

跟踪评级公告

联合[2014] 834 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定广州造纸股份有限公司主体长期信用等级为A⁺，评级展望为稳定，并维持“08广纸债”的信用等级为AAA。

特此公告。



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

Http: //www. lhratings.com

广州造纸股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: A⁻ 评级展望: 稳定
上次评级结果: A⁻ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
08 广纸债	3.9 亿元	2008/3/13-2018/3/12	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2014 年 6 月 19 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年
现金类资产(亿元)	8.81	11.26	11.02
资产总额(亿元)	60.99	69.38	71.59
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	14.26	16.04	16.51
短期债务(亿元)	22.82	27.34	27.23
全部债务(亿元)	36.61	36.25	31.13
营业收入(亿元)	17.70	23.15	19.58
利润总额(亿元)	-1.90	1.72	0.42
EBITDA(亿元)	0.54	4.89	3.70
经营性净现金流(亿元)	2.42	4.53	-0.42
营业利润率(%)	6.49	21.23	16.22
净资产收益率(%)	-12.96	10.83	2.80
资产负债率(%)	76.62	76.88	76.94
全部债务资本化比率(%)	71.96	69.32	65.34
流动比率(%)	95.36	113.98	106.48
全部债务/EBITDA(倍)	68.35	7.41	8.46
EBITDA 利息倍数(倍)	0.37	2.28	1.86
经营现金流动负债比(%)	7.48	13.23	-1.12

分析师

高利鹏 王 慧

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 宏观经济形势持续低迷, 造纸行业市场环境严峻, 下游需求乏力, 整体过剩的产能仍在缓慢消化中。作为中国华南地区重要的新闻纸生产企业, 广州造纸股份有限公司(以下简称“公司”)在基本完成环保搬迁工程的情况下, 生产经营活动步入正轨。但受制于新闻纸需求萎缩和市场竞争导致的产品价格下跌, 公司收入利润规模较上年均有较大幅度下滑。在不利的大环境下, 公司持续推进精细化管理和降本增效等措施, 在搬迁复产后再度实现了年度整体盈利。

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关注到, 尽管搬迁工作基本完成, 但从行业前景和自身状况看, 公司盈利基础仍然薄弱, 特别是利润规模同比显著萎缩。后续搬迁资金对公司长期发展非常重要, 而资金的到位情况依然存在不确定性, 可能给公司生产经营造成负面影响。

“08 广纸债”由中国建设银行股份有限公司(以下简称“建设银行”)提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定, 建设银行主体长期信用等级为 AAA, 担保实力很强。建设银行的担保可有效保障“08 广纸债”本息偿还的安全性。

综合考虑, 联合资信维持公司主体长期信用等级 A⁻, 评级展望为稳定, 并维持“08 广纸债”的信用等级为 AAA。

优势

1. 跟踪期内, 公司在不利的市场环境下保持了生产经营活动的稳定。
2. 在产品价格持续下跌的情况下, 公司加大市场开拓力度, 维持了适宜的收入规模, 并实现了年度整体盈利。
3. 建设银行的担保有效保障了“08 广纸债”本息偿还的安全性。

关注

1. 造纸行业竞争激烈，新闻纸产品长期发展空间有限。
2. 受制于产品结构问题，公司盈利基础较薄弱。
3. 公司整体有息债务规模仍然较重。
4. 公司环保搬迁的后续资金到位情况存在一定不确定性。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与广州造纸股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级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。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因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。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由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。

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

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于广州造纸股份有限公司主体长期信用及存续期内“08广纸债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

广州造纸股份有限公司（简称“公司”）是2003年经原中华人民共和国对外贸易经济合作部批准（外经贸资二函[2003]209号），由广州造纸有限公司转制的外商投资股份有限公司。股东广州造纸集团有限公司（简称“广纸集团”）分别于2010年7月29日和11月17日向公司增加注册资本10000万元和118000万元，并于11月16日受让原股东广州诚毅科技软件开发有限公司（以下简称“诚毅科技”）持有的323.638万股公司股权。公司注册资本增至254402万元。广纸集团合计持有公司74.92%的股权，成为公司第一大股东，公司实际控制人仍为广州市国资委。

