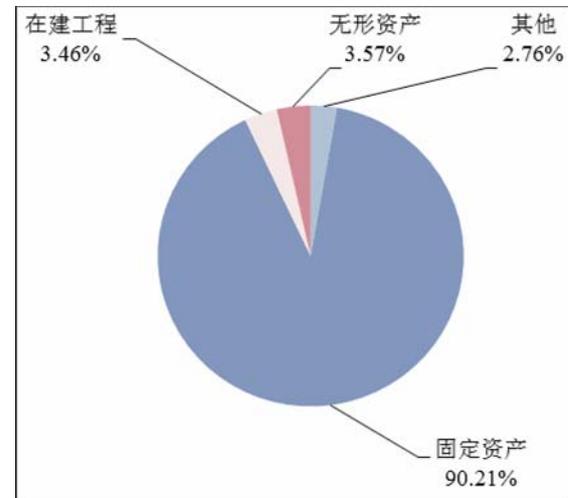
2011~2013年，公司预付款项持续快速增长，年均增长32.20%；截至2013年底为2.08亿元，同比增长15.80%，主要构成为预付原材料采购款。

2011~2013年，公司存货持续下降，年均下降17.04%。截至2013年底，公司存货账面余额为8.10亿元，同比下降28.93%，主要是由于：①公司白板纸规模下降，导致相关存货规模下降；②公司清理老旧库存。存货中库存商品占55.41%，原材料占32.97%。截至2013年底，公司存货共计提跌价准备0.30亿元，账面价值为7.81亿元。

2011~2013年，公司非流动资产小幅波动；

截至2013年底为32.86亿元，主要以固定资产构成。

图10 截至2013年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2011~2013年，公司固定资产保持稳定。截至2013年底，公司固定资产原值为47.55亿元，同比增长3.14%，其中机械设备占69.66%，房屋及建筑物占26.28%。截至2013年底，公司固定资产累计计提折旧17.13亿元，计提减值准备0.77亿元，固定资产账面价值为29.65亿元。

截至2013年底，公司在建工程1.14亿元，主要包括三期生产车间扩建项目0.51亿元和胶乳二期工程0.28亿元；公司无形资产1.17亿元，主要为土地使用权；公司无形资产同比下降18.67%，主要是因为公司位于佛山市禅城区的一块土地使用权被土地储备中心收储。

截至2014年9月底，公司资产总额65.78亿元，较2013年底增长13.94%，主要来自存货、长期股权投资和在建工程的增长；公司存货10.12亿元，较2013年底增长29.72%，主要是因为①公司年中备货库存较年底多；②公司依据对木浆的价格判断，采购木浆增加，导致木浆库存增长；公司长期股权投资2.43亿元，较2013年底大幅增长，为新增对诚通财务有限责任公司的股权投资2.34亿元（账面价值），公司对其持股比例为20.00%，采用权益法核算。截至2014年9月底，公司非流动资产占比下降3.39个百分点至53.54%，公司资产仍以非流动资产

为主。

总体看，公司资产以非流动资产为主，流动资产中应收账款和存货占比高，应收账款账龄短，非流动资产中固定资产占比高。公司整体资产质量较好。

### 3. 负债及所有者权益

#### 所有者权益

2011~2013年，公司所有者权益保持稳定。截至2013年底，公司所有者权益为32.75亿元，其中少数股东权益15.45亿元。归属于母公司权益中，实收资本占29.22%，资本公积占14.88%，盈余公积占10.36%，未分配利润占45.54%，所有者权益构成稳定性一般。2011~2013年，公司实收资本和资本公积保持稳定，截至2013年底分别为5.05亿元和2.57亿元。截至2014年9月底，公司所有者权益为33.51亿元，较2013年底增长2.31%，所有者权益构成较2013年底变化不大。

整体上，公司所有者权益中实收资本、未分配利润及少数股东权益占比较大，权益稳定性一般。

#### 负债

2011~2013年，公司负债持续下降，年均下降14.61%。截至2013年底，公司负债总额为24.98亿元，其中流动负债占49.00%，非流动负债占51.00%，公司负债转为以非流动负债为主。

