

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1094 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。

联合资信评估有限公司
二零一五年六月三十日



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: 2015 年 6 月 30 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	11.26	11.02	18.63
资产总额(亿元)	69.38	71.59	74.56
所有者权益(亿元)	16.04	16.51	12.42
短期债务(亿元)	27.34	27.23	40.03
全部债务(亿元)	36.25	31.13	52.85
营业收入(亿元)	23.15	19.58	18.94
利润总额(亿元)	1.72	0.42	0.53
EBITDA(亿元)	4.89	3.70	4.17
经营性净现金流(亿元)	4.53	-0.42	-0.25
营业利润率(%)	21.23	16.22	8.68
净资产收益率(%)	10.83	2.80	4.14
资产负债率(%)	76.88	76.94	83.34
全部债务资本化比率(%)	69.32	65.34	80.97
流动比率(%)	113.98	106.48	79.07
全部债务/EBITDA(倍)	7.41	8.46	12.68
EBITDA 利息倍数(倍)	2.28	1.86	1.85
经营现金流动负债比(%)	13.23	-1.12	-0.52

注: 长期应付款中融资租赁调整计入全部债务

分析师

王 慧 孔祥一

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, 宏观经济增速下滑, 造纸行业景气度低迷。受制于新闻纸需求萎缩和市场竞争导致的产品价格下跌, 广州造纸股份有限公司(以下简称“公司”)主业盈利能力下滑。在完成环保搬迁工程的情况下, 公司尝试开拓新产品。

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关注到, 从行业前景和自身经营状况看, 公司盈利基础薄弱, 未来主业发展空间有限。公司开启环保搬迁工作至今, 老厂区部分土地已进入出让阶段, 根据广州市政府相关文件, 土地出让后公司将按比例得到可观的补偿资金, 相关补偿资金将对公司后续发展起到积极作用。

“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。建设银行的担保有效提升了“08 广纸债”本息偿付的安全性。

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, 在市场竞争激烈、产品价格下跌的情况下, 公司加大市场开拓力度, 维持了适宜的收入规模, 实现了新闻纸市场份额的提升。
2. 公司海珠厂区部分土地已进入出让阶段, 有望给公司带来可观的补偿资金收入。
3. 建设银行的担保有效提升了“08 广纸债”本息偿付的安全性。

关注

1. 造纸行业竞争激烈, 新闻纸产品长期发展

空间受限。

2. 公司主业盈利难度较大。
3. 公司整体有息债务规模较大，债务负担重。

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。跟踪期内，公司于2014年11月完成对广州威达高实业有限公司（以下简称“威达高”）的吸收合并，合并后公司注册资本增至284399.84万元。

截至2014年底，广州造纸集团有限公司（简称“广纸集团”，实际控制人为广州市国资委）持股占71.38%，香港维美实业有限公司（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）持股占22.96%，中国华融资产管理股份有限公司、弘昌投资有限公司、中国长城资产管理公司分别持股2.49%、2.11%和1.06%。广纸集团合计持有公司71.38%的股权，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年底，公司（合并）资产总额为745566.74万元，所有者权益为124231.78万元；2014年，公司实现营业收入189352.58万元，利润总额5326.02万元。

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

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，

比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增加11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增加4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增加6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151662亿元，比上年增加11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增加2098亿元，增长10.2%；地方财政支出129092亿元，比上年增加9351亿元，增长7.8%。

2014年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵

押补充贷款工具(PSL);非对称下调存贷款基准利率;两次实施定向降准。稳健货币政策的实施,使得货币信贷和社会融资平稳增长,贷款结构继续改善,企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014年末,广义货币供应量M2余额同比增长12.2%;人民币贷款余额同比增长13.6%,比年初增加9.78万亿元,同比多增8900亿元;全年社会融资规模为16.46万亿元;12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为6.77%,比年初下降0.42个百分点。

2015年,中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出,2015年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长7.0%左右,居民消费价格涨幅3%左右,城镇新增就业1000万人以上,城镇登记失业率4.5%以内,进出口增长6%左右。2015年是全面深化改革的关键之年,稳增长为2015年经济工作首要任务,将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间,并将带动基础设施建设等投资,从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