截至2014年3月底，公司注册资本仍为254402万元，其中，广纸集团（实际控制人为广州市国资委）占74.92%，维美实业有限公司（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）占25.08%。

截至2013年底，公司（合并）资产总额为715937.42万元，所有者权益为165078.54万元；2013年，公司实现营业收入195799.83万元，利润总额4172.09万元。

公司注册地址：广州市南沙区珠江街新广一路29号；法定代表人：林昭远。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，

不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万元以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资（不含农户）436528亿元，同比增长19.6%；三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013年，中国进出口总额为41600亿美元，同比增长7.6%；其中出口金额增长7.9%，进口金额增长7.3%，贸易顺差2592亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013年，中国财政累计收入为129143亿元，同比增长10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自8月1日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7月31日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加

强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全社会融资规模为17.3万亿，比上年同期多1.5万亿；其中人民币贷款12.97万亿，增加2.54万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元，比上年增加1044亿元。其中，A股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803亿元，增加710亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减少667亿元。

人民币汇率方面，截至2013年底，人民币兑美元汇率中间价为6.0969元，比上年末升值3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市

场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财经[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并

搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

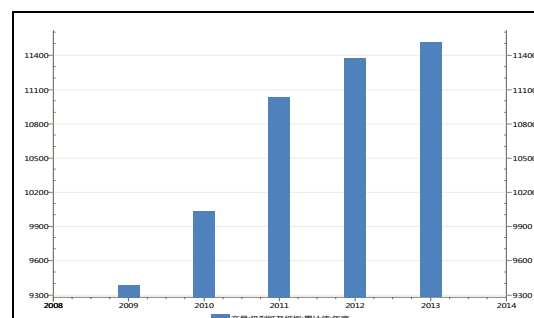
四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

2011年12月30日公布的造纸工业发展“十二五”规划（以下简称“规划”）明确了未来五年以调整结构为行业发展主线，以科技创新、资源节约和环境友好为行业发展目标，推动产业优化升级，增强国际竞争力。具体目标主要为以下几个方面：（1）提高木纤维比重。（2）加大废纸回收和利用力度。（3）加大技术创新能力建设。（4）优化产业布局，合理配置资源。（5）大力推进节能降耗，防治污染。（6）加快淘汰落后产能，减排减污。（7）优化企业结构，推进兼并重组。

根据中国造纸协会数据显示，2012年中国造纸行业工业总产值（当年价）7075亿元，同比增长8.80%；工业销售产值（当年价）6926亿元，同比增长8.30%；主营业务收入6888亿元，同比增长6.87%；产销率97.00%，较上年下降0.50个百分点；产成品存货296亿元，同比增长1.42%。国家统计局最新发布数据显示，2013年，中国规模以上造纸和纸制品业实现主营业务收入13471.58亿元，与去年同期相比增加了9.02%；行业累计利润总额达749.61亿元，同比增长10.43%。

图1 2009~2013年中国机制纸及纸板累计产量
（单位：万吨）



资料来源：wind 资讯

最近几年，国内造纸行业出现两极分化的发展趋势：一大批纸业公司深陷困境的同时，部分优势企业通过收购兼并、新建项目等方式，扩大生产规模，提高市场份额。

造纸工业发展“十二五”规划提出了推进兼并重组，提高产业集中度的目标。规划提出在重点发展区域，培育若干跨地区、跨行业、跨所有制、跨国别的具有国际竞争力的综合性大型骨干制浆造纸企业和企业集团；到2015年形成纸及纸板年产100万吨以上企业20余家，木浆年产100万吨以上企业3家，排名行业前30名的企业纸及纸板产量占总产量的比重由目前的42.3%提高至45.0%以上。

未来，中国造纸工业的发展将逐步实现以木纤维、废纸为主原料，非木纤维为辅的多元化原料结构目标，同时与环境协调发展，充分考虑纤维资源、水资源、环境容量、市场需求、交通运输等条件，有望形成合理的产业新布局。

