

跟踪评级公告

联合[2015] 2067 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。



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中期票据跟踪评级报告

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: 2015 年 9 月 24 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
现金类资产(亿元)	8.59	5.63	4.59	3.46
资产总额(亿元)	64.29	57.73	64.34	60.58
所有者权益(亿元)	32.75	32.75	34.23	34.01
短期债务(亿元)	12.34	7.54	16.17	13.54
全部债务(亿元)	25.59	20.09	24.23	21.61
营业收入(亿元)	36.47	40.06	35.53	15.80
利润总额(亿元)	2.75	1.41	1.97	0.40
EBITDA(亿元)	6.33	4.51	4.74	--
经营性净现金流(亿元)	0.19	8.21	4.80	3.03
营业利润率(%)	13.25	13.61	15.97	14.90
净资产收益率(%)	6.30	2.98	4.36	--
资产负债率(%)	49.07	43.27	46.80	43.87
全部债务资本化比率(%)	43.87	38.01	41.45	38.85
流动比率(%)	173.73	203.15	132.35	137.75
全部债务/EBITDA(倍)	4.05	4.45	5.11	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.59	3.76	3.72	--

经营现金流流动负债比(%) 1.05 67.09 21.92 --
注: 公司 2015 年上半年财务数据未经审计; 长期应付款中的有息债务已计入长期债务; 现金类资产已剔除受限货币资金。

分析师

谭心远 刘嘉敏

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,反映了公司作为国内大型白卡纸生产企业,在外部支持、技术研发、品牌知名度方面的优势。同时,联合资信也关注到,跟踪期内,经济增长放缓和“禁烟令”等政策因素,加之行业新增产能释放、下游需求萎靡、行业竞争加剧、原材料价格波动等因素对公司经营产生的不利影响。

跟踪期内,公司营业收入同比下降,短期债务规模增长明显;但公司退出了亏损的白板纸业务,同时积极推进产品转型升级,加强创新研发,提升精细化管理等措施实现降本增效,盈利能力有所上升。未来,随着上述措施的进一步拓展深化,公司经营业绩或有望得到提升。

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,并确定“15 华包MTN001”的信用级别为AA。

优势

1. 跟踪期内,在行业景气度低迷大环境下,公司产品结构优化,成本控制力加强,盈利能力有所上升。
2. 跟踪期内,公司继续保持研发优势,产品获得了多项发明专利。
3. 公司经营现金流及EBITDA对本期中票覆盖能力强。

关注

1. 造纸行业新增产能继续释放,产能过剩现象加剧,行业竞争激烈。
2. 跟踪期内,公司短期债务规模大幅上升,债务负担有所加重,债务结构有待改善。
3. 跟踪期内,公司收入规模下降。

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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(以下简称“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”)。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2015年6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2015年6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2014年底,公司(合并)资产总额64.34亿元,所有者权益合计34.23亿元(其中少数股东权益16.10亿元);2014年公司实现营业收入35.53亿元,利润总额1.97亿元。

截至2015年6月底,公司(合并)资产总额为60.58亿元,所有者权益合计为34.01亿元(其中少数股东权益15.83亿元)。2015年1~6月,公司实现营业收入15.80亿元,利润总额0.40亿元。

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。

三、宏观经济和政策环境

2014年,中国国民经济在新常态下保持平稳运行,呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算,全年国内生产总值636463亿元,按可比价格计算,比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为,在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万,调查失业率稳定在5.1%左右,居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升;以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现,中国经济向中高端迈进的势头明显;最终消费的比重提升,区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%,城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%,农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看,2014年,

市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增

就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

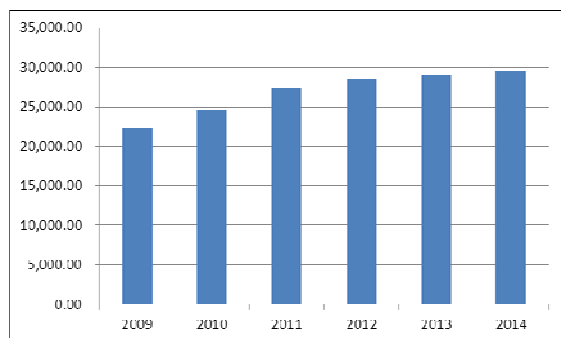
四、行业分析

1. 行业现状

2013 年以来，中国纸品消费市场整体仍实现了一定增长，但延续了增速放缓的态势。由于宏观经济景气度偏低，下游需求短期内难以消化近年来集中释放的新增产能，造纸行业竞争激烈，产品价格持续走低，毛利率下降，期间费用高企等多重因素导致相关企业利润空间收窄。包装、印刷等传统工业消费领域增长乏力，纸品需求持续低迷，造纸行业投资速度和扩张速度持续放缓，全行业过剩产能需要一定时间逐步消化。2014 年造纸行业未见实质性改观，主要纸种出厂价格低位徘徊。造纸行业至今未出现明显的复苏迹象，但行业筑底情势有所显现。

根据 Wind 资讯统计，2014 年中国造纸行业企业 2962 家，较 2013 年增加 28 家，基本保持稳定。机制纸及纸板产量 11785.80 万吨，同比增长 2.36%；消费量 11605.70 万吨，同比增长 0.73%。2014 年造纸行业主营业务收入 7879.42 亿元，同比增长 4.03%；产成品库存 319.56 亿元，同比增长 7.30%；利润总额 361.91 亿元，同比下降 3.21%；资产总计 9432.11 亿元，同比增长 4.63%；负债总额 5522.45 亿元，同比增长 5.26%；在统计的 2962 家造纸生产企业中，亏损企业有 376 家（占 12.69%），亏损额 59.52 亿元，同比增长 13.13%。

