

信用等级公告

联合[2007]589号

联合资信评估有限公司通过对广州造纸股份有限公司 2008 年 3.9 亿元公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

广州造纸股份有限公司
2008 年 3.9 亿元公司债券的信用等级为
AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零七年九月十七日



广州造纸股份有限公司

2008 年 3.9 亿元公司债券信用评级分析报告

评级结果

企业主体长期信用等级：A⁺

评级展望：稳定

本期公司债券信用等级：AAA

评级时间：

2007 年 9 月 17 日

主要数据

项 目	2004 年	2005 年	2006 年
资产总额 (万元)	172923.50	215021.06	300878.95
所有者权益 (万元)	100343.32	102384.31	97650.60
主营业务收入 (万元)	132979.57	126394.18	137928.60
利润总额 (万元)	11534.56	10753.61	2790.03
资产负债率 (%)	41.97	52.38	67.54
全部债务资本化比率 (%)	23.45	45.24	62.57
净资产收益率 (%)	9.08	7.88	2.36
流动比率 (%)	121.11	117.52	113.22
EBITDA 利息倍数 (倍)	11.95	19.94	4.80
债务保护倍数 (倍)	0.80	0.27	0.11

分析员

张晓斌

电话：010-85679696-8839

邮箱：zhxb@lianheratings.com.cn

李志博

电话：010-85679696-8838

邮箱：lizhibo@lianheratings.com.cn

传真

010-85679688

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: [//www.lianheratings.com.cn](http://www.lianheratings.com.cn)

评级观点

造纸工业属于国民经济的基础原材料工业，目前我国人均消费纸量远低于发达国家水平，部分原材料进口依赖性强，行业集中度低，环境污染严重，产品结构尚不够合理。长期来看，随着我国经济持续健康发展，我国造纸工业市场需求将保持快速增长趋势，业内大企业发展空间广阔，但对部分国家反倾销政策的取消将在一定程度上导致行业竞争进一步加剧。

广州造纸股份有限公司（以下简称“公司”）作为我国华南地区新闻纸重要生产企业，地区优势明显；近几年公司资产规模逐年扩大，在新闻纸制造行业具备一定的竞争实力；公司治理结构完善，内部控制制度健全，近年来整体管理水平较高。公司主营业务收入基本稳定，但负债水平逐年上升，盈利能力逐年下降。目前公司资产质量一般，债务负担重，盈利能力较弱，整体偿债能力偏弱。

本期债券由中国建设银行股份有限公司（以下简称“建行”）授权广东省分行提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。建行担保实力强，对提升本期债券的信用水平有实质作用。总体看，本期债券到期不能偿还的风险很小。

优势

1. 近几年，我国造纸行业整体发展良好，行业发展前景良好。

2. 公司是华南地区重要的新闻纸生产企业，地域优势明显。

3. 本期公司债券由建行提供担保，建行担保实力强，对提升本期债券的信用水平有实质作用。

关注

1. 造纸行业属于完全竞争行业，近几年新闻纸产品市场竞争激烈，企业经营压力较大。
2. 近年来公司资产负债水平有所上升，债务负担重，盈利能力偏弱。
3. 公司所需电、水、热由广纸集团供应。
4. 公司主导产品是新闻纸，品种单一。
5. 公司“林纸一体化”项目投资大。

信用评级报告声明

- 除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与广州造纸股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与广州造纸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。
- 联合资信与评估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。
- 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，未因广州造纸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企业相关资料主要由广州造纸股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。
- 广州造纸股份有限公司 2008 年 3.9 亿元公司债券信用等级自本期债券发行之日起至到期日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内该债券的信用等级有可能发生变化。

一、发债主体概况

广州造纸股份有限公司（以下简称“广纸股份”或“公司”）是经国家外经贸部（现国家商务部）外经贸资二函[2003]209号文批准，于2003年2月21日设立的外商投资股份公司，其中维美实业有限公司（以下简称“维美实业”，维美实业为越秀投资有限公司的全资子公司，实际控制人为广州市国资委）持有公司51%股权，广州造纸集团有限公司（以下简称“广纸集团”，实际控制人为广州市国资委）持有公司47.245%股权，广州市金誉投资有限公司（以下简称“金誉投资”）持有公司1.35%股权，广州市诚毅科技软件开发有限公司（以下简称“诚毅开发”）持有公司0.35%股权，广州番禺大岗镇化工厂（以下简称“大岗化工”）持有公司0.055%股权。

2007年3月5日，国家商务部（商批资[2007]261号）同意将金誉投资和大岗化工持有公司的股权转让给维美实业（上述股权转让协议于2006年11月20日签订）。股权转让完成后，维美实业持有公司52.405%股权，广纸集团持有公司47.245%股权，诚毅开发持有公司0.35%股权。

2007年5月24日，广州市对外贸易经济合作局（穗外经贸批[2007]181号文批准）同意维美实业、广纸集团和诚毅开发三方于2007年3月21日签署的《广州造纸股份有限公司章程修改协议（二）》和《增资协议》，同意公司增加经营范围。根据《增资协议》，公司将增加股本总额28934万元，其中维美实业认购15335.02万股，全部以等值的外币现金出资，广纸集团认购13598.98万股，全部以人民币现金方式出资；诚毅开发不增资。本次增资完成后，公司股本总额121402万股，注册资本121402万元，其中维美实业持有52.5468%股权，广纸集团持有47.1866%股权，诚毅开发持有0.2666%股权。根据2007年7月2日广东羊城会计师事务所有限公司出具验资报告[2007]

羊验字第11390号，公司已完成增资。公司实际控制人为广州市国资委（详见附件6）。

公司经营范围：生产、加工纸、高档纸及纸板和纸制品及其副产品，造纸机械、热电，林木营造，收购废纸，销售自产产品并提供相关技术咨询及造纸设备安装、维修服务。截至2006年底，公司下属1家控股子公司，拥有员工1805人。

截至2006年底，公司合并资产总额300,878.95万元，负债总额203,228.35万元，所有者权益97,650.60万元。2006年公司实现主营业务收入137,928.60万元，利润总额2,790.03万元；经营活动产生的现金流量净额8,354.14万元，现金及现金等价物净增加额32,919.44万元。

公司注册地址：广州市海珠区工业大道广纸路40号；法定代表人：伍星河。

二、本期债券及债券筹资项目概况

1. 本期债券概况

经国家发展和改革委员会“发改财金[2007]602号”文批准，公司计划于2008年发行人民币债券3.9亿元，债券期限为10年，采用固定利率。本期债券采用单利按年计息，不计复利，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券由中国建设银行股份有限公司（以下简称“建行”）授权广东省分行提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本期债券投资项目概况

本期债券募集资金3.9亿元，将全部用于公司林纸一体化项目，该项目已经国家发改委（发改工业[2006]61号）文件核准批复和国家环境保护总局（环审[2005]869号）的审批。公司林纸一体化项目是全国林纸一体化专项规划内项目，为国家鼓励发展的项目，也是广东省、广州市2006年重点建设项目。该项目总投资207,321万元（含外汇15,002万美元），其中固定

资产投资200,186万元（造纸部分174,186万元，原料林基地部分26,000万元），铺底流动资金7,135万元（造纸部分6,606万元，原料林基地部分529万元）。资金来源方面，公司自筹66,321万元，占项目投资总额的31.99%；发行公司债券39,000万元，占项目投资总额的18.81%；其余资金由银行借款解决。截至2007年8月底，上述项目已完成投资约8亿元，占总投资的38.59%。

公司林纸一体化项目计划建设年产28万吨胶印新闻纸生产线一条，配套建设年产28万吨废纸脱墨浆生产线和一条日处理3万立方米污水处理场；同时配套建设80万亩速生丰产造纸林基地，以解决现有木浆生产所需木材原料的供应。其中浆纸生产线项目建设期2年，预计2008年投产，静态投资回收期为8.32年，财务内部收益率12.92%（税后），财务净现值8,029万元（税后）；80万亩造纸林基地项目计算期为20年，建设期为6年，经营期为14年。预计计算期内项目木材总产量498.5万m³，全部定向供应给公司；财务内部收益率达15.92%，财务净现值24,936.99万元，静态投资回收期13.8年。

总体看，公司本期债券募集资金将全部用于公司林纸一体化项目，符合国家产业政策。项目建成投产以后，有望显著增加公司经济效益，并有利于调整当地农业、林业产业结构，维护生态平衡。

三、行业分析

公司主营新闻纸生产和销售，属于造纸行业。

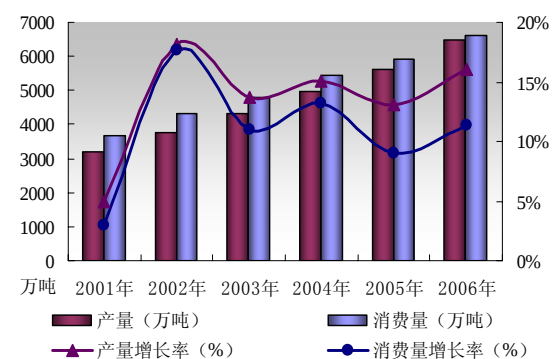
1. 行业现状

造纸工业属于国民经济的基础原材料工业，在产品总产量中，80%以上作为生产资料用于新闻出版、印刷、商品包装等领域，其他20%用于人们的日常生活消费。造纸工业关联

度大，涉及林业、农业、机械制造、化工、热电、交通运输、环保等产业，对上下游产业经济有一定的拉动作用。目前，在美国、加拿大、日本、芬兰、瑞典等发达国家，造纸工业已成为其国民经济的支柱产业之一。纸及纸板的生产和消费水平，已成为衡量一个国家现代化水平和文明程度的重要标志之一。

我国是造纸大国，同时也是消费大国，在总量上供不应求，在结构上高中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2位，仅次于美国。据中国造纸协会报道，2006年我国纸及纸板产量为6,500万吨，同比增长16.07%；消费量为6,600万吨，同比增长11.30%。从图1可以看出，近年来我国造纸产量及消费量均保持较快增长态势。

