跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1005 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

二零一七年六月二十三日

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	2008/3/13-2018/3/13	AAA	AAA

跟踪评级时间：2017 年 6 月 23 日

财务数据

项　目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	18.63	12.66	14.36
资产总额(亿元)	74.56	125.86	86.51
所有者权益合计(亿元)	12.42	15.39	27.85
短期债务（亿元）	40.03	31.83	16.04
长期债务(亿元)	12.81	11.29	6.96
全部债务(亿元)	52.85	43.12	23.01
营业收入 (亿元)	18.94	18.45	18.29
利润总额 (亿元)	0.53	3.64	16.63
EBITDA(亿元)	4.17	8.27	18.60
经营性净现金流(亿元)	-0.25	-0.74	-2.52
营业利润率(%)	8.68	9.12	8.31
净资产收益率(%)	4.14	26.83	44.05
资产负债率(%)	83.34	87.77	67.81
全部债务资本化比率(%)	80.97	73.69	45.24
流动比率(%)	79.07	117.31	125.01
经营现金流动负债比(%)	-0.52	-0.97	-5.25
全部债务/EBITDA(倍)	12.68	5.22	1.24
EBITDA 利息倍数(倍)	1.85	1.32	17.13

注：长期应付款中融资租赁款已计入全部债务。

分析师

陈 婷　闫 旭　刘 哲
邮箱：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）
网址：www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，受制于新闻纸需求萎缩及进口废纸等原材料价格上涨等因素影响，广州造纸股份有限公司（以下简称“公司”）主业持续亏损；公司原有海珠厂区部分地块完成土地出让手续，2016年，公司结转大额搬迁补偿款至营业外收入，对利润水平起到了支撑作用。同时，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。公司确立了“深耕主业、发展转型”的战略规划，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A⁻的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“08广纸债”AAA的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，在市场需求萎缩、原材料价格上升的情况下，公司加大市场开拓力度，复合牛皮纸、书写纸及试卷纸等新纸种销售增长较快，收入规模保持稳定。
2. 跟踪期内，公司债务规模大幅下降，偿债压力有所缓解。
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. 新闻纸行业整体景气度低迷，新闻纸产品长期发展空间受限。
2. 跟踪期内，公司主业持续亏损；利润总额

对营业外收入依赖大，营业外收入持续性弱，整体盈利能力弱。

3. 公司其他应收款及其他应付款中内部往来款规模大。

声 明

一、本报告引用的资料主要由广州造纸股份有限公司(以下简称“该公司”)提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

广州造纸股份有限公司跟踪评级报告

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（以下简称“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 2016 年底，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人民政府国有资产监督管理委员会，以下简称“广州市国资委”）持有公司股份 74.93%，香港维美实业有限公司（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，公司实际控制人为广州市国资委。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额为 86.51 亿元，所有者权益 27.85 亿元；2016 年，公司实现营业收入 18.29 亿元，利润总额 16.63 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、存续债券概况及募集资金使用情况

公司存续期债券“08 广纸债”3.9 亿元，募集资金已全部使用，详细情况见下表：

表 1　截至 2017 年 3 月底存续债券情况

存续债券	发行金额	起息日	兑付日	用途是否变更	是否正常付息
08 广纸债	3.9 亿元	2008-3-13	2018-3-13	否	是

资料来源：中国货币网

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并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，市场资金面保持适度宽松，人民币

汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定

五、行业及区域经济环境

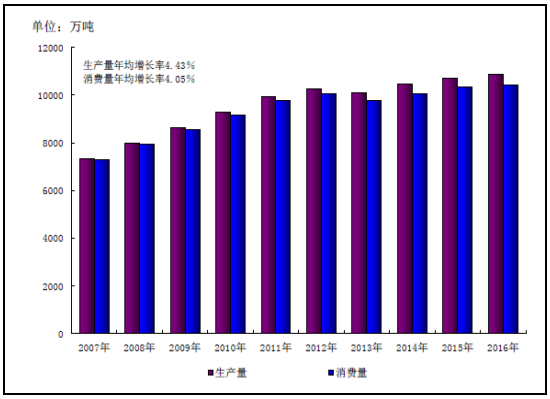
1. 行业概况

根据中国造纸协会发布的《中国造纸工业 2016 年度报告》，全国纸及纸板生产企业约

2757 家，全国纸及纸板生产量 10855 万吨，较上年增长 1.35%。消费量 10419 万吨，较上年增长 0.65%，人均年消费量为 75 千克（13.83 亿人）。2007~2016 年，纸及纸板生产量年均增长率 4.43%，消费量年均增长率 4.05%。其中，纸及纸板主要品种包括（按产量排序）：箱纸板（21.23%）、瓦楞原纸（20.91%）、未涂布印刷书写纸（16.31%）、白纸板（12.94%）、生活用纸（8.48%）、涂布印刷纸（6.96%）、包装用纸（6.22%）、特种纸及纸板（2.58%）、新闻纸（2.39%）及其他（1.98%）。

在各类纸及纸板产品产量与消费情况中，保持增长趋势的产品包括未涂布印刷书写纸、生活用纸、包装用纸、箱纸板、瓦楞原纸、特种纸及纸板，但整体增速较低；产销情况持续下滑的产品类别中，下滑最为严重的是新闻纸，其次是涂布印刷纸（含铜版纸）。

