

佛山华新包装股份有限公司跟踪评级分析报告

主体

长期信用: A⁺
评级展望: 稳定

债项

07 华包 CP01
4.2 亿元人民币, 2007/6/11~2008/6/10, A-1

跟踪评级时间: 2007 年 10 月 26 日

上次跟踪评级时间: 2007 年 1 月 30 日

主要数据

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年 中期
资产总额(万元)	159139.26	217889.99	277266.11	293231.10
所有者权益(万元)	99614.85	106616.71	115221.62	134450.23
主营业务收入(万元)	59238.8	60412.65	67013.43	32652.11
利润总额(万元)	10160.94	7336.66	8871.18	4546.72
资产负债率(%)	25.72	42.79	51.92	54.15
全部债务资本化比率(%)	20.63	37.33	37.58	39.54
流动比率(%)	353.08	81.09	41.14	45.91
净资产收益率(%)	9.03	6.57	7.47	3.20
EBITDA 利息倍数(倍)	22.00	89.10	72.72	33.40
债务保护倍数(倍)	0.43	0.15	0.16	0.07

注: 2007 年中期财务报表未经审计

分析员

王楚云

010-85679696-8899
wangchuyun@lianheratings.com.cn

谭亮

010-85679696-8856
tanl@lianheratings.com.cn

传真

010-85679228

地址

100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
中环世贸中心 D 座 7 层

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

Http: <http://www.lianheratings.com.cn>

一、公司基本情况

佛山华新包装股份有限公司(以下简称“公司”)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(“华新发展”)作为主要发起人,联合 7 家企业法人共同出资,1999 年 6 月 21 日设立的股份有限公司。2000 年公司采用私募配售方式发行境内上市外资股,并在深圳证券交易所发行上市,股票简称“粤华包 B”。截至 2007 年 6 月 30 日,公司总股本 43950 万股,控股股东华新发展,持股比例 65.20%。

截至 2007 年 6 月 30 日,公司拥有 2 家一级控股子公司佛山华丰纸业有限公司(“华丰纸业”)和华新(佛山)彩色印刷有限公司(“华新彩印”),以及 1 家参股公司利乐华新(佛山)包装有限公司(“利乐华新”)。

公司经营范围包括:制造销售包装材料、包装制品、铝塑复合材料,包装机械销售及维修,包装印刷业投资。

公司产品包括高级涂布白板纸、彩色印刷包装和液体食品软包装盒。公司核心主业是涂布白板纸制造和销售。

公司注册地址:佛山市季华五路 18 号;法定代表人:王奇。

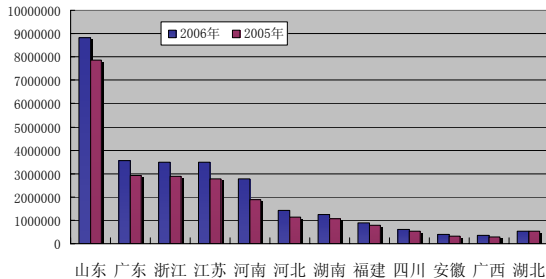
二、行业现状

1. 市场规模

我国是造纸大国,同时也是消费大国,在总量上供不应求,在结构上中高档产品的供求矛盾突出。目前我国造纸总产量已经跃居世界第二位,仅次于美国。根据中国造纸协会的调查,2006 年我国纸及纸板企业 3500 多家,纸及纸板产量为 6500 万吨,同比增长 16.07%;消费量 6600 万吨,同比增长 11.3%,人均年消费量 50

公斤，比2005年增长5公斤。

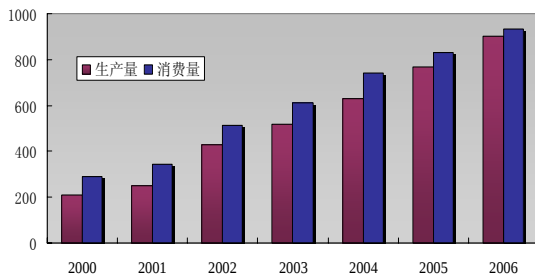
图1 2006年我国纸及纸板产量超过100万吨
省（区）销售收入
(单位：万元)



资料来源：中国造纸协会

2006年我国涂布白纸板生产量900吨，年
比增长19.21%；2006年涂布白纸板消费量931
吨，年比增长12.58%。

图2 我国涂布白纸板2000-2006年生产量及消费量
(单位：万吨)



2. 原材料供应

造纸原材料主要有木浆、废纸和非木浆，
原材料一般占造纸业成本的65%左右。非木浆
曾是我国造纸业最主要的原料，近年造纸企业
为提高纸张产品档次和减少污染，大幅增加木
浆用量，同时废纸浆用量增长迅猛。根据中国
造纸协会的统计，2006年全国纸浆生产总量
5204万吨，全国纸浆消费总量5992万吨，其中
木浆占22%，非木浆占22%，废纸浆占56%。

我国天然林资源匮乏，用于造纸原料的速
生林起步较晚，目前还不成规模，因此木浆原
料短缺，大量木浆需要依靠进口。同时我国从
美国、日本等国进口大量废纸，以满足废纸浆
的生产需要。2006年我国进口木浆796万吨，进

口废纸浆1570万吨，较2005年上涨4.87%和
15.27%。2006年受需求增加、北美生产下降和
能源价格上涨的影响，国际木浆价格持续走高，
到2006年9月创12年来历史高点。同时废纸受需
求拉动和供给刚性的影响，价格也持续上涨。
木浆和废纸进口价格上涨大大抬升了国内造纸
公司的成本。

