

信用等级公告

联合[2012] 018 号

佛山华新包装股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对佛山华新包装股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2012 年公司债券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拟发行的 2012 年 8 亿元公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：李中伟

分析师：孙明伟 崔津珠

二零一二年四月十六日

地址：天津市和平曲阜道 80 号（300042）

电话：022-58356998

传真：022-58356989

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

佛山华新包装股份有限公司

2012 年公司债券信用评级分析报告

本期公司债券信用等级: AA

发行人主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期发行规模: 不超过 8 亿元 (含 8 亿元)

债券期限: 3+2 年

还本付息方式: 按年付息、到期一次还本

评级时间: 2012 年 4 月 16 日

主要财务数据:

项目	2009 年	2010 年	2011 年
资产总额(亿元)	57.55	61.60	65.72
所有者权益(亿元)	26.34	29.52	31.46
长期债务(亿元)	3.60	7.55	5.55
全部债务(亿元)	22.90	24.11	26.14
营业收入(亿元)	23.73	38.99	40.27
净利润(亿元)	0.79	2.21	1.95
EBITDA(亿元)	3.09	5.21	5.25
经营性净现金流(亿元)	-1.21	1.95	-2.08
营业利润率(%)	12.74	16.87	14.74
净资产收益率(%)	3.79	7.90	6.41
资产负债率(%)	54.23	52.08	52.13
全部债务资本化比率(%)	46.51	44.95	45.39
流动比率	0.80	1.07	1.09
EBITDA 全部债务比	0.14	0.22	0.20
EBITDA 利息倍数(倍)	2.98	4.16	3.70
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.39	0.65	0.66

注: 本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币。

分析师

刘洪涛

电话 022-58356912

邮箱 liuhongtao@lianhecr.com

崔津珠

电话 022-58356962

邮箱 cuijinzhu@lhcr.com

传真: 022-58356989

地址: 天津市和平区曲阜道 80 号 (300042)

Http: // www. lianhecreditrating. com. cn

评级观点

联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 对佛山华新包装股份有限公司 (以下简称“公司”或“粤华包”) 的评级反映了其作为国内知名造纸生产企业, 在白卡纸生产领域的领先地位, 以及其在股东支持、技术研发、原料采购、品牌方面的优势; 同时, 联合评级关注到国内造纸行业竞争激烈, 公司拓展新产品所带来的不确定性。

目前, 中国纸品市场容量大, 发展前景良好。未来随着公司在高松厚产白卡、吸塑专用白卡等领域的拓展, 公司整体竞争实力将进一步增强, 并有望继续保持在白卡纸生产的领先地位。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 本期公司债券到期不能偿还的风险低。

优势

1. 公司是中国最早的白卡纸生产企业, 目前白卡纸产能位居国内前列, 市场地位高、客户认可度高。
2. 公司在造纸领域具有较强的技术研发实力, 主要产品和技术处于国内领先地位。
3. 公司建立了完善的销售服务网络体系, 销售渠道畅通, 并与红塔集团建立了长期战略供应关系。
4. 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。

关注

1. 主要原材料木浆的采购价格波动对公司盈利的稳定性有一定的影响, 对公司成本控制及营销管理提出了更高的要求。
2. 目前公司对烟草行业客户有一定依赖

性，存在一定的客户集中的风险。

3. 公司对红塔仁恒控股比例未超过50%，作为公司主要的收入及利润来源，公司对其持股比例的变化情况值得关注。

信用评级报告声明

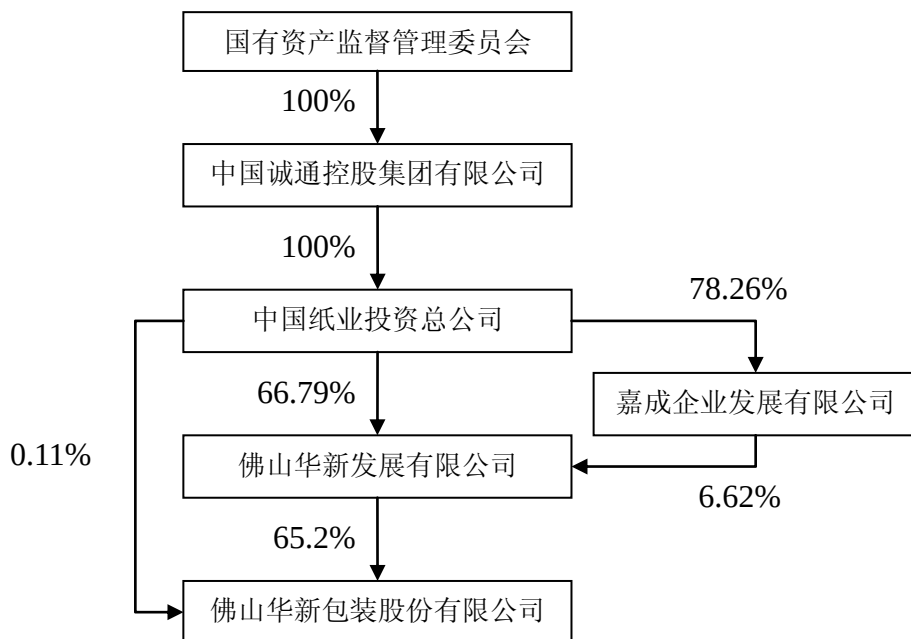
- 除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与佛山华新包装股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与佛山华新包装股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因佛山华新包装股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。
- 本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由佛山华新包装股份有限公司提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。
- 佛山华新包装股份有限公司公司债券信用等级自本期债券发行之日起至到期兑付日有效；本期债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内该债券的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，以发起方式设立股份有限公司，设立时的总股本为29,000.00万元，并于1999年6月21日在广东省工商行政管理局登记注册。2000年公司采用私募配售方式发行境内上市外资股（B 股）股票14,950.00万股，并在深圳证券交易所上市交易（股票代码为“200986”，股票简称“粤华包B”）。2007年6月公司派送股票股利6,592.50万股，总股本增至50,542.50万元。

截至2011年12月31日，公司总股本为50,542.50万元，其中佛山华新发展有限公司（以下简称“华新发展”）持有公司65.20%的股份，中国诚通控股集团有限公司（以下简称“诚通集团”）为公司实际控制人（图1）。

图1 截至2011年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主要业务为白卡纸、白板纸的生产以及包装印刷等，属于造纸、纸基包装和印刷行业。2009年6月，公司通过增资珠海经济特区红塔仁恒纸业有限公司（以下简称“红塔仁恒”），目前持有红塔仁恒41.97%股权。同时，龙邦国际有限公司（诚通集团下属企业）将其持有的11.60%股权授权给公司行使出资人权利，因此公司成为红塔仁恒的实际控制人，并于2009年7月1日起将其纳入合并范围，至此公司成功进入白卡纸的生产领域。

公司目前设有财务部、审计部、运营管理部、战略投资部、人力资源部、总经理办公室、董事会办公室等7个职能部门（附件1）；拥有佛山诚通纸业有限公司（以下简称“佛山诚通”）、红塔仁恒、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个全资或控股子公司（附件2）。截至2011年底，公司拥有在职员工2,753人。

截至 2011 年底，公司（合并）资产总额 657,188.88 万元，负债总额 342,598.74 万元，所有者权益（含少数股东权益）314,590.14 万元。2011 年公司实现合并营业收入 402,652.38 万元，净利润（含少数股东损益）19,548.33 万元。经营活动产生的现金流量净额-20,823.53 万元，现金及现金等价物净增加额 9,070.55 万元。

公司注册地址：广东省佛山市季华五路 18 号；法人代表：童来明。

二、本期债券及债券筹资项目概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“佛山华新包装股份有限公司 2012 年公司债券”，发行规模为不超过 8 亿元（含 8 亿元），债券存续期限 5 年，附第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券的票面年利率将根据网下询价结果，由公司与保荐人（主承销商）按照国家有关规定协商一致，并经监管部门备案后在利率询价区间内确定，在债券存续期限前 3 年保持不变；如公司行使上调票面利率选择权，则未被回售部分债券在存续期限后 2 年的票面利率为债券存续期限前 3 年票面利率加上上调基点，在债券存续期限后 2 年固定不变；如公司未行使上调票面利率选择权，则未被回售部分债券在存续期限后 2 年的票面利率仍维持原票面利率不变。本期债券采用单利按年计息，不计复利。

公司上调票面利率选择权：公司有权决定是否在本期债券存续期的第 3 年末上调本期债券后 2 年的票面利率，调整幅度为 0 至 100 个基点（含本数），其中 1 个基点为 0.01%。公司将于第 3 个付息日前的第 20 个交易日，在中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上发布关于是否上调本期债券票面利率以及上调幅度的公告。若公司未行使票面利率上调选择权，则本期债券后续期限票面利率仍维持原有票面利率不变。

投资者回售选择权：公司发出关于是否上调本期债券票面利率及上调幅度的公告后，投资者有权选择在第 3 个计息年度的付息日将其持有的全部或部分债券按面值回售给公司。第 3 个计息年度的付息日即为回售支付日，公司将按照深交所和证券登记机构相关业务规则完成回售支付工作。

2. 本期债券募集资金用途

经公司 2012 年第一次临时股东大会审议决定，本期公司债券发行募集的资金，在扣除发行费用后拟用于偿还银行借款、调整债务结构，剩余部分用于补充公司流动资金。

三、行业分析

公司主要业务为白卡纸、白板纸的生产以及包装印刷等，属于造纸、纸基包装和印刷行业。

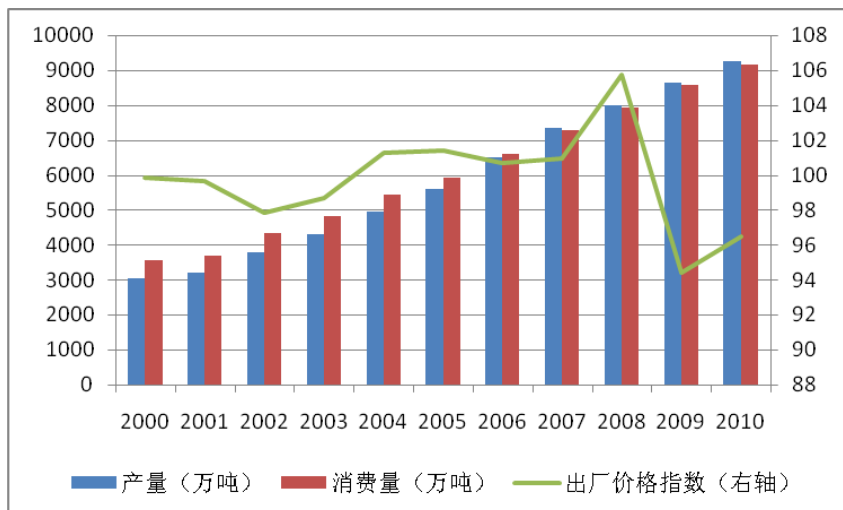
1. 行业概况

造纸行业是与国民经济和社会事业发展关系密切的重要基础原材料产业，与国民经济和人民生活息息相关，纸及纸张的消费水平也是衡量一个国家现代化水平和文明程度的标志。近十年我国造纸行业得到国家的大力扶持，增长迅速（见图 2），是造纸行业黄金时期。

