

跟踪评级公告

联合[2016] 757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。



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: 2016 年 6 月 7 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
现金类资产(亿元)	5.63	4.59	4.53	6.74
资产总额(亿元)	57.73	64.34	60.59	61.98
所有者权益(亿元)	32.75	34.23	35.09	34.88
短期债务(亿元)	7.54	16.19	10.40	12.08
全部债务(亿元)	20.09	24.24	20.36	22.04
营业收入(亿元)	40.06	35.53	32.82	7.23
利润总额(亿元)	1.41	1.97	1.87	0.08
EBITDA(亿元)	4.51	4.74	4.56	--
经营性净现金流(亿元)	8.21	4.80	6.13	-4.10
营业利润率(%)	13.61	15.97	16.23	13.97
净资产收益率(%)	2.98	4.36	4.87	--
资产负债率(%)	43.27	46.80	42.09	43.72
全部债务资本化比率(%)	38.01	41.46	36.72	38.72
流动比率(%)	203.15	132.35	167.21	160.65
全部债务/EBITDA(倍)	4.45	5.11	4.47	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.76	3.72	3.94	--
经营现金流动负债比(%)	67.09	21.92	40.01	--

注: 公司 2016 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 徐臻

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、客户稳定性等方面的优势。同时,联合资信也关注到,跟踪期内,经济增长放缓,造纸行业新增产能继续释放、下游需求持续萎靡、行业竞争加剧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、利润规模同比下降;但公司债务规模有所降低,债务结构得到优化,上游原材料价格持续走低,同时公司积极推进产品转型升级,关停附加值偏低的白板纸业务,加强创新研发,提升精细化管理,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. 跟踪期内,公司有息债务规模有所下降,债务结构得到优化,债务负担有所减轻。
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对本期中期票据覆盖能力强。

关注

1. 造纸行业新增产能继续释放,产能过剩现象加剧,下游需求不振,行业竞争激烈。
2. 跟踪期内,公司收入、利润规模下降,利润对投资收益依赖大。
3. 跟踪期内,公司处置佛山诚通,公司对其的长期应收款存一定回收风险。

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 2016 年 3 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）。

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2016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、总经理办公室和董事会办公室等6个职能部门。

截至2015年底，公司（合并）资产总额60.59亿元，所有者权益合计35.09亿元（其中少数股东权益15.71亿元）；2015年公司实现营业收入32.82亿元，利润总额1.87亿元。

截至2016年3月底，公司（合并）资产总额为61.98亿元，所有者权益合计为34.88亿元（其中少数股东权益15.49亿元）。2016年1~3月，公司实现营业收入7.23亿元，利润总额0.08亿元。

公司注册地址：广东省佛山市季华五路 18 号，法定代表人：黄欣。

三、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015年，中国国内生产总值（GDP）67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；分季度看，GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构

调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额30.10万亿元，同比增长10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20万亿元，比上年名义增长10.00%（扣除价格因素实际增长12.00%）。全年进出口总额4.00万亿元人民币，比上年下降8.00%。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。

2015年，央行继续实施稳健的货币政策，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，改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金5200亿元、213亿元和10811.89亿元，向市场注入流动性。此外，自2015年10月起，央行在上海、江苏等11省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至2015年末，共向31家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款49.73亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016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，2016年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长6.5%~7.0%，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，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构

性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

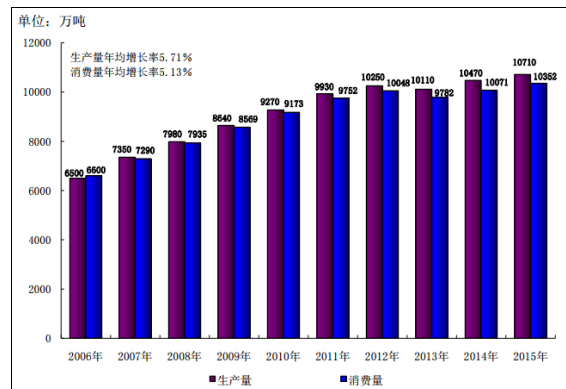
四、行业分析

1. 行业现状

近年来，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。2015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。

据中国造纸协会调查资料，2015年全国纸及纸板生产企业约2900家，全国纸及纸板生产量10710万吨，较上年增长2.29%。消费量10352万吨，较上年增长2.79%，人均年消费量为75千克（13.75亿人）。2006~2015年，纸及纸板生产量年均增长率5.71%，消费量年均增长率5.13%。