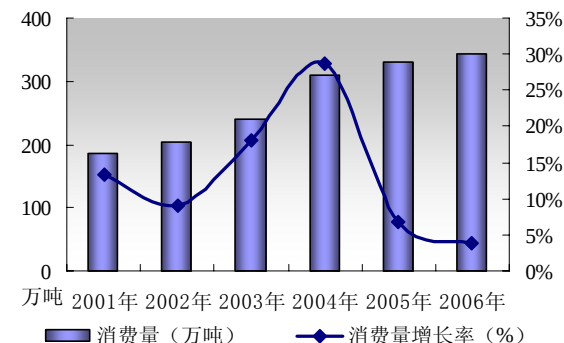
图1 我国造纸、消费量及增长率



数据来源：中国造纸协会

新闻纸行业

图2 近5年我国新闻纸消费量



资料来源：中国造纸年鉴、中国造纸协会

新闻纸主要用于报业。随着我国报纸出版业的发展，新闻纸的消费量迅速增长。2001年

我国新闻纸消费量为173万吨，2006年则达到了344万吨。2005年以来，由于报刊广告不景气和互联网行业的冲击，新闻纸需求增速开始放缓，2005年和2006年我国新闻纸需求增速较2004年下降较大（参见图2）。

从图3可以看出，新闻纸销售价格自2005年下半年以来逐步下滑，目前售价4,500~4,700元/吨，与去年同期相比已降低700~800元/吨，已接近新闻纸的成本价。

图3 我国新闻纸价格走势



资料来源：中国纸网，销售均价为含税价格

2. 原材料

造纸原材料主要有木浆、废纸、非木浆等，原材料一般占造纸业成本的65%左右。由于造纸产能的迅速扩张，我国对纸浆的需求也出现快速增长。据中国造纸协会统计，2005年我国消耗纸浆5,200万吨，增幅达16%，而我国纸浆的产量只有4,446万吨，不足部分需要依赖进口来满足。

从消耗结构来看，在三大原材料中，非木浆曾是我国造纸业最主要的原料。然而从世界造纸强国的发展历史来看，使用木浆则是造纸业发展的趋势。在实际生产中，造纸企业为提高纸张产品档次和减少污染，大幅增加了木浆用量，同时废纸浆用量的增长速度迅猛。据中国造纸协会统计，2005年我国消费木浆1,144万吨，非木浆1,248万吨，废纸浆2,808万吨，占比分别为22%、24%和54%，废纸浆的比重已超过一半。

在纸浆消费结构逐步改善的同时，我国纸

浆产量结构却遭遇木浆缺乏的瓶颈。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。从2005年数据看，我国纸浆生产中，木浆产量为355万吨，远低于1,144万吨的消费量。因此，我国每年需要从国外进口大量木浆以满足国内纸业生产的需求。同时，我国还需从美国、日本等国进口大量废纸，以满足废纸浆的生产需要。

3. 行业关注

环境保护

据国家环保总局报道，2004年，我国工业废水排放量为221.1亿吨，其中造纸行业废水排放量为31.8亿吨，占总排放量的14.4%，仅次于化工行业。从废水中最主要的化学耗氧量指标COD来看，全国工业COD总排放量为509.7万吨，其中造纸行业占33.0%，高居第一。可以看出，造纸行业是高污染行业，对环境的影响大。

根据《国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》（以下简称“十一五”规划纲要）以及新的产业调整政策，国家环保总局等部门将会针对水源污染、水资源、环境保护等出台新的政策，上述政策将会影响到造纸企业的发展。由于国家环保政策的趋严，造纸企业环保成本加大，不符合环保要求的中小纸厂将被淘汰，符合环保条件的大型造纸企业将从中受益。

行业集中度低

在计划经济时期，我国造纸行业产品差别化小，企业规模小，市场集中度低。随着市场机制的引入，我国造纸行业集中度逐年提高。从表1可以看出，前10名造纸企业在纸品产量、销售收入方面集中度逐年提高，2005年，我国前10名造纸企业在总产量、总销售收入占比分别为19.82%和25.10%；从增量产量来看，产量前10名企业占比要高于总产量比重，表明新的市场多数被大企业占领。

但与国际前50强比较，国内企业规模仍然偏小。我国造纸企业产业集中度与国外企业相

比还有较大差距，产业集中度有待进一步提高。由于环保政策的严格执行，行业集中的速度在加快。

表1 我国前10名造纸企业行业集中度

项目	2002年	2003年	2004年	2005年
行业总产量(万吨)	3780	4300	4950	5930
前10名企业产量(万吨)	529	680	910	1176
占行业总产量比例(%)	13.98	15.81	18.38	19.82
行业销售收入(亿元)	1318	1661	2009	2546
前10名企业总收入(亿元)	245	346	439	639
占行业收入比例(%)	18.58	20.84	21.85	25.10
行业产量增加值(万吨)	580	520	650	980
前10名企业增加产量(万吨)	155	151	230	265
占总增加产量比重(%)	26.65	28.62	35.39	27.11

资料来源：中华纸业，联合资信整理

人民币升值

我国自2005年7月对人民币实施汇率改革，截至2007年9月15日底，人民币升值幅度已超过10%，而且，人民币仍有升值的压力。人民币升值将从两个方面影响我国造纸行业：

①降低原材料进口成本。我国造纸业对进口纸浆及废纸的依赖比较大，在纸的生产成本中，以废纸为原料的企业废纸成本占生产成本的50%~60%，以木浆为原料的企业木浆成本约占生产成本的65%~70%，人民币升值将直接降低木浆、废纸的进口成本。

②我国大多数纸张品种生产和消费之间仍存在缺口，需要依靠进口来满足部分需求。从产品结构来看，进口依赖较高的产品主要集中于以木浆为原料的高档文化用纸和高档包装纸，人民币升值将降低这类纸在国内市场的销售价格。

总体看，人民币升值对造纸工业的影响是利大于弊。

4. 国家政策

产业政策支持

“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。2007年，我国将正式颁

布《造纸产业发展政策》和《造纸工业发展十一五规划纲要》，上述政策的实施，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。

林纸一体化

2004年2月16日，国务院在《全国林纸一体化工程建设“十五”及2010年专项规划》中指出，我国将用10年左右的时间，建设速生丰产造纸林基地15500万公顷，新增木浆产量550万吨，实现造纸工业与林业共同发展。

为引导社会资金投向林纸一体化建设，调动银行贷款的积极性，发挥政府宏观调控作用，国家在加强统筹规划的同时，初期可以注入资本金或贴息方式对林纸一体化建设给予适当的资金支持。另外，为了拓宽林纸一体化建设的融资渠道，国家鼓励国内各种所有制的企业和外资投资建设林纸一体化项目，并在外国政府贷款、国际金融组织贷款、国内外商业银行贷款等方面对林纸一体化建设给予支持。

反倾销保护

由于我国造纸企业技术水平低、规模小，竞争力明显落后于国外大型造纸公司。为了保护国内造纸企业，我国商务部及其前身国家外贸部先后对多种纸产品实施反倾销。经过近10年的努力，商务部的反倾销措施基本覆盖了造纸行业多个类别（参见表2）。

表2 我国对造纸行业采取反倾销保护政策

政策发布时期	政策内容
1997年12月10日	对原产于加拿大、韩国和美国的进口新闻纸征收55%~78%的反倾销税，为期5年。
2003年8月6日	通过“反倾销调查”终裁，对原产韩国、日本的进口铜版纸征收4%~71%的反倾销税，为期5年。
2004年6月30日	自2004年6月30日起，对原产于加拿大、韩国、美国的新闻纸仍然按照原对外贸易经济合作部1999年第4号公告公布的征税范围和税率继续征收反倾销税，为期5年。
2005年9月30日	对进口未漂白箱纸板征收9%~65.2%的反倾销税，为期5年。
2006年10月16日	对原产于日本的进口电容器纸实施反倾销税。

资料来源：联合资信整理

国家对造纸行业的反倾销保护使得我国造纸行业获得了长足发展，竞争力大幅提升。以新闻纸为例，自1998年我国对美国、加拿大和韩国进口新闻纸实施反倾销措施以来，国内新闻纸行业获得了发展良机，新上了一批国际一流的大型纸机。目前国产新闻纸已成为国内市场的主流，并成功出口到国外。

但是，由于反倾销保护政策的实施，使得我国国内造纸企业产能急剧扩张，尤其是新闻纸产能扩张已经显现，企业市场压力逐年增大。随着反倾销政策期限的即将到期，我国企业将失去政策保护，经营压力将有所增加。

税收优惠政策

近几年我国造纸业的快速发展，尤其是进口纸和纸浆的用汇总额仅次于石油和钢材，已经受到政府的高度重视。国家已将造纸行业列入国债支持技术改造的重点行业之一，制定了一批国债技改项目，并且对列入国家财政债券支持的重点造纸技术改造项目将给予以下优惠政策：进口设备免征关税和进口环节增值税；项目专项贷款企业可享受国家财政贴息优惠政策；技术改造所需国产设备投资的40%可享受抵免企业所得税；暂停征收固定资产投资方向调节税。

可以看出，国家在产业政策、林纸一体化、反倾销保护、税收优惠政策等方面都对造纸行业给予了大力支持，有利于造纸企业的发展。

5. 未来发展

根据中国造纸协会的《关于造纸工业“十五”计划的意见》，我国造纸行业未来发展趋势如下：

①调整原料结构。逐步实现以木材纤维为主，扩大废纸回收利用，合理使用非木纤维，使木纤维纸及纸板占总消费量的比重进一步提高；

②调整产品结构。实现多元化，增加市场有效供给，适应多元化消费结构需要；重点发展高档新闻纸、胶印书刊纸、办公用纸、涂布

纸等短缺产品；

③调整企业结构，实现大型企业集团化，中小企业特色化，企业经济类型多元化，使企业组织结构和规模结构逐步趋于合理；

④调整技术结构，加快技术进步与技术创新，推进装备逐步实现现代化。重点开发高强度、高得率、低污染以至无污染的制浆生产技术，造纸方面重点发展低定量、高质量、低消耗、高效率的生产技术；

⑤调整区域布局，力求资源配置合理化。东北地区以技改和扩建为主，南方地区逐步发展成为我国木浆纸重要生产基地，东南地区重点发展深加工及高附加值的产品，西北地区适当发展具有一定规模的造纸企业。