2011~2013年，公司流动负债快速下降，截至2013年底，公司流动负债为12.24亿元，主要由短期借款（占60.99%）和应付账款（占24.94%）构成。

2011~2013年，公司短期借款持续下降，年均下降34.56%，截至2013年底为7.47亿元。

2011~2013年，公司应付账款持续下降，年均下降26.34%，2013年底为3.05亿元，全部为待付采购款。

2011~2013年，公司非流动负债波动增长，截至2013年底为12.74亿元，主要由应付债券

（占62.27%）和长期应付款（占36.22%）构成。

截至2013年底，公司应付债券为7.93亿元，为2012年11月发行的8亿元公司债，期限为5年。

2011~2013年，公司长期应付款波动中小幅下降，截至2013年底为4.61亿元，同比下降3.88%，主要为2010年公司实际控制人诚通集团通过发行中期票据为公司提供5亿元的资金支持，期限为5年，2013年3月24日公司偿还0.81亿元。

截至2014年9月底，公司负债总额32.27亿元，较2013年底增长29.19%。截至2014年9月底，公司流动负债较2013年底增长94.10%，主要来自短期借款、应付票据、应付账款和一年内到期的非流动负债的增长；非流动负债较2013年底下降33.18%，主要由于长期应付款转入一年内到期的非流动负债所致。截至2014年9月底，公司流动负债占比大幅增长至73.62%，公司负债变成以流动负债为主。

2011~2013年，公司全部债务逐年下降，年均下降12.35%，2013年底为20.09亿元，其中短期债务占37.53%，长期债务占62.47%。截至2014年9月底，公司全部债务较2013年底增长27.04%至25.52亿元，短期债务占比大幅增长至67.39%。

2011~2013年，公司资产负债率和全部债务资本化比率逐年下降，三年加权平均值分别为46.78%和41.25%，截至2013年底分别为43.27%和38.01%。同期，公司长期债务资本化比率波动增长，三年加权平均值为25.50%，截至2013年底为27.70%。截至2014年9月底，资产负债率和全部债务资本化比率较2013年底均有所上升，分别为49.06%和43.23%；长期债务资本化比率大幅下降致19.89%。

总体看，公司所有者权益稳定一般；截至2014年9月底，公司有息债务以短期债务为主，公司整体债务水平适中。

#### 4. 盈利能力

2011~2013年，公司营业收入波动中小幅下降。2013年，公司营业收入为40.06亿元，同比增长9.86%。2011~2013年，公司营业成本波动中小幅增长，2013年为34.38亿元，同比增长9.19%。

从期间费用率看，2011~2013年，公司期间费用占营业收入的比重有所波动，三年分别为10.75%、14.49%和11.53%。

2011~2013年，公司投资收益大幅波动，三年分别为0.59亿元、3.31亿元和0.01亿元。2012年公司投资收益中2.80亿元为处置利乐华新（佛山）包装有限公司所得的投资收益。

2011~2013年，公司营业外收入快速增长，三年分别为0.07亿元、0.18亿元和0.81亿元，其中政府补助分别为0.04亿元、0.11亿元和0.07亿元，规模小且稳定性较弱。2013年，公司营业外收入主要为公司将部分国有土地使用权纳入政府土地储备而产生的处置利得0.50亿元。2011~2013年，公司投资收益和营业外收入合计分别为0.66亿元、3.49亿元和0.81亿元，占利润总额的比例分别为28.95%、126.93%和57.61%，对公司利润贡献大，且稳定性弱。

2011~2013年，公司利润总额及净利润波动中有所下降，年均分别下降21.16%和29.30%，2013年分别为1.41亿元和0.98亿元。

从盈利指标上看，2011~2013年，公司营业利润率小幅波动，三年加权平均值为13.73%，2013年为13.61%；总资本收益率波动下降，三年加权平均值为5.19%，2013年为4.10%；净资产收益率波动中大幅下降，三年分别为6.21%、6.30%和2.98%。