图1 2006~2015年中国纸及纸板生产消费情况



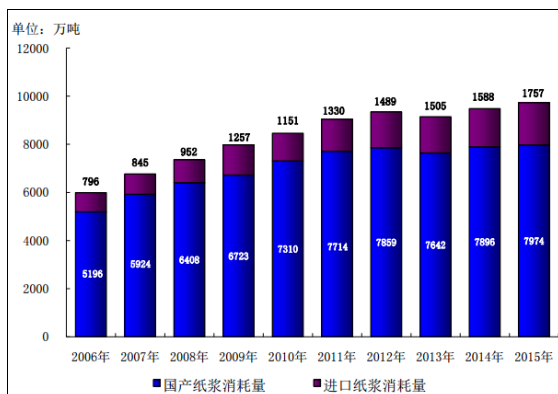
资料来源：中国造纸协会

细分产品方面，2015年，白卡纸新增产能继续释放，近三年白卡纸产能平均增长率高达25%，部分社会卡的市场价格已跌破4000元/吨大关，仅比高端灰底白板纸高200—300元/吨，价格竞争已至白热化阶段。由于受宏观经济环境影响，白卡纸需求增长依然缓慢，导致企业库存高企，白卡纸行业的去库存行动已持续近一年时间，但没有明显的好转。展望2016年白卡纸行业，供给与需求的矛盾将持续存在，竞争进一步加剧，白卡纸市场价格特别是烟卡、液包纸价格还有继续下跌的可能，社会卡售价恶性竞争局面难好转，2016年白卡纸市场总体情况仍然不容乐观。

据国家统计局统计，2015年1~12月规模以上造纸生产企业2791家；主营业务收入8003亿元，同比增长2.33%；工业增加值增速1.90%；产成品存货317亿元，同比增长-0.24%；利润总额611亿元，同比增长2.87%，其中利润总额373亿元，同比增长2.90%；资产总计9940亿元，同比增长5.92%；资产负债率58.74%，较上年增加0.19个百分点；负债总额5839亿元，同比增长5.90%；在统计的2791家造纸生产企业中，亏损企业有366家，占13.11%。

据中国造纸协会调查资料，2015年全国纸浆生产总量7984万吨，较上年增长0.98%。其中：木浆966万吨，较上年增长0.42%；废纸浆6338万吨，较上年增长2.41%；非木浆680万吨，较上年增长-9.93%。

图2 2006~2015年中国纸浆消耗情况



资料来源：中国造纸协会

2015年全国纸浆消耗总量9731万吨，较上年增长2.60%。木浆2713万吨，占纸浆消耗总量28%，其中进口木浆占18%、国产木浆占10%；废纸浆6338万吨，占纸浆消耗总量65%，其中进口废纸浆占25%、国产废纸浆占40%；非木浆680万吨，占纸浆消耗总量7%，其中稻麦草浆占3.1%、竹浆占1.5%、苇(荻)浆占1.0%、蔗渣浆占1.0%、其他非木浆占0.4%。

总体看，中国造纸行业不景气，纸制品价格整体呈现下滑趋势。2015年中国造纸工业在经济下行压力加大，市场信心趋弱，部分产品竞争较为激烈，企业盈利空间收窄的情况下，全行业生产运行整体情况基本保持平稳态势，产销基本平衡，但产品市场分化，有涨有落，全年纸及纸板生产量和表观消费量略有增长。2016年是“十三五”开局之年，由于经济发展放缓，需求增长也会下降，加上产能的结构性、阶段性过剩问题凸显，造纸产业形势短期内难以得到有效改善，因此，2016年国内制浆造纸及纸制品行业生产和消费将会延续2015年的态势，行业总体保持平稳，预计大宗商品价格下跌和外部金融环境收紧的现象可能有所缓解，市场可能会形成先低后高态势，整体表现应会略有好转。

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，但增长势头已有所减缓。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。

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。根据中

国海关总署统计，2015年中国废纸累计进口数量2928.44万吨，同比增长6.41%，价值52.80亿美元，同比下降1.23%；进口废纸平均价格为180.30美元/吨，较上年平均价格下降7.19%。同期，中国进口纸浆1983.99万吨，同比增长10.40%，价值127.55亿美元，同比增长5.70%；进口纸浆平均价格为642.85美元/吨，较上年平均价格下降4.28%。

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，原料市场景气度下行使业内企业成本压力得到缓解，企业短期盈利波动风险有所降低。

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

淘汰落后产能

根据《国务院关于进一步加大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。

4. 行业发展

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。

“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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2016年3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。

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、造纸用胶乳和碳酸钙、彩色印刷为主。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，产能集中于子公司红塔仁恒。