图1 2009~2014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,中国国内造纸行业不景气,纸制品价格整体呈现下滑趋势。铜版纸方面,2013年以来铜版纸总体呈现底部平稳运行走势。双胶纸方面,2013年以来双胶纸价格始终在历史低位窄幅波动,需求乏力使得上涨缺乏动力,成本因素又限制了价格继续下行的空间。截至到2014年底,双胶纸行情基本稳定,市场成交气氛冷清。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。白卡包装纸方面,2013年上半年白卡纸价格有所回升,但是下半年又出现了小幅回落。2014年,国内各地白卡纸市场整体表现欠佳,成交气氛不浓。总体看,白卡包装纸价格仍处在底部徘徊区间,上游进口废纸趋稳,加上淘汰了一部分落后产能,市场饱和度将得到进一步缓解。

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占62.6%,废纸浆占34%,非木浆占3.4%。

造纸行业资源束缚的特性决定了原材料的供应将直接影响企业的盈利和发展。根据Wind资讯,2014年中国废纸累计进口数量2751.91万吨,同比下降5.89%,价值53.48亿美元,同比下降9.81%,进口均价194.31美元/吨;

进口纸浆1796.40万吨,同比增长6.61%;价值120.65亿美元,同比增长6.08%,进口均价671.77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。近几年,原料市场波动使业内企业面临长期成本上涨压力,增加了成本管控难度,同时,也加大了企业短期盈利波动的风险。

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。

造纸工业发展“十二五”规划也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 and 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

根据《国务院关于进一步加强对淘汰落后产能工作的通知》(国发〔2010〕7号),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，并要求有关省市区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。

工信部在2013年7月公布的第一批名单包含了钢铁、水泥、造纸等行业，第二批名单仅包括造纸行业，且大都为低端低效的小型造纸厂，由此可见，国家对造纸行业落后产能淘汰十分重视。

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”）明确了对林纸一体化工程、清洁生产和资源化利用工程以及产品升级换代及装备自主化工程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

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。但是，目前造纸行业集中度仍然较低，原料依赖强、环保压力大的问题仍然存在，这将促使造纸企业继续进行大规模整合，未来行业内资源优势明显、整合能力强的大型企业有望取得竞争优势，获得较好的发展。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2015 年 6 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，产品主要为以涂布白卡纸、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 号生产线是中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，拥有高规格的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。2014 年公司新申报专利 10 项，包括 9 项发明专利，1 项实用新型。2014 年公司共获得专利 8 项，其中发明专利 7 项，实用新型专利 1 项；包括造纸领域的“一种用于吸塑包装的涂布白卡纸及其生产工艺”、包装印刷领域的“一种具有隐蔽可揭式功能活动窗的纸品材料的生产方法”等。2014

年公司进行了多项高新技术产品认定申报,包括“免覆膜防卷曲自动贴标标签”、“柔版印刷不干胶标签及铝纸复合材料 UV 印刷包装材料”等获得认证。此外,“标识码防伪涂布白卡纸”、“直接真空镀铝涂布白卡纸”等多个项目通过了省级科技成果鉴定,并获得科技技术奖。

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. 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、重大事项

2013 年 12 月,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》。双方经协商后统一本次股权转让价格为人民币 2.31 亿元。诚通财务有限责任公司已于 2014 年 6 月 23 日变更股东登记。因此自 2014 年 7 月开始公司对诚通财务责任有限公司持有的股权比例为 20%,按权益法核算。本次交易对公司投资收益产生了积极的影响,2014 年贡献投资收益 0.08 亿元。2014 年,诚通财务有限责任公司为公司贡献的净利润占比为 8.49%。

2014 年 10 月公司董事会通过了《关闭清算佛山诚通纸业有限公司的议案》,决定关闭子公司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(以下简称“佛山诚通”)的产业类型不符合城市规划的要求,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。截至 2014 年底,佛山诚通资产总额 5.86 亿元,净资产 1.17 亿元;2014 年实现营业收入 0.53 亿元,净利润-0.78 亿元。截至 2015 年 6 月底,佛山诚通的清算关闭工作尚未完成,其遗留土地尚未处置。

总体来看,公司参股诚通财务有限责任公司有利于公司以金融业务促进实业发展,并且对投资收益产生了积极的作用。但佛山诚通纸业的停产对公司白板纸业务产生了较大的影响,以致公司清理库存积压产品,折价销售,导致了毛利率的大幅下降。

七、管理分析

跟踪期内,公司高管、管理体制及管理制度无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内,造纸行业产能过剩现象严重,行业景气度持续低迷,包装印刷行业市场竞争激烈。针对低迷的行业环境,公司通过进一步

优化产品结构，拓展高技术含量、高附加值的产品市场来避开同质化竞争，但受整体行业景气度低迷的影响，2014 年公司营业收入同比有所下滑。2014 年公司实现主营业务收入 33.97 亿元，同比下降 13.19%，主要系白卡纸及白板纸业务收入下降所致，其中白板纸业务收入下降明显，原因是当期公司白板纸生产企业佛山诚通响应政府要求停产并折价清理库存；2014 年公司主营业务收入占营业收入比重为 95.62%，主业依旧突出。尽管 2014 年公司营业收入有所下降，但公司有效控制了营业成本和期间费用，同时毛利率为负的白板纸业务的停产改善了公司产品结构，公司盈利能力略有提升。

毛利率方面，2014 年公司主营业务综合毛利率同比小幅上升 2.72 个百分点，主要是毛利率为负的白板纸业务停产后其主营业务收入占比大幅下降，同时白卡纸和胶乳毛利率小幅增加所致；白板纸业务由于原生产企业佛山诚通于 2014 年 1 月份开始停产，清理库存积压产品，折价销售，导致毛利率大幅下降至 -63.27%。白卡纸业务受产能过剩因素影响，