2014年1~9月，公司实现营业收入27.18亿元，较去年同期下降11.33%，主要是因为：①白板纸业务亏损，2014年公司停止了白板纸的生产；②由于国家限制三公消费，高档月饼白酒等商品包装用纸需求下降，公司白卡纸销量同比有所下降；公司营业利润率较2013年增长1.41个百分点至15.02%；公司实现利润总额为

1.00亿元，较去年同期增长51.90%。

总体看，公司营业收入及利润总额有所波动；非经营性损益对利润总额贡献较大，且稳定性弱。公司整体盈利能力较弱。2014年公司关闭了亏损的白板纸业务，未来公司利润总额有望提高。

#### 5. 现金流

从经营活动看，2011~2013年，公司销售商品、提供劳务收到的现金小幅波动，2013年为30.16亿元。从收现质量上看，公司三年现金收入比保持在低位，三年分别为75.59%、82.22%和75.30%，主要是因为公司票据结算规模大并且部分票据直接背书或抵押开具信用证来支付账款。2011~2013年，公司经营活动产生现金流入量小幅波动，2013年为31.52亿元；同期，公司经营活动现金流出量逐年下降，年均下降15.74%，2013年为21.65亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金。2013年，公司收到其他与经营活动有关的现金1.36亿元，同比大幅增长，主要是因为公司质押贷款保证金大幅增长；公司支付其他与经营活动有关的现金主要是往来款等。2011~2013年，公司经营活动产生的现金流量净额快速增长，2013年为8.21亿元，同比大幅增长8.02亿元，主要是因为应收账款、应收票据和存货的减少。

2011~2013年，投资活动现金流入分别为0.60亿元、5.81亿元和0.51亿元，2012年公司投资活动现金流入量大，主要是公司转让利乐华新股权的转让款及取得投资收益；公司投资活动现金流出增长较快，三年分别为0.48亿元、1.15亿元和2.00亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金；公司投资活动产生的现金流量净额大幅波动，三年分别为0.13亿元、4.66亿元和-1.49亿元。

从筹资活动看，2011~2013年，公司筹资活动现金流入主要是取得借款收到的现金，筹资活动现金流出主要是偿还债务支付的现金；公司近三年筹资活动产生的现金流量净额分

别为 2.88 亿元、-4.71 亿元和-8.51 亿元。

2014年1~9月，经营活动方面，公司销售商品、提供劳务收到的现金21.01亿元，现金收入比小幅增长至77.30%；公司收到其他与经营活动有关的现金2.45亿元，同比大幅增长，主要是因为公司质押贷款保证金大幅增长；投资活动方面，公司投资支付的现金为2.31亿元，主要为对诚通财务有限责任公司的股权投资；公司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和筹资活动产生的现金流量净额分别为1.83亿元、-3.58亿元和0.86亿元。

总体看，公司经营活动现金流净额快速增长；随着公司购建长期资产和投资股权的增长，公司投资支付的现金增速较快，考虑到公司拟建工程投资规模较大，公司未来存在一定的筹资压力。

#### 6. 偿债能力

从短期偿债能力看，2011~2013年，公司流动比率、速动比率有所增长，三年加权平均值分别为175.44%和118.84%，截至2013年底分别为203.15%和139.39%。随着短期债务的快速增长，截至2014年9月底，公司流动比率和速动比率分别下降至128.63%和86.02%。从经营活动对流动负债的覆盖程度来看，2011~2013年，公司经营现金流动负债比大幅增长，三年分别为-7.26%、1.05%和67.09%。公司经营活动现金流入规模较大，但考虑到公司2014年9月底短期有息债务快速上升且规模大，总体看，公司存在短期支付压力。