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，。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。2015 年红塔仁恒新申请发明专利 5 项，获得授权专利 3 项，其中发明专利 2 项，实用新型 1 项；截至 2015 年底，红塔仁恒获授权专利总数为 33 项，其中发明专利 14 项，实用新型 19 项。此外，2015 年红塔仁恒成功通过广东省功能型涂布白卡纸工程技术研究中心认定和高新技术企业复审，8 个产品获得广东省高新技术产品认定，珠海华丰通过广东省创新型企业（试点）认定，参与 5 项国家、行业标准制订，编辑出版《涂布白卡纸防伪技术及应用》书籍，荣获“中国产学研合作创新奖”、“中国防伪行业十强称

号”、“珠海市科技创新大赛优秀奖”等奖项。

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 2015 年及 2013 年被广东省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。

六、重大事项

红塔仁恒股份制改造

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，公司将白卡纸业务主要经营实体红塔仁恒整体变更为股份有限公司，原股东持股比例不变，名称变更为珠海红塔仁恒包装股份有限公司，原来红塔仁恒的业务、资产、负债、人员、债权债务和权利义务均由股份公司承继。红塔仁恒于 2016 年 3 月完成股份制改造工商登记。

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。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 年底，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 2015 年底，公司享有佛山诚通净资产为 0.37 亿元，与转让价款 1.50 亿元的差额 1.13 亿元确认为当期投资收益。截至 2016 年 3 月底，公司收到转让款合计 4500 万元，根据合同约定，剩余价款将在一年以内付清。

公司对外转让持有的佛山诚通股权后，可减少该子公司对公司利润的负面影响，有利于提高公司整体盈利能力，有利于公司集中资源发展具有优势业务，提升公司竞争力与盈利能力。

七、管理分析

2015年12月，由于工作变动，公司董事长童来明先生离任，经董事会选举由黄欣先生担任公司董事长及法人。

黄欣先生，1962年出生，硕士学位，2006年3月至2008年5月任佛山华新包装股份有限公司副总经理。2008年5月至2009年7月任佛山华新发展有限公司副总经理；2008年6月至2012年3月任珠海经济特区红塔仁恒纸业有限公司总经理；2009年7月至2011年6月任佛山华新包装股份有限公司副总经理。2012年3月至今任中国纸业投资有限公司副总经理，执行总经理，现任总经理。2012年8月至今任湖南泰格林纸集团股份有限公司总经理，现任董事长；2013年7月至今任岳阳林纸股份有限公司董事长。现任公司董事长。

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。

除此之外，跟踪期内，公司其他高管、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。

2015年，原白板纸生产企业佛山诚通处置完毕，公司不再开展附加值较低且竞争激烈的白板纸业务，同时白卡纸及胶乳业务收入均有所下降；受此影响，2015年公司实现主营业务收入32.03亿元，同比下降5.71%，主营业务收入占营业收入比重为97.59%，主业依旧突出。

收入构成来看，白卡纸仍然是公司主要主营收入来源，占比88.07%，2015年实现收入28.21亿元，同比略有下降；印刷品业务收入2.45亿元，同比保持基本稳定；胶乳业务收入1.37亿元，同比下降33.91%，主要系2015胶乳年原料价格整体下行，胶乳价格也逐步走低，加上需求有一定下降综合影响所致。

毛利率方面，2015年公司主营业务综合毛利率同比小幅上升1.48个百分点至16.70%，主要是毛利率为负的白板纸业务停产，同时白卡纸业务毛利率小幅增长所致。2015年，公司白卡纸业务毛利率为16.57%，同比增长0.89个百分点，主要系公司调整产品结构，增加产品附加值，加上当期原材料价格下降所致。同期，公司胶乳业务毛利率为17.13%，同比下降4.06个百分点，主要系胶乳价格受原材料价格影响走低所致。公司印刷品业务竞争激烈，市场大打价格战，受此影响，毛利率为18.18%，同比下降2.09个百分点。

2016年1~3月，造纸行业景气度延续上年态势，公司实现主营业务收入6.63亿元，占2015年全年的20.71%；其中白卡纸业务实现收入5.50亿元，仍然为主营业务收入主要来源，占上年全年的19.53%；印刷品及胶乳业务收入分别为0.61亿元和0.52亿元。毛利率方面，白

卡纸业务毛利率为14.67%，较2015年有所下降；印刷业务和胶乳业务毛利率分别为17.20%和17.70%，较上年基本保持稳定。当期，公司综合毛利率为15.13%，较上年下降1.57个百分点。

表1 2014~2016年3月公司主营业务收入及毛利率情况(单位:万元、%)

