跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 2117 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持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

二零一六年八月三十日

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企业债跟踪评级报告

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：2016 年 8 月 30 日

财务数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	11.02	18.63	12.66
资产总额(亿元)	71.59	74.56	125.86
所有者权益(亿元)	16.51	12.42	15.39
长期债务(亿元)	3.90	12.81	9.24
全部债务(亿元)	31.13	52.85	41.01
营业收入(亿元)	19.58	18.94	18.45
利润总额(亿元)	0.42	0.53	3.64
EBITDA(亿元)	3.68	4.17	8.27
经营性净现金流(亿元)	-0.42	-0.25	-0.74
营业利润率(%)	16.22	8.68	9.12
净资产收益率(%)	2.80	4.14	26.83
资产负债率(%)	76.94	83.34	87.77
全部债务资本化比率(%)	65.34	80.97	72.71
流动比率(%)	106.48	79.07	117.31
全部债务/EBITDA(倍)	8.46	12.68	4.96
EBITDA 利息倍数(倍)	1.86	1.85	1.32
经营现金流动负债比(%)	-1.12	-0.52	-0.97

注：长期应付款中融资租赁款已计入全部债务。

分析师

刘 哲　任龙洋
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，造纸行业景气度低迷。受制于新闻纸需求萎缩的大环境，广州造纸股份有限公司（以下简称“公司”）主业亏损进一步加大；公司原有海珠厂区地块完成土地出让手续，公司收到大额搬迁补偿款，一定程度上缓解了公司的财务压力。

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。为此，公司确立了“深耕主业、发展转型”的发展战略，着手布局物流、环保等相关领域，努力提升新业务营收规模和盈利能力，未来经营有望趋于稳定。

“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。建设银行的担保极大提升了“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为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，维持了收入规模的稳定。
2. 跟踪期内，海珠厂区部分土地已完成出让手续，公司收到大额土地补偿款。
3. 跟踪期内，公司积极推进多元业务发展转型，切入物流、环保业务领域。
4. 建设银行的担保极大提升了“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. 跟踪期内，公司主业亏损幅度扩大。
3. 跟踪期内，公司有息债务规模虽有所下降，但债务负担仍重。

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。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 28.44 亿元。

截至 2015 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）持有公司股份 74.93%，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）持有公司股份 22.96%，弘昌投资有限公司持股 2.11%。广纸集团为公司第一大股东，公司实际控制人仍为广州市国资委。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额为 125.86 亿元，所有者权益 15.39 亿元；2015 年，公司实现营业收入 18.45 亿元，利润总额 3.64 亿元。

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：周耘。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额 30.10 万亿元，同比增长 10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20 万亿元，比上年名义增长 10.00%（扣除价格因素实际增长 12.00%）。全年进出口总额 4.00 万亿元人民币，比上年下降 8.00%。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。此外，自 2015 年 10 月起，央行在上海、江苏

等 11 省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至 2015 年底，共向 31 家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款 49.73 亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016 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，2016 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 6.5%~7.0%，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，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016 年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

2014 年以来，中国纸品消费市场整体仍实现了一定增长，但延续了增速放缓的态势。由于宏观经济景气度偏低，下游需求短期内难以消化近年来集中释放的新增产能，造纸行业竞争激烈，产品价格持续走低，毛利率下降，期间费用高企等多重因素导致相关企业利润空间收窄。包装、印刷等传统工业消费领域增长乏力，纸品需求持续低迷，造纸行业投资速度和扩张速度持续放缓，全行业过剩产能需要一定时间逐步消化。

根据 Wind 资讯统计，2014 年中国造纸行业企业 2962 家，较 2013 年增加 28 家，基本保持稳定。机制纸及纸板产量 11785.80 万吨，同比增长 2.36%；消费量 11605.70 万吨，同比增长 0.73%。2014 年造纸行业主营业务收入 7879.42 亿元，同比增长 4.03%；产成品库存 319.56 亿元，同比增长 7.30%；利润总额 361.91 亿元，同比下降 3.21%；资产总计 9432.11 亿元，同比增长 4.63%；负债总额 5522.45 亿元，同比增长 5.26%；在统计的 2962 家造纸生产企业中，亏损企业有 376 家（占 12.69%），亏损额 59.52 亿元，同比增长 13.13%。