从长期偿债能力看，2011~2013年，公司EBITDA波动下降，三年分别为5.25亿元、6.33亿元和4.51亿元。同期，公司EBITDA利息倍数小幅波动，三年加权平均值为3.70倍，2013年为3.76倍；公司全部债务/EBITDA有所波动，三年加权平均值为4.43倍，2013年为4.45倍。总体看，公司长期偿债能力尚可。

截至2014年9月底，公司未对外提供担保。

截至2014年9月底，公司共获得银行授信31.77亿元，未使用额度20.30亿元，公司融资渠道较为畅通。

#### 7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告(报告编号:B-201400060837722)，截至2014年10月16日，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。

#### 8. 抗风险能力

公司作为国内大型白卡纸生产企业，在股东支持、技术研发、品牌知名度方面具有综合优势。公司白卡纸销售情况良好，未来公司拟建一条年产25万吨白卡纸生产线，投产后公司收入水平有望得到提升。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强。

### 九、本期中期票据偿债能力分析

#### 1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行额度为2亿元，分别占2014年9月底公司长期债务和全部债务的24.04%和7.84%，不考虑其他因素，本期中期票据对公司现有债务存在一定影响。

2014年9月底，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49.06%、43.23%和19.89%，以公司2014年9月底报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后，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将分别上升至50.56%、45.09%和23.55%，公司债务负担有所增加。

#### 2. 本期中期票据偿还能力分析

2011~2013年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据的15.37倍、15.12倍和

15.76 倍；经营活动现金流量净额分别为本期中期票据的-1.04 倍、0.10 倍和 4.11 倍；公司 EBITDA 分别为 5.25 亿元、6.33 亿元和 4.51 亿元，为本期中期票据的 2.63 倍、3.17 倍和 2.26 倍，公司经营活动现金流入量对本期中票的覆盖能力较好。

总体看，本期中期票据的发行对公司债务存在一定影响；经营活动现金流入量对本期中期票据的覆盖程度较高。

## 十、结论

随着宏观经济形势的持续波动，造纸行业景气程度也经历了相应起伏，短期内面临产能过剩，结构性供需矛盾等问题，但作为国民经济的基础原材料行业，在目前国内人均消费纸量远低于发达国家水平的背景下，长期看造纸行业仍具有较好的增长空间。行业内资源优势明显，整合能力强的大型企业具备良好的发展前景。