项目	2014年			2015年			2016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
白板纸	4880.24	1.44	-63.27	--	--	--	--	--	--
白卡纸	289360.42	85.18	15.68	282088.12	88.07	16.57	54968.85	82.88	14.67
印刷品	24759.07	7.29	20.27	24535.27	7.66	18.18	6149.13	9.27	17.20
胶乳	20701.69	6.09	21.19	13681.18	4.27	17.13	5206.68	7.85	17.70
合计	339701.41	100	15.22	320304.57	100	16.70	66324.66	100	15.13

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。

2. 造纸业务

(1) 生产及销售

公司现有涂布白卡纸生产线3条，年产能合计约60万吨。公司产品分为“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。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投放市场后，得到了麦当劳等著名餐饮集团的认可。此外胶乳业

务是公司在造纸产业链上的延伸，主要经营主体为珠海金鸡化工有限公司，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。

跟踪期内，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；公司处置佛山诚通，放弃附加值低的白板纸业务。2015年，公司白卡纸产能有所下降，主要系产品结构调整所致；产销量同比均略有下降，分别为47.63万吨和46.54万吨；产销率保持较高水平，为97.72%；销售均价为6068.78元/吨，同比有所降低。同期，公司胶乳产量销量同比均有所降低，分别为4.47万吨和4.23万吨；保持较高产销率，为94.51%。

表2 2014~2016年3月主要产品产销情况 (万吨/年、%、元/吨)

产品类别	项目	2014年	2015年	2016年1~3月
白卡纸	产能	57.00	51.20	12.80
	产能利用率	83.70	93.03	90.00
	产销率	98.99	97.72	83.00
	销售均价(不含税)	6137.04	6068.78	5814.65
	产量	47.71	47.63	11.41
	销量	47.23	46.54	9.47

胶乳	产能	4.87	4.47	1.25
	产能利用率	97.30	100.00	97.60
	产销率	100.00	94.51	96.72
	销售均价（不含税）	6296.05	4995.13	4421.61
	产量	4.87	4.47	1.22
	销量	4.83	4.23	1.18

资料来源：公司提供

2016年1~3月，造纸行业景气度持续上年低迷态势。当期，公司白卡纸业务产能利用率保持相对稳定，产销率下降至83.00%，销售均价小幅下滑至5814.65元/吨；同期，胶乳产品销售均价下降至4421.61元/吨。

从客户集中度看，2015年公司对前5大销售客户的依赖度有所上升，销售占比从2014年的22.89%上升至27.00%，集中度较高。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，其中红塔烟草（集团）有限公司销售占比最高，为11.98%。

表3 2015年公司造纸业务前五大客户

（单位：万元、%）

客户	销售金额	占比
红塔烟草（集团）有限责任公司	36333.12	11.98
宁波保税区方圆纸业有限公司	16977.92	5.60
青岛顺诚科技包装有限公司	10388.90	3.43
福建泰兴特纸有限公司	9798.73	3.23
利乐包装（佛山）有限公司	8363.71	2.76
合计	81862.38	27.00

资料来源：公司提供

总体来看，跟踪期内，公司关停白板纸业务，白卡纸由于行业不景气等因素经营业绩略有下降；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较强。

（2）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，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。

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。

2015年公司适当降低库存，减少了木浆采购量，全年采购木浆54.34万吨，同比减少9.15万吨。从采购价格来看，2015年公司木浆采购均价为551.90美元/吨，同比降低6.62%，一定程度上缓解了公司成本控制压力。跟踪期内，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。

2016年1~3月，公司木浆采购量为13.52万吨，占2015年全年的24.88%；采购均价继续下滑至467.56美元/吨。

表4 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1~3月	
木浆	采购量（万吨）	63.49	54.34	13.52
	采购价格（美元/吨）	591.02	551.90	467.56

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。

2015年公司印刷业务实现营业收入2.45亿元，同比保持稳定。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。2015年公司印刷业务对前五大客户的销售占比为50.94%，较2014年的64.11%下降明显，客户集中度有所降低。

表5 2015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	4586.12	18.55
广州市合生元生物制品有限公司	2340.18	9.47
箭牌糖类(上海)有限公司	2250.85	9.11
箭牌糖果(中国)有限公司	2176.56	8.81
维达纸业(中国)有限公司	1236.45	5.00
合计	12590.16	50.94

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。2015年，公司印刷业务白板纸采购量为0.68万吨，同比略有增长；采购均价为3426元/吨，同比有所下降。同期，公司印刷业务白卡纸采购量为0.52万吨，同比相对稳定；采购均价下降至5419元/吨。2016年1~3月，白板纸采购均价基本稳定，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	2014年	2015年	2016年1~3月	
白板纸	采购量(万吨)	0.53	0.68	0.19
	采购价格(元/吨)	3591	3426	3433
白卡纸	采购量(万吨)	0.58	0.52	0.15
	采购价格(元/吨)	5816	5419	5316