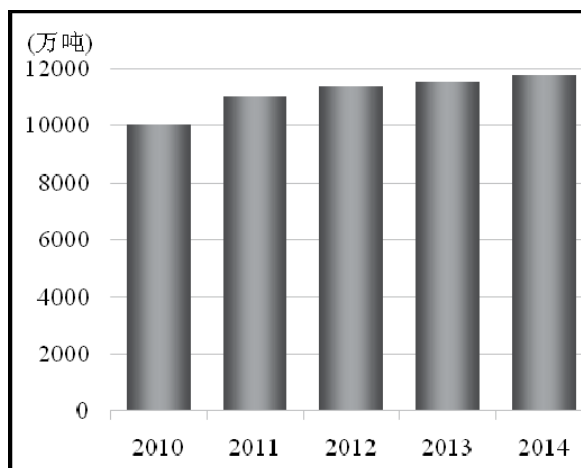
1. 行业概况

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WIND数据显示,2014年中国机制纸及纸板产量11785.80万吨,同比增长2.36%,2014年中国规模以上造纸及纸制品工业累计

增加值同比为6.5%,增速继续放缓。全年产销率98.80%,较上年下降1.70个百分点;库存比年初增长14.80%。

图1 2010~2014年中国机制纸及纸板累计产量



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。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仍然较大。

根据中国造纸工业报告的数据，2014 年，国内各新闻纸厂家合计产量约 325 万吨，同比减少 9.72%，全年消费量 321 万吨，同比减少 11.33%。新闻纸整体产量降幅小于市场需求降幅。由于报业广告经营的下滑以及都市报发行量下降等因素，导致报纸版面的持续减少，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 2014 年的销售压力并未降低。新闻纸价格持续下滑，国产新闻纸平均价格从 2013 年的 4350 元/吨降至 2014 年的 4100 元/吨。

在中国报业协会监测的 75 家报社中，2014 年比上年用纸量增加的仅 16 家，持平的为 15 家，其他报社用纸量均有不同程度下降。区域市场数据显示，全国六大区域中的报社用纸量都在下降，其中，华北地区下降 8.83%，东北地区下降 25.74%，华东地区下降 12.69%，中南地区下降 8.46%，西南地区下降了 20%，西北地区下降 11.65%。

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。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。从中国报业协会统计的数据看，2015 年 75 家报社预计总用纸量将比 2014 年减少 4% 左右。以此数据匡算，2015 年报业总用纸量和总产量的供需矛盾将有所缓解。

但是，受全球经济继续走弱影响，中国宏观经济发展将告别高增长转入新常态，报纸的广告资源不足将造成广告版面数量继续下滑，传统媒体和新兴媒体的融合发展，对报纸版面的压缩将更加明显，新闻纸使用量还会持续萎缩。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，造纸行业面临整体景气度低迷，需求疲软等不利因素，企业盈利空间持续收窄。同时，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使得新闻纸子行业的远期发展不尽乐观。

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，2014 年广州市实现地区生产总值 16706.87 亿元，按可比价格计算，较上年同比增长 8.6%。其中，第一产业增加值 237.52 亿元，增长 1.8%；第二产业增加值 5606.41 亿元，增长 7.4%；第三产业增加值 10862.94 亿元，增长 9.4%。第一、二、三次产业增加值的比例为 1.42：33.56：65.02。三次产业对经济增长的贡献率分别为 0.3%、30.9% 和 68.8%。2014 年全年工业增加值 5075.41 亿元，较上年同比增长 7.8%，其中轻工业增长 5.3%，重工业增长 9.8%。

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，辐射港澳的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術。

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,面对持续复杂的宏观经济形势和不利的市场环境,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。2014年公司实现新闻纸销量47万吨,较上年小幅下降2.08%,产销基本平衡。受新闻纸市场大环境影响,公司主业盈利能力一般。2014年,公司实现营业收入189352.58万元,由于公司新闻纸平均销售价格较2013年水平降低8.41%,全年实现营业利润-24652.99万元,主业亏损,公司申请并追加搬迁补偿预付款计入营业外收入,弥补了当年经营亏损,实现利润总额5326.02万元。

表1 2012~2014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)		
	2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年
新闻纸	511612	480442	464265	211244	176406	162109