从纸品价格变化趋势看（图 2），2008 年末纸及纸板价格指数处于较高位置，2009 年 1 月份价格指数出现一波下降，并出现了连续 6 个月的下滑，并于 7 月份价格指数达到 91.63%，进入 8

月价格指数反弹后，10月价格指数再次下降，随后价格指数强力回升一直持续到12月，但整体处于低位震荡调整的态势。随着国家宏观经济的不断好转，以及国家刺激消费相关政策的出台，2010年纸品价格出现好转，但由于国家宏观经济正处于缓慢的恢复期，造纸行业的价格在短期内难以有较大幅度的变化。

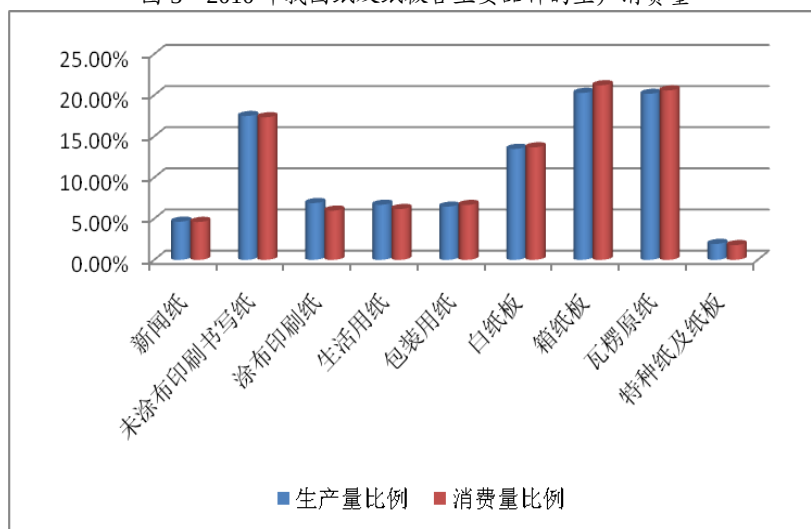
图2 2000-2010年全国纸及纸板产量、消费量和出厂价格指数



数据来源：中国造纸协会，国家统计局

2000~2010年，我国纸及纸板生产量年均增长11.76%，消费量年均增长9.88%，纸及纸板的产量和消费量逐年增长，2010年全国纸及纸板生产量9,270万吨，消费量9,173万吨。从纸及纸板的消费品种来看，2010年纸及纸板主要产品有新闻纸、未涂布印刷书写纸、涂布印刷纸、生活用纸、包装用纸、白纸板、箱纸板、瓦楞原纸、特种纸及纸板，各纸种在纸及纸板总生产量和总消费量中的占比如图3所示。

图3 2010年我国纸及纸板各主要品种的生产消费量



数据来源：中国造纸协会

从纸的用途上来看，主要分为包装纸、文化用纸、新闻纸、以及其他纸种四大类。包装纸包括瓦楞纸，箱板纸，以及白卡纸等。瓦楞纸主要是生产瓦楞纸板的重要组成材料之一。瓦楞原纸

要求纤维结合强度好，纸面平整，有较好的紧度和挺度，要求有一定的弹性，以保证制成的纸箱具有防震和耐压能力。箱板纸的用途，主要是与瓦楞纸芯粘合后制成瓦楞纸箱，用来包装家用电器、日用百货、针棉织物、文化用品、中西成药的外包装等。白卡纸是用于供印刷名片、封皮、证书、请柬及包装装潢用的卡纸，白卡纸为平板纸，按质量水平白卡纸分为 A、B、C 三等。

2010 年白纸板生产量 1,250 万吨，较上年增长 8.70%；消费量 1,254 万吨，较上年增长 8.10%。2000~2010 年，白纸板生产量年均增长率 16.14%，消费量年均增长率 12.56%。

2010 年涂布白纸板生产量 1,200 万吨，较上年增长 9.09%；消费量 1,204 万吨，较上年增长 8.47%。2000~2010 年，涂布白纸板生产量年均增长率 19.62%，消费量年均增长率 15.46%。

2010 年包装用纸生产量 600 万吨，较上年增长 4.35%；消费量 612 万吨，较上年增长 4.26%。2000~2010 年，包装用纸生产量年均增长率 4.14%，消费量年均增长率 2.65%。

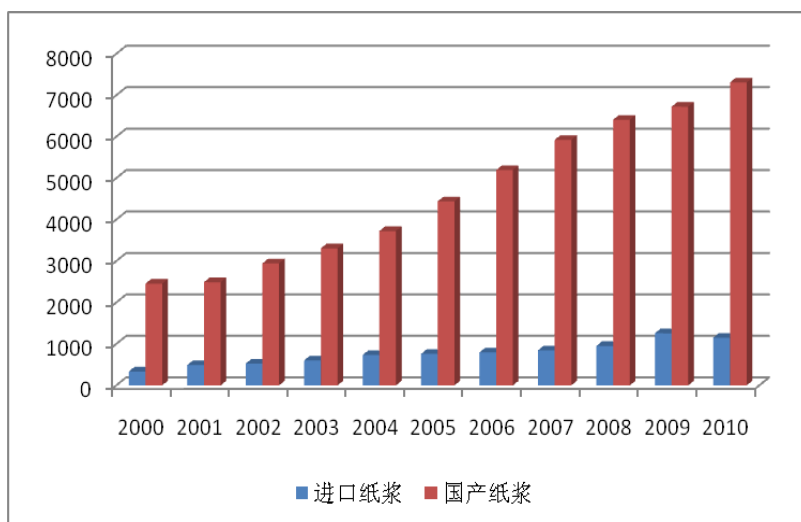
目前，我国的纸及纸板产量位于世界第一位，但人均产量仍处于快速增长区间。所以尽管中国的造纸年产量目前已经超过发达国家成长期，但人均纸产量的发展即使考虑到人口基数问题仍相距甚远，中国造纸行业还有一定的成长空间。通过对造纸行业的各个特征分析，我国造纸行业的生命周期处于成长阶段的后期，处于成长到成熟的盘整期。

2. 供需状况

(1) 原料供应

造纸业的上游是原料木浆及废纸，2010 年全国纸浆消耗总量 8,461 万吨，较上年 7,980 万吨增长 6.03%（图 4），其中木浆 1,859 万吨，较上年增长 2.82%，比例占 22%，与上年持平；非木浆 1,297 万吨，较上年增长 10.38%，比例占 15%，与上年持平；废纸浆 5,305 万吨，较上年增长 6.16%，比例占 63%，与上年持平。除国产纸浆外，我国造纸行业还需大量进口废纸和木浆，对外依赖性较强。其中进口木浆主要从南美（阔叶）、北美（针叶）进口，高质量的废纸同样主要依靠进口，进口国家及地区包括美国、欧洲及日本。

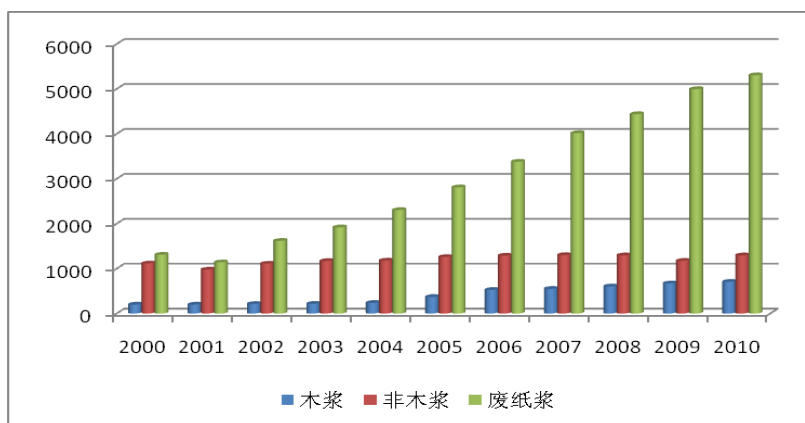
图 4 我国纸浆消耗总量



数据来源：中国造纸协会

国产纸浆生产方面，近十年来木浆、废纸浆的产量不断增长（图 5），非木浆产量保持平稳，2010 年全国纸浆生产总量 7,318 万吨，较上年 6,732 万吨增长 8.70%。

图 5 2000 - 2010 年我国国产纸浆



数据来源：中国造纸协会

原料进口方面，据海关统计，2010 年我国废纸进口均价 219.8 美元/吨，上涨 59.2%；木浆进口均价 775.6 美元/吨，上涨 55%。面对国际市场原料的大幅上涨，以及国内原料产量的不断增长，国内造纸企业纷纷转向使用国内原料，使得废纸进口量同比下降 11.5%、木浆进口量同比下降 16.9%。

（2）下游需求

作为主流材料的造纸主要使用于印刷、装饰、日化、新闻出版、卫生、食品饮料、医药保健品、电器电子、机械等行业，造纸业对这些下游产业具有一定的拉动作用。在我国，纸产品中大约有 80% 用于生产消费，20% 用于生活消费。

随着国内为应对金融危机出台的各项刺激政策的逐渐落实，尤其是造纸行业的相关产业投资拉动的经济发展和内需增长，带动了国内市场对纸张需求总量的增加，将促进国内纸及纸板生产总量继续增长。

从消费量来看，中国纸产量和消费量在 2009 年分别为 8,640 万吨和 8,566 吨，双双超过美国，跃升为世界最大的纸与纸板生产国和消费国。中国人均纸消费量 1998 年还只有 26 千克，2007 年和 2008 年分别增至 55 千克和 60 千克，2009 年为 64.4 千克，2010 年为 68 千克，中国人均纸消费量虽然增长迅速，但仍大约相当于比利时的 1/5，美国的 1/4，日本的 3/10。

从世界造纸市场分析，尽管造纸行业面临其它竞争产品的威胁，纸仍然是世界经济的重要原材料。随着关联行业的发展壮大，对造纸材料的品种、数量、质量、性能提出了更高要求，造纸与下游行业之间的关系变得更加紧密。世界造纸需求量的这种上升趋势也对中国造纸的需求量产生重大影响，必然会进一步促进中国造纸行业的发展，继续延伸中国造纸行业的成长期。

3. 行业竞争状况

我国造纸行业的总产量较大，但生产规模分散，产业集中度低，与发达国家的造纸行业相比，大量技术落后、规模小的造纸企业仍在市场上占有一定份额。根据中国造纸协会的公开资料，2010 年我国有规模以上造纸企业 3,686 家，其中小型企业占 88% 以上，平均年生产规模仅有 3 万吨左右，而 100 万吨/年规模以上的企业只有 10 家（表 1）。较低的行业集中度造成行业竞争激烈，在原料价格上涨时，难以将成本压力转嫁到下游行业。

目前，造纸企业的技术水平、装备水平、产品档次等总体严重趋同，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。