从中国造纸协会对未来造纸产业发展趋势的判断中可以看出，南方地区将是我国木浆纸的重要生产基地，且有利于拥有原料资源的大型企业的发展。

总体来看，造纸工业属于国民经济的基础原材料工业。目前，我国造纸工业人均消费纸量远低于发达国家水平；部分原材料进口依赖性强、行业集中度低、环境污染严重、产品结构尚不够合理。长期来看，随着我国经济持续健康发展我国造纸工业市场需求将保持快速增长趋势，业内大企业发展空间广阔，但对部分国家反倾销政策的取消将在一定程度上导致行业竞争进一步加剧。

四、基础素质分析

1. 企业规模

公司前身为广州造纸厂，是原有全国九大新闻造纸厂之一，有着七十多年的制浆造纸历史，是全国首家进入世界造纸150强的造纸公司（1999年），积累着丰富的专业新闻纸制造经验和技術。公司目前集制浆、造纸、环保与综合利用于一体，占地面积50多万平方米，拥有合作开发的林业基地50万亩，具有自营进出口权，自备码头的船只可直航港、澳地区，是南方重

要的制浆造纸基地。截至2007年5月底，公司拥有新闻纸年生产能力45万吨，在新闻纸生产企业里排名第三（参见表3）。公司主导产品“金页牌”新闻纸是全国用户满意产品，广东省名牌产品。

表3 2006年国内新闻纸企业产能前十名（单位：万吨）

序号	公司名称	产能	产量
1	山东华泰纸业	120	70
2	山东晨鸣纸业	70	14
3	广州造纸股份有限公司	45	34
4	诺斯克泛亚	45	25
5	福建南平纸业	30	30
6	吉林石岘纸业	20	--
7	湖南岳阳纸业	15	15
8	广西劲达兴纸业	11	--
9	四川宜宾纸业	10	--
10	福建龙岩纸业	8	--

资料来源：根据网上公开资料整理

2. 人员素质

公司现有高级管理人员 6 人，均具有大专以上学历，大多已在公司工作多年，具有丰富的行业从业经历和较高的专业水平。公司董事长伍星河先生，现年 56 岁，中共党员，大专学历，高级政工师，1996 年 9 月调入公司，现兼任广纸集团党委书记、副董事长等职。公司总经理庄义汉先生，现年 51 岁，中共党员，本科学历，高级工程师，2006 年调入公司，现兼任广州造纸集团有限公司董事、总经理。

截至 2006 年底，公司在岗员工为 1,805 人。公司在岗员工中，按学历构成划分，本科及本科以上学历占 10.30%，大专学历占 10.58%，高中及以下学历占 79.12%；按年龄构成划分，50 岁及以上占 9.36%，35~50 岁占 68.15%，35 岁以下占 22.49%；按工作岗位划分，生产人员占 83.32%，销售人员占 1.16%，质量控制人员占 5.71%，行政人员占 9.81%。

总体看，公司员工结构合理，管理团队综合素质较高。

3. 人才优势

位于广州的华南理工大学拥有全国造纸行业唯一的制浆造纸工程国家重点实验室和集

产、学、研、科工贸于一体的造纸与污染控制国家工程研究中心，并建立了处于国内前列的特种纸研究基地。该校每年能培养 70 多名制浆造纸工程专业的研究生，其中部分毕业生被招聘到公司工作。另外广东省还是全国人才流动最集中的地区之一，各类人才储备丰富。综合看，公司具有较强的人才储备优势。

4. 外部环境

市场容量

广东省是全国经济最发达的省份之一，也是全国印刷工业最发达的省份，以广东省为核心的“珠三角印刷中心”每年的工业产值占全国印刷工业总产值的三分之一。广东省是全国两大新闻纸生产基地之一，同时也拥有全国最大的新闻纸消费市场。公司是广东省内唯一一家生产新闻纸的企业，区域优势明显，珠三角和港、澳地区新闻纸用量可达 80 万吨，市场容量非常大，公司有较强的市场资源。

区域支持

广东省轻工业发展较为成熟，机械、化工、轻纺等工业十分发达，公司生产的外围协作条件充分而有保障。广州市基础设施齐全，水、电、汽、维修等均能得到保障，这些都为公司的正常生产经营提供了有力的外部支持。

交通运输

公司所在地广州市是华南地区的海陆空交通中心，水陆运输十分便利。水运方面，广州市拥有全国第三大港广州港，东部的黄埔新港和新沙港也都为华南地区最大的集装箱码头，公司自备有港口码头，船只可直航港澳等地。铁路公路方面，广州市周边京广复线、京九线、广茂线、广梅汕线、广深线等铁路线路和 105、106、107、324、205 国道等骨干公路线路构成了四通八达的陆路运输网络。总体看，广州市成熟健全的交通运输环境为公司原材料和成品的运输提供了便利，并能有效降低产品成本。

自然环境

广东省水资源丰富，雨量充沛，多年平均

年降雨量 1777 毫米,为全国平均水平的 2.7 倍,全省集水面积在 100 平方公里以上的干支流河道共有 640 条,水资源总量 4,190 亿立方米。是我国降雨量最大、水资源最丰富的省份,为发展制浆造纸业提供了良好的水资源条件。另外广东省大部分地区属于亚热带暖湿季风气候,日照充足,区域内林地资源丰富,林木生长快,轮伐期较短,自然环境非常适宜营造人工速生丰产林。

政策支持

近几年,国家制定了一系列支持造纸工业发展的优惠政策,为造纸行业提供了优越的投资与发展环境。2004年1月6日,国家发改委颁发了《全国林纸一体化工程建设“十五”及2010年专项规划》,为我国造纸工业的加速发展增添了动力。公司“林纸一体化”的发展模式符合国家的产业政策,并得到了政府的鼓励 and 大力支持。

税收优惠

公司享受先进技术型外商投资企业税收优惠,目前所得税税率按照18%执行。

总体来看,公司外部环境良好,为公司长远发展提供了较好的发展空间。

五、管理体制

1. 管理体制

公司是依法设立的股份有限公司,公司下设由 7 名董事组成的董事会,由 3 名监事组成的监事会。公司实行董事会领导下的总经理负责制,其中总经理 1 名,副总经理 5 人(其中 1 人兼总工程师)。公司实际控制人为广州市国资委。

截至2006年底,公司内设办公室、人力资源部、财务部、生产部、设备部、企管部、采购部、销售部、储运部、项目部和工程技术中心等职能部门,截至2006年底,公司下属1家控股子公司(详见附件6、7)。

2. 内部控制

人力资源方面,公司建立了完善的绩效考核体系,员工的选拔、聘用、考核奖惩、提升和任免按照公司竞争上岗的方案程序和岗位要求进行,择优录取,考核聘用;日常管理中实行动态考核,进行提升和任免。员工培训方面,公司通过对生产员工和中层管理人员进行定期和不定期的培训,提高员工的综合素质。

安全生产方面,公司坚持“安全第一、预防为主、综合治理”的方针,突出“安全发展”这条主线,在加强安全培训的基础上注重落实安全生产责任制和推行“安全隐患申报及责任追究制度”,营造了安全生产全员参与的氛围。

质量控制方面,公司通过了ISO9001:2000标准认证,并且对纸张的定量、水分、厚度、颜色等严格控制,有效控制纸张的质量,公司产品得到有效保证。

信息化管理方面,公司于2006年实施ORACLE的ERP管理系统,使公司的采购、生产、销售和财务一体化。同时,公司正在把现有的ERP、MIS系统、控制系统等整合起来,实现资源共享,为领导决策科学化提供准确的依据。

财务管理方面,一方面,公司建立了完善的财务规章制度和全面预算管理体制,提高了公司的财务管理水平;另一方面,公司通过内部审计与外部审计相结合的方式,对公司的生产经营情况进行监督,保证经营目标的真实性。

环保方面,公司生产主要原料为进口废纸,对废水排放的处理采用国际最先进的工艺,实行了废水循环利用,同时采用多级处理技术对排放的污染物进行综合治理。本期债券投资林纸一体化项目单位产品排水量将达到国际先进水平,优于国家和省规定的标准;废渣等其它污染物也采用综合利用等措施妥善处理。

综合来看,公司治理结构完善,内部控制制度健全,近年来整体管理水平较高。

六、生产经营分析

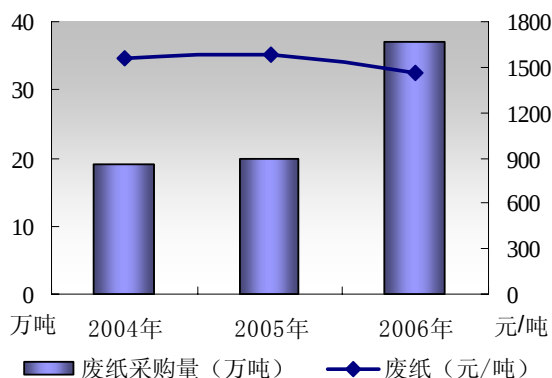
公司主营业务为新闻纸的生产和销售，2004年~2006年，公司主营业务收入年均增长基本保持稳定，分别为132,979.57万元、126394.18万元和137,928.60万元，主营业务利润率分别为22.38%、23.76%和15.48%。2006年，公司新闻纸占销售收入97.27%，其他附属产品占2.73%（已经于2006年3月停产），公司主营业务突出。

1. 原材料采购

公司以价格和质量为导向，通过招标方式进行原材料的采购。其中，制浆的主要原料主要是木材和废纸。木材采购方面，2004年以来，木材价格逐年上涨，由2004年的472元/m³上涨到2006年的539元/m³，2007年以来，木材价格已经上涨到600元/m³左右，木材价格的上涨也致使公司木材采购量大幅下降，2006年采购量仅为1.2万m³，较2004年下降近92%。

为保证制浆原材料的需求，公司从2006年开始加大对废纸的采购量，同时扩大废纸采购范围，2006年增加了欧洲废纸的采购量，使得公司废纸的采购均价较2005年有所下降（参见图4）。