3. 行业前景

我国造纸工业发展与国民经济及社会发
展密切相关，经济的发展将为我造纸工业发
展提供有力支撑，根据中国造纸协会《关于造
纸工业“十一五”发展的意见》，“十一五”期
间，我国造纸工业仍将处于发展增长期，预计
2005年至2010年纸及纸板消费量的年均增长速
度为7.5%，2010年纸及纸板的消费量将从2005
年的5930万吨增长到8500万吨左右，国内自给
率保持在90.0%以上，人均消费量增至62千克。

表1 “十一五”造纸工业发展的主要指标

类 别	指 标	2005 年	2010 年	年均增 长(%)
发展 速度	纸及纸板总产量（万吨）	5600	7600	6.3
	纸及纸板消费总量（万吨）	5930	8500	7.5
资源 消耗	吨浆、纸及纸板综合能耗（吨标煤）	1.38	1.10	-4.4
	吨浆、纸及纸板平均取水量（立方米）	103	80	-4.9
环境 保护	主要污染物 COD 排放总量减少 12.5%			

资料来源：中国造纸协会

“十一五”规划纲要提出了“调整造纸工
业原料结构，降低水资源消耗和污染物排放，
淘汰落后草浆生产线，有条件的地区实施林纸
一体化工程”的要求，造纸企业将面临一次大
规模整合，不符合环保要求的中小纸厂将被淘
汰。国家产业政策将鼓励大型企业的进一步发
展，整合完成后的大型造纸企业将面临更好的
发展机遇。

同时，国际纸业巨头和国内大型造纸企业
纷纷投入巨资开发新的生产线，未来几年是我
国造纸工业产能的集中释放期，也是竞争格局

剧烈变化的时期，行业出现明显的整合特征。

总体看来，2007年造纸行业供需规模延续了扩张趋势，造纸企业间的竞争加剧；原材料价格继续上涨，挤压了造纸企业的利润空间。从发展阶段来看，我国造纸工业仍处于增长期。

三、经营管理分析

1. 管理分析

公司自2000年上市以来，公司不断完善法人治理结构和优化组织结构，逐步建立和完善公司的各项管理制度。公司现已制订有《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《独立董事工作制度》、《总经理工作细则》、《投资者关系管理制度》等基本制度。

公司董事会现有九名董事，其中独立董事三名；董事会下设战略委员会、审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会四个专门委员会。公司监事会有成员五名，其中职工代表监事二名。2007年上半年，公司董事徐新民先生由于工作调动提出辞职，公司监事弓和平先生、季向东先生因工作需要提出辞职，2007年5月10日公司2006年度股东大会选举严肃先生为公司董事，选举陈明先生、米宝钢先生为公司监事。2007年5月14日公司召开第三届董事会第四次会议审议通过聘任季向东先生为公司财务总监。

公司已经建立了比较完善的内控制度。但对于如对外投资、关联交易、对外担保等经营活动的相关运作尚未形成独立的制度条文。为完善公司内部控制制度，对照深交所新颁布的《内控指引》，2007年公司修订了《佛山华新包装股份有限公司信息披露管理制度》，制订了《佛山华新包装股份有限公司对外担保管理制度》，《佛山华新包装股份有限公司对外投资内部控制制度》，《佛山华新包装股份有限公司关联交易管理制度》，《佛山华新包装股份有限公司接待和推广工作制度》，《佛山华新包装股份

有限公司控股子公司管理制度》，《佛山华新包装股份有限公司重大信息内部报告制度》，《佛山华新包装股份有限公司内部控制检查与披露制度》，并在2007年6月28日召开的公司第三届董事会2007年第六次会议上决议通过新制度的实施。

2007年公司领导层的上述人事变动属正常事项，对公司的稳定运营未产生不利影响；公司内部控制制度的不断完善，有利于强化监督机制、保证公司各业务环节的良性运转。

2. 经营分析

1) 经营状况

2006年公司实现主营业务收入67013.43万元，同比增长10.9%；实现利润总额8871.18万元，同比增长20.66%。

按业务板块，高级涂布白纸板占公司主营业务收入的83.88%；彩色印刷包装占15.29%，复合纸罐及其他占0.83%。按销售地域，主营业务收入国内部分24352.67万元，较2005年下降35.42%，国外部分43000.93万元，较2005年上升89.38%。

高级涂布白纸板

公司核心产品涂布白纸板主要由华丰纸业生产销售。华丰纸业的生产基地设在位于珠江三角洲的佛山市（以下称“佛山工厂”）和珠海市临港工业区（以下称“珠海分公司”）。

(1) 华丰纸业佛山工厂

2006年造纸行业原材料浆板价格全年涨幅为10%-35%，废纸价格大幅攀升。伴随广东省内造纸企业生产技术日趋成熟，产品投放市场量不断增大，质量不断提高，市场竞争加剧，产品市场售价上半年呈下滑趋势，至下半年有所回调。佛山工厂通过工艺技术创新、挖潜降耗等措施，使企业营运成本下降而获得盈利空间；通过合理安排各种非常规合同产品的产销衔接，控制生产消耗，优化供应物流链，以及优化人力资源配置等手段，发挥生产经济效益；通过多项工艺技术改造，特别是表面施胶工艺

调整、面浆加填工艺优化、生产线联合供浆等几项主要技术，提升产品的适应性和稳定性，降低消耗。2006年佛山工厂生产涂布白纸板153894吨，销售152932吨，实现销售收入50031万元，实现营业利润3559万元。

2007年上半年佛山工厂生产效率和产品质量的状况持续稳定，综合生产效率保持在85%-86%，产品A级品率达到94%以上、合格品率达到98%以上，同时生产成本一直控制在计划水平。2007年上半年佛山工厂生产涂布白纸板77,204吨，销售27,266吨，实现销售收入27,228万元，营业利润2330万元。