表 1 2010 年产量排名前 15 名造纸企业

排名	单位名称	产量（万吨）		
		2009年	2010年	同比增长
1	玖龙纸业（控股）有限公司	652.00	728.00	11.66%
2	理文造纸有限公司	355.00	367.00	3.38%
3	山东晨鸣纸业集团股份有限公司	299.34	327.35	9.36%
4	中国纸业投资总公司	58.67	244.87	317.37%
5	金东纸业（江苏）有限公司	228.92	231.00	0.91%
6	山东太阳纸业	220.00	224.00	1.82%
7	华泰集团有限公司	155.02	164.00	5.79%
8	宁波中华纸业有限公司	147.81	148.74	0.63%
9	中冶纸业集团有限公司	100.60	138.50	37.67%
10	山东博汇纸业股份有限公司	79.45	100.13	26.03%
11	安徽山鹰纸业股份有限公司	82.52	92.57	12.18%
12	浙江景兴纸业股份有限公司	74.96	85.41	13.94%
13	河南银鸽实业投资集团	72.82	83.96	15.30%
14	芬欧汇川（常熟）纸业有限公司	80.06	81.03	1.21%
15	山东泉林纸业有限责任公司	64.09	70.61	10.17%

数据来源：中国造纸协会

近年来，造纸行业出现两极分化的发展趋势：一大批造纸企业深陷困境的同时，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。根据《造纸产业发展政策》规划，未来大量规模较小，装备水平低，竞争能力较差的落后企业的产能将会被市场自然淘汰。

从造纸行业的国际发展经验看，发达国家行业集中度普遍较高，而我国造纸行业的发展仍处于向规模化、集约化、专业化、高端化的发展阶段，还处于行业成长时期的后期，大规模的兼并重组情况将会不断出现，并推动整个行业将出现结构升级。

4. 行业政策

近年来，国家对造纸行业出台的相关政策有：

2007 年 6 月，国务院制定的《节能减排综合性工作方案》首次明确提出“十一五”期间将关闭近 650 万吨的造纸落后产能。主要淘汰年产 3.4 万吨以下草浆生产装置、年产 1.7 万吨以下化学制浆生产线、不达标的年产 1 万吨以下以废纸为原料的纸厂（东部、中部省份可根据本地实际适当提高淘汰落后制浆产能的标准）。

2008 年 2 月，第十届全国人大常委会第三十二次会议全票通过了修订后的《中华人民共和国水污染防治法》。作为水污染的重点行业，此法的制定对造纸及纸制品业的影响较为明显。鉴于我国水污染形势依然严峻，造纸类企业达标排放能力日益增强，此法明确将企业超标排污作为构成违法行为的界限，对违法者依法追究法律责任。排污总量控制制度的实施，将切实把水污染物的排放量削减下来，使水环境质量逐步提高。

2009 年 3 月，财政部和国家税务总局联合发布了《关于提高轻纺、电子信息等商品出口退税率的通知》，决定提高部分纸制品的出口退税率至 13%，涉及造纸及纸制品类的商品。

2009 年 5 月出台《轻工业调整和振兴规划》，提出了 2009 年至 2011 年我国轻工业调整和振

兴的原则、目标、主要任务及相关政策措施等。造纸业在轻工 45 各行业中的特点突出、举足轻重，随着振兴规划的出台、造纸企业自身的战略调整和中国经济的逐渐复苏，造纸业现明显回暖。

2010 年 5 月，工信部公布了 18 个行业 2010 年淘汰落后产能的具体目标，淘汰企业名单中涉及 279 家纸业企业，整个浆纸产能的淘汰要求达 465.25 万吨。

2011 年，工信部公布年度淘汰任务，淘汰落后造纸产能的规模大幅提升，16 个省市陆续公布了各自在 2011 年造纸行业落后产能淘汰的数量及具体企业，淘汰数量已达 684 万吨。落后产能的淘汰将为大型造纸企业腾出市场空间，加速行业集中度的提升，进而扩大龙头公司的市场份额，大型造纸企业将成为最大收益者。

总体上讲，造纸及纸制品业未来的政策发展方向是，大力淘汰落后产能加快行业整合，加快产业结构调整及优化升级，加快推进林纸一体化建设进程，发展循环经济，节约资源和保护环境。

5. 行业关注

由于造纸行业是技术、资金、劳动密集型产业，行业发展受市场、国家政策、环保节能等因素的影响较大。

（1）环保风险

制浆造纸行业在生产过程中产生的工业“三废”会对环境造成一定的污染，随着国家对环保要求的提高，可能影响产品的生产成本。

（2）原料风险

用以制造纸品的主要原材料包括麦草、软木浆及废纸，目前我国造纸行业原材料大量依赖进口，原材料价格波动会对纸厂的盈利能力产生重要影响，很多中小型造纸企业对上游议价能力较弱，也难以将原材料价格上涨转移给下游，因而当浆价提高时，难以承受浆价压力而被迫停产。

（3）技术风险

目前国内大型造纸生产线关键设备全部要靠进口，相关技术也要从外国引进，国内企业发展受制于外资企业，综合竞争力较弱，同时环保、节能政策的影响和要求也需要技术支撑，所以必须要加快技术创新和自主研发，提高技术、提高生产效率，从而降低成本，提高企业综合竞争实力。

（4）产品结构多样化

随着市场不断扩大，纸制品类别的需求也在不断增多，不同纸类的淡旺季节有所不同，实行产业结构多样化就可以保证企业更合理地安排生产，降低库存成本，减轻传统淡旺季市场因素的影响。

6. 未来发展

近年来国家持续实施宏观调控，但造纸业不是调控的重点，虽然在国家整体经济增幅放缓的情况下，会对纸品消费有一些影响，但影响相对较小。值得注意的是，宏观调控和其它一些辅助因素对造纸业的影响较大。造纸业是高能耗、高投入的行业，煤、电、油、运紧张和价格上涨会显著影响造纸行业的整体盈利水平。同时由于国家对环境保护的日益重视，对造纸行业的环保标准可能提高，这将对部分造纸企业，特别是中小企业带来较大负面影响。

预计在未来 5-10 年内，我国经济仍将保持平稳健康发展，我国造纸业增长速度将高于 GDP 的增长速度，同时法律、市场、产业环境将进一步规范和完善，是造纸工业发展的机遇期。随着市场进一步开放，国际大型公司通过投资或直接产品销售对中国市场的控制力度将进一步提高，市场竞争日趋激烈。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

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板纸、涂布白卡纸、彩色印刷为主的包装纸部分。公司目前在佛山、珠海两地拥有合计5条造纸生产线，生产能力达到75万吨/年，其中白卡纸生产能力58万吨/年、白板纸生产能力17万吨/年。作为华南地区中高档包装材料和包装制品的主要生产基地，公司的涂布白卡纸生产能力在珠江三角洲地区居第二位（仅次于玖龙纸业）。2011年公司造纸产量76.78万吨，在国内造纸行业中处于前列。

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。经过多年的发展，公司逐步获得了生产规模、技术装备、产品质量和管理水平等方面的优势，曾经先后获得“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”，并进入中国企业综合评价最优500家之列。

公司下属企业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58万吨/年。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，公司占有中国卷烟白卡纸市场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通过瑞典利乐公司（利乐包产品在我国液体食品软包装盒市场占有率有很高的市场地位）新供应商资格审核并开始供货，未来有望成为利乐中国地区液体包装纸主要供应商。

总体来看，公司是国内生产白卡纸的龙头企业之一，在高端纸业市场竞争力强。

2. 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、IGT 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，2009 年被再次认定为广东省“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的研发中，公司开发的产品获得多项发明和实用新型专利，红塔仁恒至今自主研发了 10 项专利产品，其中 7 项实用新型专利，3 项发明专利。

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。按照“高品位、高质量、高差异化”的产品开发战略，公司针对市场需求的变化，不断寻求新的差异化发展方向，近年来研发出多种适应市场防伪、安全、卫生、液体食品包装、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。

目前公司的这些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，公司在高档涂布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。

3. 环保与节能减排

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，公司下属子公司佛山诚通自备污水处理中心对造纸污水处理通过一级物化、二级生化及三级深度处理三道过程完成，处理污水能力达 1 万吨/日，目前污水处理量在 7,000 吨/日左右。佛山诚通的污水 COD 和烟气在线测控系统与当地环保部门联网，监测的数据、视频信号实时传输到佛山市污染源在线监控管理平台。近几年来，在佛山市环境监测部门的季检、年检等取样检测中，佛山诚通的废水和烟气各项污染物指标均达到国家和地方环保局的排放标准。佛山诚通已连续三年获广东省环保厅颁发的“环保诚信企业绿牌”称号。2010 年底，佛山诚通通过了广东省清洁生产中心组织的专家评审，获广东省经济和信息化委员会、广东省科学技术厅联合公布佛山诚通为广东省清洁生产企业。

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。

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，为此，公司与广州迪森热能技术股份有限公司共同推进本项目的 CDM（联合国清洁发展机制）申报，申报成功后，将获得 6~10 万吨/年的“碳汇资产”，对公司的经济效益和社会效益具有积极的影响。

总体看，公司环保压力较小，环保措施得当、有效，国家及地方的环保监控和未来国家环保要求的提高对公司经营产生不良影响的风险较小。

4. 人员素质

公司发展历史较长，积累、沉淀了很多在造纸领域具有丰富实践经验的高素质人才，保证了公司的健康发展。公司高度重视人才建设，建立了相应的激励和职务晋升机制，以加强人力资源的有效管理。2010 年，公司总部和各下属企业开展了竞聘上岗工作，激发了员工的积极性，达到了优胜劣汰的效果。同时，公司与瑞典利乐公司的合作也使公司获得了具有丰富管理经验和技术能力的专业人才储备。

公司现有高层管理人员 7 名，其中总经理 1 名、副总经理 6 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。

公司总经理王奇先生，现年 58 岁，工商管理硕士，经济师。1995 年 1 月至 2008 年 5 月历任佛山

华新发展有限公司董事长、副董事长、总经理；1999年6月至2008年5月任公司董事长；2008年5月至今任公司副董事长兼总经理。

公司副总经理季向东先生，现年38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。

目前，公司已拥有工种齐全、专业配套的员工队伍，以及专业素质过硬的研发人员，构成了公司自主创新、科研、生产、管理工作的骨干力量。截至2011年底，公司共有员工2,753人，其中行政人员占比7.15%、销售人员占比4.83%、技术人员占比8.20%、财务人员占比2.36%、生产人员占比58.62%、其他人员占比18.81%。员工中大专及以上学历人员占比27.20%；高中、中专、技校及以下学历占比72.80%。

总体来看，公司高度重视人才建设，生产人员、管理人员拥有丰富的造纸、包装生产企业管理经验，能够满足公司发展的需要。

5. 外部环境

（1）税收优惠

根据广东省科学技术厅、广东省财政厅、广东省国家税务局、广东省地方税务局联合下发的《关于公布广东省2009年第二批高新技术企业名单的通知》，公司的控股子公司红塔仁恒被认定为广东省2009年度第二批高新技术企业，红塔仁恒自2009年（含2009年）起连续三年享受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。