2. 新闻纸子行业

新闻纸是指报纸印刷用纸，以废纸脱墨浆作为主要原料。新闻纸的特点是纸质松轻、有较好的弹性、吸墨性能好，有一定的机械强度、不透明性能好、适合于高速轮转机印刷，定量为40~60克/平方米。国内造纸产能因金融危机及环保压力而部分关停，导致供应相对减少。新闻纸产能从历史高点540万吨回落至2010年

的465万吨。新闻纸需求由于受到网络等新兴媒体的冲击，其市场面临较大挑战，虽然生产成本上升明显，但产品价格上涨阻力较大。

根据中国产业信息网的数据，2013年，国内各新闻纸厂家实际产量约368.63万吨，同比减少5.7%，但同期全国新闻纸整体产量相对于市场需求仍然偏高。由于报业广告经营的下滑以及都市报发行量下降等因素，导致报纸版面的减少，致使各大报社的新闻纸采购量下降。由于报业对新闻纸的需求下降，再加上进口纸的冲击，新闻纸2013年的库存压力比较大。部分新闻纸厂加大促销力度，甚至采取先发货后议价的方式，造成新闻纸价格持续下滑，国产新闻纸平均价格从2012年底的5100元/吨下调至2013年的4350元/吨。

据中国报业协会对全国81家用纸量大的报社的调查数据显示，上述报社2012年总用纸量为167万吨，而2013年为151万吨，同比下降了9.6%。其中用纸量减少的报社有48家，降幅为58.5%。从区域市场看，全国六大区域中的报社用纸量都在下降，其中，华北地区报社用纸量下降13.7%，东北地区下降23%，华东地区下降10.7%，中南地区下降10.5%，西南地区下降8.4%，西北地区下降18%。

根据文化部第七次全国国民阅读调查结果显示，中国城市人口人均报纸消费量是农村人口的4倍。未来，随着城市化进程的推进，以及农业人口文化素质的提高，国内新闻纸消费量有望保持一定规模。预计2014年报业总用纸量约为309万吨，同时新闻纸总产量基本将维持在2013年的水平，供求矛盾有望得到一定缓解，但从长期看，报纸逐步被新兴信息传播方式取代是行业发展的必然趋势，新闻纸消费量的远期下滑将不可避免，行业长期发展空间有限。

总体看，跟踪期内，造纸行业整体景气度低迷，疲软的需求导致业内企业经营困难。新闻纸子行业整体供给过剩局面没有根本改变，过剩的产能以及长期持续下降的需求对新闻纸

子行业的进一步发展带来长期的不利影响。

3. 区域经济环境

公司位于广东省广州市南沙区。广州是中国最主要的对外开放城市之一，是中国经济、金融、贸易、文化、科技和教育中心，珠三角都市圈核心城市、粤港澳经济圈的重要组成部分。

近年来，广州市经济发展快速，2013年广州市实现地区生产总值15420.14亿元，按可比价格计算，较上年同比增长11.6%。其中，第一产业增加值228.87亿元，增长2.7%；第二产业增加值5227.38亿元，增长9.2%；第三产业增加值9963.89亿元，增长13.3%。第一、二、三次产业增加值的比例为1.48：33.90：64.62。三次产业对经济增长的贡献率分别为0.4%、29.0%和70.6%。2013年全年工业增加值4754.85亿元，较上年同比增长9.9%，其中轻工业增长8.8%，重工业增长10.7%。

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。

整体看，广州市经济持续保持快速增长，辐射珠三角经济发达地带，为公司业务发展创造了良好的区域环境。

五、基础素质分析

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，积累了丰富的专业新闻纸制造经验和技术。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制和治理结构方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，面对依然复杂的宏观经济形势和低迷的市场环境，公司从市场开拓、成本控制等方面采取多项措施，推进运营保障，确保了生产经营稳定中有所提升。在搬迁工作收尾、搬迁机台全面复产的情况下，生产能力维持在62万吨。但是，由于市场竞争和需求面整体不足的影响，公司生产上除了面临原材料质量不稳定的问题外，下游销售难度加大的困难同样