营业收入同比下降 7.68%，但由于公司产品结构调整策略的实施（大幅提高利润率高的纸种产销量，如烟卡和食品卡）并且有效地控制了生产成本（同比下降 10.42%），毛利率有所提升。印刷品方面由于经济增长放缓且同业竞争激烈，订单价格下降，在原材料成本没有明显变化的情况下，毛利率有所下降。胶乳业务得益于原材料价格下降，使生产成本下降，毛利率有所上升。2014 年碳酸钙主要是内部关联交易，无对外销售。

2015 年 1~6 月，造纸行业景气度延续上年态势，公司实现主营业务收入 15.28 亿元，占 2014 年全年的 44.98%，同比下降 11.61%；其中白卡纸业务实现收入 13.04 亿元，同比下降 7.56%，为主营业务收入主要来源；白板纸业务关停；印刷品及胶乳业务收入同比分别下降 3.77% 和 31.97%。毛利率方面，白卡纸业务毛利率为 15.72%，较 2014 年略有上升；印刷业务毛利率为 14.80%，较 2014 年下降 5.47 个百分点；胶乳业务毛利率为 17.73%，同比下降 3.46 个百分点。2015 年 1~6 月，公司综合毛利率为 15.79%，较 2014 年上升 0.57 个百分点。

表1 2013~2015年6月公司主营业务收入及毛利率情况(单位:万元、%)

项目	2013 年			2014 年			2015 年 1~6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
白板纸	30784.99	7.87	-5.90	4880.24	1.44	-63.27	--	--	--
白卡纸	313434.40	80.10	13.10	289360.42	85.18	15.68	130406.21	85.34	15.72
印刷品	24483.29	6.25	24.50	24759.07	7.29	20.27	11799.75	7.72	14.80
胶乳	22533.97	5.76	16.34	20701.69	6.09	21.19	10603.91	6.94	17.73
碳酸钙	84.70	0.02	21.63	--	--	--	--	--	--
合计	391321.35	100	12.50	339701.41	100	15.22	152809.87	100	15.79

资料来源：公司提供

注：液体包装纸收入合并至白卡纸。

2. 造纸业务

(1) 生产及销售

2014 年，随着产能释放的加剧及下游需求萎缩的影响，造纸行业景气度进一步下滑，公司造纸板块产销量分别较 2013 年下滑 20.03% 和 18.52%；其中白卡纸销售量较 2013 年下降

4.77 万吨；白板纸原由佛山诚通生产，佛山诚通因产业类型不符合城市规划的要求，已于 2014 年 1 月停产，由于白板纸业务为公司近年来的亏损业务，该子公司停产有利于减少公司经营亏损的金额，改善公司产品结构。此外，胶乳产量略有提高。

表 2 2013~2015 年 6 月主要产品产销情况（万吨、%、元/吨）

产品类别	项目	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
白卡纸	产能	57	57	57
	产能利用率	88.91	85	85.66
	产销率	100.57	98.99	92.97
	销售均价（不含税）	6408.47	6137.04	6093.61
白板纸	产能	17	--	--
	产能利用率	64.23	--	--
	产销率	100.04	--	--
	销售均价（不含税）	2771.93	--	--
液态包装纸	产能	3	--	--
	产能利用率	100	--	--
	产销率	73.33	--	--
	销售均价（不含税）	6947.01	--	--
胶乳	产能	5	5	12
	产能利用率	106.26	97.30	35.65
	产销率	99.59	99.18	99.53
	销售均价（不含税）	6766.52	6296.05	5030.23

资料来源：公司提供

注：液态包装纸属于白卡纸的一种，其产销情况 2014 年开始合并至白卡纸。

从产销率来看，白卡纸生产主要采取以订单生产为主，根据市场判断适当预留存货，2014 年产销率略有下降但仍维持在较高水平；胶乳 2014 年产销率有所下降，从 2013 年的 99.59% 下降到 99.18%。

从产品销售价格来看，由于产能过剩、市场竞争激烈加之中央及国务院关于反腐倡廉、改变作风的多项规定和政策的影响，白卡纸全年的销售均价由 2013 年的 6408.47 元/吨（不含税，下同）下降到 2014 年的 6137.04 元/吨；同期，胶乳价格也有所下降，为 6296.05 元/吨。

2015 年 1~6 月，随着新增产能陆续释放，造纸行业景气度持续低迷。当期，公司白卡纸业务产能利用率保持相对稳定，产销率有所下降，销售均价小幅下滑至 6093.61 元/吨；同期，随着公司技改项目的推进，胶乳产品产能提升至 12 万吨，但产能利用率及销售均价均下降明显。

从客户集中度看，2014 年公司对前 5 大销售客户的依赖度有所上升，销售占比从 2013 年的

15.43% 上升到 2014 年的 22.89%，集中度提高。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，红塔烟草（集团）有限公司销售占比最高，为 10.32%。

表 3 2013~2014 年公司造纸业务前五大客户

（单位：万元、%）

年份	客户	销售金额	占比
2013 年	红塔烟草（集团）有限责任公司	32346.86	8.27
	北京中物通原材料供应有限公司	10103.60	2.58
	广州文茂包装材料有限公司	6206.25	1.59
	东莞建晖纸业业有限公司	5872.12	1.50
	福建鑫叶投资管理集团有限公司	5826.67	1.49
	合计	60355.50	15.43
2014 年	红塔烟草（集团）有限责任公司	35070.85	10.32
	宁波保税区方圆纸业有限公司	17074.72	5.03
	福建泰兴特纸有限公司	9726.49	2.86

利乐包装(佛山)有限公司	9155.36	2.70
青岛顺诚投资有限公司	6719.58	1.98
合计	77747.00	22.89

资料来源：公司提供

2014年，公司调整产品结构，推出“三大系列七小类”，三大系列即烟卡、食品级白卡、社会白卡，七小类产品包括红塔牌高端烟卡、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。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，开发了多个高端产品，并成功开拓了安徽精方药业、阳帆食品、高明盈科药业、广东远大药业等客户。2014年在医药包装、专用包装等高端产品的业务得到了进一步发展，增加的销售额超过800万元。