根据 Wind 资讯统计，截至 2015 年 9 月底，中国造纸行业企业 2766 家，较 2014 年底减少 196 家，造纸企业数量下降明显。机制纸及纸产量 8782.21 万吨，同比增 0.96%；销量 8646.60 万吨，同比增长 0.17%。2015 年前三季度造纸行业主营业务收入 5831.58 亿元，同比增长 2.66%；产成品库存 33.23 亿元，同比增长 2.52%；应收账款 868.63 亿元，同比增长 8.58%；利润总额 236.26 亿元，同比增长 8.33%；资产总计 9675.33 亿元，同比增长 4.93%；负债总额 5732.45 亿元，同比增长 7.00%；在统计的 2766 家造纸生产企业中，亏损企业有 422 家（占 15.26%），亏损额 52.15 亿元，同比增长 5.45%。

目前，中国国内造纸行业不景气，纸制品价格整体呈现下滑趋势。铜版纸方面，2014 年以来铜版纸总体呈现底部平稳运行走势。双胶纸方面，2014 年以来双胶纸价格始终在历史低位窄幅波动，需求乏力使得上涨缺乏动力，成本因素又限制了价格继续下行的空间。截至 2015 年底，双胶纸行情基本稳定，市场成交气氛冷清。总体看，虽上游木浆价格有所回落导致成本面松动，但供给侧产能过剩导致，需求面未见明显提升，未来前景尚不明朗。白板纸方面，根据中国造纸行业协会提供数据显示，2013 年以来，白纸板市场受经济大环境影响较大，加上江苏、江西等地一些白纸板产能的释放，使得市场竞争加剧，生产运行困难的企业增多，有部分中小型企业由于种种原因出现被迫停产、减产情况，这一问题在灰底白纸板生产企业中比较明显。2015 年，白纸板生产情况变化不大，但市场受经济大环境影响，竞争加剧，价格低迷。据统计，2014 年国内白板纸全年生产量 1395 万吨，同比增长 2.57%；出口量 158 万吨，同比增长 36.21%；进口量 64 万

吨，同比下降 3.03%；全年消费量 1301 万吨，同比下降 0.69%。2015 年 1~9 月白板纸累计进口量 47.29 万吨，同比下降 5.25%，累计出口量 118.57 万吨，同比增长 2.63%。箱纸板和瓦楞原纸方面，2013 年以来，箱纸板和瓦楞原纸市场基本平稳，受经济环境的影响，中国各类商品出口增速下降，市场需求减弱，竞争激烈，大中型生产企业新增产能较多，竞争优势明显，而中小型企业受生产成本及政策等方面影响，困难增多，处境艰难，此外，2014 年工信部公布的两批各地淘汰落后的460万吨造纸产能中大部分是瓦楞原纸和箱纸板企业。2015 年，中国经济仍然保持 7%左右增长，其中第一产业和第二产业 GDP 仍然占比 50%以上，加上新兴的快递业务发展迅猛，拉动箱纸板和瓦楞原纸市场需求有一定量的增长。另外，随着新平衡的逐渐形成，此类产品竞争已趋向平淡，市场价格已有转好迹象。总体看，箱纸板和瓦楞原纸市场 2015 年基本平稳。据中国造纸协会统计，2014 年全年中国箱纸板生产量 2180 万吨，同比增长 6.86%；进口量 86 万吨，出口量 26 万吨，全年消费量 2240 万吨，同比增长 6.36%。瓦楞原纸生产量 2155 万吨，同比增长 6.95%；进口量 5 万吨，出口量 8 万吨，全年消费量 2152 万吨，同比增长 6.91%。2015 年 1~9 月箱纸板累计进口量 62.16 万吨，同比下降 3.79%；累计出口量 24.46 万吨，同比增长 33.22%。瓦楞原纸累计进口量 6.73 万吨，同比增长 81.40%；累计出口量 5.03 万吨，同比下降 10.66%。