明显。2013年公司实现新闻纸销量48万吨，较上年减少6.18%，但产销基本平衡。公司在搬迁新址后第二年实现盈利，但盈利面较2012年明显收窄。2013年，公司实现营业收入195799.83万元，较上年降低15.42%，其中新闻纸主业销售收入176406.38万元。由于公司新闻纸平均销售价格较2012年水平降低14.19%，全年实现营业利润2149.01万元，利润总额4172.09万元，分别较上年下降81.69%和75.80%。

表1 2011~2013年公司主要产品新闻纸产量收入情况

品名	产品产量(吨)			销售收入(万元)		
	2011年	2012年	2013年	2011年	2012年	2013年
新闻纸	354974	511612	480442	156366	211244	176406

资料来源：公司提供

2. 成本管理

公司于2013年3月成功争取到海关对进口废纸“驻厂查验”的商检运作模式，在10月完成海关“双A”资质申报认定工作，进口废纸码头开柜查验率逐步降低，从年初的“100%码头查验”到年中的“70%到厂查验，30%码头抽检”，降低到取得资质后的0.05%码头开柜查验率，提高了通关速度，降低了报关物流成本。目前通关时间从原来的10天左右降至4天以内；报关成本全年比计划减少了412万元，降幅11%，同比也下降了4.5%。

公司继续强化物流与生产的联动，通过优化废纸的跨厂区配送管理，有效降低了厂内物流费用。各类废纸直送比例达到60.5%，超过计划15个百分点，节省装卸运输费143万元；跨厂区配送量仅占废纸到货量的6.5%，低于控制指标17.3%，节省费用32万元；新闻纸破损率降低了5.26个百分点。物资仓储、计量和出入流转的管理得到全面加强。

3. 原料采购

原材料采购方面，废纸是公司新闻纸生产

所需的主要原料。公司2013年废纸采购量为78.94万吨，其中国内采购9.48万吨，国外采购69.46万吨，采购量基本稳定，采购均价分别为1310.93元/吨和1196.68元/吨，采购价格同比有所下降。跟踪期内，原材料成本压力有一定的缓解，有利于公司在产品售价下跌的情况下维持适宜的盈利水平。

表2 公司废纸采购情况

项目		2011年	2012年	2013年
国内	采购量(吨)	45455	99812.32	94819.32
	采购均价(元/吨)	1741	1540.32	1310.93
国际	采购量(吨)	548076	646473.7	694569.54
	采购均价(元/吨)	1676	1313.61	1196.68

资料来源：公司提供

4. 产品销售

产品销售方面，跟踪期内，由于受全球经济低迷影响，国内经济增速降低冲击造纸下游产业，导致需求同比大幅下降，新闻纸用量同比减少20%，广东省内下降幅度更大。同时，主要生产厂家间竞争加剧，通过降价策略抢占市场。在上述因素影响下，新闻纸价格持续走低。面对不利的市场环境，公司针对不同区域

市场采取了差异化销售策略，根据新闻纸前十大客户占据半数以上销量的市场分布特点，集中力量重点公关，建立战略联盟、易货贸易等方式，抢抓重点客户的订单，实现了京津、东北、华东三个地区的优质客户新增订单3万吨。同时，以物流创新构建比较优势，深化客户管理，巩固并拓展客户关系，多项措施合力，保证了公司销量的稳定，确保公司主业在产品价格下跌、市场需求不利的环境下仍实现了盈利。

表3 公司新闻纸产品销售均价（不含税）

品名	2011年	2012年	2013年
新闻纸（元/吨）	4293.32	4312.05	3700.25

资料来源：公司提供

总体分析，跟踪期内，公司搬迁后整体生产经营保持稳定，成本控制能力继续提升，在原材料采购和市场开拓方面取得了一定突破。

表4 广纸环保搬迁工作进度安排

搬迁内容	进 度 安 排		
	开始	完成	用时(月)
1、提前搬迁改造一、五号机，推迟新建二号机和部分公共工程；退出华润项目。	2010年	2012年	36
2、新建二号机和配套公共工程，增加升级改造白纸板机；新增二期350t/h废渣综合利用处理热电站。	2013年	2015年	36
3、家属区管网改造	--	--	--