总体来看，跟踪期内，公司白板纸业务由于工厂停工受影响较大，白卡纸由于行业不景气等因素经营规模略有下降，其余产品经营规模有不同程度上升；公司产品销售渠道保持畅通，产销率维持较高水平；公司产品销售客户集中度有所上升，对以烟草客户为重点客户依赖性略有提升。

(2) 采购

白卡纸的主要原料为木浆，白板纸的主要原料为废纸；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%。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，进口木浆在公司木浆采购总量中占比90%。木浆和废纸的价格波动对生产成本影响较大。

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。公司与巴西 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。

2014 年公司增加了木浆采购量，由 2013 年的 41.77 万吨增长至 63.49 万吨，同比增长 52.00%。供应商方面，2014 年主要供应商基本没有变化。从采购价格来看，2014 年公司木浆采购均价为 583.16 美元/吨，同比上升 2.41%。2014 年公司继续通过集中采购的同时拓宽采购渠道，试用一些新的浆种以做替代；在保证生产稳定、品质正常的前提下，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。如采用湿浆逐步替代高松厚进口浆、ML 化机杨木浆替代主流化机杨木浆、在社会卡类产品中采用玉米阳离子淀粉替代木薯阳离子淀粉，木薯原淀粉替代木薯改性喷淋淀粉等，同时自主开发生产苯丙 SA-618 胶乳来替代进口苯丙胶乳等一系列技术创新来达到降低生产成本的目的。2014 年因白板纸停产，公司无废纸采购。

2015年1~6月，公司木浆采购量为21.78万吨，占2014年全年的34.30%；采购均价为564.91美元/吨，较2014年有所下降。

表 4 公司近年造纸业务主要原材料采购情况

原材料		2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
木浆	采购量(万吨)	41.77	63.49	21.78
	采购价格(美元/吨)	569.44	583.16	564.91
香港废纸	采购量(万吨)	4.11	--	--
	采购价格(港元/吨)	1525.00	--	--
欧美废纸	采购量(万吨)	3.37	--	--
	采购价格(美元/吨)	179.70	--	--

资料来源：公司提供

3. 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。

2014年公司印刷业务实现营业收入2.48亿元，同比增长1.13%，变动不大。受经济增长放

缓及同业竞争激烈的影响，印刷市场价格战越演越烈，造成利润下降；2014年公司印刷业务毛利率由2013年的24.50%下降至20.27%。2014年公司印刷业务对前五大客户的销售占比为64.11%，较2013年的56.77%上升7.34个百分点，客户集中度进一步提高。

表5 2013~2014年公司印刷业务前五大客户
(单位: 万元、%)

年份	客户	销售金额	占印刷业务比重
2013 年	箭牌糖类(上海)有限公司	4361.56	17.82
	佛山市海天(高明)调味品有限公司	3435.23	14.04
	广州市合生元生物制品有限公司	2364.67	9.66
	箭牌糖果(中国)有限公司	2195.35	8.97
	广州王老吉药业股份有限公司	1537.00	6.28
	合计	13893.81	56.77
2014 年	佛山市海天(高明)调味品有限公司	3805.33	18.02
	箭牌糖类(上海)有限公司	3643.08	17.25
	箭牌糖果(中国)有限公司	2277.93	10.79
	广州市合生元生物制品有限公司	2098.63	9.94
	广州薇美姿个人护理用品有限公司	1713.20	8.11
	合计	13538.17	64.11

资料来源: 公司提供

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。2014年，公司印刷业务白板纸采购量为0.53万吨，同比略有下降；采购均价为3591元/吨，同比保持相对稳定。同期，公司印刷业务白卡纸采购量为0.58万吨，同比有所增加；采购均价受造纸行业产能过剩影响有所下降，为5816元/吨。2015年1~6月，白板纸及白卡纸采购均价继续下跌；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		2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
白板纸	采购量(万吨)	0.66	0.53	0.29
	采购价格(元/吨)	3539	3591	3429
白卡纸	采购量(万吨)	0.42	0.58	0.26
	采购价格(元/吨)	5994	5816	5538

资料来源: 公司提供

总体来看，跟踪期内，公司印刷业务较为稳定。销量的增长带来收入的增长，但因为销售单价低位徘徊，毛利率有所下降。

4. 经营效率

2012~2014年，公司销售债权周转次数波动上升，三年加权平均为2.87次，2014年为2.94次；近三年，公司存货周转次数波动上升，三年平均为3.49次，2014年为3.45次；近三年，公司总资产周转次数波动上升，三年平均为0.60次，2014年为0.58次。

表7 2014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	5.80	3.35	0.37
福建南纸	9.30	3.58	0.44
太阳纸业	15.11	6.78	0.65
岳阳林纸	8.34	1.17	0.39
粤华包	4.17	3.45	0.58
平均值	8.54	3.67	0.49

资料来源: Wind 资讯

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。

5. 未来发展

基于行业特点以及公司自身经营情况，公司将继续立足于纸包装材料制造的高端，建设与内外资源优势相匹配的高端产能规模，意在打造可在全球白卡纸行业内保持可持续发展的优势竞争力。

同时，公司通过“企业价值链延伸和商业模式变革”实现传统产业向“新型包装材料领域”的战略性升级转型，将继续深化拓展一下经营策略。一、开发深加工纸产品，谋求更高的产品附加值，以占领市场先机；二、大力度开拓海外烟卡市场，着眼于高起点的海外合作。通过国际业务的逐步发展，降低企业因国内价格竞争带来的风险；三、包装印刷业务扩大开发医药包装、专用包装等高端产品。针对重点客户、重点产品进行重点攻关。此外，公司将进一步寻求途径突破资本市场瓶颈，尤其是探索和做好B股改革的准备工作，不失时机地采取措施解决B股历史遗留问题，打开公司发展壮大的空间。