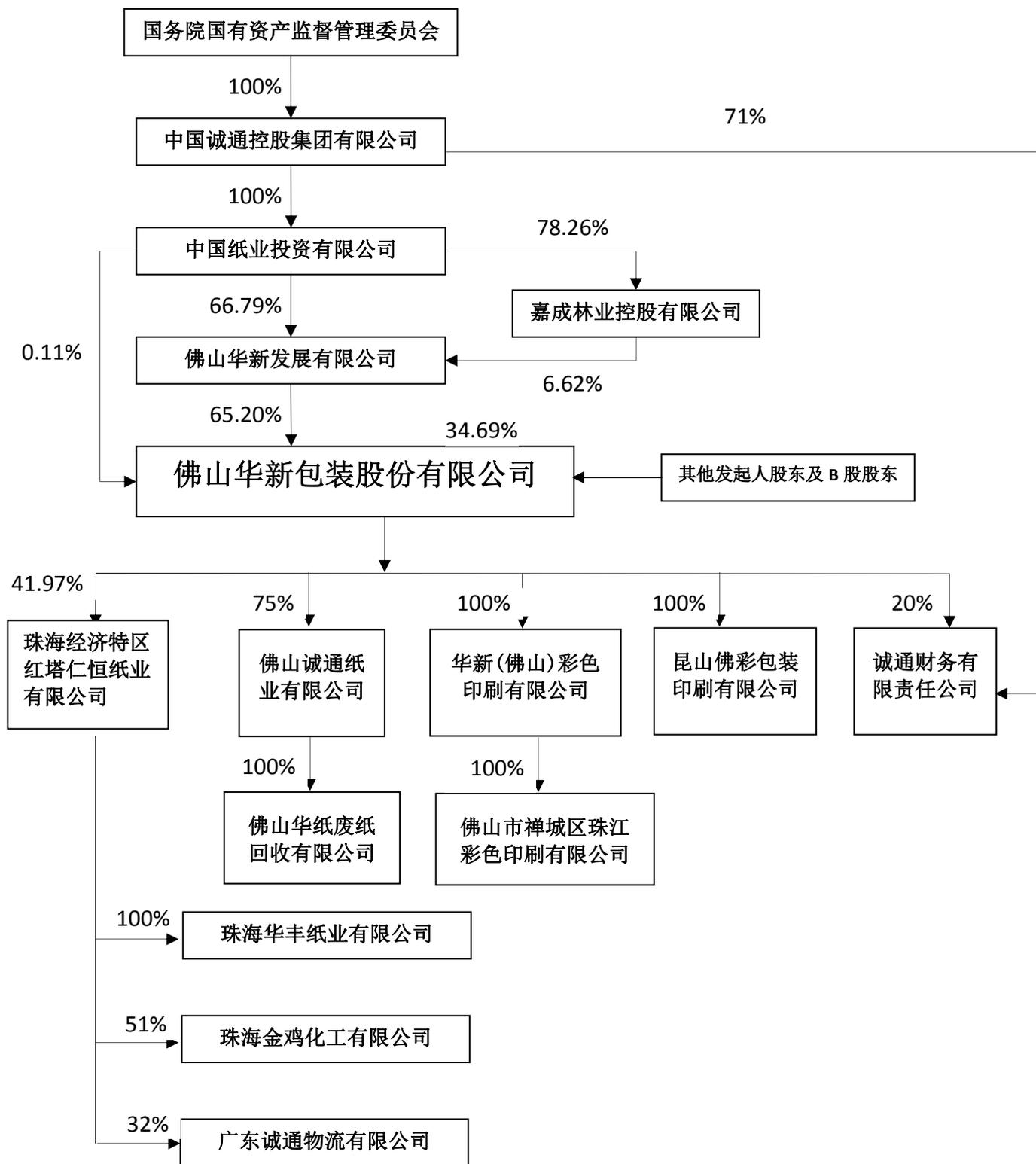
公司作为国内大型白卡纸生产企业，在股东支持、技术研发、品牌知名度方面具有综合优势。同时，联合资信关注到国内造纸行业持续低迷和木浆价格波动等因素给公司经营与发展可能带来的不利影响。近年来，公司白卡纸生产和销售情况保持较好水平，但受行业景气度持续低迷影响，公司整体盈利能力较弱；公司债务负担适宜，短期债务上升快，存在短期支付压力，长期偿债能力尚可。