资料来源：公司提供

根据广州市人民政府文件《关于加快推进“三旧”改造工作的意见》（穗府【2009】56号）、《关于同意收回广州造纸厂等五个单位国有土地使用权的批复》（穗府【2010】266号），广州市旧厂房改造按照同地段1.8（毛）容积率商业基准地价60%计算补偿款，在2012年前完成搬迁的按上述基准地价的5%追加补偿，公司海珠厂区占地面积54.5万平方米，初步估计该地块估价为100亿元（按容积率2，单价1万元/平方米粗略计算），按照65%的补偿比率，公司预计将收到65亿元补偿款。截至目前，搬迁资金到位34亿元，剩余部分需待海珠地块拍卖后

受制于不利的市场环境，公司经营业绩较上年有所下滑，虽然维持了整体盈利，但盈利面显著收窄。

5.环保搬迁

跟踪期内，公司厂区搬迁工作进入收尾阶段，搬迁机台全面复产，搬迁项目整体环评验收取得了政府验收批文，环保搬迁工作取得了阶段性成果。公司在建重大环保项目完成调试，脱墨渣焚烧炉项目交付生产；废水深度处理项目完成土建施工并交付调试。公司切实推进现有环保设施正常运行和工艺优化，基本实现了“固废零排放”，废水、烟气全部达标排放，公司环保治理达到行业领先水平。同时，公司还积极加快推进海珠老厂资产处置及厂房拆除工作。

取得，具体金额以拍卖收入确定，到款时间和实际到款额存在不确定性。政府搬迁补偿资金的陆续到位对公司渡过经营困境及后续发展具有非常重要的作用。

总体看，跟踪期内，公司实现了环保搬迁后第二年盈利，但是盈利面显著收窄。同时，联合资信关注到传统纸媒阅读量日益萎缩，地方都市报等传统用纸大户需求乏力，新闻纸长期发展空间有限，公司的盈利基础非常薄弱。此外，公司已于2013年4月18日获得广州市对外贸易经济合作局同意，拟完成对广州威达高实业有限公司（广纸集团旗下企业）的股权合并，

合并后有望增强公司整体竞争实力，但人员与机台也需要磨合，管理幅度增大。同时，由于宏观调控导致土地交易情况有所变化，海珠老厂区土地出让的搬迁资金后续到位情况和到位时间存在不确定性。

八、财务分析

公司 2011~2013 年财务报表经信永中和会计师事务所审计，均出具了无保留意见的审计结论。

1. 盈利能力

跟踪期内，公司产销规模较2012年略有下降，同时纸品销售价格下跌，公司2013年营业收入较上年减少15.42%，为195799.83万元，其中主营业务收入为181266.04万元，利润总额为4172.09万元，较上年减少75.80%。主要由于新闻纸产品销售价格的下跌，公司综合毛利率水平有所降低，营业利润率由2012年的21.23%降至16.22%，盈利能力有一定幅度下滑。

2013年，受益于公司有息债务规模的降低和财务管理水平的提高，公司期间费用合计29208.32万元，同比下降21.67%，主要由于长期有息债务减少导致财务费用的大幅降低。

2013年，公司获得营业外收入2333.05万元，主要是搬迁工程和小部分政府补助，较上年减少的原因是搬迁工作进入收尾，2012年固定资产处置利得数额较大。

受上述因素影响，跟踪期内，公司保持了整体盈利，但盈利能力下滑，盈利面显著收窄。总体上，公司盈利水平稳定性不足，受新闻纸行业长期发展前景影响，公司盈利基础较薄弱，整体盈利能力一般。