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，公司未来或有望保持良好增长态势。

九、财务分析

公司提供的 2014 年度财务报表已由立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2015 年上半年财务数据未经审计。

2014 年底，公司合并范围内共计 7 家子公司及孙公司，2014 年，公司孙公司佛山华纸废纸回收有限公司办理清算手续，于 2014 年 11 月 17 日在广州日报上刊登工商注销公告，孙公司规模较小，对财务数据的可比性影响不大。

1. 盈利能力

2014 年，受造纸行业持续低迷的影响，公司造纸业务营业收入有所下降，实现营业收入 35.53 亿元，同比下降 11.32%；营业成本同比下降 13.59%，下降幅度大于营业收入，公司有效的控制了成本以及费用，加上白板纸业务的停产，使营业利润率较上年上升 2.36 个百分点至 15.97%，主业盈利能力略有提升。

2014 年，公司期间费用为 4.32 亿元，期间费用相比 2013 年小幅下降 6.42%，主要为销售

费用的下降，公司销售费用主要为运输费，2014 年由于运输费的减少，销售费用同比下降 17.30%至 1.65 亿元，财务费用主要为利息支出，由于公司债务规模有所上升，财务费用同比增长 11.86%。2014 年，由于营业收入有所下滑，公司期间费用率由 2013 年的 11.53%上升至 2014 年的 12.17%，期间费用控制水平有所下降。

2014 年，公司取得投资收益 0.12 亿元，较 2013 年底增加 0.11 亿元，主要是由于权益法核算的长期股权投资收益和持有可供出售金融资产等期间取得的投资收益大幅增加所致。同期，公司取得营业外收入 0.44 亿元，相比 2013 年下降 45.56%，主要是由于公司无形资产处置利得减少所致，其中 0.24 亿元的无形资产处置利得为公司将位于港口路 13 号西侧的国有土地使用权纳入政府土地储备所产生。

2014 年，得益于公司有效的成本控制以及投资收益增加的共同影响，公司利润总额由 2013 年的 1.41 亿元增加至 1.97 亿元，增幅为 39.43%；总资本收益率和净资产收益率也分别上升至 4.73%和 4.36%，整体盈利水平有所提升。

2015 年 1~6 月，公司实现营业收入 15.80 亿元（同比下降 11.74%），为 2014 年全年水平的 44.47%；同期的营业利润率为 14.90%，相比 2014 年下降 1.07 个百分点；同期利润总额为 0.40 亿元（同比下降 43.10%），为 2014 年全年水平的 20.28%，盈利能力有所下滑，主要系收入下降及期间费用上升所致。

整体看，2014 年公司收入规模下降，期间费用占比有所提升，得益于公司有效的成本控制及投资收益的增加，利润总额有所增长，整体盈利水平有所提升。2015 年 1~6 月，由于行业景气度持续低迷，公司收入规模和利润水平同比下滑。

2. 现金流及保障

从经营活动来看, 2014 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 32.93 亿元, 同比上升 9.17%; 购买商品、接受劳务支付的现金为 23.78 亿元, 同比上升 40.55%, 增幅高于销售商品、提供劳务收到的现金 31.38 个百分点, 使得经营活动产生的现金流量净额由 8.21 亿元降至 4.80 亿元。2014 年, 公司现金收入比为 92.69%, 同比增长 23.10 个百分点, 收入实现能力有所改善。

从投资活动来看, 2014 年公司投资活动现金流出为 4.03 亿元, 主要由构建固定资产等长期资产支付现金和投资支付的现金构成 (分别占 42.56% 和 57.44%), 投资活动现金流出大幅增长 101.43%, 主要是由于公司投资支付的现金较 2013 年增加 1.84 亿元; 投资活动现金流入为 0.10 亿元, 同比较少 0.42 亿元, 规模较小; 2014 年投资性现金流净额为-3.93 亿元, 相比上年的-1.49 亿元, 公司投资活动资金缺口有所增大, 但经营获现仍能覆盖投资缺口, 对外融资压力可控。

从筹资活动来看, 2014 年公司筹资活动现金流入 25.29 亿元, 同比大幅上升 84.32%, 主要是随着公司借款的增多, 取得借款收入的资金同比增长 84.20% 至 25.26 亿元所致; 筹资活动现金流出为 27.02 亿元, 同比增长 21.57%; 筹资活动产生的现金流量净额为-1.73 亿元。

2015 年 1~6 月, 公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动现金流入分别为 14.96 亿元和 15.55 亿元, 经营活动现金流量净额为 3.03 亿元; 同期的投资活动、筹资活动产生的现金流量净额分别为 0.34 亿元和-6.89 亿元; 现金收入比为 94.69%, 较 2014 年提升 2 个百分点。

总体看, 2014 年, 公司销售商品、提供劳务收到的现金有所增加, 现金收入质量有所改善, 但是由于购买商品、接受劳务支付的现金流出较多, 经营性净现金流规模减小; 同时公司投资活动资金缺口有所扩大, 但经营获现仍能覆盖投资缺口, 对外融资压力可控。

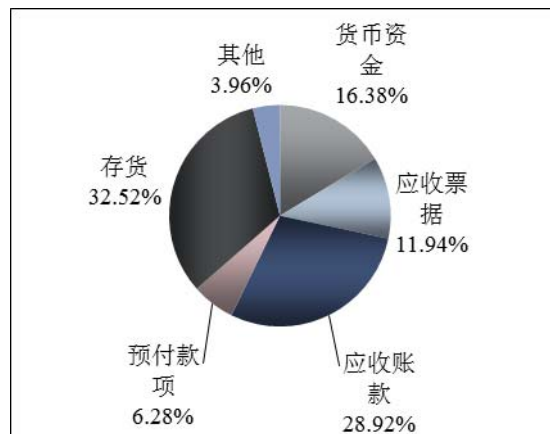
3. 资本及债务结构

资产

截至 2014 年底, 公司资产总额 64.34 亿元, 同比增长 11.45%; 其中流动资产和非流动资产分别占 45.03% 和 54.97%, 资产结构较 2013 年底变化不大, 仍以非流动资产为主。