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，但受同业竞争激烈影响，毛利率有所下

降。

4. 经营效率

2013~2015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持续下降，三年加权平均值分别为3.00次、3.57次和0.58次；2015年上述三项指标分别为2.93次、3.30次和0.53次。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，公司立足于包装及新型材料制造产业，通过纵向及横向延伸和扩展价值链，把公司建设成为一家绿色包装材料提供商和服务商。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”的战略性转型升级，将继续深化拓展以下经营策略。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。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2015年度财务报表已由大华会计师事务所(特殊普通合伙)审计，并出具了标准无保留意见的审计意见；2016年一季度财务数据未经审计。

2015年，公司合并范围新增子公司一家：平湖华新包装材料科技有限公司；减少子公司一家：佛山诚通纸业有限公司。佛山诚通于2014年1月开始停产并进行资产清算，其资产规模

不大，对财务数据的可比性影响不大。

1. 盈利能力

2015年，受造纸行业持续低迷的影响，公司实现营业收入32.82亿元，同比下降7.62%；营业成本27.33亿元，同比下降8.00%，下降幅度大于营业收入，原材料价格下降有效缓解了公司成本控制压力，加上白板纸业务的停产，使营业利润率较上年上升0.26个百分点至16.23%，盈利能力略有提升。

2015年，公司期间费用为4.64亿元，同比增长7.45%，三费均有不同程度增长。2015年，加之营业收入有所下滑，公司期间费用/营业收入比重由2014年的12.17%上升至14.15%，期间费用控制水平有所下降。

2015年，公司取得投资收益1.21亿元，较上年底增加1.09亿元，主要是公司处置佛山诚通股权产生的投资收益。得益于公司投资收益的大幅增长，2015年，公司利润总额为1.87亿元，同比略有下降；受所得税费用减少影响，公司净利润同比小幅增长至1.71亿元。盈利指标方面，2015年，公司总资产收益率和净资产收益率分别上升至5.17%和4.87%，整体盈利水平有所提升。

2016年1~3月，公司实现营业收入7.23亿元，同比下降6.23%；营业利润率为13.97%，较2015年下降2.26个百分点；实现利润总额0.08亿元。

跟踪期内，下游需求持续低迷，公司收入规模下降，整体盈利稳定，期间费用占比有所上升，公司利润依赖于投资收益。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2015年公司销售商品、提供劳务收到的现金为30.40亿元，同比下降7.68%；购买商品、接受劳务支付的现金为19.89亿元，同比下降16.36%，降幅高于销售商品、提供劳务收到的现金降幅，使得2015年公司经营活动产生的现金流量净额增至6.13亿元。2015年，公司现金收入比为92.61%，同比保持

基本稳定。

从投资活动来看，2015年公司投资活动现金流入为1.18亿元，主要为处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额和处置子公司及其他单位收到的现金净额构成；同期，公司投资活动现金流出0.56亿元，全部为构建固定资产、无形资产等支付的现金；当期，公司投资活动现金流量净额为0.62亿元。

从筹资活动来看，2015年公司筹资活动现金流入22.15亿元，主要为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出为28.23亿元，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-6.08亿元。

2016年1~3月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为4.56亿元，购买商品、接受劳务支付的现金为7.73亿元，经营活动现金流量净额为-4.10亿元；同期的投资活动、筹资活动产生的现金流量净额分别为-0.37亿元和0.80亿元；现金收入比为63.09%，同比大幅下降24.73个百分点。

总体看，跟踪期内公司经营性现金流量净额有所增长，投资活动现金流呈净流入，对外融资压力不大。

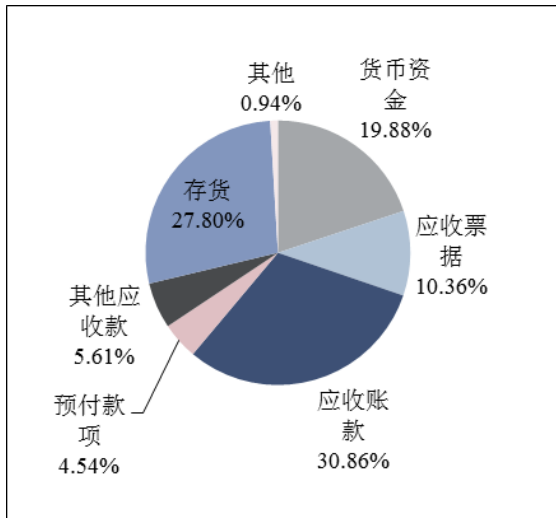
3. 资本及债务结构

资产

截至2015年底，公司资产总额60.59亿元，同比下降5.83%；其中流动资产和非流动资产分别占42.31%和57.69%，流动资产占比略有下降，仍以非流动资产为主。