根据《国家税务总局企业所得税法实施条例》第九十二条规定，公司下属子公司昆山佛彩包装印刷有限公司2011年符合小型微利企业认定条件，按20%优惠税率计缴企业所得税。

（2）政府支持

公司的发展得到了地方政府在资金上的支持，公司2010年和2011年分别获得的各项政府奖励、补贴资金合计达526.91万元和432.88万元。

（3）股东支持

公司实际控制人诚通集团是国务院国资委监管的大型企业集团，其控股子公司中国纸业是以林浆纸生产、开发及利用为主业的国有大型企业，产品涵盖纸浆、文化类印刷用纸、涂布白板纸、特种纸等多个领域，品种多达数十种，质量和产量居国内造纸行业前列。在中国纸业的发展战略中，将公司定位于集中力量发展高技术附加值、环保的高端白卡纸产品，这一定位将有利于提高公司的产业竞争力。

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，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。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。

总体看，诚通集团和中国纸业高度重视公司的发展，在采购、营销、技术、资金等方面能够给予公司大力的支持。

（4）区域环境

公司位于造纸、印刷行业较为集中的珠三角地区。在广东省的“十一五”规划中，将造纸行业列为九大支柱产业；在 2009 年 1 月 8 日国务院批复广东省的《珠江三角洲地区改革发展规划纲要（2008-2020 年）》中，在构建现代产业体系“改造提升优势传统产业”的任务中提出了“实施改造提升、名牌带动、以质取胜、转型升级战略，做优家用电器、纺织服装、轻工食品、建材、造纸、中药等优势传统产业，提高产业集中度，提升产品质量，增强整体竞争力”。在此区域发展，有利于公司吸收区域内同行业经验、引进造纸行业方面的人才以及提高产品的销售，促进公司在造纸、印刷领域的可持续发展。

总体看，公司拥有良好的外部发展环境。

五、公司管理

1. 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。

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。

总体看，公司认真履行相关的监管规定，股东大会、董事会、监事会独立运作，法人治理结构完善健全，整体运行情况良好。

2. 管理体制

公司目前设有财务部、审计部、运营管理部、战略投资部、人力资源部、总经理办公室、董事会办公室等 7 个职能部门；拥有佛山诚通、红塔仁恒、华新彩印和昆山佛彩 4 个全资或控股子公司。公司制定了相应的规章制度，对各部门作了明确分工，各部门负责人由公司按照规定的程序任免。所有纳入合并范围的子公司按照国资委的要求执行预算管理，由公司统筹规划。

公司主要下属企业佛山诚通、红塔仁恒、珠海华丰和华新彩印均通过了质量管理体系认证以及职业健康安全管理体系认证；红塔仁恒和珠海华丰还通过了环境管理体系认证以及 HACCP 认

证，各下属企业能够按照体系要求规范运作。同时，公司还定期对各项制度、流程的执行情况进行检查和评估。

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。

对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，公司建立的管理体制对公司正常经营和规范运作起到了较好的监督、控制作用，促进了工作及生产效率全面提升，最大限度地降低了经营风险。

3. 管理水平

公司在资产规模、生产能力不断发展壮大的过程中，积极采取各种管理途径和管理工具加强自身管理建设，各项管理活动贯穿于公司的发展历程。2011年，公司根据中国纸业实施“精细化管理年”的工作部署，在全公司范围内开展了“精细化管理”活动，突出“制度化、规范化、精细化”的工作氛围，进一步营造科学发展、精细管理、严谨负责的生产经营环境。目前，公司各企业根据自身情况，有针对性地开展各项精细化管理工作，围绕“把所有工作活动都进行分析，把有利于增值的活动保留和增加，把无效的活动减少，把造成损失的活动消除”的工作思路，开源节流、减损增效。

总体看，公司大力推行的“精细化管理”活动，有利于提升公司的生产效率和竞争力，公司管理水平较高。

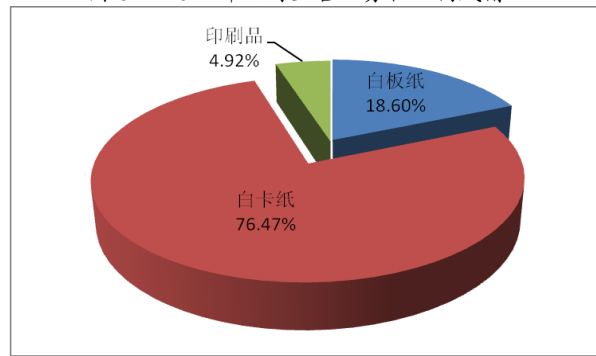
六、经营分析

1. 经营概况

公司主营造纸和印刷业务。2009年完成了对红塔仁恒的并购之后，公司产品线由单一品种白板纸扩展到涂布白卡纸、灰底白板纸、高档白卡纸、液体包原纸等多系列产品，在生产经营规模不断扩大的同时，公司取得了良好的经济效益，2009年~2011年公司营业收入和净利润的复合增长率分别达到30.27%和57.52%，总体增长趋势明显。2011年公司实现营业收入402,652.38万元，其中主营业务收入占99.04%，公司主营业务十分突出。

公司并购红塔仁恒之后，顺利切入了白卡纸市场，使得白卡纸的生产成为公司新的业务板块，并占据了公司产品结构的主要部分（见图6），增强了公司在造纸领域的竞争实力。

图 6 2011 年公司主营业务收入构成情况



资料来源：公司年报

从公司各产品盈利情况看，近两年在木浆价格大幅波动、能源和原辅料价格持续上升的环境下，公司通过与中国纸业下属造纸企业联合大宗采购木浆的方式，有效降低了主要原材料的采购成本；同时通过推进产品差异化策略，提高了产品附加值；公司还通过科学延长钢带寿命、降低能耗、优化工艺配方等方式有效降低了生产成本。以上措施使得公司主导产品白卡纸的主营业务毛利率¹近三年均处于较高水平。在努力降低生产成本的同时，公司白板纸业务成功推出了高端品牌“润丰”，丰富了白板纸的产品结构，白板纸的主营业务毛利率由2009年的4.73%上升到2011年的11.28%。受益于白板纸毛利率的提升，以及白卡纸在主营业务中的占比提高，公司主营业务综合毛利率由2009年的11.97%上升到2011年的15.05%（表2）。公司15.05%的综合毛利率在造纸行业中处于较高水平（详见本报告盈利能力分析中的行业对比）

从销售区域来看，公司产品销售主要面向国内市场，2011年国内销售额占总收入的85.97%。公司国内销售区域范围主要集中在华南地区，销售占比超过80%。

2011年，为集中优势资源，突出发展造纸主业，公司将规模较小、盈利能力不高的物流服务业务进行了剥离。

表 2 2009 年~2011 年公司主营业务收入及成本构成表

单位：万元

项 目	2009 年			2010 年			2011 年		
	主营业 务收入	主营业 务成本	毛利率 (%)	主营业 务收入	主营业 务成本	毛利率 (%)	主营业 务收入	主营业 务成本	毛利率 (%)
白卡纸	92,043.12	74,251.80	19.33	234,060.21	188,036.43	19.66	304,995.44	257,759.75	15.49
白板纸	117,000.75	111,471.20	4.73	129,648.12	113,209.98	12.68	74,195.74	65,828.16	11.28
印刷品	13,562.86	10,475.89	22.76	16,457.14	13,022.12	20.87	19,629.76	15,227.95	22.42
物流服务	536.78	241.79	54.96	466.02	368.58	20.91	--	--	--
合计	223,143.51	196,440.68	11.97	380,631.49	314,637.11	17.34	398,820.95	338,815.86	15.05

资料来源：公司年报

注：公司于 2009 年 6 月 30 日完成对红塔仁恒的收购，2009 年 7 月起纳入公司合并报表范围，公司 2009 年白卡纸营业收入不含红塔仁恒 1-6 月数。

2. 造纸业务

（1）原料采购

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。按公司目前年生产 60 万吨白卡纸计算，每年需要采购约 50 万吨木浆。公司无制浆生产，需要全部外购，目前主要从加拿大、巴西、智利、南非、乌拉圭、印尼等国进口，一部分国内采购。

¹ 主营业务毛利率 = (主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%

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 ISO14001)。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。

随着公司白卡纸产能的增长,对木浆的需求也逐年增长(表 3),而对废纸的采购量逐年下降,2011 年木浆采购量达到 56.67 万吨。近年来,全球范围内木浆价格大幅波动,公司联合中国纸业所属多家造纸企业开展大宗联合采购,有效降低了木浆的采购成本。

表 3 公司主要采购情况

采购项目	2009 年	2010 年	2011 年
木浆采购量(万吨)	21.77	33.28	56.67
采购均价(元/吨)	3,556.47	4,287.46	3,854.05
废纸采购量(万吨)	73.37	33.79	20.33
采购均价(元/吨)	1,051.71	1,580.85	1,555.44

资料来源:公司提供

废纸方面,公司 90%的废纸采购依靠进口,目前已与 4 家香港经销商和 10 家欧美经销商建立了长期的供货关系。受废纸供货紧张、价格大幅攀升的影响,公司废纸采购价格由 2009 年的 1,051.71 元/吨上升到 2011 年的 1,555.44 元/吨。

化工原料方面,公司采购量较大的化工原料包括胶乳、变性淀粉、碳酸钙和瓷土,全年需要采购 2 万吨胶乳、2 万吨变性淀粉、9 万吨碳酸钙以及 0.8 万吨瓷土。其中胶乳、变性淀粉、碳酸钙的供应商的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,能够帮助公司解决一些技术问题,从而使公司生产更加顺利。

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;化工原料采购均能获得一定的账期。

总体看,公司原料采购渠道畅通,大宗采购木浆策略,有效降低了原料采购成本。同时,原材料采购价格波动对公司盈利的稳定性有一定的影响,对公司成本控制及营销管理提出了更高的要求。

(2) 产品生产

公司拥有佛山和珠海两个造纸生产基地,其中珠海基地的 3 条造纸生产线具有 58 万吨白卡纸的生产能力,佛山的 2 条生产线具有 17 万吨白板纸的生产能力。公司部分造纸设备使用时间较长,但是通过不断的技术改造,加之生产人员多年积累沉淀的生产经验,使得公司机台具有适应性强、工艺灵活的特点。目前公司造纸设备已达到稳定的最佳使用状况,能够生产出质量稳定的高品质纸品。

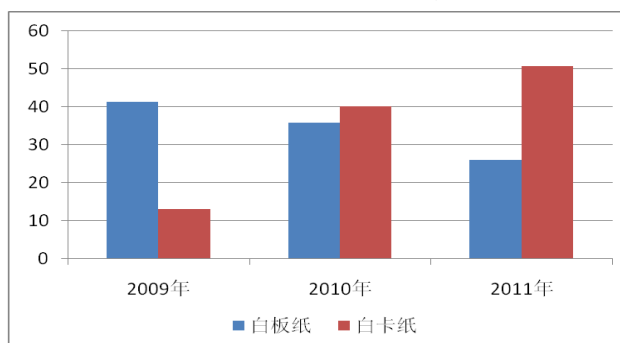
公司生产主要采取订单生产的方式。公司为了快速响应客户需求,对每类产品都有少量的备货,因此存在少量的存货生产方式。由于公司纸品种类以及销售客户逐渐增多,备货的数量也相应有所增加。