图4 公司废纸采购量及采购均价



资料来源：公司提供

目前，公司拥有1条化学预热木片磨木浆（占制浆产量约15%）和3条脱墨浆（占制浆产

量约85%）制浆生产线，拥有30万吨制浆生产能力，基本可以满足公司新闻纸生产需求。

公司生产所需的电、水、热由广纸集团供应，2002年10月17日，公司与广纸集团签订了有效期为20年的电、水、热供应协议，根据协议广纸集团应按约定质量向公司的厂区供电、水及热，公司按实际供应量和双方约定的价格支付相关费用。2006年，公司向广纸集团支付上述费用25,235.30万元。

2002年10月17日，公司与广纸集团签订协议，向广纸集团租赁位于广州市海珠区广纸路40号生产区范围的部分厂房、建筑物，租赁面积142,344m²，租赁期限20年，年租金1,735万元（2006年改为1,831.06万元）。2006年，公司向广纸集团支付上述租赁费用1,831.06万元。

随着造纸工业的发展，行业竞争将更多的表现为对原材料资源的争夺。为从根本上解决木浆供应问题，公司实施了“林纸一体化”战略，截至2006年底，公司自主造林面积已达到50多万亩，公司将制浆、造纸、营林、采伐与销售结合起来，形成良性循环的产业链。但由于“林纸一体化”建设周期较长，短期内对公司原材料供应能力有限。

2. 生产经营

公司的产品为胶印新闻纸，主要用于新闻报刊的印刷。

公司工艺技术装备水平居国内同行前列，是国家新闻纸质量技术标准主要起草单位，截至2007年5月底，公司拥有5台造纸机，生产定量为43~51g/m²优质新闻纸，新闻纸年产能45万吨，其中部分设备是从德国Voith公司、芬兰Metso公司等国际知名专业设备制造商购买，生产设备和工艺技术较为先进（参见表4）。

表4 公司纸机的基本情况

机台	名称	车速	抄宽	产量		造纸机制造厂
		(m/min)	(mm)	(吨/天)	(万吨/年)	
1#	4800 优化概念水平夹网造纸机	1400~1800	4800	440	15.00	芬兰 Metso 公司
5#	3940 长网多缸造纸机	750~850	3940	180	6.12	芬兰 Valmet 公司
6#	3150 长网多缸造纸机	650~750	3150	130	4.42	上海造纸机械厂
7#	3150 长网多缸造纸机	650~750	3150	130	4.42	上海造纸机械厂
8#	8150 夹网多缸造纸机	900~1000	8150	440	15.04	美国 Beloit 公司
合计		--	--	1270	45.00	--

资料来源：公司提供

为了满足公司经营发展需要，公司从2005年开始实施“高档纸改造项目”和“林纸一体化项目”。“高档纸改造项目”主要是对1#纸机进行改造，项目投资19,400万元，已于2006年5月完成，并投入生产。

公司下设11个质检工作站及中心化验室，覆盖原材料、制浆生产线、造纸生产线所有车间，拥有ABB、SIEMENS等公司的DCS、PLC控制系统18套，对制浆和造纸生产线上近15000个过程参数进行严密的监测和自动控制，可以对纸机进行实时监测，及时调整工艺条件，保证产品质量。

2004年~2006年，公司新闻纸产量分别为30.18万吨、31.06万吨和34.17万吨。

3. 产品销售

公司销售网络健全，渠道畅通，客户资源丰富，销售业务区域覆盖国内省会城市、港澳地区以及出口东南亚地区等，其中珠三角地区（不包括香港、澳门）约占40%，华北约占10%，华东约占10%，其他地区约占10%，出口（包括香港、澳门、东南亚及中东地区）约占30%。公司新闻纸销售方式主要有直销和代理两种，其中直销比例约占销售总额的90%。公司新闻纸销售队伍由销售人员和部分代理商组成，主要代理商有香港诚信行、新疆轻工、山东济南亚圣等。

公司销售客户主要是国内各大报业集团，与主要报业集团建立购销关系时间见表5，可以看出，公司与各报业集团建立购销关系时间长（深圳报业集团除外），有着良好的合作关系，客户关系稳定。

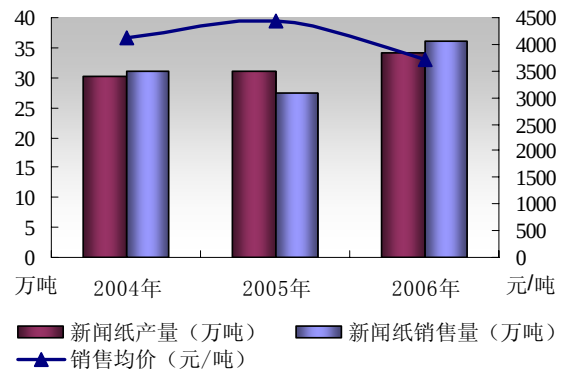
表5 公司与主要客户购销关系建立时间

序号	客户名称	建立购销关系时间
1	广州日报社	1952年12月
2	南方日报社	1949年10月
3	羊城晚报社	1957年10月
4	人民日报社	1948年6月
5	深圳报业集团	1999年6月

资料来源：公司提供

近三年，公司新闻纸销售均价（不含销项税）先升后降，2006年销售均价较2005年下降15.80%，2007年3月以来，公司新闻纸销售价格基本稳定（参见图5）。

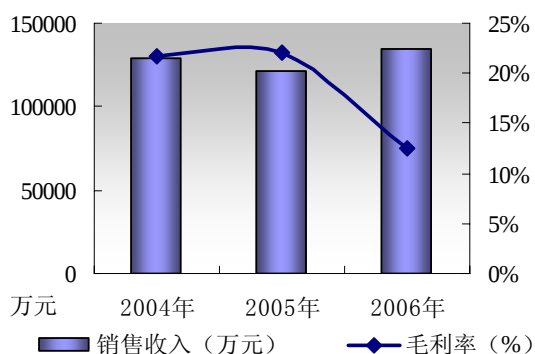
图5 公司新闻纸销售及销售价格



资料来源：公司提供，其中销售价格为不含税价格

2004年~2006年，公司新闻纸销售收入及毛利率情况见图6，可以看出，2006年公司新闻纸毛利率较前两年下降较大，主要是2005年下半年以来，新闻纸市场竞争激烈，产能过剩导致价格下降所致。

图6 近三年公司新闻纸收入及毛利率



资料来源：公司提供

4. 子公司情况

2006年6月23日，公司与广纸集团和广州威达高实业有限公司共同出资成立广州越威纸业（以下简称“越威纸业”），越威纸业注册资本60,264万元，其中公司占51%股权，广纸集团占41.56%，广州威达高实业有限公司占7.44%股权。越威纸业经营范围：纸及纸制品、造纸机械；收购废纸、造纸机械安装、维修和技术咨询。截至2007年8月底，越威纸业尚属筹建期。

5. 经营效率

近三年公司资产总额年均增长31.91%，所有者权益年均下降1.35%，主营业务收入年均增长1.84%，利润总额年均下降50.82%。总体看，公司增长质量较差。

近三年，公司销售债权周转次数和存货周转次数有所波动，2006年分别为3.72次和6.15次。近三年公司总资产周转次数分别为0.71次、0.65次和0.53次，公司总资产周转次数逐年下降。总体看，公司近年来经营效率逐年下降。

6. 未来发展

公司遵循“超越自我，追求完美，与大自然一起和谐发展”的企业理念，按照“总体规划、分步实施、滚动发展”，实施环保迁建，兼顾经济效益和社会效益，坚持科学发展观，实践循环经济，实现全面、协调和可持续发展，

至2011年，把公司打造成为规模100万吨的现代化、环保型、全国大型的文化用纸造纸生产基地。

截至2007年5月底，公司主要在建项目有“林纸一体化项目”和对8#机的技术改造。“林纸一体化”项目已获得国开行（4.5亿元）、工行（6亿元）、农行（3亿元）及中信银行（12.5亿元）贷款承诺，总额约26亿元。总体看，公司主要在建项目资金来源有保障。

公司未来五年经营预测见表6。可以看出，2007年公司预计主营业务收入略有增长，主要是对1#纸机技改已经完成，产量将有所增加；公司计划年产28万吨废纸脱墨浆生产线将于2008年投产，预计主营业务收入有较大增长。联合资信认为，目前珠三角地区新闻纸供应商主要有广纸股份、晨鸣纸业和华泰纸业，2006年消费量在80万吨左右，公司新建项目投产后，新闻纸供应量将增加较大，届时竞争将更加激烈，且公司新建生产线能否顺利达产存在一定的不确定性，公司主营业务收入预测比较乐观。

公司计划2007年、2008年投资额度分别为16.73亿元和4亿元，2007年投资资金来源主要是银行长、短期借款以及股东对公司的增资。2007年7月底，股东已经完成增资的28934万元；越秀投资有限公司、广纸集团计划在2007年底至2008年继续以现金、土地使用权以等比方式对公司进行增资，增资额度在12亿元左右，届时公司所有者权益将大幅增加。

债务方面，2007年公司建设投入较大，负债债务将显著增加，但由于股东增资数额较大，所以公司负债水平上升幅度不大，2008年以后，随着公司增资数额的增加，盈利能力的提高，公司预计债务负担将逐年下降。公司当前对自身债务预测基本合理。

表6 未来五年公司经营预测

项 目 (万元)	2006 年实际	2007 年 E	2008 年 E	2009 年 E	2010 年 E	2011 年 E
计划投资	--	167,321	40,000	--	--	--
主营业务收入	137,928.60	158,890	252,522	262,522	272,522	272,522
利润总额	2,790.03	5,600	8,230	13,600	14,280	14,280
净利润	2,304.60	4,592	6,749	11,152	11,710	11,710
折旧	14,510.17	17,040	31,179	31,179	31,179	31,179
摊销	200.75	201	273	273	273	192
利息支出	4,604.65	8,868	17,281	16,406	15,039	13,624
EBITDA	22,105.59	31,708.75	56,962.85	61,457.85	60,770.85	59,274.85
短期债务余额	74,779.39	68,944	88,944	88,944	88,944	88,944
长期债务余额	88,450.16	193,880	193,880	171,540	148,421	124,497
少数股东权益	--	--	--	--	--	--
所有者权益	97,650.60	122,551	257,370	268,522	280,232	291,942
资产总额	300,878.95	403,083	611,083	611,083	611,083	611,083
指 标	2006 年实际	2007 年 E	2008 年 E	2009 年 E	2010 年 E	2011 年 E
净资产收益率 (%)	2.36	3.75	2.62	4.15	4.18	4.01
资产负债率 (%)	67.54	69.60	57.88	56.06	54.14	52.23
全部债务资本化比率 (%)	62.57	68.20	52.36	49.24	45.86	42.23
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.80	3.58	3.30	3.75	4.04	4.35
债务保护倍数 (倍)	0.11	0.08	0.14	0.16	0.18	0.20