(2) 华丰纸业珠海分公司

2006年华丰纸业珠海分公司30万吨白纸板项目（以下称“珠海项目”）建设期各关键节点如期完成，9月28日顺利建成投料，进入试生产阶段。2007年上半年分公司处于从试车阶段向正式投产过渡的时期。第一季度为试车、试产期和工人实操的培训阶段，主要工作集中于设备运行状态的稳定以及制定相适应的运行技术文件等；第二季度工作主要是进行各种工艺配方的实验阶段。正式产品从2007年2月中开始投放市场，产品的质量状态从5月开始进入稳定提升阶段，至6月底月产量保持在20000吨左右，A级品率为77%，7月初珠海分公司的A级品率达到87%、合格品率达到90%以上，综合生产效率达到75%，纸机运行车速最高达到550米/分钟(250GSM)，8月份产销量24,500吨，产品合格品率98%，A级品率已达到95%。2007年上半年珠海分公司产销量分别是96522、92384吨。预计2007年下半年产量、销量分别是13.2万吨和13.7万吨，2008年达产后产销能力约30万吨/年。

伴随珠海项目的正式运营，为加强佛山珠海两地的一体化建设，2007年以来华丰佛山厂继续加大对珠海分公司的支持，在确保佛山工厂正常运行的前提下，把人员、技术、资金继续向珠海集中，企业中高层管理人员、业务技术骨干将工作重心放到珠海分公司，力促珠海

分公司的生产经营尽快达到董事会设定的目标要求。

华丰纸业2006年全年销售收入56499.9万元，完成年度计划的113%，同比增长9.8%；利润总额143.9万元，完成年度计划的15.5%，同比下降83.9%，主要原因是原材料国际木浆和美国废纸价格持续上涨，抬升生产成本，同时国内产能释放较快造成国内纸品价格下降。2007年上半年华丰纸业实现销售收入27,228万元，完成年度计划的22.19%，同比增长27.98%，利润总额901万元，完成年度计划的69.61%。

彩色包装印刷

公司彩色包装印刷业务主要由华新彩印承担。2006年是华新彩印建厂以来经营效益最好的一年，3月华新彩印顺利完成新址搬迁和新增设备投入工作，产品定位为绿色环保包装，投资约9000万元，引进世界上最先进的德国海德堡6色胶印机、丹麦十色柔板印刷机，以及相关配套的后加工设备。伴随新厂建成投产和良性运转，生产效率和产品质量显著提高。2006年华新彩印纸盒类产品产量6480.7万印张，标签类产品产量4924.39万米，实现销售收入10296.8万元，完成年度计划的109.52%，同比增长25.9%；实现利润总额869.03万元，完成年度计划的616.33%，同比增长594.1%，全年资金回笼率达99.77%。

2007年上半年，公司在生产方面通过推行生产现场5S管理、生产设备自治维护管理和计划维护管理、操作的规范化管理来提高产品质量；在技术方面加强印前研发的精细程度，引进自动品检机，提升物流速度，提升及格率；在市场开拓方面，成功开拓了海外的胶印UV油墨印刷食品包装盒市场。2007年上半年，公司实现销售收入5424.02万元，完成全年目标的45%，实现利润总额356万元，完成全年目标的57.47%。

我国包装印刷行业目前尚处于零散状态，行业集中度不高，多数小型印刷厂和少数大中型印刷厂服务于各自不同的市场。公司包装印

刷业务的优势伴随华新彩印现代化新厂的建成和先进设备的投产获得了大幅提升,对公司的利润贡献也将进一步显现。

液体食品软包装

公司通过参股公司利乐华新介入液体食品软包装业务,该公司是瑞典利乐公司在中国设立的合资企业之一,利乐包的市场领先地位为公司带来稳定的投资回报。

2006年全国牛奶消费市场蓬勃发展,带动利乐包中国市场持续旺盛增长。2006年利乐华新公司顺利获得英国零售商协会/英国包装研究协会食品包装与其他包装材料(“BRC/IOP”)全球标准的管理资格证书,成为利乐大中华区属下企业中首家获此证书的企业。继2005年通过日本设备维护协会(“JIPM”)优秀企业奖审核后,2006年利乐华新工厂的各项指标都达到了目标要求,关键业绩指标(“KPI”)成绩在全球几十家利乐工厂中排第四名;各机台设备生产全效率都保持良好的水平并超过年度预定目标,全年平均废品控制率为5%,创历史新低,为效益进一步提升做出了重要贡献。利乐华新全年销售量为65亿包利乐包,比2005年55亿包增加了19%,企业经营效益创历史新高,实现净利润额34695.5万元,同比增长23.57%,公司享有投资收益8584.58万元,达到投资收益预测7000万元的122.64%。2007年上半年利乐华新销售量为32亿盒,同比增长6.02%,实现净利润15,872,同比增长0.56%,公司享有投资收益3968.10万元,实现年度经营预测的56.9%。

2) 经营预测实现情况

2006年公司预计实现销售收入78905.00万元,利润总额8975.00万元,净利润8311.25万元,净资产收益率7.18%;实际实现主营业务收入67013.43万元,利润总额8871.18万元,净利润8604.91万元,净资产收益率7.47%,分别到达预测的84.93%, 98.84%, 103.53%和104%。