截至2015年底，公司流动资产25.64亿元，主要由货币资金（占19.88%）、应收账款（占30.86%）、应收票据（占10.36%）和存货（占27.80%）等构成。

图3 截至2015年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司货币资金5.10亿元，同比增长7.41%，主要包括银行存款1.86亿元和其他货币资金3.24亿元，其中使用受限的货币资金3.24亿元。

截至2015年底，公司应收账款账面价值7.91亿元，同比下降5.57%。应收账款主要按组合计提坏账准备，占账面余额的95.26%，其中账龄1~3个月的占88.90%，3~12个月的占9.58%，账龄以短期为主。2015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；2015年底，公司应收账款前五名占比为22.57%，集中度尚可。截至2015年底，公司应收票据2.66亿元，同比下降23.18%，全部为银行承兑汇票。

截至2015年底，公司存货账面价值7.13亿元，同比下降24.31%，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，主要是由原材料（占28.47%）、在产品（占9.54%）、库存商品（占61.99%）等构成，公司综合计提比例为3.39%，计提比例偏低，存在一定存货跌价风险。

截至2015年底，公司非流动资产34.95亿元，同比保持相对稳定，主要由长期应收款（占比14.03%）、固定资产（占72.65%）、长期股权投资（占比7.50%）和无形资产（占3.09%）等

构成。

截至2015年底，公司长期股权投资合计2.62亿元，同比变化不大，主要是持有的诚通财务有限责任公司20%的股权。

截至2015年底，固定资产账面价值合计25.39亿元，同比下降13.23%，主要系当期公司处置佛山诚通所致。公司固定资产以机器设备（占比68.60%）和房屋及建筑物（占比30.30%）为主。

截至2015年底，公司在建工程合计0.28亿元，同比大幅减少，主要系彩印三期生产车间扩建项目转固所致。

截至2015年底，公司无形资产账面价值1.08亿元，同比有所下降，主要是处置佛山诚通所致。

截至2015年底，公司新增长期应收款4.90亿元，全部为佛山诚通应付公司欠款，由于佛山诚通当期已被处置，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。截至报告日，公司已收到佛山诚通支付的利息588.63万元。由于佛山诚通处于停产状态，不具备持续经营能力，其经营前景存不确定性，且公司未对此笔款项计提坏账准备，存一定回收风险。

截至2016年3月底，公司资产总额61.98亿元，较2015年底增长2.29%，主要系公司应收账款和存货增长所致；流动资产和非流动资产分别占43.86%和56.14%，资产结构变化不大。

总体来看，跟踪期内，公司资产规模有所下降，货币资金中受限资金规模较大，存货及应收账款占比较高，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。

所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益为35.09

亿元，同比增长 2.52%，主要是由于未分配利润增多所致。截至 2015 年底，归属于母公司所有者权益中实收资本占 26.08%、资本公积占 13.25%、盈余公积占 9.66%、未分配利润占 51.00%。截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益规模和构成变化不大。总体看，未分配利润规模大，少数股东权益占比高，公司权益稳定性一般。

负债

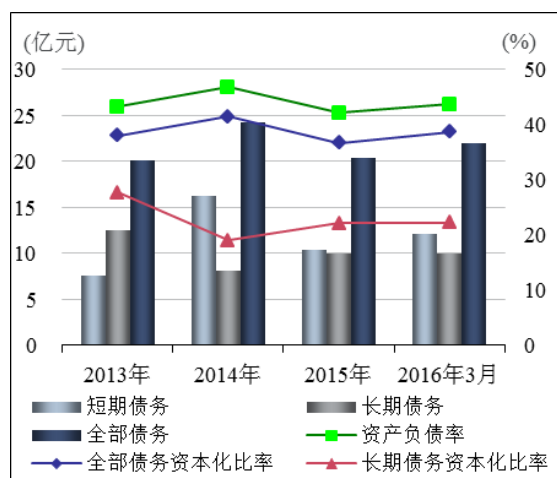
截至 2015 年底，公司负债合计为 25.50 亿元，流动负债和非流动负债分别占 60.12%和 39.88%，流动负债占比较上年降低 12.57 个百分点，主要系公司偿还到期借款所致。负债结构仍以流动负债为主。