截至 2014 年底, 公司流动资产 28.97 亿元, 同比增长 16.50%, 主要由货币资金 (占 16.38%)、应收账款 (占 28.92%)、预付款项 (占 6.28%) 和存货 (占 32.52%) 等构成。

图 2 截至 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底, 公司货币资金余额 4.75 亿元, 同比增长 135.31%, 主要系其他货币资金大幅增长所致。其中银行存款 1.11 亿元, 占比 23.36%; 其他货币资金为 3.64 亿元, 占比 76.63%; 其他为库存现金。其他货币资金中受限资金 (因抵押、质押或冻结等对使用有限制, 以及放在境外且资金汇回受到限制的货币资金) 共计 3.61 亿元, 受限资金比例较高。

截至 2014 年底, 公司应收账款账面余额 9.00 亿元, 同比下降 2.94%。其中, 按组合计提坏账准备的应收账款为 8.39 亿元 (占账面余额的 93.28%), 计提坏账准备 523.79 万元, 计提比例为 0.62%, 其中账龄 1 年以内和 1-2 年账龄分别占 97.78%、1.83%, 其余为 2 年以上应收账款, 且 92.50% 的应收账款账龄在 1-3 个月, 账龄低; 按单项计提坏账准备的应收账款余额

6044.49 万元（占账面余额的 6.72%），计提坏账准备 5638.45 万元，计提比例为 93.28%，2014 年公司收回或转回坏账准备金额 375.15 万元，截至 2014 年底，公司应收账款账面价值为 8.38 亿元。公司坏账准备的综合计提比例不高，主要考虑到公司下游客户较为稳定，大部分为信誉较好的有长期合作关系的客户，且账龄较短，客户还款压力不大。

截至 2014 年底，公司预付款项为 1.82 亿元，同比下降 12.43%，主要为预付原材料款项，其中账龄 1 年以内和 1-2 年账款分别占 93.08%、6.76%，其余为 2 年以上预付款项。公司预付款项金额前五名的客户总计 1.23 亿元，占总预付款项的 67.52%，集中度高。

截至 2014 年底，公司存货账面价值 9.42 亿元，同比增长 20.71%。从构成上看，主要是由原材料（占 42.65%）、在产品（占 11.78%）、库存商品（占 41.74%）等构成。截至 2014 年底，公司共计提存货跌价准备 2028.59 万元，占年底存货账面余额的 2.11%，计提比例较上年下降 1.56 个百分点。

截至 2014 年底，公司非流动资产 35.37 亿元，同比上升 7.62%，主要由长期股权投资（占比 6.98%）、固定资产（占 82.75%）、在建工程（占比 4.36%）和无形资产（占 3.65%）等构成。

截至 2014 年底，公司长期股权投资合计 2.47 亿元，较年初增加 2.39 亿元，主要系公司以 2.31 亿元收购中国投资有限公司持有的诚通财务有限责任公司 20%的股权所致。

截至 2014 年底，固定资产账面价值合计 29.27 亿元，同比变化不大，固定资产账面原值合计 48.59 亿元，以机器设备（占比 69.75%）和房屋及建筑物（占比 26.27%）为截至 2014 年底，公司计提的折旧和减值准备分别为 18.56 亿元和 7667.98 万元。

截至 2014 年底，公司在建工程合计 1.54 亿元，同比增长 35.43%，主要系三期生产车间扩建项目、自备供热锅炉环保升级技改工程项目、BM1 传动改造项目、BM3 利乐等在建项目

以及高档特殊白卡纸 BM4 新建项目等的投入增加所致。公司胶乳二期工程项目、二期自动包装线改造工程等项目均已完工结转。

截至 2014 年底，公司无形资产账面价值 1.29 亿元，较 2013 年底上升 10.28%，主要系土地使用权的增加。公司无形资产累计摊销额 5827.05 万元。

截至 2015 年 6 月底，公司资产总额 60.58 亿元，较 2014 年底下降 5.85%，主要系公司应收票据、应收账款和存货减少所致；流动资产和非流动资产分别占 41.71%和 58.29%，非流动资产占比较 2014 年底进一步提升。

总体来看，跟踪期内，公司货币资金、存货和长期股权投资均有增长，公司资产规模有所增加，但货币资金中受限资金规模较大，存货占比较高，公司整体资产质量尚可。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益为 34.23 亿元，同比增长 4.51%，主要是由于未分配利润增多所致。截至 2014 年底，公司所有者权益中实收资本为 5.05 亿元（占 14.77%）、资本公积 2.57 亿元（占 7.50%）、盈余公积 1.87 亿元（占 5.47%）、未分配利润 8.63 亿元（占 25.22%）和少数股东权益 16.10（占 47.04%）。截至 2015 年 6 月底，公司所有者权益规模和构成与 2014 年底基本相同。总体看，少数股东权益占比高，公司对下属子公司的控制力尚待加强。

负债

截至 2014 年底，公司负债总额为 30.11 亿元，流动负债和非流动负债分别占 72.69%和 27.31%，流动负债同比大幅增长 78.83%，占比由 2013 年底的 49.00%上升至 2014 年底的 72.69%，主要系公司短期借款增加，长期应付款转入一年内到期的非流动负债所致。负债结构由以非流动负债为主转为以流动负债为主。