2007年公司全年目标销售收入164526万元,利润总额19944万元,2007年上半年实际实现营业收入32798.13万元,利润总额4546.72

万元,较2006年上半年同比增长22.05%和14.28%,分别达到全年目标的19.90%和22.80%。由于珠海项目上半年处于正式投产过渡阶段,经营实现情况与全年预计值相比存在一定差距。伴随珠海分公司平稳运行,并考虑彩色包装印刷业务和利乐华新投资收益,公司下半年利润实现与经营预测的差距将会缩小。

总体看来,公司生产基本保持稳定,产量和质量得到了进一步提高。国内白纸板市场竞争激烈且原材料成本高位运行,2006年公司主营业务的毛利空间继续缩窄;2007年上半年通过加大市场开拓力度等措施使毛利空间有较大增长。公司2006年实现经营预测目标较好;受项目建设进度的影响,公司2007年上半年实现的经营状况与当初预测的目标有较大的差异,但总体上仍然保持一定的增长势头。

四、财务状况

经公司股东大会决议,公司聘请广东恒信德律会计师事务所和香港何君达会计师事务所为公司2006年度财务报告的境内和境外审计机构,上述两家会计师事务所已经审计了公司2006年财务报表,出具了无保留意见的审计结论(报告日期:2007年4月18日,报告编号:(2007)恒德珠审132号)。公司出具了2007年的半年度报告,该报告未经审计。

以下财务分析基于公司2006年度的审计报告和未经审计的2007年半年度财务报告。

1. 资产质量

截至2006年底,公司资产总额277266.11万元,较2005年增加21.41%。公司资产总额中流动资产占16.29%,长期投资占8.38%,固定资产占73.92%,无形资产及其他资产占1.41%。公司资产构成比例基本维持不变,固定资产份额略有上升。

截至2006年底,公司流动资产45182.48万元,较2005年增加11.27%。其中货币资金占

24.99%，应收账款和应收票据占31.39%，预付账款占11.69%，存货占30.26%。截至2006年底公司存货13726.34万元，较上年数增加54.45%，主要原因是珠海项目投入试生产项目原材料所致。

截至 2006 年底，公司长期投资 23222.02 万元，较 2005 年增加 7.29%，其中对联营公司利乐华新投资 18832.39 万元（持股 25%）。

2006 年底公司固定资产合计 204957.11 万元，较 2005 年上升 34.73%。其中在建工程 137854.42 万元，较 2005 年增加 57.93%，主要是公司珠海项目继续投入所致；固定资产净额 67102.69 万元，主要由机器设备和房屋建筑物构成。

截止 2007 年 6 月 30 日，公司资产总额 293231.10 万元，较 2006 年 12 月 31 日增加 6.69%。公司资产总额中流动资产占 19.65%，长期投资占 6.35%，固定资产占 71.88%，无形资产及其他资产占 2.12%。2007 年 6 月末固定资产较 2006 年末增加 194.31%，在建工程较 2006 年末减少 90.36%，主要原因是公司珠海项目转入固定资产 130645.47 万元。

公司资产总体规模扩大，而资产构成比例基本维持不变，以固定资产为主，固定资产总额的增长来自公司在建项目的建设投入。总体来看，资产流动性弱，整体资产质量较好。

2. 负债及所有者权益

截至 2006 年底，公司流动负债 109833.02 万元，较 2005 年提高 122%。流动负债中短期借款占 29.82%，应付账款占 18.62%，其他应付款占 40.15%，一年内到期的长期负债占 10.47%。短期借款较 2005 年增加 54.07%，其他应付款较 2005 年增加 395.47%，主要是公司珠海项目对外筹措资金以及向母公司华新发展借款所致。

截至 2006 年底，公司长期负债 34111.44 万元，其中长期借款占 99.66%（主要是公司珠海项目对外筹措资金），专项应付款占 0.34%。

公司债务总额，截至 2006 年底为 143944.46 万元，其中流动负债占 76.30%，长期债务占 23.70%，长期负债比例偏高。

截至 2006 年底，公司股东权益 115221.62 万元，较 2005 年提高 8.07%。其中股本占 38.15%，资本公积占 22.02%，盈余公积占 9.65%，未分配利润占 30.18%。2006 年底未分配利润 34772.10 万元，较 2005 年增加 28.65%，继续保持稳定增长。

2007年6月30日公司负债总额158780.87万元，其中流动负债79.06%，长期负债20.94%；负债总额较2006年末增加10.31%，其中其他流动负债较2006年末增加913.97%，主要原因是公司发行短期融资券4.2亿元。

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比率，截至2006年底分别为20.37%、37.58%和51.92%，截至2007年6月30日分别为19.77%、39.54%和54.15%。

总体看来，公司负债水平有所上升，但仍维持在合理水平，债务结构中流动负债比例有所增加；股东权益逐年增加。

3. 盈利能力

2006 年，公司实现主营业务收入 67013.43 万元，较 2005 年上升 10.93%。其中白纸板占 83.89%，印刷品占 15.29%，纸类及其他占 0.57%，铝塑复合罐占 0.25%。

2006年国际木浆价格大幅上升、美国废纸进口价格上涨较快、煤电油运供应持续紧张，国内造纸行业原材料成本大幅提高，受此影响，公司 2006 年主营业务利润较 2005 年下降 8.81%，为5468.1万元。

公司投资收益主要来自于参股公司利乐华新的收益分成，2006年公司投资收益8584.58万元，占同期利润总额比重为96.77%，构成公司利润的主要来源。

受投资收益增长的影响，公司利润总额和净利润分别增长20.92%和22.89%。

从盈利指标看，2006年公司主营业务利润

率为8.16%，与2005年相比略有下降，净资产收益率为7.47%，较2005年有所提高。

2007年上半年，公司实现主营业务收入32652.11万元，占2006年主营业务收入的48.72%，主要归因于华丰纸业的销售收入增长；实现净利润4305.94万元，占2006年净利润的50.04%。2007年上半年主营业务收入和净利润分别比去年同期增加22.20%和8.76%。