根据中国造纸业协会在《中国造纸工业 2015 年产销形势》中表达观点，2015 年造纸行业生产运行整体情况基本保持平稳态势，产销基本平衡，但产品市场分化，有涨有落，全年纸及纸板生产量和表观消费量略有增长。2016 年是“十三五”开局之年，由于经济发展放缓，需求增长也会下降，加上产能的结构性、阶段性过剩问题凸显，造纸产业形势短期内难以得到有效改善，因此，2016 年国内制浆造纸及纸制品行业生产和消费将会延续 2015 年的态势，行业总体会保持平稳，预计大宗商品价格下跌和外部金融环境收紧的现象可能有所缓解，市场可能会形成先低后高态势，整体表现应会略有好转。

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，2015 年，国内各新闻纸厂家合计产量约 295 万吨，同比下降 9.23%，全年消费量 299 万吨，同比下降 6.85%。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 2015 年的销售压力并未降低。

在中国报业协会监测的 93 家报社中，2015 年比上年用纸量增加的有 18 家，持平的为 8 家，其他报社用纸量均有不同程度下降。综合各因素进行推算，2015 年全国报业用纸量约为 221 万吨，相比 2014 年的 270 万吨减少 49 万吨，约下降 18%。

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，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。

随着部分新闻纸厂经营压力过大，面临被迫限产或关停的局面，新闻纸产量也将进一步降低，供需形势将逐渐趋于平衡，有利于缓解新闻纸“严重供大于求”的态势，但其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，2015 年，广州市实现地区生产总值（GDP）18100.41 亿元，按可比价格计算，比上年（下同）增长 8.4%。其中，第一产业增加值 228.09 亿元，增长 2.5%；第二产业增加值 5786.21 亿元，增长 6.8%；第三产业增加值 12086.11 亿元，增长 9.5%。第一、二、三次产业增加值的比例为 1.26：31.97：66.77。三次产业对经济增长的贡献率分别为 0.4%、29.0%和 70.6%。广州市经济结构以第三产业为主，其对经济增长贡献率高。

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术。

针对新闻纸主业市场颓势，公司立足现有机台，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。

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，下游销售难度加大同样明显。2015 年公司实现新闻纸销量 45 万吨，同比下降 6.20%，产销基本平衡。2015 年，公司实现营业收入 18.45 亿元，同比下降 2.57%，全年实现营业利润-6.28 亿元，主业继续亏损且亏损金额大幅增长，主要是由于利息支出及固定资产减值损失增加所致。同期，公司收到搬迁工程补偿款 9.85 亿元计入营业外收入，弥补了当年经营亏损，实现利润总额 3.64 亿元。

表1　2013~2015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)		
	2013 年	2014 年	2015 年	2013 年	2014 年	2015 年

新闻纸	480442	464265	448634	176406	162109	152237

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“适用担保验放通关程序”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。

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2015年废纸采购量为79.66万吨，同比增长7.40%，其中国内采购12.93万吨，国外采购66.73万吨，采购均价分别为1366.15元/吨和1058.31元/吨，国内废纸采购价格略有上升，国外废纸采购价格保持相对稳定。跟踪期内，公司加强市场综合分析研判，准确把握市场节奏，选准采购时点，降低采购成本；采用灵活多变方法推动竞争，压低价格，化工采购成本得到有效控制；大宗物资采购成本同比大幅下降，有效降低采购成本。公司准确研判废纸价格走势，根据生产需求，合理安排采购节奏，采购均价优于国内其他纸厂，同时充分利用公司采购量稳定和资金风险低的优势，并通过灵活采取“减量促降、增量减价”、“优先付款与降价联动”等策略，采购价格下降节约采购成本338万元。研究港口库存和进口煤价的变动，准确把握煤炭价格下行趋势，采用少量多批的采购策略，比均匀采购节约成本约450万元。

表2 公司废纸采购情况

项目		2013 年	2014 年	2015 年
国内	采购量（吨）	94819.32	84344.38	129263.92
	采购均价（元/吨）	1310.93	1312.23	1366.15
国际	采购量（吨）	694569.54	657418.01	667280.53
	采购均价（元/吨）	1196.68	1059.75	1058.31