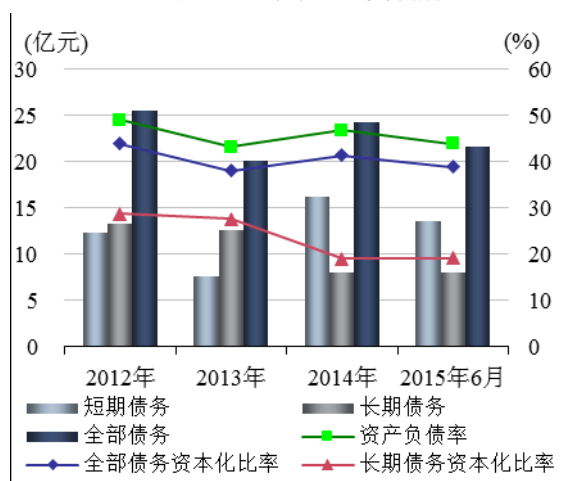
截至 2014 年底，公司流动负债主要以短期借款（占 51.63%）、应付账款（占 20.23%）和一年内到期的非流动负债（占 19.13%）为主。

截至 2014 年底，公司短期借款为 11.30 亿

元，主要为保证借款（44.43%）和质押借款（35.98%），均较 2013 年有所增长；同期，公司应付账款为 4.43 亿元，同比增长 45.03%，其中账龄在一年以内的占 92.42%，账龄短。截至 2014 年底，公司新增一年内到期的非流动负债 4.19 亿元，为中国诚通控股集团有限公司（以下简称“中国诚通”）发行的中期票据所募集资金提供给公司的 5 亿元，使用期限为 5 年，到期日为 2015 年 3 月 24 日，如投资者行使回售选择权，则其回售部分中期票据的到期日为 2015 年 3 月 24 日，利率为 4.8%，采用单利按年计算。2013 年 3 月，有部分投资者共 8125.00 万元已行使回售选择权，因此 2015 年 3 月 24 日公司已偿还中国诚通借款本金 0.81 亿元。截至 2015 年 6 月底，该期中票已兑付。

由于长期应付款部分转入一年内到期的非流动负债，截至 2014 年底，公司非流动负债同比下降 35.46%，占总负债的比重也相应降低 23.69 个百分点，非流动负债主要为应付债券，占比为 96.67%，为公司 2012 年 11 月 26 日发行的 8 亿元公司债券，期限为 5 年，票面利率为 5.8%。

图 3 近年来公司债务情况



资料来源：公司审计报告

有息债务方面，截至 2014 年底，公司的全部债务为 24.23 亿元，短期债务和长期债务分别占 66.76%和 33.24%，改变了上年以长期债务为主的债务结构；全部债务同比增长 20.63%，

主要是由于短期借款的增加所致；公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为 46.80%和 41.45%，分别较 2013 年增加 3.53 和 3.43 个百分点；长期债务资本化比率为 19.05%，较 2013 年下降 8.65 个百分点。

截至 2015 年 6 月底，公司负债总额为 26.57 亿元，较 2014 年底下降 11.75 个百分点，主要系一年内到期的非流动负债中的由中国诚通发行的中期票据兑付所致；流动负债和非流动负债分别占 69.03%和 30.97%，流动负债比重下降 3.67 个百分点。公司全部债务为 21.61 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 43.87%和 38.85%，较 2014 年底有所降低，长期债务资本化比率为 19.16%，较 2014 年底略有提升。

总体看，跟踪期内公司短期债务比重上升较快，债务负担有所加重，债务结构有待改善，整体债务负担仍处于合理水平。

4. 偿债能力

从短期债务指标看，2014 年底，随着公司流动负债的大幅增加，流动比率和速动比率分别较 2013 年底下降 70.81 和 50.09 个百分点，分别为 132.35%和 89.31%，加之公司经营性现金流量净额下滑 41.57%，公司经营现金流动负债比由 2013 年的 67.09%下滑至 21.92%。2015 年 6 月底，公司流动比率和速动比率有所回升至 137.75%和 92.90%。考虑到公司经营活动现金流入量规模较大，相应保障了其短期债务的偿还，总体看跟踪期内公司短期偿债能力有所减弱，流动资产中应收账款及存货占比较高，存在短期支付压力。

从长期偿债指标看，2014 年，受利润总额上升的影响，公司 EBITDA 同比增长 5.10%至 4.74 亿元；EBITDA 利息倍数由 2013 年的 3.76 倍下降为 3.72 倍，全部债务/EBITDA 倍数由 2013 年的 4.45 倍上升至 5.11 倍。公司长期偿债能力尚可。

截至 2015 年 6 月底，公司无对外担保。

截至 2015 年 6 月底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为 43.14 亿元，尚未使用的额度约为 28.74 亿元，公司间接融资渠道畅通。

5. 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 2014 年底，公司现金类资产 4.59 亿元，剔除受限部分后对“15 华包 MTN001”的覆盖倍数为 2.30 倍，公司 EBITDA 为 4.74 亿元，对“15 华包 MTN001”的覆盖倍数为 2.37 倍，公司现金类资产和 EBITDA 对其保障程度较好；公司经营活动产生的现金流入量和现金流量净额分别为 33.46 亿元和 4.80 亿元，分别为“15 华包 MTN001”的 16.73 倍和 2.40 倍，经营活动产生的现金流入量及经营性现金流量净额对其保障程度高。

6. 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 2015 年 9 月 17 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。