综合看来，受所处行业的影响，公司核心产品利润薄，整体盈利能力正常。

4.现金流量

经营活动方面，2006年公司销售商品、提供劳务收到的现金55171.57万元；收到的其他与经营活动有关的现金37988.53万元，主要是收到股东公司资金往来，受之影响，经营活动现金流入较上年增长30.70%；经营活动现金流出72378.01万元，主要是购买商品支付的现金、支付给职工的工资以及支付的其他与经营活动有关的现金等。2006年现金收入比例为82.33%，销售商品、提供劳务收到的现金，经营活动现金流入量，经营活动现金流出量分别达到现金流预测的59.76%，100.91%和83.14%。

投资活动方面，2006年公司投资活动产生的现金流入7185.32万元，主要是取得对利乐华新的投资收益所收到的现金。投资活动现金支出37452.99万元，主要是对珠海项目投入所致。2006年公司投资活动产生的现金流量净额-30240.66万元。2006年公司投资活动现金流入、现金流出、现金净流量净额分别到达现金流预测值的179%，178%和178%。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要是银行借款所收到的现金，筹资活动现金流出主要为偿还银行借款的付现，2006年，公司筹资活动产生的现金流量净额4965.21万元，投资活动现金流入、现金流出、现金净流量净额分别到达现金流预测值的67.07%，83.63%和26.50%。

2007年上半年公司经营活动、投资活动以

及筹资活动产生的现金流量净额分别为892.44万元，-16069.12万元，14554.36万元，2007年全年现金流预测值分别为17359.38万元，7300万元和-18018万元，现金流预测与实现情况有较大差距，原因是上半年对珠海项目仍有大额建设投入，投资活动现金流为负；相应地公司对外筹资额高于预期，筹资活动为现金净流入；同时，受珠海项目进度影响，其2007年上半年经营活动现金流贡献低于预期。

综合来看，公司投资规模较大，经营活动产生的现金无法完全满足公司投资的需要，筹资活动能够弥补部分投资资金缺口。

5.偿债能力

从短期偿债指标看，2006年公司流动比率和速动比率分别为41.14%和28.69%，较2005年有所下降。2007年6月30日公司流动比率和速动比率分别为45.91%和32.31%。公司短期债务支付能力弱。

从长期偿债指标看，2006年公司EBITDA利息倍数为72.72，利息支付能力强。2006年债务保护倍数0.16倍，较2005年略有增强，全部债务中短期债务占76.30%，公司对全部债务的保护能力一般。

截至2007年6月30日，公司未有对合并范围之外的企业提供担保、资产抵押、质押等或有负债情况。

综合来看，目前公司债务负担正常，短期偿债能力弱，公司整体债务偿还能力一般。

6.财务状况变化情况

总体看来，公司资产规模增加，盈利能力正常，但负债水平有所上升，整体偿债能力一般。

五、本期债券偿还

公司于2007年6月7日发行4.2亿元短期融资券（07华包CP01），期限365天。本期4.2

亿元短期融资券的实际用途：补充公司流动资金，改善资本结构、降低资本成本。

2006年，公司经营活动产生的现金流入量93160.09万元，是本期短期融资券的2.22倍；经营活动产生的现金流量净额20782.08万元，是本期短期融资券的0.49倍。2007年上半年，经营活动现金流入量偿债倍数和经营活动现金流量净额偿债倍数分别为0.89倍和0.02倍。公司经营活动获取现金能力对本期短期融资券的保护能力较一般。

截至2007年8月31日，公司共获得银行授信129,889万元，其中已使用127,389万元。

针对本期融资券偿付，公司股东中国物资开发投资总公司（以下称“中物投”）提供无条件的不可撤销的连带责任担保。中物投系中国诚通控股的全资子公司，成立于1988年，注册资金13.17亿元，原为“国家短线物资开发基金”管理公司，现为中国诚通控股的专业投资公司。中物投先后投资了上海益昌薄板有限公司、辽宁抚顺乙烯化工有限公司、重庆钢铁集团公司、佛山华新发展有限公司、山西铝厂等。中物投的承诺对本期短期融资券的偿还增加了保障。

六、综合评价

造纸工业是国民经济重要基础原材料产业之一，经济的发展将为我国造纸工业发展提供有力支撑，同时原材料价格上涨以及造纸企业规模的扩张加剧了行业的内部整合。公司已建立了完善的法人治理结构和较为健全的管理体制，内部管理进一步规范。2006年及2007年上半年公司整体生产经营状况良好，呈增长态势。珠海项目建设投入增大了公司整体资产规模，公司负债水平基本合理，盈利水平正常，对整体债务的保护能力一般。