资料来源：公司提供

4. 产品销售

产品销售方面，面对新闻纸市场需求持续下滑的严峻态势，公司加强形势研判，提前采取措施积极应对，采取“保量为先、灵活定价”的销售策略，提前布局扩大省外销售占比，挤压竞争对手份额，新闻纸内销量同比增加 2.5 万吨，增幅为 6%，市场占有率逆势提升 3.96 个百分点。跟踪期内，公司预判广东省内需求量下滑幅度超全国平均水平，提前布局扩大省外市场开拓力度，省外销售同比上升 3 万吨，销售占比同比增加 3 个百分点。其次，公司发挥物流优势，通过“保”华南、“扩”华北、“拓”华东等措施巩固和扩大重点区域市场份额，其中华南、华北、华东地区同比分别提升 2.42、2.75、5.96 个百分点。再次，公司强化成本控制、以价换量，逼迫经营困难的竞争对手退出市场，抢占其份额，成功获取中国民航报、中国公安报和无锡日报、中国铁道部、台州日报、绍兴日报等 31 个新客户订单。

针对新闻纸主业市场颓势，公司立足现有机台，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	2013 年	2014 年	2015 年
新闻纸（元/吨）	3700.25	3389.00	3380.33

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相对稳定，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，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。

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。2015 年共收到搬迁回款合同约 54 亿元，其中广纸集团于 2015 年 9 月份收到 10.7 亿元，公司收到 20.33 亿元，2015 年 12 月份收到 23.13 亿元。

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（M2）	容积率	计算容积率建筑面积（M2）	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

表6 截至2016年5月底搬迁费用情况（单位：万元）

项　目	合计
异地重建费用	328702.28
环保搬迁人员安置费用	39818.05
停产损失补偿	9852.69
搬迁总费用	**378373.02**

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，但海珠厂区地块已完成土地出让，广纸集团和公司收到大额搬迁补偿款，预计2016年仍有部分土地补偿款陆续入账，联合资信将对相关事项发展保持动态关注。

6. 未来发展

根据公司“十三五”战略规划，公司确立了“深耕主业、发展转型”的发展战略，通过提升组织能力、优化产品结构、加强发展转型、提升盈利水平，努力建设成为行业领先的纸产品供应商和物流、环保业务的服务供应商。

公司已制定了“做优新闻纸、做强新纸种、做大新业务”的“三元驱动”战略。首先，通过提高服务质量和水平，提高新闻纸市场占有率，确保产销平衡；通过提高设备运行稳定性降低生产成本，提升新闻纸毛利率。其次，适当进行设备改造，改善产品质量，生产高附加值产品。最后，利用土地、资金、设备优势，建设物流园、改扩建现有码头、申请环保牌照，切入物流、环保领域，扩大新业务营收规模和利润占比。

八、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。

九、财务分析

公司 2013~2015 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 2015 年审计报告为主。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额为 125.86 亿元，所有者权益 15.39 亿元；2015 年，公司实现营业收入 18.45 亿元，利润总额 3.64 亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内，公司产销规模较2014年略有下降，同时纸品销售价格下跌，公司2015年营业收入为18.45亿元，利润总额为3.64亿元。由于公司营业成本下降速度高于营业收入下降速度，公司营业利润率略有回升，2015年为9.12%。

2015年，公司期间费用合计6.06亿元，主要由财务费用构成，为3.93亿元，同比增长82.20%，主要系利息支出增加所致。

2015年，公司资产减值损失1.86亿元，较去年大幅增长，主要系新增固定资产减值损失1.98亿元所致。

2015年，公司获得营业外收入9.95亿元，主要是搬迁工程和小部分政府补助，其中搬迁工程9.85亿元，为主要组成部分。

受上述因素影响，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

2015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14.94亿元，同期公司现金收入比为81.01%，收入实现质量有待提高。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-0.74亿元。2015年，公司投资活动现金流入为44.65亿元，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0.58亿元。2015年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131.86亿元，同时偿还债务等支出，筹资活动现金流出178.97亿元，筹资活动净现金流-47.10亿元。整体看，公司对外筹资能力尚可。

总体看，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，大额土地补偿款到账缓解了资金压力，后续投资支出降低。