资料来源：公司提供，其中2006年为实际数

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2004 年~2006 年财务报告已经广东羊城会计师事务所有限公司审计，均出具标准无保留意见的审计结论。公司执行《企业会计准则》和《企业会计制度》及其补充规定。近三年，公司合并范围变化较小（2006 年成立的越威纸业尚属筹建期，对公司经营影响不大），报表可比性强。

截至 2006 年底，公司合并资产总额 300,878.95 万元，负债总额 203,228.35 万元，所有者权益 97,650.60 万元。2006 年公司实现主营业务收入 137,928.60 万元，利润总额 2,790.03 万元；经营活动产生的现金流量净额 8,354.14 万元，现金及现金等价物净增加额 32,919.44 万元。

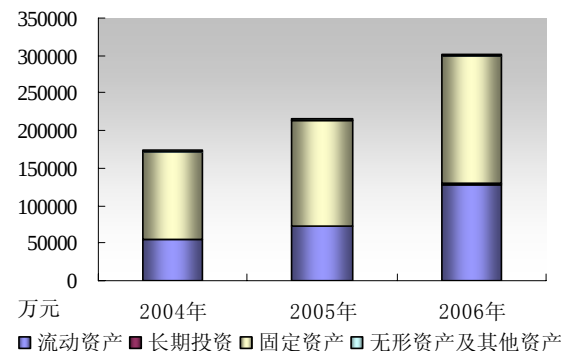
截至 2006 年底，公司本部资产总额 304,876.55 万元，负债总额 207,225.96 万元，所有者权益 97,650.59 万元。2006 年公司本部实现主营业务收入 137,928.60 万元，利润总额 2,790.03 万元；经营活动产生的现金流量净额 8,355.24 万元，现金及现金等价物净增加额 30,904.34 万元。

以下分析以合并报表为主。

2. 资产构成

近三年公司资产总额年均增长 31.91%，主要是因为流动资产增加所致。截至 2006 年底，公司资产总额 300,878.95 万元，其中流动资产占 42.54%，固定资产占 56.68%，长期投资占 0.26%，无形资产及其他资产占 0.52%（参见图 7）。总体来说，2006 年公司资产中流动资产所占比例较前两年有所增加。

图7 近三年公司资产构成



资料来源：公司年报

截至 2006 年底，公司流动资产合计 127,990.91 万元，其中货币资金占 33.06%，应收票据占 4.76%，应收款项净额（包括应收账

款和其他应收款)占 33.11%，预付账款占 17.75%，存货净额占 11.32%。

截至 2006 年底，公司应收票据 6,086.87 万元（其中应收广纸集团 2,000 万元），其中商业汇票占 78.24%，银行承兑汇票占 21.76%。

2004 年~2006 年，公司应收账款年均增长 20.11%。截至 2006 年底，公司应收账款余额 37,973.10 万元，其中 1 年以内占 87.90%，1~2 年占 0.93%，2~3 年的占 1.38%，3 年以上的占 9.79%，公司应收账款以 1 年以内为主。2006 年，公司应收账款计提 2,109.72 万元坏账准备。2006 年年末前五名客户占应收账款总额的 39.28%，公司销售客户比较集中。

截至 2006 年底，公司其他应收账款 6,516.59 万元，其中应收广纸集团占 92.86%。2006 年，公司按年末其他应收款扣除押金、备用金以及企业内部往来款后余额的 0.5%计提坏账准备 1.01 万元。

截至 2006 年底，公司预付账款 22,718.55 万元，主要是预付的材料款和工程款。

截至 2006 年底，公司存货 14,492.41 万元，其中原材料计低值易耗品占 46.07%，在产品占 8.91%，产成品占 45.02%。近三年公司未提取存货跌价准备。

2004 年~2006 年，公司长期投资年均下降 12.38%，主要原因是公司投资林地项目减少所致。截至 2006 年底，公司长期投资 798.24 万元，全部为对各区县林业局的长期债权投资。

2004 年、2005 年公司固定资产原值变化不大，2006 年较 2005 年增加 72,862.76 万元，主要是生产设备增加所致。截至 2006 年底，公司固定资产原值 259,706.06 万元（其中生产设备占 85.64%），累计折旧 94,316.70 万元，固定资产净值 165,389.37 万元。

截至 2006 年底，公司工程物资较 2005 年下降 26,880.38 万元，在建工程较 2005 年下降 4,996.94 万元，主要是造纸生产线等工程转入固定资产所致。

截至 2006 年底，公司无形资产 425.07 万

元，主要是土地使用权和商标使用权；长期待摊费用 1,135.75 万元，主要是办公楼装修工程及开办费等。

总体看，公司资产以流动资产和固定资产为主，流动资产中货币资金所占比重较大，公司资产质量一般。

截至 2006 年底，公司本部资产 304,876.55 万元，其中流动资产占 40.58%，长期投资占 4.54%，固定资产占 54.49%，无形资产及其他资产占 0.39%，公司本部资产以固定资产和流动资产为主。

3. 负债及所有者权益

截至2006年底，公司所有者权益97,650.60 万元，较2005年减少4,733.71万元，主要是支付股利所致。所有者权益中，实收资本占94.69%，资本公积占0.48%，盈余公积占2.47%，未分配利润占2.36%，公司所有者权益以实收资本为主，稳定性好。

2004年~2006年，公司负债总额年均增长 67.33%，主要是长期负债增加所致。截至2006 年底，公司负债总额203,228.35万元，其中流动资产占55.63%，长期负债占44.37%。

近三年，公司流动负债年均增长58.66%，主要是短期借款、应付票据应付账款和应付利润（股利）增加所致。截至2006年底，公司流动负债 113,046.09 万元，其中短期借款占 53.27%，应付票据占 5.21%，应付账款占 21.60%，应付利润（股利）占5.29%，一年内到期的长期负债占7.67%。

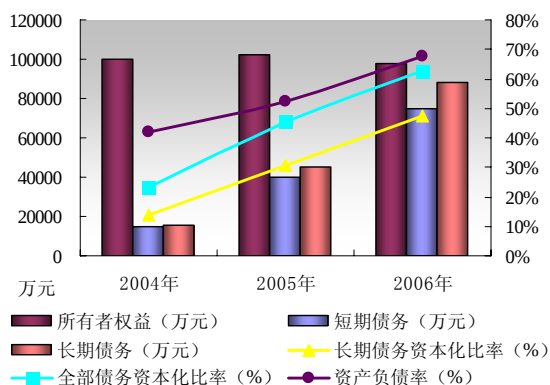
2004年~2006年，公司长期负债年均增长 80.52%，主要是长期借款增加所致。截至2006 年底，公司长期负债90,182.26万元，其中长期借款占98.08%（主要是保证借款和信用借款），长期应付款占1.66%，专项应付款占0.26%。

截至2006年底，公司债务总额163,229.56 万元，其中短期债务占45.81%，长期债务占 54.19%，公司债务结构比较合理。

2004年~2006年，为了适应产业发展需要，

公司加大了对纸机与林地的投资，外部融资规模逐年扩大，短期债务和长期债务相应增加，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随之逐年上升，2006年分别为47.53%、62.57%和67.54%，总体看，目前公司负债水平高，债务负担重（参见图8）。

图8 近三年公司债务结构



资料来源：公司年报

本期3.9亿元公司债券发行后，如不考虑其他因素，以2006年底的合并财务数据为基准，公司的资产负债率、全部债务资本化率将分别攀升至71.27%和67.44%，公司债务负担进一步加重。

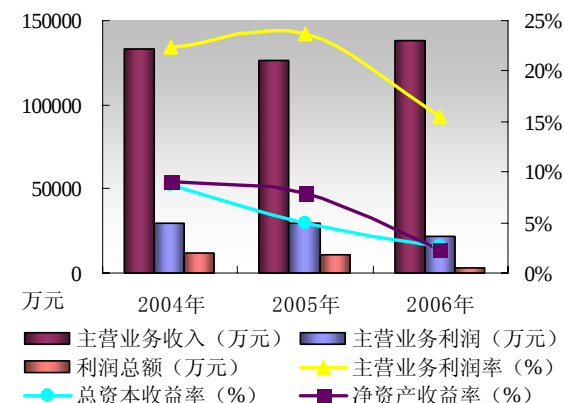
截至2006年底，公司本部负债总额207,225.96万元，所有者权益97,650.59万元，资产负债率67.97%，全部债务资本化比率63.05%，公司本部债务负担与合并报表的水平相当。

4. 盈利能力

2004年~2006年，公司主营业务收入分别为132,979.57万元、126,394.18万元和137,928.60万元，主营业务收入基本稳定。2006年公司主营业务利润21,357.99万元，较2005年下降28.88%，主要是2006年全国新闻纸产能集中释放，致使新闻纸价格下降所致。近三年，公司主营业务利润率分别为22.38%、23.76%和15.48%，2006年公司主营业务盈利能力较前两年下降较大，主要是2005年下半年以来，新闻纸市场竞争激烈，产能过剩导致价格下降所致。

2004年~2006年，公司总资本收益率分别为8.66%、4.97%和2.65%，净资产收益率分别为9.08%、7.88%和2.36%，总体看，公司盈利能力逐年下降（参见图9）。