总体看，公司所处行业前景看好、竞争加剧，公司内部控制制度更加完善，财务状况变化在合理范围之内，受评主体信用状况基本与初评时一致，公司控股股东中物投承诺就可能

的偿付缺口提供委托贷款支持增加了本期短期融资券的偿还保障，本期短期融资券不能偿还的风险依然较小。

积极因素

1. 珠海30万吨涂布白纸板项目投运，增强公司的可持续发展能力，公司规模优势将进一步显现。

2. 华新彩印建成的现代化、高标准厂房提升了公司彩色包装印刷业务的竞争优势，并将逐渐在利润贡献中得到体现。

3. 与利乐公司结成战略合作伙伴，公司获得了先进的管理、技术指导，并获得丰厚稳定的投资回报。

关注

1. 国内涂布白纸板新建项目陆续投运，市场竞争更加激烈，原材料价格上涨，对公司主营业务盈利能力产生影响。

2. 2007年4月18日以进口废纸为原料的涂布白纸板被国家商务部列为加工贸易禁止出口商品，对公司的市场状况产生不利影响。

3. 公司短期偿债指标下降，短期支付能力趋弱。

附表 1-1 资产负债表（资产）

（单位：万元）

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动资产				
货币资金	17110.06	15783.34	11289.97	-18.77
短期投资				
短期投资净额				
应收票据	3607.38	4913.07	4252.49	8.57
应收股利				
应收利息				
应收账款	9833.47	9009.62	9928.84	0.48
其他应收款	1331.82	608.37	642.53	-30.54
应收款项净额	11165.29	9617.99	10571.37	-2.7
预付货款	753.01	738.46	5283.1	164.88
应收补贴款				
存货	8408.09	8852.54	13672.86	27.52
存货净额	8408.09	8852.54	13672.86	27.52
待摊费用	100.81	186.34	112.7	5.73
待处理流动资产净损失				
一年内到期的长期债权投资				
其他流动资产				
流动资产合计	41144.64	40091.73	45182.48	4.79
长期投资				
长期股权投资	23445.44	21644.88	23222.02	-0.48
长期债权投资				
长期投资合计	23445.44	21644.88	23222.02	-0.48
减：长期投资减值准备				
合并差价				
其他长期投资				
长期投资净额	23445.44	21644.88	23222.02	-0.48
固定资产				
固定资产原值	95477.61	98509.53	103534.67	4.13
减：累计折旧	29950.4	33651.2	36411.84	10.26
固定资产净值	65527.21	64858.32	67122.83	1.21
减：固定资产减值准备		20.13	20.13	
固定资产净额	65527.21	64838.19	67102.7	1.2
工程物资				
在建工程	24827.71	87287.82	137854.42	135.64
固定资产清理				
待处理固定资产净损失				
其他固定资产				
固定资产合计	90354.92	152126.01	204957.11	50.61
无形资产及其他资产				
无形资产	3824.75	3755.08	3685.4	-1.84
开办费				
长期待摊费用	369.5	272.29		
其他长期资产			219.09	
其他				
无形资产及其他资产合计	4194.26	4027.37	3904.49	-3.52
递延税项				
递延税项借项				
资产总计	159139.26	217889.99	277266.11	32

附表 1-2 资产负债表（负债与所有者权益）

（单位：万元）

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动负债				
短期借款	1500	21257.22	32751.39	367.27
应付票据		2304.33	1895.94	
应付账款	7901.32	9668.62	20449.01	60.87
预收账款	551.08	302.86	502.46	-4.51
代销商品款				
应付工资				
应付福利费	6.21	1.72		
应付股利	11.01	11.01	10.9	-0.48
应交税金	394.9	-76.65		
其他应付款	6.05	0.48	1.68	-47.34
其他应付款	1266.84	8894.63	44094.45	489.97
预提费用	15.63	75.31	40.4	60.76
一年内到期的长期负债		7000	11500	
其他流动负债				
流动负债合计	11653.03	49439.52	109833.02	207.01
长期负债				
长期借款	29223.51	43688.29	33996.94	7.86
应付债券			114.5	
长期应付款				
专项应付款	62	97		
住房周转金				
其他长期负债				
长期负债合计	29285.51	43785.29	34111.44	7.93
递延税项				
递延税项贷项				
负债合计	40938.54	93224.81	143944.46	87.51
少数股东权益	18585.88	18048.47	18100.03	-1.32
股东权益				
实收资本（或股本）	43950	43950	43950	
资本公积	25376.4	25376.4	25376.4	
盈余公积	9212.36	10262.63	11123.13	9.88
其中：公益金	3070.79	3420.88		
未确认的投资损失				
未分配利润	21076.09	27027.67	34772.09	28.45
其他				
外币报表折算差额				
股东权益合计	99614.85	106616.71	115221.62	7.55
负债及股东权益合计	159139.26	217889.99	277266.11	32

附表 1-3 资产负债表（2007 年 6 月 30 日）
 （单位：万元）

资 产	期末数	期初数
流动资产：		
货币资金	10667.65	11289.97
交易性金融资产		
应收票据	5125.60	4252.49
应收账款	23336.11	9928.84
预付款项	379.44	5283.10
应收利息		
应收股利		
其他应收款	716.95	642.53
存货	17077.08	13672.86
一年内到期的非流动资产		
其他流动资产	330.61	112.70
流动资产合计	57633.44	45182.48
非流动资产：		
可供出售金融资产		
持有至到期投资		
长期应收款		
长期股权投资	18613.17	20337.86
投资性房地产		
固定资产		
固定资产原值	197491.81	67102.70
减：累计折旧		
固定资产净值	197491.81	67102.70
减：固定资产减值准备		
固定资产净额	197491.81	67102.70
在建工程	13293.26	137854.42
工程物资		
固定资产清理	1.46	0.00
固定资产合计	210786.53	204957.11
生产性生物资产		
油气资产		
无形资产	5509.89	3759.48
开发支出		
商誉		
长期待摊费用	273.90	219.09
递延所得税资产	375.58	375.58
其他非流动资产	38.58	0.00
非流动资产合计	235597.66	229649.12
资产总计	293231.10	274831.61