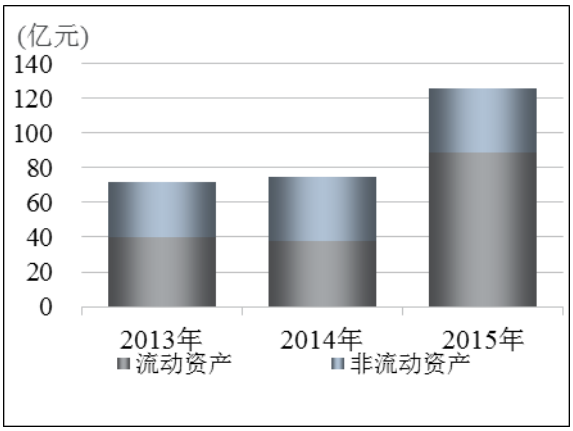
3. 资本及债务结构

截至2015年底，公司资产负债率为87.77%，公司资产总额为125.86亿元，所有者权益为15.39亿元，由于往年亏损额较大，未分配利润为负，所有者权益稳定性一般。

截至2015年底，公司货币资金为11.30亿元，货币资金主要由其他货币资金和银行存款构成，分别占65.18%和34.81%，其中，其他货币资金中有3.85亿元为受限资金。

截至2015年底，公司其他应收款66.63亿元，主要为广州越秀企业集团有限公司（以下简称“越秀集团”）的关联往来款项。截至2015年底，公司应收账款净额6.60亿元，从账龄分析，1年（含）以内的应收账款占94.09%，1~2年（含）的占4.97%，账龄相对较短。

图2 公司2013~2015年资产结构



资料来源：公司财报

公司搬迁后产能恢复，但市场情况不尽乐观，截至2015年底，公司存货净值2.11亿元，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0.02亿元，存货主要由原材料和库存商品构成，二者合计占比96.22%。

截至2015年底，公司固定资产22.31亿元，同比下降23.20%，主要是因为处置了白板纸机等资产。由于搬迁工程基本完成，在建工程规模不大。

截至2015年底，公司长期应收款1.18亿元，均为融资租赁保证金，其他非流动资产4.54亿元，均为递延收益。

截至2015年底，公司短期借款15.61亿元，同比下降42.92%。

截至2015年底，公司其他应付款33.48亿元，同比增长1293.34%，主要系与越秀集团、广纸集团的往来款增加所致。

截至2015年底，公司长期应付款余额7.32亿元，主要由融资租赁款构成，占比为99.76%。

总体看，跟踪期内，公司资产负债率进一步上升，有息债务规模同比有所下降。截至2015年底，公司资产负债率为87.77%，全部债务资本化比率为72.71%，债务负担仍重。

4. 偿债能力

短期偿债能力方面，截至2015年底，公司流动比率和速动比率指标分别为117.31%和

114.51%，较2014年分别增加38.24个百分点和39.10个百分点；同时，考虑到公司于跟踪期内收到规模较大的土地补偿款，公司短期偿债能力明显增强。

长期偿债能力方面，2015年，公司EBITDA为8.27亿元，同比增长98.39%；同期，公司全部债务为41.01亿元。公司全部债务/EBITDA为4.96倍，EBITDA利息倍数为1.32倍，公司长期偿债能力有所提高。

截至2015年底，公司无对外担保。

截至2015年底，公司获得授信总额38.60亿元，尚未使用额度21.60亿元，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。

十、存续期债券偿还能力分析

2015年，公司EBITDA为8.27亿元，为“08广纸债”的2.12倍；公司2015年经营活动现金流入量为15.71亿元，为“08广纸债”的4.03倍；公司2015年底现金类资产为12.66亿元（扣除受限资金后为8.81亿元），为“08广纸债”的3.25倍（扣除受限资金后为2.26倍），公司经营活动现金流入量、现金类资产及EBITDA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2015年底，建设银行股本总额为2500.11亿股。

截至2015年底，建设银行内地设有分支机构14917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。

截至2015年底，建设银行资产总额18.35万亿元，其中贷款和垫款总额10.49亿元；负债总额15.49万亿元，其中客户存款余额13.67万亿元；股东权益1.45万亿元；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分别为15.39%和13.13%；不良贷款率1.58%，拨备覆盖率150.99%。2015年，建设银行实现营业收入0.61万亿元，净利润0.23万亿元。