截至 2015 年底，公司流动负债主要以短期借款（占 59.53%）、应付账款（占 23.84%）和应付票据（占 8.32%）为主。截至 2015 年底，公司短期借款为 9.13 亿元，同比下降 19.25%，主要系公司归还 1.42 亿元贸易融资所致，构成主要为保证借款（占 55.56%）和质押借款（占 29.90%）；公司应付账款为 3.66 亿元，同比下降 17.45%，主要系应付材料款大幅下降所致，账龄主要在一年以内；公司一年内到期的非流动负债为 0，主要是公司到期归还由中国诚通发行并提供给公司使用的中期票据所致；公司应付票据 1.28 亿元，同比增长 0.60 亿元，全部为银行承兑汇票。

截至 2015 年底，公司非流动负债 10.17 亿元，同比增长 23.68%，主要由应付债券构成。截至 2015 年底，公司应付债券 9.96 亿元，由公司债券和中期票据构成，其中当期新增 2.00 亿元中期票据。

有息债务方面，截至 2015 年底，公司的全部债务为 20.36 亿元，同比下降 16.00%，短期债务和长期债务分别占 51.08%和 48.92%，长期债务占比明显提高；公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为 42.09%和 36.72%，分别较上年降低 4.71 和 4.74 个百分点；长期债务资本化比率上市 3.05 个百分点至 22.10%。

图 4 近年来公司债务情况



资料来源：公司审计报告

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额为 27.10 亿元，较 2015 年底增长 6.26%，主要系短期借款增长所致；流动负债和非流动负债分别占 62.44%和 37.56%，债务结构变化不大。公司全部债务为 22.04 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 43.72%和 38.72%，较 2015 年底有所增长，长期债务资本化比率为 22.21%，较 2015 年底保持基本稳定。

总体看，跟踪期内公司债务规模有所下降，债务结构得到改善，债务负担有所减轻。

4. 偿债能力

从短期债务指标看，截至 2015 年底，随着公司流动负债规模的下降，流动比率和速动比率分别同比均有所提升，分别为 167.21%和 120.72%，经营现金流动负债比上升至 40.01%。截至 2016 年 3 月底，公司流动比率和速动比率回落至 160.65%和 112.22%。总体看，跟踪期内公司流动负债规模下降，短期偿债能力有所提升。

从长期偿债指标看，2015 年，公司 EBITDA 同比降低 3.91%至 4.56 亿元；受益于有息债务规模的下降，EBITDA 利息倍数上升至 3.94 倍，全部债务/EBITDA 倍数下降至 4.47 倍。公司长期偿债能力尚可。

截至 2016 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2016 年 3 月底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为 40.20 亿元，尚未使用的额度约为 28.14 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。

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 2015 年底，公司 EBITDA 为 4.56 亿元，对“15 华包 MTN001”的覆盖倍数为 2.28 倍；公司经营活动产生的现金流入量为 31.64 亿元，对“15 华包 MTN001”的覆盖倍数为 15.82 倍；现金流量净额为 6.13 亿元，为“15 华包 MTN001”的 3.07 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。

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 2016 年 4 月 6 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。