附表 1-4 资产负债表（2007 年 6 月 30 日）

（单位：万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	期末数	期初数
流动负债：		
短期借款	43043.72	32751.39
交易性金融负债		
应付票据	2749.02	1895.94
应付账款	12629.11	20449.01
预收款项		502.46
应付职工薪酬	-14.18	
应交税费	-2335.01	-1411.52
应付利息		
应付股利		
其他应付款	19506.46	44105.35
一年内到期的非流动负债	9000.00	11500.00
其他流动负债	40959.77	40.40
流动负债合计	125538.89	109833.02
非流动负债：		
长期借款	33127.48	33996.94
应付债券		
长期应付款		
专项应付款	114.50	114.50
预计负债		
递延所得税负债		
其他非流动负债		
非流动负债合计	33241.98	34111.44
负债合计	158780.87	143944.46
所有者权益（或股东权益）：		
实收资本（或股本）	43950.00	43950.00
资本公积	25376.40	25376.40
减：库存股		
盈余公积	11123.13	11123.13
未分配利润	35536.50	32225.18
外币报表折算差额		
归属于母公司所有者权益合计	115986.02	112674.70
少数股东权益	18464.21	18212.45
所有者权益（或股东权益）合计	134450.23	130887.15
负债和所有者权益（或股东权益）总计	293231.10	274831.61

附表 2-1 利润及利润分配表

(单位: 万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	59238.8	60412.65	67013.43	6.36
减: 折扣与折让;				
主营业务收入净额	59238.8	60412.65	67013.43	6.36
减: 主营业务成本	50446.24	54395.59	61521.61	10.43
主营业务税金及附加	16.93	20.54	23.72	18.37
其它				
二、主营业务利润	8775.64	5996.52	5468.1	-21.06
加: 其他业务利润	155.13	87.15	283.59	35.21
减: 存货跌价损失				
营业费用	1703.91	1788.26	1594.04	-3.28
管理费用	3957.53	3977.85	3847.81	-1.4
财务费用	505.31	-121.8	131.39	-49.01
其它				
三、营业利润	2764.02	439.37	178.44	-74.59
加: 投资收益	7370.79	6918.18	8584.58	7.92
补贴收入				
营业外收入		0.12	108.15	
以前年度调整	36.24			
其它				
减: 营业外支出		21.02		
其他支出	10.11			
四、利润总额	10160.94	7336.66	8871.18	-6.56
减: 所得税	440.8	106.15	17.36	-80.16
少数股东损益	724.89	228.65	248.91	-41.4
加: 未确认的投资损失				
五、净利润	8995.25	7001.86	8604.91	-2.19
加: 年初未分配利润	18264.63	21076.09	27027.67	21.65
盈余公积转入数				
减: 合资企业提取奖福基金				
六、可供分配的利润	27259.88	28077.95	35632.58	14.33
减: 提取法定盈余公积	899.53	700.19	860.49	-2.19
提取法定公益金	449.76	350.09		
七、可供股东分配的利润	25910.59	27027.67	34772.09	15.84
减: 应付优先股股利				
提取任意盈余公积				
应付普通股股利	4834.5			
转作股本的普通股股利				
八、未分配利润	21076.09	27027.67	34772.09	28.45

附表 2-2 利润及利润分配表（2007 年 1-6 月）

（单位：万元）

项 目	本期数	上年同期数
一、营业收入	32798.13	26872.91
减：营业成本	28790.30	24189.06
营业税金及附加	8.48	15.19
销售费用	938.33	687.21
管理费用	2144.90	1980.60
财务费用	337.39	70.17
资产减值损失		
加：公允价值变动收益（损失以“－”号填列）		
投资收益（损失以“－”号填列）	3968.10	3990.57
其中：对联营企业和合营企业的投资收益		
汇兑收益（损益以“－”号添列）		
二、营业利润（亏损以“－”号填列）	4546.82	3921.27
加：营业外收入		39.84
减：营业外支出	0.09	
其中：非流动资产处置损失		
三、利润总额（亏损总额以“－”号填列）	4546.72	3961.11
减：所得税费用	240.78	1.83
四、净利润（净亏损以“－”号填列）	4305.94	3959.28
其中：归属于母公司所有者的净利润	4054.18	3866.50
少数股东损益	251.76	92.78
五、每股收益：（元）		
（一）基本每股收益	0.092	0.088
（二）稀释每股收益	0.092	0.088

附表 3-1 现金流量表

(单位: 万元)

项目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)	2007 年 6 月
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	60759.14	70553.66	55171.57	-4.71	35098.26
收到的税费返还		111.33			9.48
收到的其他与经营活动有关的现金	992.64	614.87	37988.53	518.63	2308.66
经营活动现金流入小计	61751.78	71279.86	93160.09	22.83	37416.4
购买商品、接受劳务支付的现金	46355.09	58578.83	57293.6	11.17	31115.32
支付给职工以及为职工支付的现金	4188.99	5013.58	8260.24	40.42	2329.86
支付的各项税费	2935.82	897.23	1942.5	-18.66	914.7
支付的其他与经营活动有关的现金	2437.54	3037.79	4881.66	41.52	2164.08
经营活动现金流出小计	55917.43	67527.44	72378.01	13.77	36523.96
经营活动产生的现金流量净额	5834.35	3752.42	20782.08	88.73	892.44
二、投资活动产生的现金流量					
收回投资所收到的现金		0.1			
取得投资收益收到的现金	6771.58	9960.12	7007.44	1.73	5692.78
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	120.89	3.4	177.89	21.31	98.53
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额					
收到的其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流入小计	6892.47	9963.62	7185.33	2.1	5791.31
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	20512.54	61844.34	37425.99	35.08	21860.43
投资支付的现金	869.04	1241.48			
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额					
支付的其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	21381.58	63085.81	37425.99	32.3	21860.43
投资活动产生的现金流量净额	-14489.12	-53122.19	-30240.66	44.47	-16069.12
三、筹资活动产生的现金流量					
吸收投资收到的现金	2510.52				
取得借款收到的现金	28607.69	65594.82	43371.02	23.13	71726.69
收到的其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流入小计	31118.21	65594.82	43371.02	18.06	71726.69
偿还债务所支付的现金	9316.1	14180.28	38227.32	102.57	54618.05
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	5663.39	3371.5	178.49	-82.25	2386.27
支付的其他与筹资活动有关的现金	458.42				168
筹资活动现金流出小计	15437.91	17551.77	38405.81	57.73	57172.33
筹资活动产生的现金流量净额	15680.31	48043.05	4965.21	-43.73	14554.36
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	7025.54	-1326.72	-4493.36		-622.33