资料来源:公司提供

2. 成本管理

跟踪期内,公司在切实做好海关AA资质维护基础上,再申请获得“适用担保放行通关程序”优惠待遇,成为南沙海关辖下仅有的两家优惠企业之一,每月每票废纸清关速度控制在5天以内,实现延迟缴税,年节约利息60万元以上。公司优化厂内物流运作,对外包业务进行结构性调整优化,引入实力厂商,降低装卸单价,合理统筹废纸堆存和配送、投用,保障废纸直投比例比目标高5.8个百分点,同时充分利用废纸堆场空间,明确最低堆存量,减少堆存对消耗的影响。降低无谓损耗和资金占用,将国外废纸常规库存基本控制在2.5万吨以下。加大质量把关力度,强化质量把关。

1312.23元/吨和1059.75元/吨,采购量大的国外废纸价格同比显著下降。跟踪期内,公司充分利用宏观经济增速放缓,大部分主材价格向下运行的客观因素,采购成本控制成效显著,对比计划节省采购资金1700万元,同比下降8800万元。从全年价量分布图来看,在价格呈阶梯下行趋势下避开3月、5月、8月三个相对价高节点,在低价时大批量采购,相对于按月平均采购节约800万元;原煤在8月份低价位大批量采购,节约资金100万元。公司还通过扩大采购竞争,消除单一供应,大宗化学品价格达到5%-12%的降幅,年节省成本近600万元。

表2 公司废纸采购情况

项目		2012年	2013年	2014年
国内	采购量(吨)	99812.32	94819.32	84344.38
	采购均价(元/吨)	1540.32	1310.93	1312.23
国际	采购量(吨)	646473.79	694569.54	657418.01
	采购均价(元/吨)	1313.61	1196.68	1059.75

资料来源:公司提供

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2014年废纸采购量为74.17万吨,其中国内采购8.43万吨,国外采购65.74万吨,采购量略有降低,采购均价分别为

4. 产品销售

产品销售方面，跟踪期内，由于受全球经济持续低迷影响，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，全年新闻纸需求量同比减少 16%，虽然部分纸厂迫于压力停产转产，但减产力度仍未抵消需求下降速度。公司根据年初形势预判，制定了强化销售能力和成本控制的策略，在华北、华东、华南传统重点区域，在稳住已有份额基础上，通过强化公关和打出个性差异化服务牌，恢复若干大客户关系，同时，捕捉竞争对手退市或停滞机会，抢补市场空白，扩大了广西、海南、西南以及福建市场份额，加大力度开展对中小报社的开拓。全年来看，华北、华东市场份额同比分别增长 3.02 和 3.35 个百分点；华南区域销量同比持平，总体完成了年度计划目标，实现了逆势增长，综合市场份额提升 1.7 个百分点，售价同比降低 311.25 元/吨，低于行业降幅，产销率达到 103%，常态库存控制在 2 万吨以下约 17 天的产量水平，低于行业一个月以上的库存水平。

针对新闻纸主业市场颓势，公司立足现有有机台，维持 50 万吨新闻纸生产规模，约 10 万吨产能转产毛利率为 10-15% 的新纸种。跟踪期内公司研究开发了试卷纸、环保书写纸、高白新闻纸、环保牛皮纸等新品种，其中试卷纸、

环保书写纸、牛皮纸生产转入常态，排产量目前已达 4000 吨/月，实现了年初制定的“成功开发两个以上新纸种”的目标，新的产品结构初步形成。

表3 公司新闻纸产品销售均价（不含税）

品名	2012 年	2013 年	2014 年
新闻纸（元/吨）	4312.05	3700.25	3389.00

资料来源：公司提供

总体分析，跟踪期内，公司整体生产经营保持稳定，局部成本控制能力有所提升，在原材料采购和市场开拓方面取得了一定突破。然而，受制于不利的市场环境，公司经营业绩仍然一般，造纸主业亏损。

5. 环保搬迁

跟踪期内，公司厂区搬迁工作基本完成，搬迁机台正常生产。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。公司还解决了搬迁后一号机二压脱水、五号机生产波动、新产品试产等问题，使新闻纸指标基本全线达标，并开发出一系列新产品。