图9 近三年公司盈利能力



资料来源：公司年报

2006年，公司本部实现主营业务收入137,928.60万元，利润总额2,790.02万元，净利润2,304.60万元，公司本部盈利能力偏弱。

5. 现金流

从经营活动来看，由于公司主营业务收入的波动和新闻纸价格的下降，2005年和2006年公司销售商品、提供劳务收到的现金较2004年有所下降，2006年为152,444.73万元，2006年公司经营活动现金流入量为153,622.38万元；近三年公司现金收入比率分别为128.56%、116.20%和110.52%，公司收入的实现质量逐年下降；近三年公司经营活动产生的现金流量净额分别为28,375.10万元、7,193.77万元和8,354.14万元，整体来看，伴随公司盈利能力的下降和应收账款的增长，经营性现金流净流量下降较快，虽然2006年公司存货有所下降，但经营性现金流量净额改善不大。

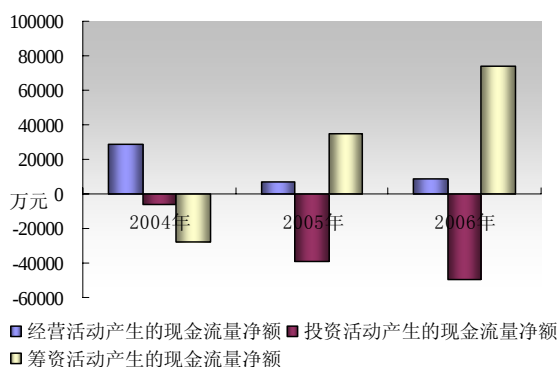
从投资活动来看，2006年公司投资活动产生的现金流入金额为688.51万元，主要是处置固定资产等收到的现金。近三年，公司投资活动现金支出逐年增加，2006年主要是对1#机组技改和“林纸一体化项目”等项目投资，2004

年~2006年分别为6,442.78万元、39,055.96万元和50,111.93万元。近三年,公司投资活动产生的现金流量净额均为负值。

近三年公司筹资活动前现金流量净额分别为21,932.33万元、-31,684.75万元和-41,156.05万元,2005年和2006年经营活动现金流净额不能满足投资需求。

从筹资活动来看,2004年~2006年公司筹资活动现金流入逐年增加,2006年为132,187.33万元,全部是借款所收到的现金。近三年公司筹资活动现金流出主要是偿还债务和支付股利和银行利息。近三年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-27,919.03万元、34,936.22万元和74,174.46万元。

图10 近三年公司现金流



资料来源: 公司年报

总体看,由于新闻纸价格的下降,公司经营获取现金能力有所下降,且投资规模逐年增加,经营活动获取现金能力不能满足公司投资需求,对外筹资是解决投资资金来源的主要手段。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,近三年公司流动比率逐年下降,速动比率有所波动,2006年分别为113.22%和100.40%,公司短期支付能力基本正常;2006年公司筹资活动前现金流量净额利息偿还能力均为负值。总体看,目前公司短期偿债能力基本正常。

从长期偿债能力指标看,近三年公司

EBITDA逐年下降,2006年为22,105.59万元,主要是利润总额下降所致。近三年公司的EBITDA利息倍数有所波动,近三年分别为11.95倍、19.94倍和4.80倍,2006年EBITDA对利息保护能力一般;近三年公司债务保护倍数分别为0.80倍、0.27倍和0.11倍。总体看,目前公司对全部债务的保护能力偏弱。

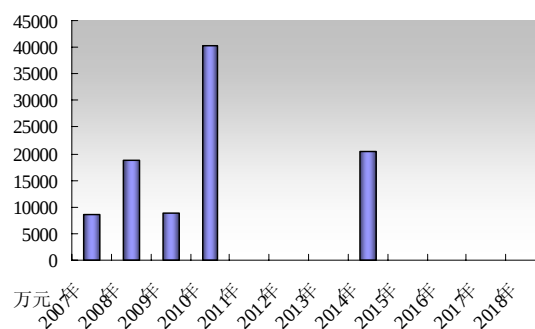
截至2007年5月底,公司无对外担保情况,也不存在逾期借款。

公司与国内银行建立了稳固的合作关系,截至2007年5月底,公司共获得各银行授信额度共计人民币473,692万元,其中尚未使用314,211万元(全部为公开授信),公司间接融资渠道畅通。

7. 本期债券的偿还

本期债券发行额度为3.9亿元,期限为10年。图11反映的是公司现有债务(包括长期借款和长期应付款)的偿还期限分布情况,可以看出,2010年和2014年为公司偿还债务的高峰期,将偿还债务40400万元和20357.33万元。2015年以后,公司无长期债务。

图11 公司现有长期债务偿还情况



资料来源: 公司提供

根据公司经营预测,未来五年,公司对全部债务的保护能力仍处于较低水平,对债务保护能力偏弱。

八、债权保护条款分析

本期债券由建行广东省分行提供无条件不

可撤销连带责任保证担保。

1. 担保人历次信用等级概况

2004年6月18日,联合资信评估有限公司将中国建设银行400亿元次级债评级为AAA,2005年和2006年的跟踪评级维持AAA不变,评级展望为稳定。

2005年9月28日,标准普尔将中国建设银行长期外币评级直接调升两级,由BBB-调至BBB+,短期评级由A-3调至A-2,长期评级展望为稳定。

2005年11月23日,穆迪将中国建设银行财务实力评级由“E+”调高至“D-”。但维持该行长期存款“A2”评级及短期存款“P-1”评级,所有评级的展望均为稳定。

2005年11月21日,惠誉将中国建设银行的独立评级由“D/E”上调至“D”。与此同时,惠誉国际评级还将中国建设银行的长期外币债务评级定为“A-”,评级前景为稳定,短期外币债务评级定为“F2”。

2. 担保人主体长期信用等级

担保人发展概况

中国建设银行股份有限公司的前身是1954年成立的中国人民建设银行,后者在1996年更名为中国建设银行,是中国四大国有控股商业银行之一。经中国银监会批准,原中国建设银行于2004年9月成立中国建设银行股份有限公司,承继了原中国建设银行的商业银行业务和相关的资产和负债。建行在2005年先后引入美国银行、新加坡淡马锡控股私人公司等国际战略投资者之后,于同年10月在香港上市,成为中国四大商业银行首家在海外上市的银行。截至2005年底,建行共发行股份22,468,908.4万股,公众持股量约占25.75%。建行的主要股东持股比例为:中央汇金投资有限责任公司持股61.48%、中国建银投资有限公司持股9.21%、美国银行持股8.52%、淡马锡间接持股6.04%(包括亚洲金融控股持股的5.88%)、上海宝钢

集团公司持股1.34%、国家电网公司持股1.34%、中国长江电力股份有限公司持股0.89%。

根据英国《银行家》杂志2006年7月公布的世界1,000家银行按一级资本排名中,建行名列中国银行业榜首,在世界大银行中列第11位。在《福布斯》2006年全球领先企业榜中建行排名65,列中国第二位。在《亚洲周刊》2006年7月公布的亚洲银行300强排名中,建行在“利息收入净值最高的银行”和“纯利最高的银行”两项排名中均列第一位,被誉为“亚洲最赚钱的银行”。此外,在2006年度《亚洲金融》亚洲最佳公司评选中建行入选“最佳管理公司”、“最佳公司管治”、“最佳派息承诺”排行榜。

担保人经营管理概况

建行主要经营领域包括公司银行业务、个人银行业务和资金业务,多种产品和服务(如基本建设贷款、住房按揭贷款和银行卡业务等)在中国银行业居于市场领先地位。在业务布局方面,建行资源配置逐步倾向沿海地区,深化推行中心城市行优先发展战略,以香港地区机构为平台整合海外机构与资源。

2005年建行在引入国际战略投资者和香港成功上市后,股本结构得到了优化,有力地推动了公司治理结构的完善,使股东大会、董事会、监事会和高管层权责更加明确并有效地相互制衡。在风险管理方面,建行在董事会下设风险管理委员会,并由非执行董事任主席,以加强董事会与高管层在风险管理方面的制衡机制。2006年,建行推进以垂直管理和平行作业为核心的风险管理体制改革,并在国内率先建立“首席风险官”制度,加强风险管理。

建行的经营管理优势主要体现在:第一,建行拥有广泛的客户基础、分销网络和供应渠道。建行与多个大型企业集团及中国经济战略性行业的主导企业保持银行业务联系,营销网络覆盖全国的主要地区,截至2006年12月31日,建设银行在中国内地设有13629个分支机

构，并在香港、新加坡、法兰克福、约翰内斯堡、东京及首尔设有分行，在伦敦、纽约设有代表处，拥有员工 297506 万人；二是在部分高速增长主要潜力产品方面居于领先地位，如基本建设中长期贷款，个人住房按揭贷款和银行卡产品等；三是有相对强化的风险管理实践；四是经重组分立后，资产质量和资本充足水平改善；五是与美国银行等境外投资者建立了战略性合作关系等。

担保人财务概况

2004 年~2006 年，建行贷款及垫款净额年均复合增长率为 13.42%；存款年均复合增长率 16.29%。截至 2006 年底，贷款及垫款净额 27959.76 亿元，比 2005 年底增加 4006.63 亿元，增幅为 16.73%；存款余额 47212.56 亿元，较 2005 年增加 7152.10 亿元，增幅为 17.85%。

2004-2006 年，建行经营收入年均复合增长率 15.33%。建设银行成本控制成效明显，成本收入比逐年下降。

2006 年建行实现收入 1515.93 亿元，比 2005 年增长 17.78%。其中净利息收入 1403.68 亿元，较 2005 年增长 20.43%，占经营收入的 92.59%；净手续费及佣金收入增幅达到 60.51%，占经营收入的 8.95%。2006 年建行实现净利润 463.19 亿元，剔除与重组相关的税收优惠政策影响后，比 2005 年增长 18.02%。总体而言，建行盈利能力强且稳定。

建行通过股改上市，发行次级债券，资本金得到充实。2005 年底建行资本充足率为 13.59%，核心资本充足率为 11.08%。由于业务的快速发展，2006 年建行资本充足率比 2005 年有所下降，但仍保持较高水平，截至 2006 年底，资本充足率为 12.11%，核心资本充足率为 9.92%。

总体看，建行作为我国四大商业银行之一，竞争实力强，2005 年引入国际战略投资者并在香港上市后，其股本结构得到了优化，风险管理体系和内控制度改革逐步展开，公司治理结构进一步完善；近两年建行资产规模稳步增长、资产质量继续提高，各项业务健康发展，营业收入和净利润（剔除税收优惠）稳健增长，市场竞争力进一步增强。