附表 3-2 现金流量表补充资料

(单位: 万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)	2007 年 6 月
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动					
以固定资产偿还债务					
以投资偿还债务					
以固定资产进行长期投资					
以存货偿还债务					
债务转为资本					
一年内到期的可转换公司债券					
融资租赁固定资产					
二、将净利润调节为经营活动的现金流量					
净利润	8995.25	7001.86	8604.91	-2.19	4305.94
加: 少数股东损益	724.89	228.65	248.91	-41.4	
减: 未确认的投资损失					
加: 计提的坏帐准备或转销的坏帐					
固定资产折旧	4046.15	3704.22	3773.61	-3.43	1822.35
无形资产摊销	69.67	69.67	69.67		65.25
长期待摊费用摊销	119.41	97.21	87.01	-14.64	92.93
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	-32.04		-106.33	82.18	96.53
待摊费用减少(减:增加)	-85.66	-85.53	73.65		-218.58
预提费用增加(减:减少)	-298.22	59.68	-34.91	-65.79	478.62
固定资产报废损失					
财务费用	835.23	-47.14	178.49	-53.77	964.65
投资损失(减:收益)	-7370.79	-6918.18	-8584.58	7.92	-3968.1
递延税款贷项(减:借项)					
存货的减少(减:增加)	283.59	-583.86	-4721.49		-3404.22
经营性应收项目的减少(减:增加)	3816.52	15018.14	-4853.83		-9669.06
经营性应付项目的增加(减:减少)	-5315.32	-15078.47	26129.41		10326.11
其他					
经营活动产生的现金流量净额	5834.35	3752.42	20782.08	88.73	892.44
三、现金及现金等价物净增加情况					
货币资金的期末余额	17110.06	15783.34	11289.97	-18.77	10667.65
减: 货币资金的期初余额	10084.52	17110.06	15783.34	25.1	11289.97
现金等价物的期末余额					
减: 现金等价物的期初余额					
现金及现金等价物净增加额	7025.54	-1326.72	-4493.36		-622.33

附表 4 主要计算指标

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	4.41	4.42	4.77	4.59
存货周转次数(次)	6	6.3	5.46	5.82
总资产周转次数(次)	0.37	0.32	0.27	0.31
盈利能力				
主营业务利润率(%)	14.81	9.93	8.16	10.02
总资本收益率(%)	6.73	3.7	4.23	4.57
净资产收益率(%)	9.03	6.57	7.47	7.51
现金收入比率(%)	102.57	116.79	82.33	96.71
现金利润比率(%)	57.42	51.15	234.27	143.96
财务构成				
资产负债率(%)	25.72	42.79	51.92	43.94
全部债务资本化比率(%)	20.63	37.33	37.58	34.11
长期债务资本化比率(%)	19.82	25.95	20.37	21.94
偿债能力				
流动比率(%)	353.08	81.09	41.14	115.51
速动比率(%)	280.93	63.19	28.69	89.49
经营现金流动负债比率(%)	50.07	7.59	18.92	21.75
EBITDA 利息倍数(倍)	22.00	89.1	72.72	72.72
债务保护倍数(倍)	0.43	0.15	0.16	0.21
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.28	-0.66	-0.12	-0.31
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-28.35	-388.1	-52.99	-148.6
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力(倍)	-28.35	-388.1	-52.99	-148.6
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.14	0.09	0.49	0.30
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.21	-1.18	-0.23	-0.51
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	1.47	1.70	2.22	1.91
现金类资产偿债倍数(倍)	0.41	0.43	0.31	0.37

附件 5 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年平均增长率	
净资产年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
主营业务收入年平均增长率	(2) n 年数据: 增长率= 【(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1】 ×100%
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入净额/ (平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+少数股东损益+利息支出) / (股东权益+少数股东权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/股东权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
现金利润比率	经营活动产生的现金流量净额/利润总额×100%
债务结构指标	
资产负债比率	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+股东权益+少数股东权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
担保比率	担保余额/ (股东权益+少数股东权益) ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) / 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
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润+固定资产折旧+摊销) / 期内应偿还的长期债务本金
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率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
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/利息支出
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (当年利息支出+当年应偿还的债务本金)
本期短期融资券偿债能力	
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期短期融资券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期短期融资券到期偿还额
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/本期短期融资券到期偿还额
现金偿债倍数	(现金+现金等价物) / 本期短期融资券到期偿还额

注: 长期债务=长期借款+应付债券
 短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据
 EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销
 全部债务=长期债务+短期债务

附件 6 短期融资券信用等级的定义

短期债信用等级的设置采用 6 级制，符号表示为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

A-1 级：还本付息能力最强，安全性最高；

A-2 级：还本付息能力较强，安全性较高；

A-3 级：还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响；

B 级：还本付息能力较低，有一定的违约风险；

C 级：还本付息能力很低，违约风险较高；

D 级：不能按期还本付息。

长、短期债信用等级的对应关系