2. 现金流及保障

2013年，受销售收入减少的影响，公司销售商品提供劳务收到的现金为175525.51万元，较2012年有所下降，同期公司现金收入比升至

89.65%，同时，由于购买商品、接受劳务支付的现金及支付其他与经营活动有关现金规模增加的影响，公司经营活动产生的现金净额由正转负，为-4216.68万元。2013年，由于搬迁工作收尾，公司投资活动现金流入仅为198.77万元，同时，由于搬迁工程、生产线改造升级等正常的项目支出，公司投资活动产生现金流出8038.72万元。2013年公司与总部越秀集团、各内部关联公司的往来款频繁，公司借款规模比上年有所减少，收到其他与筹资活动有关的现金规模较大，反映在公司筹资活动产生现金流入980028.41万元，同时偿还债务等支出，筹资活动现金流出950979.61万元，筹资活动净现金流29048.80万元。整体看，公司对外筹资能力尚可。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流入情况一般，同时随着搬迁工程的基本完成，后续投资支出压力降低。

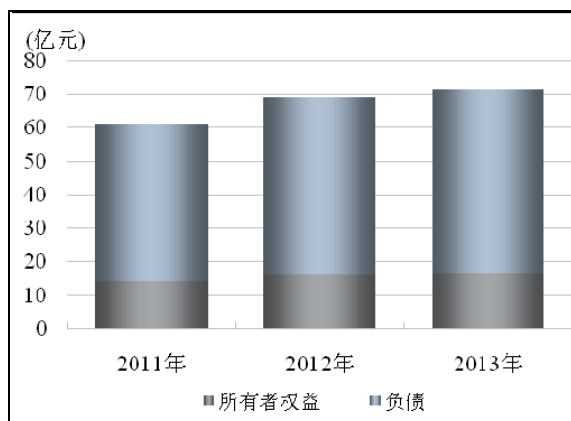
3. 资本及债务结构

跟踪期内，公司资产负债结构基本稳定。截至2013年底，公司资产负债率为76.94%，较2012年上升0.06个百分点，公司资产总额为715937.42万元，所有者权益为165078.54万元，由于往年亏损额较大，未分配利润仍然为负，所有者权益稳定性弱。

2011~2013年，公司流动资产年均复合增长14.13%，其中货币资金、其他应收款和应收账款为主要组成部分，2012年合计所占比重为87.82%，占比较上年有所下降。

截至2013年底，公司货币资金为104680.34万元，同比减少4.51%，货币资金主要由其他货币资金和银行存款构成，分别占63.41%和36.51%，其中，其他货币资金中有17189.32万元为受限资金，用作银承保证金等用途。

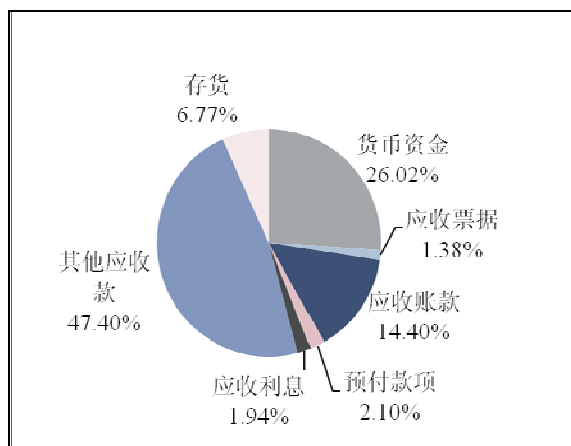
图3 公司2011年~2013年资产结构



资料来源：公司财报

截至2013年底，公司其他应收款190690.35万元，同比降低3.24%，主要为股东广纸集团等对公司的欠款。截至2013年底，公司应收账款净额57919.81万元，同比增长15.43%，从账龄分析，1年（含）以内的应收账款占97.24%，1~2年（含）的占2.40%。

图4 公司2013年底流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

受搬迁后产能恢复影响，2011~2013年，公司存货持续增长，年均复合增长率为91.76%。截至2013年底，公司存货净值27222.21万元，同比增长64.49%。公司加大了原材料储备，同时计提原材料跌价准备258.18万元和库存商品跌价准备329.61万元，存货主要由原材料和库存商品构成，二者合计占比95.43%。