公司白卡纸产品已形成从 170 克/m²-350 克/m²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；白板纸形成从 220 克/m²-550 克/m²的系列产品。同时，公司发挥服务上的优势，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。

产量方面，公司收购红塔仁恒后，根据纸品需求的发展趋势，确立了以附加值高的白卡纸为主导的产品结构，并于 2010 年完成了对红塔仁恒 3 号造纸设备由白板纸转换为生产白卡纸的技术改造，白卡纸的产量由 2009 年的 13.07 万吨大幅增长到 2011 年的 50.79 万吨（图 7）；同时，白板纸的产量由 2009 年的 41.35 万吨降低到 2011 年的 25.99 万吨，总体看，公司产能利用率很高。

图 7 近三年公司造纸产量情况（单位：万吨）



资料来源：公司提供

总体来看，公司造纸设备能够生产出质量稳定的高品质纸品。通过产品结构的调整，附加值高的白卡纸产量大幅增长。

（3）产品销售

公司收购红塔仁恒后，通过对销售部门的整合，目前形成了由营销中心进行产品集中销售的架构。

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。目前公司建立了自营直销、区域代理和出口渠道相互协调、互为补充的产品销售网络，自营直销比例已达 70%以上。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。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。

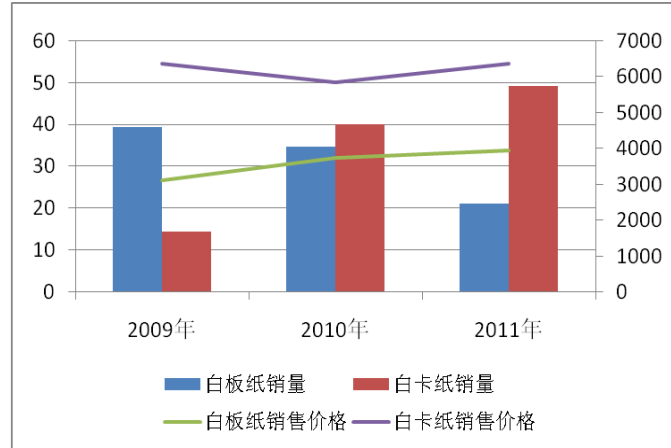
在营销定位上，公司通过高层次定位来树立品牌形象、提高经营成果，目前公司白卡纸产品主要面向造纸行业附加值较高的烟卡市场、食品卡市场。公司坚持与客户发展保持同步发展的营销策略，配套了稳定、优质的服务措施，使得客户粘滞性加大，客户选择替代供应商的成本和适应难度增加。在稳定老客户的同时，公司把开发新客户作为一项重要的营销策略实施，新客户的开发在销售人员的考核中占有重要的地位，通过激励业务员积极开发新客户，公司有效地拓展了市场、优化了客户结构。

从产品销量来看，受白卡纸产量大幅增长以及公司通过稳定老客户、开拓新客户等营销措施，附加值高的白卡纸的销量由 2009 年的 14.47 万吨大幅增长到 2011 年的 49.04 万吨（图 8），产销率达 96.55%。受产量下降影响，白板纸的销量由 2009 年的 39.43 万降低到 2011 年的 21.06 万吨，产销率由 2009 年的 95.36%下降到到 2011 年的 81.03%。

从产品销售价格来看，公司白卡纸的销售价格在 2010 年受宏观经济影响呈现冲高回落的状态，全年销售均价由 2009 年的 6,361.96 元/吨（不含税，下同）下降到 2010 年的 5,837.67 元/吨（图

8)，2011年回升至6,347.98元/吨；白板纸方面，公司通过差异化产品战略，2010年推出了多种高档次的白板纸产品，销售均价由2009年的2,967.42元/吨上升到2011年的3,938.00元/吨。

图8 近三年公司造纸业务销量及销价情况
(单位：万吨、元/吨)



资料来源：公司提供

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。

表4 2008~2010年公司造纸业务前5大销售客户情况

年份	销售客户	销售金额(万元)	销售占比
2009年	云南红塔烟叶物资有限责任公司	13,293.72	6.20%
	珠海市珠海港明安企业有限公司	5,838.34	2.72%
	深圳市凯诺进出口贸易有限公司	4,831.63	2.25%
	宁波三润投资实业有限公司	3,920.42	1.83%
	汕头市粤东印刷物资有限公司	3,279.06	1.53%
	合计	31,163.17	14.52%
2010年	云南红塔烟叶物资有限责任公司	33,014.04	9.08%
	升辉国际纸业有限公司	19,258.42	5.30%
	汕头市粤东印刷物资有限公司	10,150.74	2.79%
	深圳市凯诺进出口贸易有限公司	9,727.80	2.67%
	珠海市劲升贸易有限公司	6,186.72	1.70%
	合计	78,337.72	21.54%
2011年	云南红塔烟叶物资有限责任公司	18,975.00	5.00%
	红塔烟草(集团)有限责任公司	18,907.14	4.99%
	珠海市珠海港明安企业有限公司	15,154.10	4%
	深圳市凯诺进出口贸易有限公司	12,000.10	3.16%
	汕头市粤东印刷物资有限公司	6,697.13	1.77%
	合计	71,733.47	18.92%

资料来源：公司提供

从客户集中度看，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，随着对云南红塔烟叶物资有限责任公司（以下简称“红塔烟叶”）销售的增长，公司对云南红塔的销售占比

由2009年的6.20%上升到2010年的9.08%，2010年公司对前五大客户的销售占比也上升到21.54%（表4）。2011年，公司对红塔烟叶和红塔烟草（集团）有限责任公司的销售合计占比达到9.99%。从中可以看出，公司对烟草行业客户存在一定依赖关系。未来，随着公司对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等产品的拓展，公司对单一行业单一客户的依赖度将有所降低。

总体看，公司产品销售渠道畅通，产销率较高。未来，随着对新产品营销推广力度的加大，公司对单一行业的依赖度将有所降低。

3. 彩色印刷业务

（1）装备水平

公司拥有接近GMP标准的洁净厂房和以环保水性油墨为原料的印刷设备。公司的印刷设备较为先进，主要包括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。公司的印刷设备具有胶印1.5亿标准印张/年、柔印12万米/年和凹印6万米/年的生产能力。2010年底，公司彩印生产在印前、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。

公司胶印、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，因此公司彩印业务主要定位在食品、药品的包装印刷。

总体看，高标准厂房和先进设备保证了公司印刷产品的质量，提高了公司彩印业务的竞争优势。

（2）原料采购

公司彩印业务最主要的原料为纸张。公司彩印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，能够较其它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。

（3）生产销售

公司印刷业务主要采取订单生产的方式。印刷行业是个充分竞争的行业，价格敏感度高。同时，公司客户以知名企业为主，自身管理比较先进，对包装材料供应商的要求较为严格。因此，公司通过精细化管理来控制生产过程，起到了精准控制成本的效果，使公司在稳定老客户、开拓新客户方面处于有利地位。2011年，公司对重点老客户箭牌糖果（中国）有限公司的销售实现了1.86%的增长、对佛山市海天调味食品股份有限公司的销售实现了11.01%的增长，同时，公司在2011年利用通过QS认证的良好生产环境以及国家推行电子监管码的机会，成功开拓了丽珠集团利民制药厂、湖南五洲通药业有限公司、岳阳同联药业有限公司制剂分公司、安士生物科技（中山）有限公司等新客户，新客户订单量同比增长15%；2011年新产品订单增长率80%。2011年公司印刷业务实现营业收入19,629.76万元，同比增长19.27%。

近三年，公司印刷业务对前五大客户的销售占比均超过50%（表5），客户集中度较高，一方面反映出公司对主要客户的依赖，另一方面也反映出知名企业对公司高质量印刷品的认可。

表5 公司印刷业务前5大销售客户情况（单位：万元）

年份	销售客户	销售金额	销售占比
2009年	箭牌糖果（中国）有限公司	4,499.04	33.17%
	佛山市海天调味食品股份有限公司	1,667.34	12.29%
	欧司朗（中国）照明有限公司	812.08	5.99%

	广州王老吉药业股份有限公司	795.23	5.86%
	美晨集团股份有限公司	519.33	3.83%
	合计	8,293.02	61.15%
2010 年	箭牌糖果（中国）有限公司	5,442.22	33.07%
	佛山市海天调味食品有限公司	2,134.86	12.97%
	广州王老吉药业股份有限公司	911.97	5.54%
	合生元生物制品有限公司	786.29	4.78%
	欧司朗（中国）照明有限公司	728.79	4.43%
	合计	10,004.13	60.79%
2011 年	箭牌糖类(中国)有限公司	5,543.25	28.24%
	佛山市海天调味食品有限公司	2,369.88	12.07%
	欧司朗(中国)照明有限公司	1,195.05	6.09%
	广州王老吉药业股份有限公司	1,155.77	5.89%
	维达纸业（广东）有限公司	902.42	4.6%
	合计	11,166.37	56.89%

资料来源：公司提供

4. 关联交易

公司关联交易主要体现在从关联方采购、接受劳务服务和向关联方销售三方面。公司从关联方采购的原因主要是公司利用中国纸业的木浆采购网络，通过大宗采购而降低原料采购成本；接受劳务服务主要是利用诚通集团的物流网络进行原料和产品的运输及仓储；向关联方销售主要是利用关联方销售网络，销售公司产品。从表 6 可以看出，公司关联销售的金额较小，占比很小；公司关联采购的金额较大，2011 年达 16,398.69 万元，占比 4.84%。考虑到公司的关联采购是为了降低原料采购成本，且定价公允，因此整体看公司关联交易的风险不大。

表 6 近三年公司关联交易情况（单位：万元）

年 份	向关联方采购商品、接受劳务		向关联方销售商品、提供劳务	
	金 额	占主营业务成本比例	金 额	占主营业务收入比例
2011 年	16,398.69	4.84%	191.96	0.04%
2010 年	34,265.40	10.89%	1,743.21	0.46%
2009 年	12580.75	6.40%	4841.16	2.17%

资料来源：公司年报

5. 经营效率

公司 2009 年完成了对红塔仁恒的并购之后，经营规模大幅增长，2009~2011 年，公司营业收入、利润总额年复合增长率分别达到 30.27%和 79.20%。

随着营业收入规模的扩大，公司应收账款和存货规模均保持与营业收入的同步快速增长。在资产管理难度加大的情况下，公司通过加强管理、扩大销售等方式提高经营效率，应收账款周转次数和总资产周转次数指标均出现提升，分别从 2009 年的 4.13 次和 0.52 次，提高到 2011 年的 4.87 次和 0.63 次。由于客户的增加，使得公司备货规模快速上升，存货周转次数由 2009 年的 3.85 次降低到 2011 年的 3.33 次。