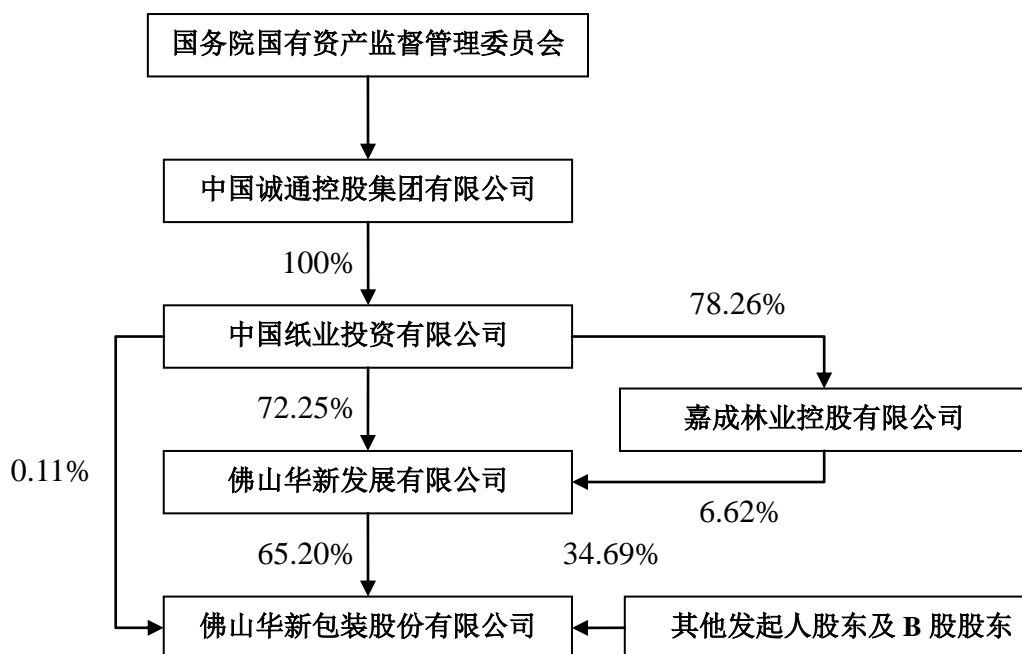
7. 抗风险能力

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。

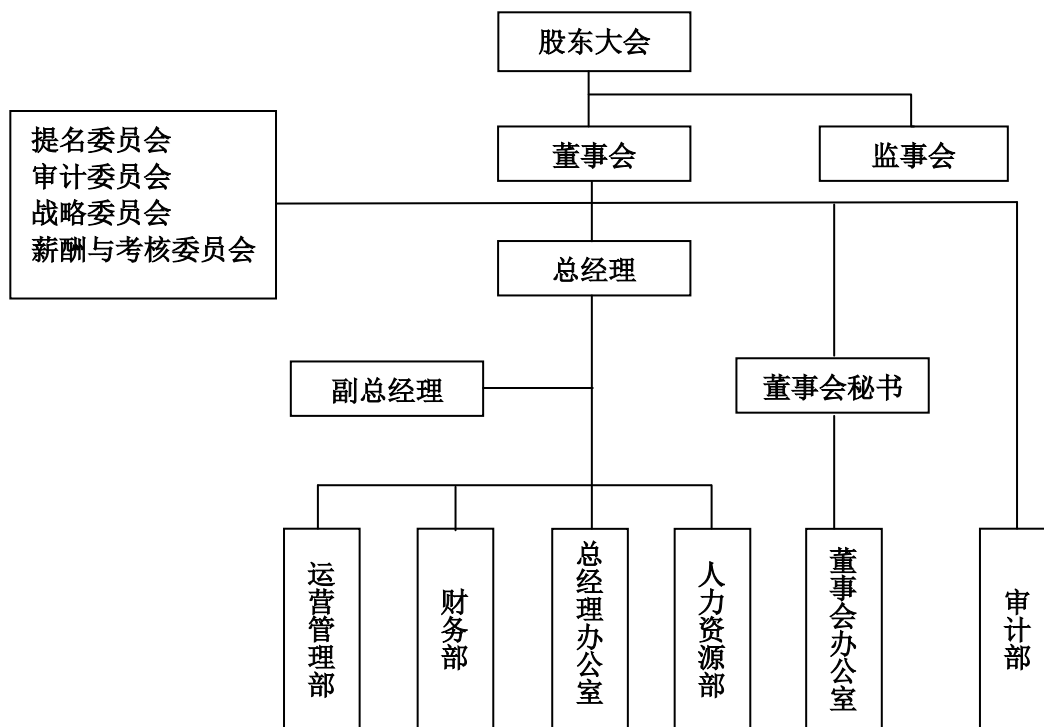
十、结论

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，并维持“15 华包 MTN001”的信用等级为 AA。

附件 1 截至 2016 年 3 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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	5.63	4.59	4.53	6.74
资产总额(亿元)	57.73	64.34	60.59	61.98
所有者权益(亿元)	32.75	34.23	35.09	34.88
短期债务(亿元)	7.54	16.19	10.40	12.08
长期债务(亿元)	12.55	8.05	9.96	9.96
全部债务(亿元)	20.09	24.24	20.36	22.04
营业收入(亿元)	40.06	35.53	32.82	7.23
利润总额(亿元)	1.41	1.97	1.87	0.08
EBITDA(亿元)	4.51	4.74	4.56	--
经营性净现金流(亿元)	8.21	4.80	6.13	-4.10
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.25	2.94	2.93	--
存货周转次数(次)	4.40	3.45	3.30	--
总资产周转次数(次)	0.69	0.58	0.53	--
现金收入比(%)	75.30	92.69	92.61	63.09
营业利润率(%)	13.61	15.97	16.23	13.97
总资本收益率(%)	4.12	4.73	5.17	--
净资产收益率(%)	2.98	4.36	4.87	--
长期债务资本化比率(%)	27.70	19.05	22.10	22.21
全部债务资本化比率(%)	38.01	41.46	36.72	38.72
资产负债率(%)	43.27	46.80	42.09	43.72
流动比率(%)	203.15	132.35	167.21	160.65
速动比率(%)	139.39	89.31	120.72	112.22
经营现金流动负债比(%)	67.09	21.92	40.01	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.76	3.72	3.94	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.45	5.11	4.47	--

注：公司 2016 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

指标名称	计算公式
增长指标	
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) ^{1/(n-1)} -1]×100%
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。