跟踪期内，由于搬迁工作基本结束，公司固定资产规模小幅减少，在建工程规模不大。

截至2013年底，公司其他非流动资产46341.75万元，同比增长36.39%，均为递延收益。

截至2013年底，公司长期应付款余额123047.20万元，主要由融资租赁款构成，占比为98.78%。

跟踪期内，公司资产负债水平变化不大，有息债务规模有所降低。截至2013年底，公司资产负债率为76.94%，全部债务资本化比率降至65.34%，公司债务指标整体有所改善，但幅度有限。

4. 偿债能力

截至2013年底，由于流动资产规模的增幅小于流动负债，公司流动比率和速动比率指标分别由上年的113.98%和109.14%降至106.48%和99.28%，指标有所反复。考虑到公司其他应收款规模较大，且流动性较差，公司短期实际偿债能力偏弱。2013年，公司经营活动现金净流量由正转负，经营现金流动负债比为-1.12%。由于债务结构中短期债务占比较高，资金链较为紧张，公司盈利基础较为薄弱，短期偿债压力较大。

受利润规模下降影响，公司EBITDA由2012年的48923.10万元降至2013年的36793.50万元；同期，由于长期债务的减少，公司全部债务由2012年的362452.06万元降至2013年的311264.21万元，但降幅小于EBITDA。相对应的公司全部债务/EBITDA由2012年的7.41倍升至8.46倍，EBITDA利息倍数由2.28倍降至1.86倍，指标再度趋弱，公司长期偿债能力仍偏弱。

截至2013年底，公司无对外担保。

截至2013年底，公司获得授信总额45.74亿元，尚未使用额度21.24亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

5. 抗风险能力

跟踪期内，公司搬迁工作进入收尾，得益于新增产能以及公司精细化管理降低成本的努

力，在不利的市场环境下维持了整体盈利，但盈利基础薄弱，稳定性较差。从行业发展和公司自身状况综合分析，公司整体抗风险能力一般。

九、存续期债券募集资金使用情况

公司已于2008年3月13日发行人民币债券3.9亿元，期限10年，债券简称“08广纸债”（以下简称“本期债券”）。

本期债券募集资金已全部用于公司环保搬迁、异地迁建林纸一体化项目（以下简称“广纸股份林纸一体化项目”）的建设。

十、存续期债券偿还能力分析

2013年，公司EBITDA为3.70亿元，为“08广纸债”的0.95倍；公司2013年经营活动现金流入量为17.78亿元，为“08广纸债”的4.56倍；公司2013年底现金类资产为11.02亿元（扣除受限资金后为9.3亿元），为“08广纸债”的2.83倍（扣除受限资金后为2.38倍），公司经营活动现金流入量及现金类资产对“08广纸债”的保障能力良好。

本期债券由中国建设银行股份有限公司（以下简称“建设银行”）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。

建设银行前身是1954年成立的中国人民建设银行，后者于1996年更名为中国建设银行，是中国国有商业银行之一。经中国银监会批准，建设银行于2004年9月由原中国建设银行分立而成立，承继了原中国建设银行的商业银行业务及相关的资产和负债。2005年，建设银行先后引入美国银行、新加坡淡马锡控股私人有限公司等国际战略投资者，同年10月在香港上市，成为首家在境外上市的中国国有商业银行。2007年9月25日，建设银行在上海证券交易所上市。截至2013年底，建设银行股本总额为2500.11亿股。

截至2013年底，建设银行内地设有分支机

构14650家，在香港、新加坡、法兰克福、约翰内斯堡、东京、大阪、首尔、纽约、胡志明市、悉尼、墨尔本、卢森堡及台北设有海外分行，拥有建行亚洲、建银国际、建行伦敦、建行俄罗斯、建行迪拜、建行欧洲、建信基金、建信租赁、建信信托、建信人寿等多家子公司，旗下已开业村镇银行27家，员工人数近37万。

截至2013年底，建设银行资产总额153632.10亿元，其中贷款和垫款净额83613.61亿元；负债总额142888.81亿元，其中客户存款余额122230.37亿元；股东权益10743.29亿元；按照新的《商业银行资本管理办法（试行）》口径计算，资本充足率为13.34%，一级资本充足率及核心一级资本充足率均为10.75%；不良贷款率0.99%，拨备覆盖率268.22%。2013年，建设银行实现营业收入5086.08亿元，净利润2151.22亿元。