从同行业比较情况看（表 7），公司应收账款周转率相对较低，存货周转率处于行业正常水平，总资产周转率处于行业较高水平。总体看，公司经营效率处于正常水平。

表 7 2011 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	7.09	3.46	0.44
恒丰纸业	7.21	3.93	0.63
景兴纸业	6.32	6.78	0.70
银鸽投资	13.79	6.49	0.64
福建南纸	10.06	4.61	0.48
山鹰纸业	9.84	6.92	0.66
青山纸业	15.58	3.32	0.58
岳阳林纸	10.03	1.60	0.41
粤华包	5.20	3.39	0.63

资料来源：Wind 资讯

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

6. 重要投资

公司参股的利乐华新（佛山）包装有限公司（以下简称“利乐华新”）是瑞典利乐公司在中国设立的合资企业，也是国内最早开始生产无菌液体食品包装纸盒——利乐包的企业。利乐华新注册资本6,700万美元，公司持有其25%的股权。

无菌液体食品包装纸盒是近几年发展最快的纸质包装材料。近年来，乳品、饮料等液体食品的飞速发展带动了我国庞大的液体包装市场，利乐华新取得了较好的经营业绩，也为公司带来了较高的投资收益，2009年~2011年公司来自利乐华新的投资收益分别为6,353.30万元、5,964.66万元和5,865.21万元。

由于公司对利乐华新的投资基本属于财务投资，对其控制力度有限。经过综合考虑，公司于2011年12月26日召开的第五届董事会2011年第七次会议审议并通过了公开挂牌转让所持有的利乐华新25%股权的事项。2012年3月30日，公司董事会公告了挂牌转让的进展：公司已与利乐包亚洲有限公司签订了《产权交易合同》，成交价格40,923.00万元。按照转让价格测算，本次股权转让扣除公司初始投资成本后将实现投资收益约2.63亿元，将对2012年公司的财务状况形成良好支撑。

虽然转让利乐华新股权使公司失去了获得长期回报的机会，但公司将利用出售股权回收的资金补充在造纸主业中，优势资源的集中将进一步强化公司的核心竞争力，有利于公司在造纸印刷领域的做大做强，并有望进一步提升公司的利润空间。在短期内未寻找到合适投资项目的情况下，公司将用此笔资金偿还银行贷款，有利于降低公司的财务费用

7. 未来发展

在中国纸业的发展战略中，将公司定位于集中力量发展高技术附加值、环保的高端白卡纸产品。

公司坚持将主业做大做强的理念。为了进一步扩大公司的可持续发展能力，公司一方面积极实施产业并购，扩大产业规模，集中发展高端纸品，扩大烟包市场领域，进入液体包装纸市场领域，填补国内高强涂布牛卡空白，走绿色环保、高附加值的多元化造纸产业路线；另一方面通过整合造纸、包装、印刷资源，实施产业纵向扩张，伺机进入上游的造林制浆领域，打通包装产业的“植林—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，成为绿色包装行业的领导者。

总体看，公司的发展战略符合行业发展趋势。通过积极实施产业并购、集中发展高端纸品等

措施，公司的产业竞争力将得到提高，发展后劲将不断增强，公司业务未来有望继续保持良好的增长态势。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2009~2011 年度财务报表均已经立信大华会计师事务所审计，均出具了标准无保留审计意见。2007 年公司开始执行财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》。因 2009 年 6 月 30 日完成对珠海经济特区红塔仁恒纸业有限公司的收购，红塔仁恒自 2009 年 7 月开始纳入公司合并报表范围，因此部分财务分析以 2010 年和 2011 年为主。

截至 2011 年底，公司（合并）资产总额 657,188.88 万元，负债总额 342,598.74 万元，所有者权益（含少数股东权益）314,590.14 万元。2011 年公司实现合并营业收入 402,652.38 万元，净利润（含少数股东损益）19,548.33 万元。经营活动产生的现金流量净额-20,823.53 万元，现金及现金等价物净增加额 9,070.55 万元。

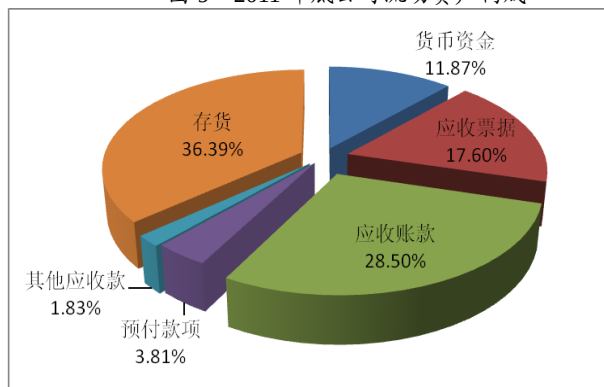
2. 资产质量

由于 2009 年完成对红塔仁恒的收购，并将其纳入合并报表，公司资产规模相应大幅增长。截至 2011 年底，公司资产总额 657,188.88 万元，其中流动资产和非流动资产的占比分别为 47.42% 和 52.58%。

流动资产

近三年公司流动资产快速增长，年复合增长率为 20.93%。截至 2011 年底公司流动资产合计 311,663.17 万元，以存货和应收账款为主（图 9）。

图 9 2011 年底公司流动资产构成



数据来源：公司年报

近三年公司的货币资金年均增长了 3.73%，截至 2011 年底，货币资金余额 36,997.11 万元，其中 78.71% 为人民币、21.29% 为外币；货币资金中的 1.46% 为限制用途的银行承兑汇票和信用证的保证金。总体看，公司货币资金较为充裕。

近三年公司应收账款波动式增长，分别为 85,464.13 万元、66,113.77 万元和 88,826.88 万元。从账龄结构来看，2011 年底应收账款余额中账龄一年以内的占 93.34%、三年以上的占 5.75%。公司按应收账款的组合同分类特征计提了坏账准备，2011 年底公司累计计提坏账准备 5,146.97 万元，计提较为充分。

近三年随着经营规模的扩大，公司存货以 25.20% 的幅度快速增长，截至 2011 年底公司存货净额为 113,418.65 万元。从构成上看，公司存货以库存商品、原材料、在产品和低值易耗品及包装物为主，2011 年上述四项在存货中的占比分别为 57.14%、34.22%、5.80% 和 2.84%。公司按成本高于可变现净值的差额计提存货跌价准备，其中原材料计提了 404.42 万元跌价准备，库存商品计提了 239.15 万元跌价准备。

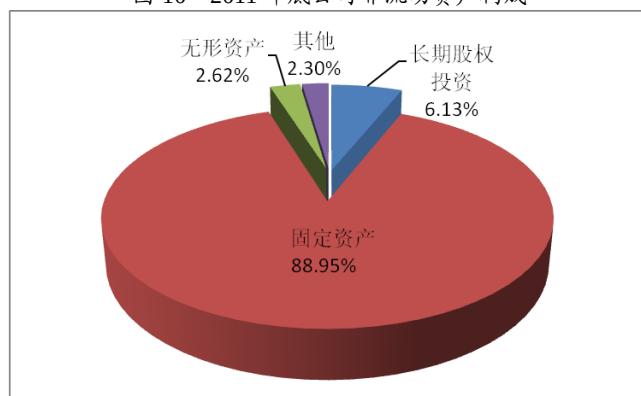
公司预付款项主要来自于预付的材料和设备款项，截至 2011 年底，公司预付款项为 11,888.04 万元，较上年减少了 69.41%。

近三年随着产品销售规模的增加，公司应收票据以 114.78% 的年复合增长率快速增长，截至 2011 年底，公司应收票据 54,840.84 万元，全部为银行承兑汇票。

非流动资产

近三年，公司非流动资产微幅下降了 2.36%，截至 2011 年底，公司非流动资产规模为 345,525.71 万元，以固定资产和长期股权投资为主（图 10）。

图 10 2011 年底公司非流动资产构成



数据来源：公司年报

近三年公司固定资产规模微幅下降了 2.77%，截至 2011 年底，固定资产账面原值合计 451,537.12 万元，以机器设备（占 71.17%）和房屋建筑物（占 24.89%）为主。截至 2011 年底，公司累计计提折旧 136,372.82 万元，固定资产成新率为 69.80%，成新率一般。

近三年公司长期股权投资微幅增长了 0.45%，截至 2011 年底，长期股权投资账面余额合计 21,192.97 万元，主要为对利乐华新（占比 96.88%）、广东诚通物流有限公司和广东发展银行股份有限公司的投资。2012 年一季度，公司将持有的利乐华新股份以 40,923.00 万元的价格通过挂牌方式转让给利乐包亚洲有限公司，公司长期股权投资大幅减少。

总体看，公司收购红塔仁恒后，资产规模大幅增长，以非流动资产为主的资产构成，符合公司生产型企业特征，整体资产质量较高。

3. 负债及所有者权益

负债

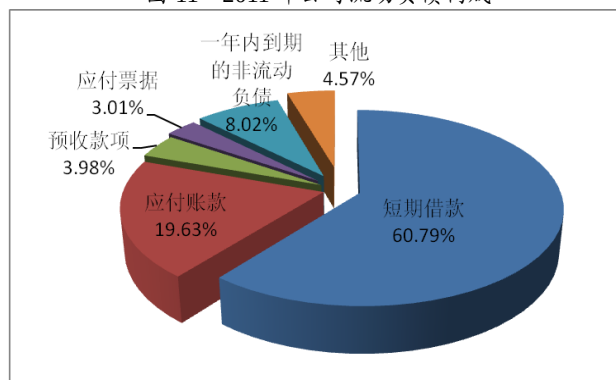
近三年公司整体债务负担适中，截至 2011 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 52.13%、45.39% 和 15.00%。

截至 2011 年底，公司负债总额为 286,731.72 万元，其中流动负债占比 83.69%，负债结构不合理。

近三年公司流动负债小幅增长了 3.91%，截至 2011 年底，公司流动负债合计 286,731.72 万元，

以短期借款、应付账款和一年内到期非流动负债为主（图 11）。

图 11 2011 年公司流动负债构成



数据来源：公司年报

近三年公司短期借款波动中微幅减少了 1.18%，截至 2011 年底，公司短期借款 174,314.19 万元，其中保证借款占比（59.93%）最高。

近三年公司应付账款增长了 8.04%，截至 2011 年底，公司应付账款规模达到 56,271.13 万元，账龄在一年以内占的 94.65%。

近三年公司非流动负债波动中增长了 9.54%，截至 2011 年底，公司非流动负债合计 55,867.02 万元，以长期应付款（占比 89.50%）为主，长期应付款为诚通集团 2010 年通过发行中期票据，为公司提供 5 亿元的资金支持。

总体看，公司目前负债水平适中，债务负担一般，但负债主要来自于流动负债，负债结构有待改善。

所有者权益

截至 2011 年底，公司所有者权益合计 314,590.14 万元，其中归属于母公司所有者权益 153,854.61 万元，占所有者权益合计的 48.90%。公司合并报表中归属于母公司的所有者权益占比未超过 50%，主要源自公司对红塔仁恒控股比例不超过 50%，红塔仁恒作为公司主要的收入及利润来源，公司对其持股比例的变化情况值得关注。