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，最初估计该地块估价为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2015年5月底，

搬迁资金到位37.84亿元。

2015年5月27日，广州市国土资源和规划委员会公告，以挂牌方式出让公司原海珠厂区部分国有土地使用权，6月26日，海珠广纸片区两块地合计以115亿元成交。

表5 公司老厂区挂牌出让宗地基本情况和规划指标要求

宗地坐落	土地用途	面积 (M ²)	容积率	计算容积率建筑面积 (M ²)	挂牌起始价 (万元)
海珠区广纸片区地块一 AH050107 地块	商住混合用地 (R2/B1)	总用地面积 47111, 可建设用地面积 22246	≤7.4	≤164620.4	263393
海珠区广纸片区地块二 AH050108、AH050114、 AH050201、AH050203、 AH050204、AH050316、 AH050323 地块	商住混合用地 (R2/B1)、 商业商务用地 (B1/B2)	总用地面积 257692	AH050114≤4.0、AH050201 ≤5.9、AH050203≤6.1、 AH050204≤1.0、AH050316 ≤7.5、AH050323≤7.5	≤556107.3	889772

资料来源：广州市国土资源和规划委员会

海珠地块拍卖完成后，公司将获得不低于60%的补偿金，到款时间和实际到款额尚存在不确定性。由于海珠老厂区近年的土地溢价，公司后续可获得资金远高于最初测算，政府搬迁补偿资金的到位将对公司后续发展起到非常重要的作用。

表6 截至2015年5月底搬迁费用情况（单位：亿元）

项 目	合计
异地重建费用	14.25
环保搬迁人员安置费用	4.23
停产损失补偿	1.52
不搬迁资产核销	17.82
济难基金	0.02
搬迁总费用	37.84

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司主业经营压力较大，但海珠厂区地块部分已进入出让阶段，公司预期补偿资金较为可观，资金到位后将有效促进公司深耕主业、发展转型的战略实施，联合资信将对相关事项发展保持动态关注。

八、财务分析

公司2012~2014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。由于2014年合并威达高影响，报表可比性不强，以下财务分析以2014年审计报告为主。

1. 盈利能力

跟踪期内，公司产销规模较2013年略有下降，同时纸品销售价格下跌，公司2013年营业收入为189352.58万元，其中主营业务收入为184421.58万元，利润总额为5326.02万元。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显著降低，营业利润率仅为8.68%，主业盈利能力继续下滑。

2014年，公司期间费用合计41658.00万元，占主要部分的为财务费用，为21584.40万元。

2014年，公司获得营业外收入30250.35万元，主要是搬迁工程和小部分政府补助，其中搬迁工程29984.48万元，为主要组成部分。

受上述因素影响，跟踪期内，公司造纸主业亏损，主业盈利水平继续走低态势。受益于

搬迁工程回款等营业外收入，公司利润总额为正。

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162318.06万元，同期公司现金收入比为85.72%，收入实现质量一般。同时，由于生产需要，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维持一定规模，公司经营活动产生的现金净额为-2483.95万元。2014年，公司投资活动现金流入仅为29469.40万元，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18051.04万元。2014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有一定规模，反映在公司筹资活动产生现金流入661118.49万元，同时偿还债务等支出，筹资活动现金流出644873.91万元，筹资活动净现金流16244.58万元。整体看，公司对外筹资能力尚可。

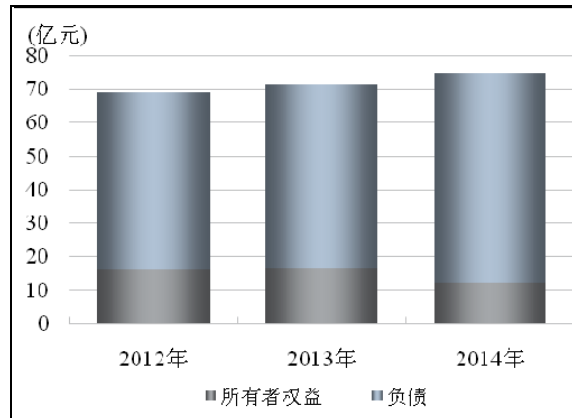
总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流入情况一般，随着搬迁工程的基本完成，后续投资支出压力降低。