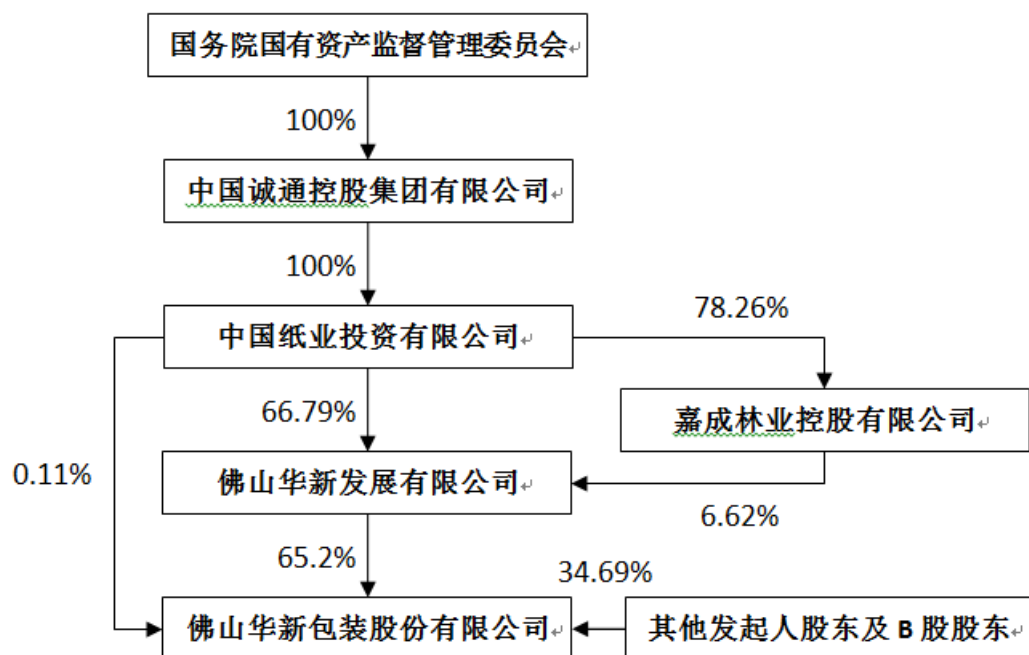
7. 抗风险能力

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。

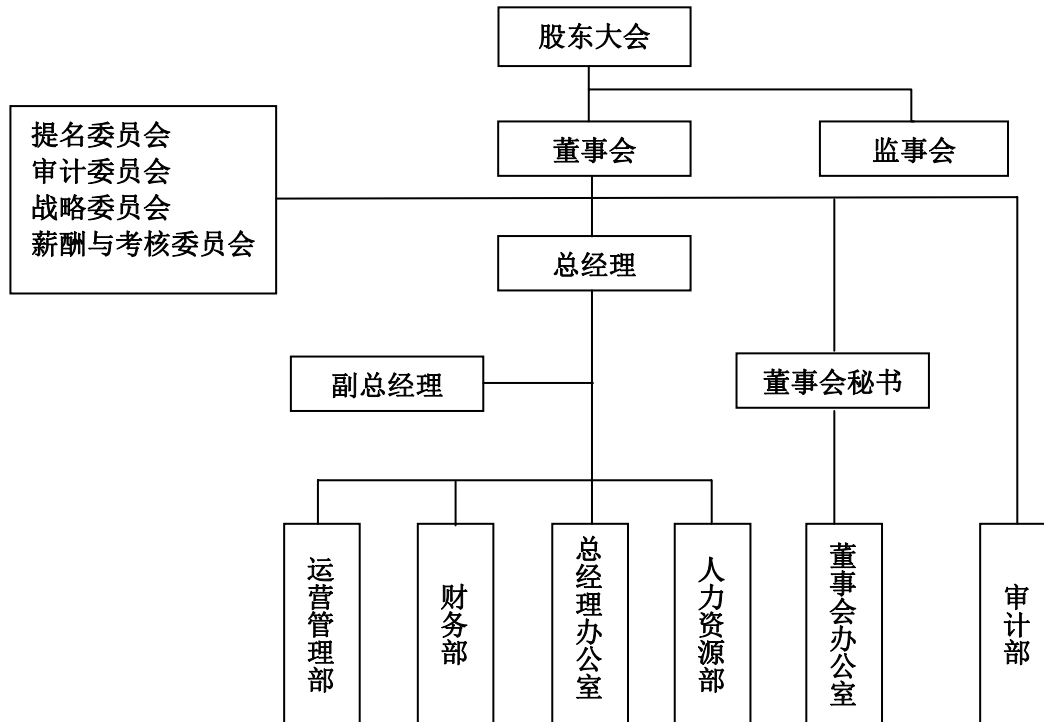
十、结论

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，并确定“15 华包 MTN001”的信用等级为 AA。

附件 1 截至 2015 年 6 月底公司股权结构



附件 2 公司组织结构图



附件 3 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	8.59	5.63	4.59	3.46
资产总额(亿元)	64.29	57.73	64.34	60.58
所有者权益(亿元)	32.75	32.75	34.23	34.01
短期债务(亿元)	12.34	7.54	16.17	13.54
长期债务(亿元)	13.26	12.55	8.05	8.06
全部债务(亿元)	25.59	20.09	24.23	21.61
营业收入(亿元)	36.47	40.06	35.53	15.80
利润总额(亿元)	2.75	1.41	1.97	0.40
EBITDA(亿元)	6.33	4.51	4.74	--
经营性净现金流(亿元)	0.19	8.21	4.80	3.03
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.51	2.99	2.94	--
存货周转次数(次)	3.09	3.82	3.45	--
总资产周转次数(次)	0.57	0.66	0.58	--
现金收入比(%)	82.22	75.30	92.69	94.69
营业利润率(%)	13.25	13.61	15.97	14.90
总资本收益率(%)	6.55	4.12	4.73	--
净资产收益率(%)	6.30	2.98	4.36	--
长期债务资本化比率(%)	28.82	27.70	19.05	19.16
全部债务资本化比率(%)	43.87	38.01	41.45	38.85
资产负债率(%)	49.07	43.27	46.80	43.87
流动比率(%)	173.73	203.15	132.35	137.75
速动比率(%)	117.70	139.39	89.31	92.90
经营现金流动负债比(%)	1.05	67.09	21.92	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.59	3.76	3.72	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.05	4.45	5.11	--

注：公司 2015 年上半年财务数据未经审计；长期应付款中的有息债务已计入长期债务；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

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%
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

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 主体长期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，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。