归属于母公司所有者权益中，实收资本占 32.85%，资本公积占 17.03%，盈余公积占 8.71%，未分配利润占 41.41%，公司所有者权益中未分配利润占比较大，所有者权益结构稳定性不足。

4. 盈利能力

随着公司经营规模的不断扩大，市场环境回暖，公司经营保持了较快的发展态势。近三年，营业收入和净利润分别增长了 30.27%和 57.52%。2011 年，公司营业收入达到了 402,652.38 万元，实现净利润 19,548.33 万元。

从盈利指标看，公司近三年总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率均呈波动式增长，2011 年分别为 6.07%、5.80%和 6.41%，均处于较好水平。

从期间费用情况看，随着公司生产经营规模的扩大，规模效益不断显现，近三年公司费用收入比呈持续下降状态，2011 年三项费用在营业收入中的占比为 10.75%。

从同行业比较情况看，公司盈利能力在造纸行业上市公司中属于较好水平（表 8）。公司目前处于良性增长阶段，未来随着公司在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、防油涂布白卡纸等领域的拓展，公司盈利能力有望在行

业内继续保持较高水平。

表 8 2011 年造纸行业上市公司经营效率指标情况

企业名称	销售毛利率	净资产收益率 ROE（加权）	总资产报酬率 ROA
晨鸣纸业	15.87	4.50	2.89
恒丰纸业	24.61	7.46	7.06
景兴纸业	13.98	5.34	5.58
银鸽投资	3.72	-11.16	-2.63
福建南纸	0.77	-18.77	-4.16
山鹰纸业	11.49	1.47	3.36
青山纸业	11.60	0.73	2.27
岳阳林纸	18.92	3.12	3.99
粤华包	15.06	7.55	5.74

资料来源：Wind 资讯

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

5. 现金流

公司近三年经营活动现金流入保持和营业收入同趋势的增长，经营活动现金流入增长幅度（32.60%）较快。2011 年公司经营活动现金流入 307,434.43 万元，现金流入规模较大；受销售形成的应收票据和应收账款增加的影响，经营活动产生的现金净流出 20,823.53 万元。2011 年公司现金收入比为 75.59%，指标较低的原因因为公司销售收到的银行承兑汇票较多。

投资活动方面，近三年公司持续收到利乐华新较大规模的现金分红，能够满足部分投资需求，2011 年公司投资活动产生的现金净流入 1,256.78 万元。

从筹资活动来看，由于 2010 年获得了诚通集团 5 亿元的低成本资金支持，公司偿还了部分银行借款，因此 2010 年筹资活动现金流净流出 22,376.80 万元；2011 年，公司通过增加短期借款，来满足经营需要，使得筹资活动现金流净流入 28,841.26 万元。

总体看，公司经营性现金流规模较大，受销售产生的应收票据和应收账款增加的影响，需通过筹资来满足经营需要。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，由于公司债务结构不够合理，流动负债占比较高，使得公司流动比率和速动比率均处于较低水平，2011 年底两项指标分别为 1.09 和 0.69；同时，现金短期债务比为 0.22 倍，公司有一定的短期支付压力。考虑到公司经营活动现金流规模较大，因此经营性现金能够对短期债务形成一定的保护。

从长期偿债能力指标看，2011 年公司 EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比分别为 3.70 和 0.20，均处于较低水平。由于公司主导产品的竞争优势明显，盈利水平较高，能够对偿债形成良好的保障。

公司与多家商业银行建立了良好的合作关系。截至 2011 年 12 月 31 日，公司本部及下属子公司获得的银行授信总额合计为人民币 21.60 亿元，其中已使用的授信额度为 9.79 亿元，未使用的授信额度为人民币 11.81 亿元。公司间接融资渠道较为畅通。

总体看，虽然公司目前短期支付压力较大，但公司在造纸行业内盈利能力较强、经营活动现金流入规模较大，整体偿债能力较强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2011 年底，公司债务总额为 26.14 亿元。本次拟发行公司债规模不超过 8 亿元，相对于公司目前的债务规模，本次债券发债额度适中，对公司负债结构将有一定的影响。

以 2011 年底财务数据为基础，假设募集资金净额为 8 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 30.11%、52.05% 和 57.33%，债务负担有所加重，但考虑到部分债券募集资金将用于偿还银行借款、调整债务结构，上述实际的债务指标数据将有所降低。

2. 本期公司债偿债能力分析

以 2011 年的财务数据为基础，公司 2011 年 EBITDA 为 5.25 亿元，为本期公司债券发行额度（8 亿元）的 0.66 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度一般。公司 2011 年经营活动产生的现金流入 30.74 亿元，为本期公司债券发行额度（8 亿元）的 3.84 倍，公司经营活动现金流入量规模较大，对本期债券覆盖程度较高。

未来随着公司在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等领域的拓展，公司整体竞争实力将进一步增强，经营规模将进一步扩大，公司盈利水平、现金流规模均将对本期债券偿还形成有力的保障。

综合以上分析，并考虑到公司规模、行业地位、股东支持等因素，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

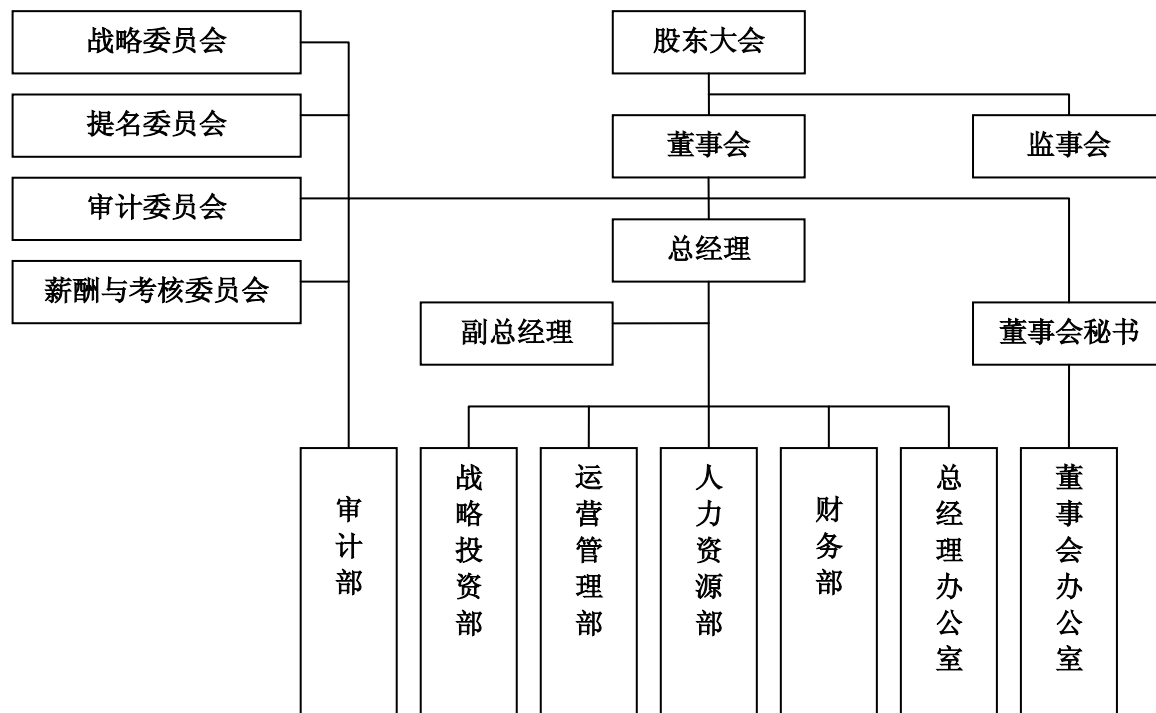
九、综合评价

我国造纸行业随着法律、市场、产业环境的进一步规范和完善，仍将处于快速发展时期，公司面临良好的发展机遇。

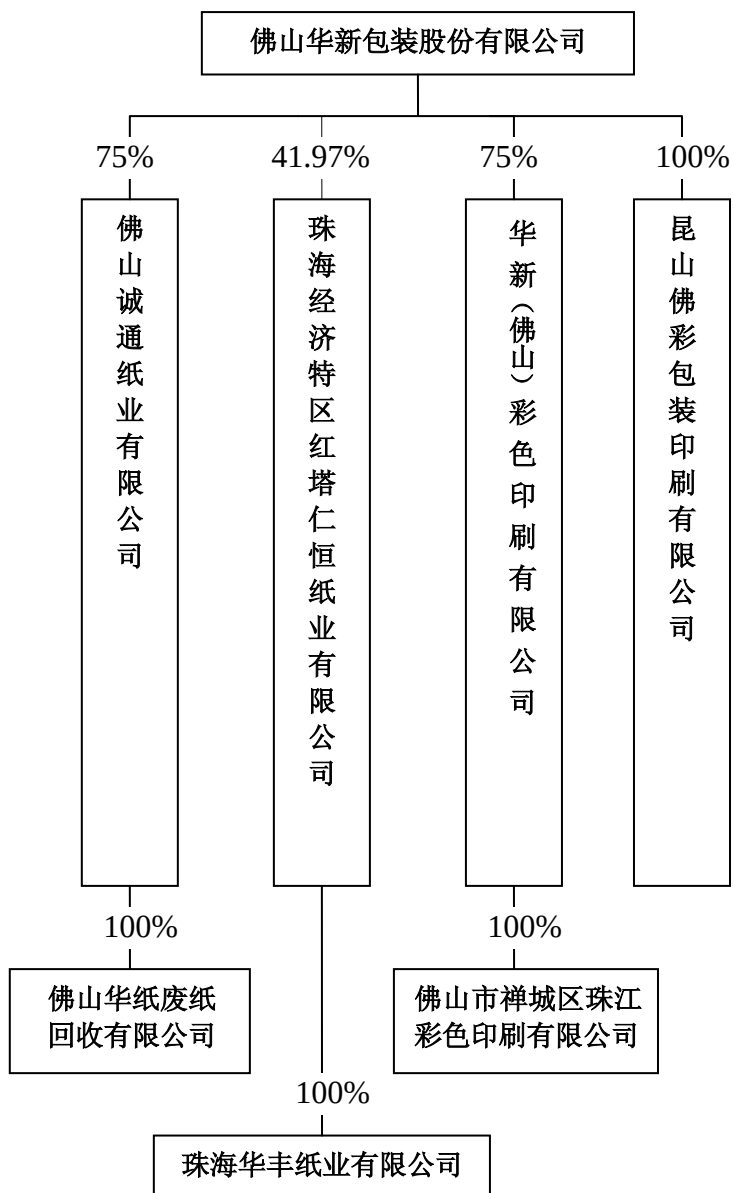
公司是国内知名造纸生产企业，在白卡纸生产领域处于行业领先地位。公司生产经营状况良好，销售渠道畅通，产品盈利能力较强。公司实际控制人诚通集团及其控股子公司中国纸业实力强，对公司的支持力度大。公司债务负担适中，对全部债务的保障能力较强。未来随着公司在液体食品无菌包装原纸、荧光防伪涂布白卡纸、标识码防伪涂布白卡纸等领域的拓展，公司整体竞争实力将进一步增强，并有望继续保持在白卡纸生产的领先地位。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，佛山华新包装股份有限公司本期拟发行的不超过 8 亿元公司债券到期不能偿还的风险低。