3. 资本及债务结构

跟踪期内，由于合并威达高影响，公司资产负债结构有一定变化。截至2014年底，公司资产负债率为83.34%，公司资产总额为745566.74万元，所有者权益为124231.78万元，由于往年亏损额较大，未分配利润为负，所有者权益稳定性弱。

截至2014年底，公司货币资金为176973.57万元，货币资金主要由其他货币资金和银行存款构成，分别占70.20%和29.79%，其中，其他货币资金中有63827.48万元为受限资金，用作银承保证金、信用证保证金等用途。

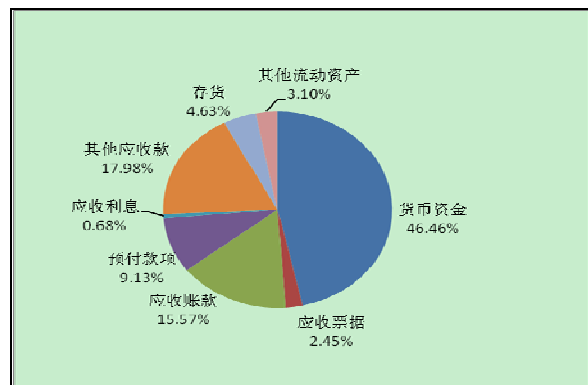
图2 公司2012~2014年资产结构



资料来源：公司财报

截至2014年底，公司其他应收款68500.12万元，主要为股东广纸集团等对公司的欠款。截至2014年底，公司应收账款净额59288.69万元，从账龄分析，1年（含）以内的应收账款占91.19%，1~2年（含）的占7.88%，账龄相对较短。

图3 公司2014年底流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

公司搬迁后产能恢复，但市场情况不尽乐观，截止2014年，公司存货净值17632.97万元，原材料储备规模有所缩减，同时公司计提库存商品跌价准备160.46万元，存货主要由原材料和库存商品构成，二者合计占比97.38%。

跟踪期内，受合并威达高影响，公司固定资产规模增至290458.29万元，主要为机器设备，由于搬迁工程基本完成，在建工程规模不大。

截至2014年底，公司长期应收款11800.00

万元，均为融资租赁保证金，其他非流动资产44459.45万元，均为递延损失。

截至2014年底，公司长期应付款余额88860.53万元，主要由融资租赁款构成，占比为99.33%。

跟踪期内，受合并事项影响，公司资产负债水平升高，有息债务规模增加。截至2014年底，公司资产负债率为83.34%，全部债务资本化比率为80.97%。

4. 偿债能力

截至2014年底，公司流动比率和速动比率指标分别为79.07%和75.41%，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。2014年，公司经营现金流动负债比为-0.52%。由于债务结构中短期债务占比较高，资金链较为紧张，公司主业盈利能力差，短期偿债压力较大。

2014年，公司实现EBITDA为41677.28万元；同期，公司全部债务为528479.52万元。相对应，公司全部债务/EBITDA为12.68倍，EBITDA利息倍数为1.85倍，公司长期偿债能力仍偏弱。

截至2014年底，公司无对外担保。

截至2015年3月底，公司获得授信总额40.70亿元，尚未使用额度10.52亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

5. 抗风险能力

跟踪期内，公司造纸主业亏损，得益于搬迁工程回款等营业外收入，公司利润总额为正。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

2014年，公司EBITDA为4.17亿元，为“08广纸债”的1.07倍；公司2014年经营活动现金流入量为16.58亿元，为“08广纸债”的4.25倍；公司2014年底现金类资产为18.63亿元（扣除受限资金后为12.25亿元），为“08广纸债”的4.78倍（扣除受限资金后为3.14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2014年底，建设银行股本总额为2500.11亿股。

截至2014年底，建设银行内地设有分支机构14856家，在香港、澳门、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、台北、卢森堡、布里斯班、多伦多设有海外分行，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、建行新西兰、建信基金、建信租赁、建信信托、建信人寿、建信期货、中德住房储蓄银行等多家子公司。旗下已开业村镇银行27家，员工人数372321人。