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。

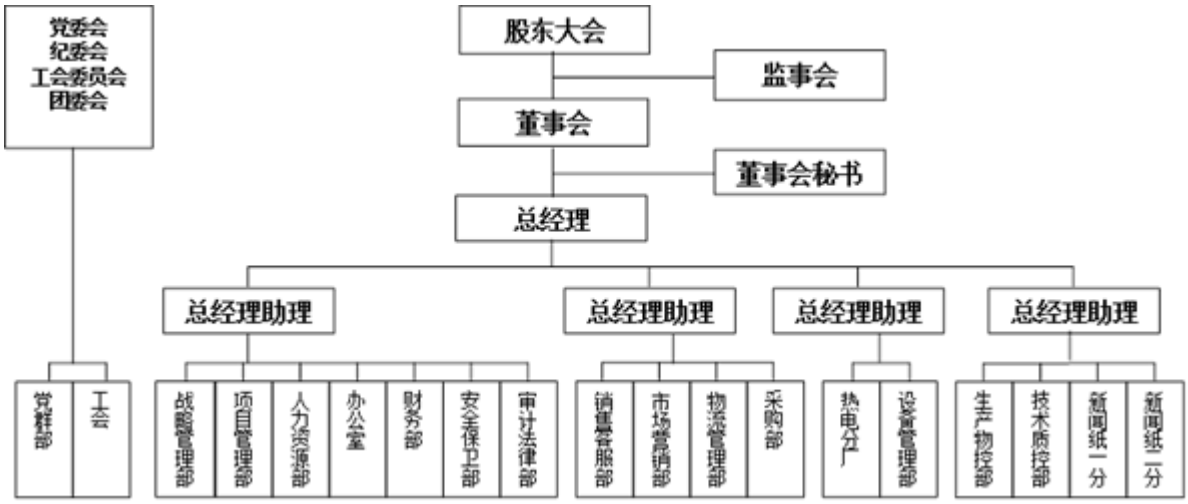
建设银行担保能力极强，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了“08广纸债”本息偿付的安全性。

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


党委会
纪委会
工会委员会
团委会
股东大会
监事会
董事会
董事会秘书
总经理
总经理助理
总经理助理
总经理助理
总经理助理
党群部
工会
战略管理部
项目管理部
人力资源部
办公室
财务部
安全保卫部
审计法律部
销售管理部
市场营销部
物流管理部
采购部
热电分厂
设备管理部
生产物控部
技术质控部
造纸一分
造纸二分

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	11.02	18.63	12.66
资产总额(亿元)	71.59	74.56	125.86
所有者权益(亿元)	16.51	12.42	15.39
短期债务(亿元)	27.23	40.03	31.77
长期债务(亿元)	3.90	12.81	9.24
全部债务(亿元)	31.13	52.85	41.01
营业收入(亿元)	19.58	18.94	18.45
利润总额(亿元)	0.42	0.53	3.64
EBITDA(亿元)	3.68	4.17	8.27
经营性净现金流(亿元)	-0.42	-0.25	-0.74
财务指标			
销售债权周转次数(次)	3.36	2.87	2.49
存货周转次数(次)	7.46	7.68	8.60
总资产周转次数(次)	0.28	0.26	0.18
现金收入比(%)	89.65	85.72	81.01
营业利润率(%)	16.22	8.68	9.12
总资本收益率(%)	5.48	4.90	12.86
净资产收益率(%)	2.80	4.14	26.83
长期债务资本化比率(%)	19.11	24.29	37.51
全部债务资本化比率(%)	65.34	80.97	72.71
资产负债率(%)	76.94	83.34	87.77
流动比率(%)	106.48	79.07	117.31
速动比率(%)	99.28	75.41	114.51
经营现金流动负债比(%)	-1.12	-0.52	-0.97
EBITDA 利息倍数(倍)	1.86	1.85	1.32
全部债务/EBITDA(倍)	8.46	12.68	4.96

注：长期应付款中融资租赁款已计入全部债务。

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	（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
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+一年内到期的非流动负债+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。