近年来，公司白卡纸生产和销售情况保持较好水平，未来公司拟建一条年产 25 万吨白卡纸生产线，投产后公司收入水平有望得到提升。

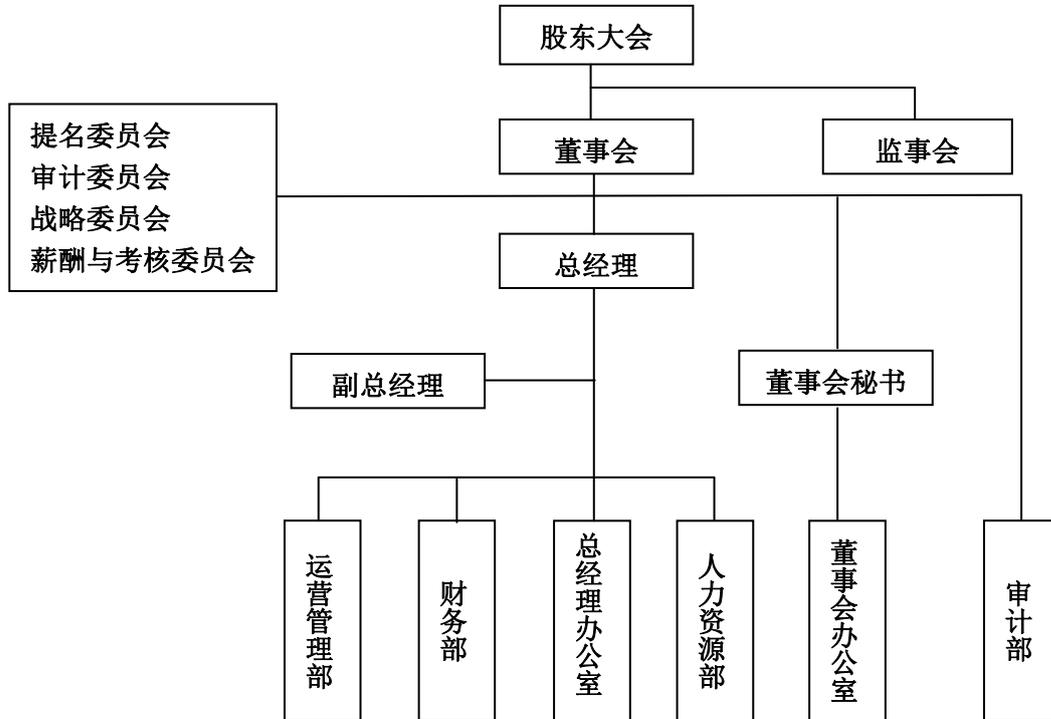
本期中期票据的发行对公司债务存在一定影响；经营活动现金流入量对本期中期票据的覆盖程度较高。

综合分析，公司主体信用风险低，本期中期票据到期不能偿还的风险低。

附件 1-1 公司股权结构图及组织结构图



附件 1-2 公司组织结构图



**附件 2 主要财务数据及指标**

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 9 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	9.18	9.59	5.65	8.54
资产总额(亿元)	65.72	64.29	57.73	65.78
所有者权益(亿元)	31.46	32.75	32.75	33.51
短期债务(亿元)	20.59	12.34	7.54	17.20
长期债务(亿元)	5.55	13.26	12.55	8.32
全部债务(亿元)	26.14	25.59	20.09	25.52
营业收入(亿元)	40.27	36.47	40.06	27.18
利润总额(亿元)	2.27	2.75	1.41	1.00
EBITDA(亿元)	5.25	6.33	4.51	--
经营性净现金流(亿元)	-2.08	0.19	8.21	1.83
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	3.41	2.52	2.99	--
存货周转次数(次)	3.39	2.93	3.82	--
总资产周转次数(次)	0.63	0.56	0.66	--
现金收入比(%)	75.59	82.22	75.30	77.30
营业利润率(%)	14.74	13.25	13.61	15.02
总资本收益率(%)	5.86	6.55	4.10	--
净资产收益率(%)	6.21	6.30	2.98	--
长期债务资本化比率(%)	15.00	28.82	27.70	19.89
全部债务资本化比率(%)	45.39	43.87	38.01	43.23
资产负债率(%)	52.13	49.07	43.27	49.06
流动比率(%)	108.70	173.73	203.15	128.63
速动比率(%)	69.14	117.70	139.39	86.02
经营现金流动负债比(%)	-7.26	1.05	67.09	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.70	3.59	3.76	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.98	4.05	4.45	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	15.37	15.12	15.76	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-1.04	0.10	4.11	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	2.63	3.17	2.26	--

注：公司 2014 年三季度财务数据未经审计；长期应付款在指标计算中已计入长期债务。

**附件 3 有关计算指标的计算公式(新准则)**

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
<b>本期中期票据偿债能力</b>	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
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/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额

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 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

## 联合资信评估有限公司关于 佛山华新包装股份有限公司 2015年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

佛山华新包装股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料（含公司及担保方的相关资料）。佛山华新包装股份有限公司或者担保方如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，佛山华新包装股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注佛山华新包装股份有限公司和担保方的经营管理状况及相关信息，如发现佛山华新包装股份有限公司或担保方出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如佛山华新包装股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送佛山华新包装股份有限公司、主管部门、交易机构等。