截至2014年底，建设银行资产总额

167441.30亿元，其中贷款和垫款净额92229.10亿元；负债总额154917.67亿元，其中客户存款余额128986.75亿元；股东权益12523.63亿元；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14.87%，一级资本充足率及核心一级资本充足率均为12.12%；不良贷款率1.19%，拨备覆盖率222.33%。2014年，建设银行实现营业收入5704.70亿元，净利润2282.47亿元。

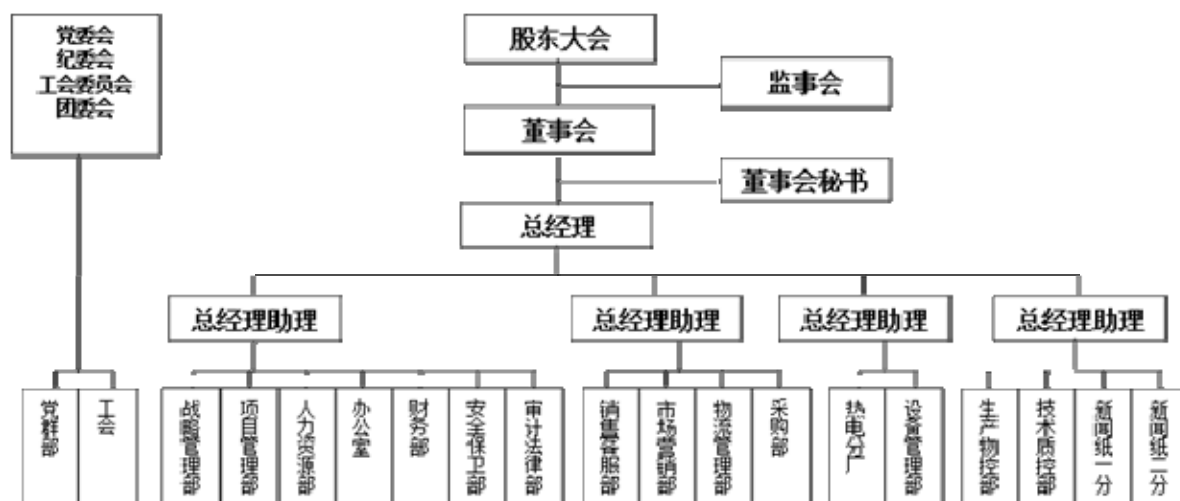
建设银行公司治理及内控水平不断完善，主营业务发展较快，盈利能力强，资产质量较好，成本控制良好，资本充足。近年来，建设银行综合化经营及海外业务的战略布局逐步完善，品牌价值和竞争力进一步提升。联合资信确定维持建设银行主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

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，有效提升了“08广纸债”本息偿付的安全性。

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	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	11.26	11.02	18.63
资产总额(亿元)	69.38	71.59	74.56
所有者权益(亿元)	16.04	16.51	12.42
短期债务(亿元)	27.34	27.23	40.03
长期债务(亿元)	8.91	3.90	12.82
全部债务(亿元)	36.25	31.13	52.85
营业收入(亿元)	23.15	19.58	18.94
利润总额(亿元)	1.72	0.42	0.53
EBITDA(亿元)	4.89	3.70	4.17
经营性净现金流(亿元)	4.53	-0.42	-0.25
财务指标			
销售债权周转次数(次)	4.47	3.36	2.87
存货周转次数(次)	15.11	7.46	7.68
总资产周转次数(次)	0.36	0.28	0.26
现金收入比(%)	83.67	89.65	85.72
营业利润率(%)	21.23	16.22	8.68
总资本收益率(%)	7.43	5.48	4.90
净资产收益率(%)	10.83	2.80	4.14
长期债务资本化比率(%)	35.69	19.11	24.29
全部债务资本化比率(%)	69.32	65.34	80.97
资产负债率(%)	76.88	76.94	83.34
流动比率(%)	113.98	106.48	79.07
速动比率(%)	109.14	99.28	75.41
经营现金流动负债比(%)	13.23	-1.12	-0.52
EBITDA 利息倍数(倍)	2.28	1.86	1.85
全部债务/EBITDA(倍)	7.41	8.46	12.68

注：长期应付款中融资租赁调整计入全部债务

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/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
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 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。