3. 担保人对本期债券的担保能力

公司本次发行 3.9 亿元公司债券，本期债券余额仅占建行 2006 年底资产总额的 0.0072%、贷款及垫款净额的 0.014%，占其所有者权益的 0.12%，占 2006 年全年营业收入的 0.26%，所占比例很低，立即偿还此笔担保债务对建行的影响很小。本期债券由建行提供无条件不可撤销连带责任的担保，整体担保实力很强，可有效提升本期公司债的信用状况。

九、综合评价

造纸工业是与国民经济发展和社会文明建设息息相关的重要产业，在现代经济中发挥的作用越来越显著。近年来，国家出台一系列政策有利于大型造纸企业的长远发展。

公司作为我国华南地区新闻纸重要生产企业，地区优势明显；近几年公司资产规模逐年扩大，在新闻纸制造行业已经具备一定的竞争实力；公司治理结构完善公司内部控制制度健全，近年来整体管理水平较高。公司主营业务收入基本稳定，但负债水平逐年上升，盈利能力逐年下降。目前公司资产质量一般，债务

表 7 建行基本财务状况表

项 目	2004	2005	2006
资产总额(亿元)	39099	45857	54485
贷款及垫款净额(亿元)	21736	23953	27960
存款(亿元)	34911	40060	47213
股东应占权益总额(亿元)	1955	2876	3301
经营收入(亿元)	1140	1287	1516
净利润(亿元)	490	471	463
不良贷款率(%)	3.92	3.84	3.29
贷款减值准备金率(%)	61.64	66.78	82.24
成本收入比(%)	46.87	45.13	43.97
调整后平均资产回报率(%)	0.90	0.92	0.92
调整后平均股东权益回报率(%)	17.99	17.70	15.00
资本充足率(%)	11.29	13.57	12.11

资料来源：建行年报

负担重，盈利能力较弱，整体偿债能力偏弱。

本期债券由建行提供担保，建行担保实力强，对提升本期债券的信用水平有实质作用。总体看，本期债券到期不能偿还的风险很小。

附件 1 资产负债表（资产类）

（单位：万元）

资 产	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动资产				
货币资金	6225.78	9394.69	42314.13	160.70
短期投资				--
应收票据	2690.97	2980.98	6086.87	50.40
应收股利				--
应收利息				--
应收账款	24860.37	29321.31	35863.38	20.11
其他应收款	9330.12	6922.06	6515.58	-16.43
预付账款			22718.55	--
期货保证金				--
应收补贴款				--
存货	11279.04	23406.49	14492.41	13.35
待摊费用				--
一年内到期的长期债权投资				--
其他流动资产				--
流动资产合计	54386.28	72025.53	127990.91	53.41
长期投资				
长期股权投资				--
长期债权投资	1039.74	929.33	798.24	-12.38
长期投资合计	1039.74	929.33	798.24	-12.38
减：长期投资减值准备				--
加：合并价差				--
长期投资净额	1039.74	929.33	798.24	-12.38
固定资产				
固定资产原值	181598.29	186843.31	259706.06	19.59
减：累计折旧	71387.51	82391.04	94316.70	14.94
固定资产净值	110210.79	104452.27	165389.37	22.50
固定资产净值减值准备	2342.20	4037.61	3508.93	22.40
固定资产净额	107868.59	100414.66	161880.44	22.50
工程物资	0.00	27275.60	395.22	--
在建工程	9165.93	13250.27	8253.33	-5.11
固定资产清理				
待处理固定资产净损失				
固定资产合计	117034.52	140940.53	170528.98	20.71
无形资产及其他资产				
无形资产	462.96	444.01	425.07	-4.18
长期待摊费用		681.66	1135.75	--
其他长期资产				--
无形资产及其他资产合计	462.96	1125.68	1560.82	83.61
递延税项				
递延税项借项				
资产总计	172923.50	215021.06	300878.95	31.91

附件 2 资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：万元）

负债及所有者权益	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动负债				
短期借款	6500.00	21299.40	60224.33	204.39
应付票据	1731.61	5602.40	5885.06	84.35
应付账款	11526.73	11164.71	24422.80	45.56
预收账款	1427.33	498.05	1889.22	15.05
应付工资		3742.68	196.25	--
应付福利费	2961.00	1369.85	8.23	-94.73
应付利润（股利）	2078.25	2620.16	5980.95	69.64
应交税金	2071.50	1715.51	1649.27	-10.77
其他未交款				--
其他应付款	9378.68	4697.09	3248.51	-41.15
预提费用	632.11	1379.21	871.46	17.42
预计负债				
一年内到期的长期负债	6600.00	7200.00	8670.00	14.61
其他流动负债				--
流动负债合计	44907.20	61289.06	113046.09	58.66
长期负债				
长期借款	15906.00	44908.00	88450.16	135.81
应付债券				--
长期应付款	10817.21	5775.65	1496.38	-62.81
专项应付款	949.77	664.04	235.72	-50.18
其他长期负债				--
长期负债合计	27672.98	51347.69	90182.26	80.52
递延税项				
递延税项贷款				--
负债合计	72580.18	112636.75	203228.35	67.33
少数股东权益				--
所有者权益				
实收资本	92468.00	92468.00	92468.00	0.00
资本公积	78.92	246.92	470.80	144.25
盈余公积	689.60	1600.28	2407.19	86.83
未分配利润	7106.81	8069.11	2304.60	-43.05
未确认的投资损失（以“-”号填列）				--
外币报表折算差额				--
所有者权益合计	100343.32	102384.31	97650.60	-1.35
负债及所有者权益合计	172923.50	215021.06	300878.95	31.91

附件 3 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	132979.57	126394.18	137928.60	1.84
减: 主营业务成本	103164.55	96303.50	116559.74	6.29
主营业务税金及附加	51.38	59.09	10.87	-54.01
二、主营业务利润	29763.64	30031.59	21357.99	-15.29
加: 其他业务利润	491.88	814.53	605.66	10.96
减: 营业费用	4193.55	3021.39	4263.56	0.83
管理费用	11937.64	13298.77	9820.92	-9.30
财务费用	2242.31	1538.75	4432.03	40.59
三、营业利润	11882.02	12987.21	3447.14	-46.14
加: 投资收益	32.47	111.52	0.00	-100.00
补贴收入	67.41	112.00	0.00	-100.00
营业外收入	70.90	23.33	20.58	-46.12
其他				
减: 营业外支出	518.23	2480.46	677.69	14.35
其他支出				
加: 以前年度调整				
四、利润总额	11534.56	10753.61	2790.03	-50.82
减: 所得税	2427.75	2684.50	485.42	-55.28
减: 少数股东损益				
加: 未确认的投资损失				
五、净利润	9106.81	8069.11	2304.60	-49.69

附件 4-1 现金流量表

(单位: 万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 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	170952.59	146867.18	152444.73	-5.57
收到的税费返还				--
收到的其他与经营活动有关的现金	18.82	482.21	1177.65	691.14
现金流入小计	170971.41	147349.39	153622.38	-5.21
购买商品、接受劳务支付的现金	107986.80	103924.05	118551.69	4.78
支付给职工以及为职工支付的现金	14553.33	15063.36	12348.30	-7.89
支付的各项税费	11585.55	10555.66	9959.66	-7.28
支付的其他与经营活动有关的现金	8470.62	10612.54	4408.59	-27.86
现金流出小计	142596.31	140155.62	145268.23	0.93
经营活动产生的现金流量净额	28375.10	7193.77	8354.14	-45.74
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金		99.30	131.09	--
取得投资收益所收到的现金				--
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金		78.14	557.42	--
收到的其他与投资活动有关的现金				--
现金流入小计		177.44	688.51	--
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	6442.78	39055.96	50111.93	178.89
投资所支付的现金				--
支付的其他与投资活动有关的现金			86.77	--
现金流出小计	6442.78	39055.96	50198.70	179.13
投资活动产生的现金流量净额	-6442.78	-38878.52	-49510.19	177.21
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收投资所收到的现金				--
借款所收到的现金	42170.00	79731.80	132187.33	77.05
收到的其他与筹资活动有关的现金	837.12			-100.00
现金流入小计	43007.12	79731.80	132187.33	75.32
偿还债务所支付的现金	62986.95	35398.07	48275.07	-12.45
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	7939.19	6497.51	9737.81	10.75
支付的其他与筹资活动有关的现金		2900.00		--
现金流出小计	70926.15	44795.58	58012.87	-9.56
筹资活动产生的现金流量净额	-27919.03	34936.22	74174.46	--
四、汇率变动对现金的影响		-82.57	-98.97	--
五、现金及现金等价物净增加额	-5986.70	3168.90	32919.44	--