附件 1 佛山华新包装股份有限公司组织结构图



附件 2 佛山华新包装股份有限公司股权投资图



附件 3-1 佛山华新包装股份有限公司
2009 年~2011 年合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资产	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	34,385.06	39,138.51	36,997.11	3.73
交易性金融资产				
应收票据	11,888.43	26,172.84	54,840.84	114.78
应收账款	85,464.13	66,113.77	88,826.88	1.95
预付款项	6,091.79	38,868.95	11,888.04	39.70
应收利息				
应收股利				
其他应收款	2,890.20	2,416.76	5,691.64	40.33
存货	72,359.16	88,396.03	113,418.65	25.20
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产	32.29	0.00	0.00	--
流动资产合计	213,111.06	261,106.85	311,663.17	20.93
非流动资产：				
可供出售金融资产	364.72	486.93	306.89	-8.27
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资	21,001.46	21,292.42	21,192.97	0.45
投资性房地产	395.76	1,550.22	1,753.61	110.50
固定资产	325,131.26	315,745.49	307,355.65	-2.77
生产性生物资产				
油气资产				
在建工程	425.55	1,790.09	1,272.73	72.94
工程物资				
固定资产清理				
无形资产	11,084.13	9,691.15	9,045.36	-9.66
开发支出				
商誉	912.90	912.90	912.90	0.00
长期待摊费用	631.45	0.00	100.01	-60.20
递延所得税资产	2,485.81	3,473.66	3,585.58	20.10
其他非流动资产				
非流动资产合计	362,433.05	354,942.86	345,525.71	-2.36
资产总计	575,544.11	616,049.71	657,188.88	6.86

附件3-2 佛山华新包装股份有限公司
2009 年~2011 年合并资产负债表（负债及股东权益）
（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	178,489.39	108,222.86	174,314.19	-1.18
交易性金融负债				
应付票据	554.06	21,327.22	8,627.72	294.61
应付账款	48,210.40	60,698.27	56,271.13	8.04
预收款项	1,824.02	1,514.97	11,424.02	150.26
应付职工薪酬	2,651.47	3,766.54	3,141.50	8.85
应交税费	-750.80	1,118.21	-1,903.08	59.21
应付利息	157.75	2,280.95	2,516.32	299.39
应付股利	13.38	13.38	13.38	0.00
其他应付款	20,422.13	9,115.22	9,326.55	-32.42
一年内到期的非流动负债	14,000.00	36,000.00	23,000.00	28.17
其他流动负债				
流动负债合计	265,571.80	244,057.64	286,731.72	3.91
非流动负债：				
长期借款	36,000.00	25,500.00	5,500.00	-60.91
应付债券	0.00	50,000.00	50,000.00	--
长期应付款	8,348.28	0.00	0.00	--
专项应付款				
预计负债	2,049.67	863.20	179.61	-70.40
递延所得税负债	26.89	45.22	18.21	-17.70
其他非流动负债	132.00	388.80	169.20	13.22
非流动负债合计	46,556.83	76,797.22	55,867.02	9.54
负债合计	312,128.63	320,854.86	342,598.74	4.77
所有者权益：				
股本	50,542.50	50,542.50	50,542.50	0.00
资本公积	25,077.94	26,261.52	26,197.29	2.21
减：库存股				
专项储备				
盈余公积	12,527.45	12,923.65	13,398.94	3.42
未分配利润	41,362.81	52,997.80	63,715.87	24.11
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	129,510.70	142,725.47	153,854.61	8.99
少数股东权益	133,904.78	152,469.39	160,735.53	9.56
所有者权益合计	263,415.48	295,194.85	314,590.14	9.28
负债和所有者权益总计	575,544.11	616,049.71	657,188.88	6.86

附件 4 佛山华新包装股份有限公司

2009 年~2011 年合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
一、营业收入	237,264.04	389,853.87	402,652.38	30.27
减: 营业成本	206,647.62	323,565.84	342,012.30	28.65
营业税金及附加	391.24	529.72	1,291.37	81.68
销售费用	10,527.66	15,362.66	16,505.86	25.21
管理费用	11,237.21	15,052.69	13,465.90	9.47
财务费用	10,486.63	12,697.31	13,316.71	12.69
资产减值损失	496.27	4,379.08	-386.41	--
加: 公允价值变动收益				
投资收益	6,353.30	5,956.21	5,865.21	-3.92
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	6,353.30	5,964.66	5,865.21	-3.92
汇兑收益				
二、营业利润	3,830.73	24,222.79	22,311.85	141.34
加: 营业外收入	3,533.18	562.33	713.92	-55.05
减: 营业外支出	286.38	829.87	297.55	1.93
其中: 非流动资产处置损失	132.49	728.30	9.46	-73.28
三、利润总额	7,077.53	23,955.25	22,728.23	79.20
减: 所得税费用	-800.87	1,891.91	3,179.90	--
四、净利润	7,878.40	22,063.34	19,548.33	57.52
其中: 归属于母公司所有者的净利润	2,887.30	12,031.19	11,193.37	96.89
少数股东损益	4,991.10	10,032.15	8,354.96	29.38

附件 5 佛山华新包装股份有限公司
2009 年~2011 年合并现金流量表
(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	165,302.09	315,947.91	304,348.03	35.69
收到的税费返还	664.99	0.00	30.22	--
收到其他与经营活动有关的现金	8,886.39	7,035.95	3,056.18	-41.36
经营活动现金流入小计	174,853.47	322,983.86	307,434.43	32.60
购买商品、接受劳务支付的现金	152,868.16	254,639.59	279,366.01	35.18
支付给职工以及为职工支付的现金	11,503.40	17,985.24	19,256.72	29.38
支付的各项税费	8,172.00	16,985.56	18,012.62	48.47
支付其他与经营活动有关的现金	14,407.98	13,851.98	11,622.61	-10.18
经营活动现金流出小计	186,951.54	303,462.38	328,257.96	32.51
经营活动产生的现金流量净额	-12,098.07	19,521.49	-20,823.53	31.20
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金				
取得投资收益收到的现金	5,158.93	6,353.30	5,964.66	7.53
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	5,025.12	141.96	43.73	-90.67
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	990.72	0.00	--
收到其他与投资活动有关的现金	20,434.09	0.00	0.00	--
投资活动现金流入小计	30,618.14	7,485.98	6,008.39	-55.70
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	4,095.33	10,008.49	4,751.61	7.71
投资支付的现金	252.23	0.00	0.00	--
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流出小计	4,347.56	10,008.49	4,751.61	4.54
投资活动产生的现金流量净额	26,270.59	-2,522.50	1,256.78	-78.13
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	8,556.67	10,323.56	0.00	--
发行债券所收到的现金				
取得借款收到的现金	249,221.06	242,639.23	226,187.09	-4.73
收到其他与筹资活动有关的现金	15,506.79	0.00	11,211.94	--
筹资活动现金流入小计	273,284.52	252,962.79	237,399.03	-6.80
偿还债务支付的现金	263,398.59	252,683.49	194,813.37	-14.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	11,964.12	12,384.60	13,551.65	6.43
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	10,271.51	192.76	--
筹资活动现金流出小计	275,362.71	275,339.60	208,557.77	-12.97
筹资活动产生的现金流量净额	-2,078.19	-22,376.80	28,841.26	--
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	-140.23	-203.96	--
五、现金及现金等价物净增加额	12,094.33	-5,518.05	9,070.55	-13.40
加: 期初现金及现金等价物余额	20,809.19	32,903.52	27,385.46	14.72
六、期末现金及现金等价物余额	32,903.52	27,385.46	36,456.01	5.26

附件 6 佛山华新包装股份有限公司
2009 年~2011 年合并现金流量表补充资料
(单位: 人民币万元)

补充资料	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
1. 将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	7,878.40	22,063.34	19,548.33	57.52
加: 资产减值准备	496.27	4,379.08	-386.41	--
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	12,660.73	13,771.79	14,820.37	8.19
无形资产摊销	342.44	1,340.71	756.52	48.63
长期待摊费用摊销	468.62	639.62	-11.36	--
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-2,976.10	525.00	11.11	--
固定资产报废损失				
公允价值变动损失				
财务费用	10,388.42	12,652.64	12,960.82	11.70
投资损失	-6,353.30	-5,956.21	-5,865.21	-3.92
递延所得税资产减少	-1,238.95	-987.84	-111.93	-69.94
递延所得税负债增加				
存货的减少	-37,743.82	-18,839.65	-25,022.62	-18.58
经营性应收项目的减少	-45,497.78	-28,507.62	-44,746.94	-0.83
经营性应付项目的增加	49,476.99	18,440.61	7,223.79	-61.79
其他				
经营活动产生的现金流量净额	-12,098.07	19,521.49	-20,823.53	31.20

附件 7 佛山华新包装股份有限公司 主要财务指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年
经营效率			
应收账款周转次数(次)	4.13	4.85	4.87
存货周转次数(次)	3.85	3.95	3.33
总资产周转次数(次)	0.52	0.65	0.63
现金收入比率(%)	69.67	81.04	75.59
盈利能力			
总资本收益率(%)	4.83	6.72	6.07
总资产报酬率(%)	3.80	6.12	5.80
净资产收益率(%)	3.79	7.90	6.41
主营业务毛利率(%)	11.97	17.34	15.05
营业利润率(%)	12.74	16.87	14.74
费用收入比(%)	13.59	11.06	10.75
财务构成			
资产负债率(%)	54.23	52.08	52.13
全部债务资本化比率(%)	46.51	44.95	45.39
长期债务资本化比率(%)	12.02	20.37	15.00
偿债能力			
EBITDA 利息倍数(倍)	2.98	4.16	3.70
EBITDA 全部债务比(倍)	0.14	0.22	0.20
经营现金债务保护倍数(倍)	-0.05	0.08	-0.08
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.06	0.07	-0.07
流动比率(倍)	0.80	1.07	1.09
速动比率(倍)	0.53	0.71	0.69
现金短期债务比(倍)	0.18	0.37	0.22
经营现金流动负债比率(%)	-4.56	8.00	-7.26
经营现金利息偿还能力(倍)	-1.13	1.55	-1.47
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	1.33	1.35	-1.38
本期公司债券偿债能力			
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.39	0.65	0.66

附件 8 有关计算指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 9 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 佛山华新包装股份有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本期债券存续期内，在每年佛山华新包装股份有限公司年报公告后的一个月进行一次定期跟踪评级，并在本期债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

佛山华新包装股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。佛山华新包装股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注佛山华新包装股份有限公司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本期债券相关要素出现重大变化，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，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如佛山华新包装股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至佛山华新包装股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站予以公布，并同时报送佛山华新包装股份有限公司、监管部门、交易机构等。