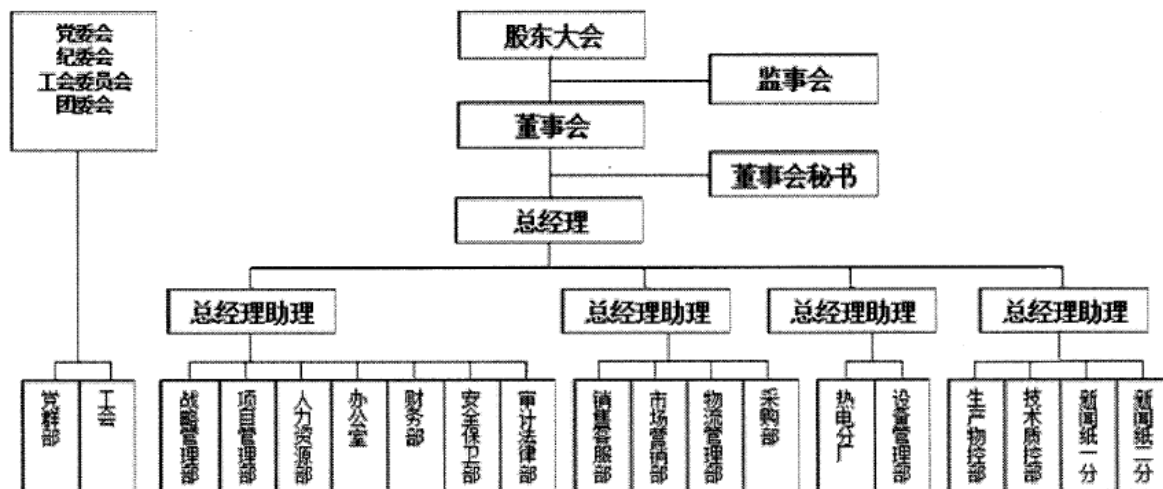
建设银行公司治理及内控水平不断完善，主营业务发展较快，盈利能力强，资产质量较好，成本控制良好，资本充足。近年来，建设银行综合化经营及海外业务的战略布局逐步完善，品牌价值和竞争力进一步提升。联合资信确定维持建设银行主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

建设银行担保能力极强，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效保障“08广纸债”本息偿还的安全性。

十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为A⁺，评级展望为稳定，并维持“08广纸债”的信用等级为AAA。

附件 1 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	8.81	11.26	11.02
资产总额(亿元)	60.99	69.38	71.59
所有者权益(亿元)	14.26	16.04	16.51
短期债务(亿元)	22.82	27.34	27.23
长期债务(亿元)	13.79	8.91	3.90
全部债务(亿元)	36.61	36.25	31.13
营业收入(亿元)	17.70	23.15	19.58
利润总额(亿元)	-1.90	1.72	0.42
EBITDA(亿元)	0.54	4.89	3.70
经营性净现金流(亿元)	2.42	4.53	-0.42
财务指标			
销售债权周转次数(次)	2.72	4.47	3.36
存货周转次数(次)	9.92	15.11	7.46
总资产周转次数(次)	0.28	0.36	0.28
现金收入比(%)	115.99	83.67	89.65
营业利润率(%)	6.49	21.23	16.22
总资本收益率(%)	-0.81	7.43	5.48
净资产收益率(%)	-12.96	10.83	2.80
长期债务资本化比率(%)	49.16	35.69	19.11
全部债务资本化比率(%)	71.96	69.32	65.34
资产负债率(%)	76.62	76.88	76.94
流动比率(%)	95.36	113.98	106.48
速动比率(%)	93.07	109.14	99.28
经营现金流动负债比(%)	7.48	13.23	-1.12
EBITDA 利息倍数(倍)	0.37	2.28	1.86
全部债务/EBITDA(倍)	68.35	7.41	8.46

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
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×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。