附件 4-2 现金流量补充资料

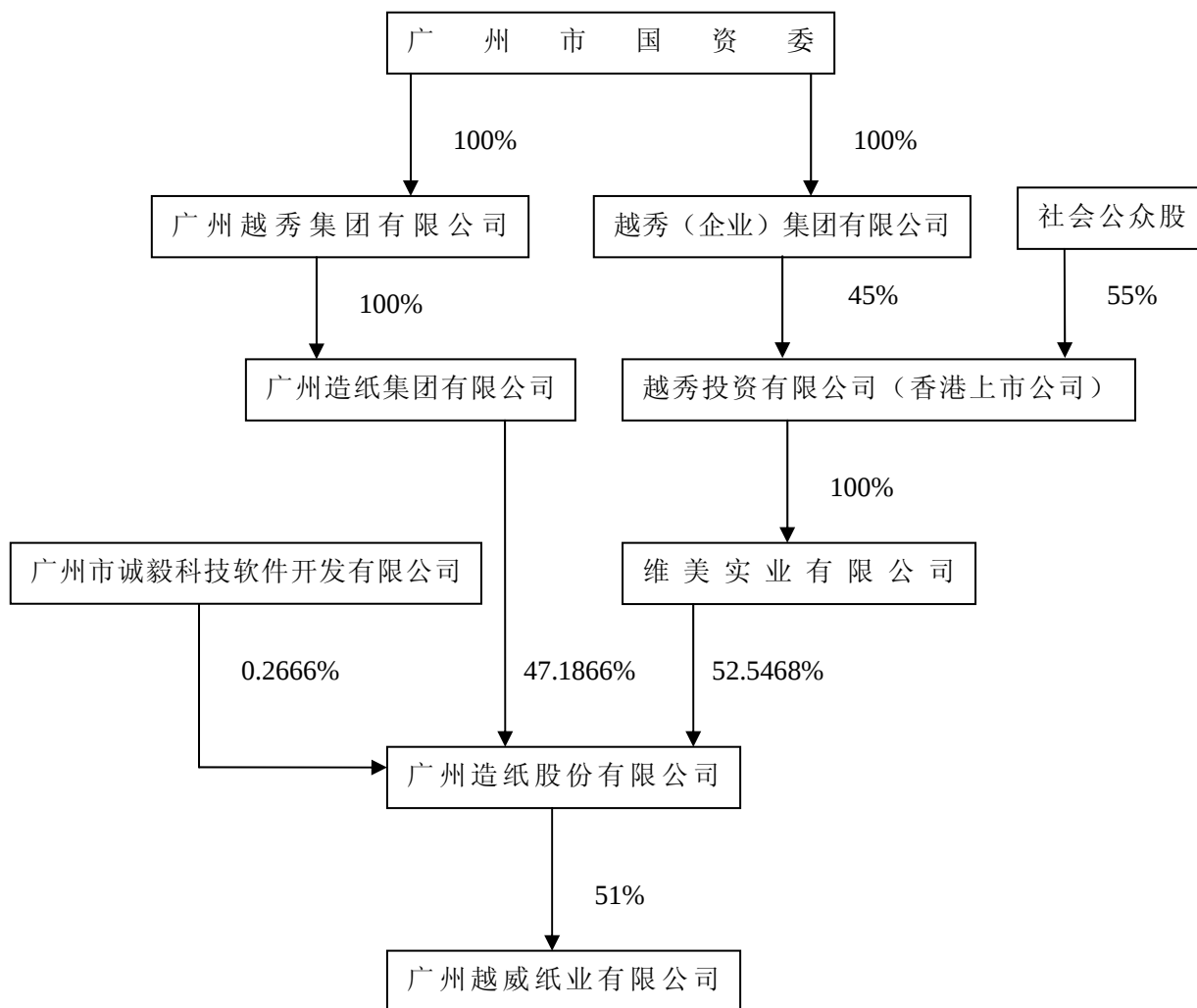
(单位: 万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
其他				
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	9106.81	8069.11	2304.60	-49.69
加: 未确认的投资损失 (以“+”号填列)				--
加: 少数股东损益				--
计提的资产减值准备		1926.58	818.26	--
固定资产折旧	13002.52	12255.82	14510.17	5.64
无形资产摊销	18.94	18.94	18.94	--
长期待摊费用摊销			181.81	--
待摊费用减少(减:增加)				--
预提费用增加(减:减少)	473.31	747.10	-507.75	--
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)			337.22	--
固定资产报废损失	320.04	460.79	0.00	-100.00
财务费用	2242.31	1216.06	4604.65	43.30
投资损失(减:收益)	-32.47	-111.52		-100.00
递延税款贷项(减:借项)				--
存货的减少(减:增加)	3229.28	-12127.46	8914.08	66.14
经营性应收项目的减少(减:增加)	13691.39	-3952.06	-8329.40	--
经营性应付项目的增加(减:减少)	-13677.02	-1309.60	-14498.44	2.96
其他				--
经营性活动产生的现金流量净额	28375.10	7193.77	8354.14	-45.74
三、现金及现金等价物净增加情况				
现金的期末余额	6195.00	9394.69	42314.13	161.35
减: 现金的期初余额	12178.54	6225.78	9394.69	-12.17
现金等价物的期末余额	30.78			-100.00
减: 现金等价物的期初余额	33.94			-100.00
现金及现金等价物净增加额	-5986.70	3168.90	32919.44	--

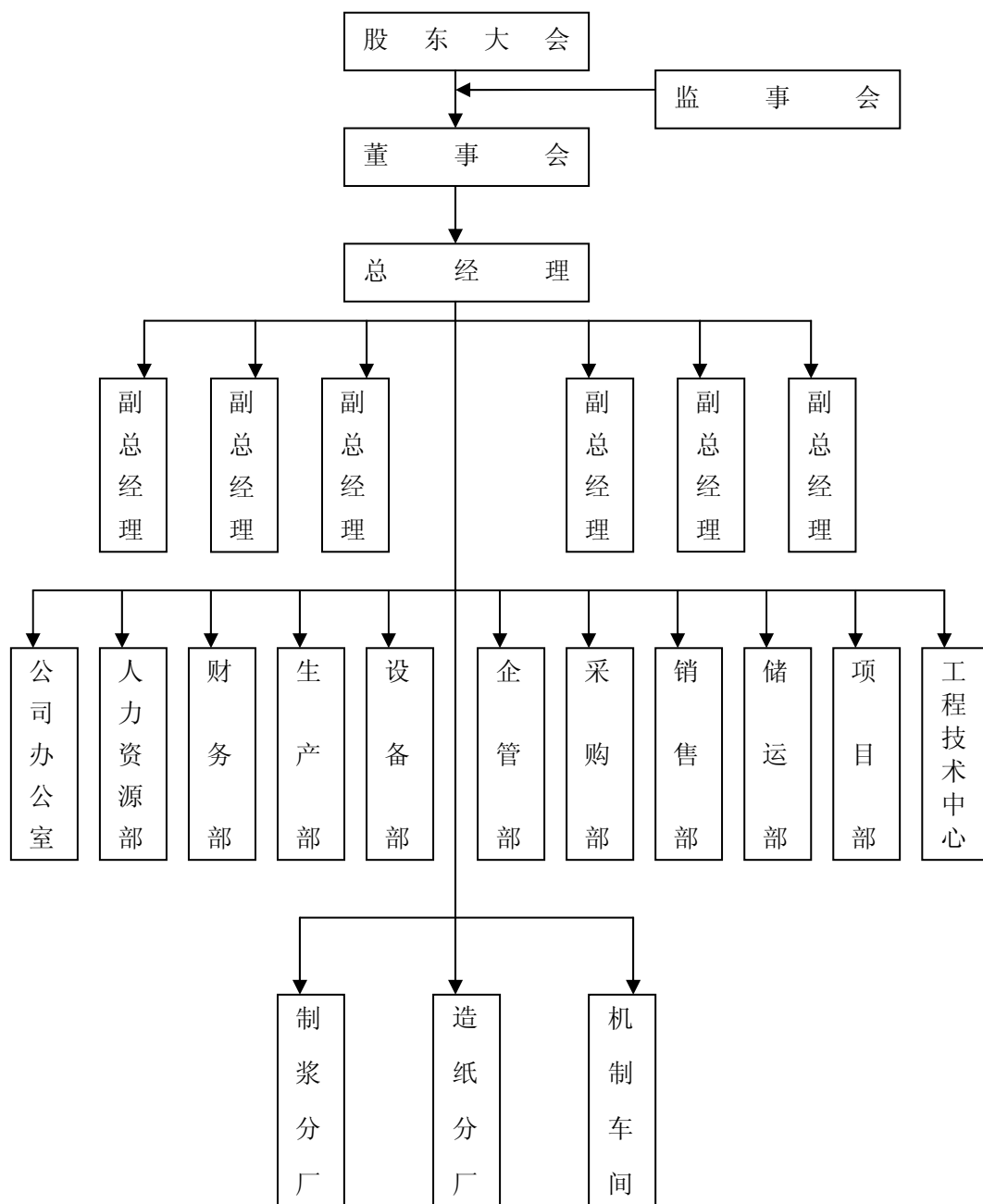
附件 5 主要财务指标

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	平均值
1. 经营效率				
销售债权周转次数(次)	3.74	4.22	3.72	3.87
存货周转次数 (次)	8.00	5.55	6.15	6.34
总资产周转次数 (次)	0.71	0.65	0.53	0.61
2. 盈利能力				
现金收入比率 (%)	128.56	116.20	110.52	115.83
主营业务利润率 (%)	22.38	23.76	15.48	19.35
总资本收益率 (%)	8.66	4.97	2.65	4.55
净资产收益率 (%)	9.08	7.88	2.36	5.36
3. 财务构成				
长期债务资本化比率 (%)	13.68	30.49	47.53	35.65
全部债务资本化比率 (%)	23.45	45.24	62.57	49.55
资产负债比率 (%)	41.97	52.38	67.54	57.88
4. 偿债能力				
EBITDA 利息倍数 (倍)	11.95	19.94	4.80	10.77
债务保护倍数 (倍)	0.80	0.27	0.11	0.30
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	0.71	-0.37	-0.25	-0.10
流动比率 (%)	121.11	117.52	113.22	116.09
速动比率 (%)	95.99	79.33	100.40	93.20
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 (倍)	9.78	-26.06	-8.94	-10.33

附件 6 公司投资关系图
(截至 2007 年 6 月底)



附件 7 公司组织结构图



附件 8 有关指标的计算公式

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
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%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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%
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%
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)

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

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件9 长期债信用等级的定义

长期债信用等级划分成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。

关于广州造纸股份有限公司 2008 年 3.9 亿元公司债券的跟踪评级安排

根据有关要求,联合资信将在本期债券发行后第 12 个月发布及于每年公司年报公布后的一个月内进行定期跟踪评级,并在债券存续期内进行不定期跟踪评级。

广州造纸股份有限公司(以下简称“广纸股份”)应按联合资信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。广纸股份如发生重大变化,或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件,应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注广纸股份的经营管理状况及本期债券的相关信息,如发现广纸股份出现重大变化,或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时,联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响,据以确认或调整本期债券的信用等级。

如广纸股份不能及时提供上述跟踪评级资料及情况,联合资信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,直至广纸股份提供相关资料。

在跟踪评级过程中,如本期债券信用等级发生变化调整时,联合资信将在本公司网站予以公布,同时出具跟踪评级报告报送广纸股份、主管部门、交易机构等。