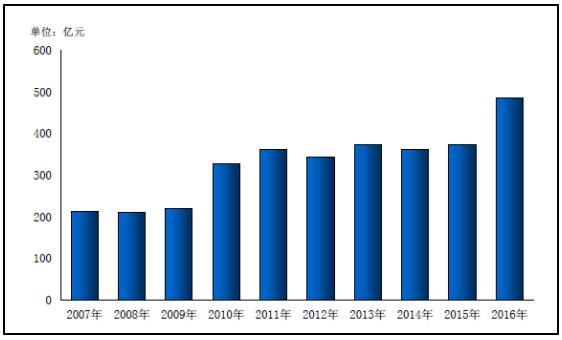
图 1　2007 年~2016 年纸及纸板生产和消费情况



资料来源：中国造纸协会数据

据国家统计局统计，2016 年 1~12 月，规模以上造纸生产企业主营业务收入 8725 亿元，同比增长 6.98%；工业增加值增速 6.70%；产成品存货 275 亿元，同比下降 13.08%；利润总额 486 亿元，同比增长 28.74%。在统计内的 2757 家造纸生产企业中，亏损企业有 316 家，占 11.46%。整体看，造纸企业生产经营情况有所改善。

图2　2007~2016年造纸企业利润总额



资料来源：中国造纸协会数据

根据中国造纸协会调查资料，2016 年纸及纸板生产量从区域分布情况来看，广东、浙江、江苏、福建、河南、湖南等 16 个省（区、市）纸及纸板产量超过 100 万吨，产量合计 10370 万吨，占全国纸及纸板总产量的 95.53%；从集中度来看，2016 年前十大造纸企业产量合计 4268.89 万吨，占全国总产量 39.33%；产量达百万吨以上的企业共计 19 家。

2. 新闻纸子行业

新闻纸适用于报纸、期刊、课本、连环画等正文用纸，是以机械木浆（或其他化学浆）为原材料生产的，含有大量的木质素和其他杂质，不宜长期存放。

根据国家统计局统计，2016 年 1~12 月，中国新闻纸累计产量 291.90 万吨，同比下降 15.60%。自 2009 年以来，新闻纸产销规模呈持续下降趋势。受宏观经济环境变化，电商、新媒体的兴起与实体业低迷的影响，报业广告、发行大幅下降，纸媒用户不断流失，国内纸媒市场快速下滑，报刊企业关停情况频发，新闻纸需求量减少。此外，新闻纸价格从 2016 年底至 2017 年初明显上涨，涨幅 40%左右。造成新闻纸价格上涨的重要原因之一是原材料价格的上涨。国内造纸企业生产新闻纸的主要原料是美国废纸，兼用国内废纸和部分原浆，进口废纸价格及海陆运费上涨拉高国内新闻纸价格。

根据 2016 年度全国报纸印刷量调查统计，在受调查的 152 家报纸印刷企业印刷总量供给

655.96 亿对开印张，占全国报纸总印刷量68.50%，是自 2012 年起连续第五年总印刷量下降，且降幅增大。2016 年度全国报纸印刷总量为 958 亿对开印张，较 2015 年减少 187 亿对开印张，降幅 16.33%；耗用新闻纸 215 万吨，同比下降 16.34%。

总体看，造纸行业面临整体增量受限，需求疲软等不利影响，结构性紧缩趋势和生产要素成本上升，资源、环境、能源等因素也对行业造成压力。造纸业是高污染行业，随着国家环保政策日趋严格，纸厂在环保治理方面的投入不断加大，从而造成成本负担增重。大量资金不足的中小型企业停产或关闭，一些大企业也步入减产、限产的局面。在此境况下，去产能、产品升级和产品结构调整都是未来新闻纸子行业的发展趋势。

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，2016年，广州市实现地区生产总值（GDP）19610.94亿元，按可比价格计算，比上年（下同）增长8.2%。其中，第一产业增加值240.04亿元，下降0.2%；第二产业增加值5925.87亿元，增长6.0%；第三产业增加值13445.03亿元，增长9.4%。第一、二、三次产业增加值的比例为1.22：30.22：68.56。第二、三产业对经济增长的贡献率分别为23.0%和77.0%。

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之一。2016年，广东省纸及纸板产量达到1840万吨，产量位列全国第二。同时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。

六、基础素质分析

公司前身为广州造纸厂，是原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，将约10万吨产能转产为市场前景更好的新纸种。2016年，公司实现新闻纸销量40.86万吨，完成计划目标，市场占有率达24.63%，逆势提升3.38个百分点。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理制度及高层管理人员等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，面对不断萎缩的新闻纸市场，公司加强市场开拓，秉承“做优新闻纸、做强新纸种”的理念，全年实现主营业务收入 18.02 亿元，同比稍有增长。毛利率方面，2016 年，公司综合毛利率 8.28%，同比减少 1.57 个百分点，主要由于废纸等原料价格上涨，导致整体成本增加。

新闻纸仍是公司主要产品，但新纸种收入占比不断提升；2016年，公司新闻纸销售收入13.75亿元，同比下降9.65%，占主营业务收入总额76.32%，新纸种实现销售收入4.27亿元，同比增长57.56%。

表2 公司主营业务收入及毛利情况（单位：万元、%）

品名	2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
新闻纸	152237.00	84.88	--	137548.00	76.32	--
新纸种	27117.42	15.12	--	42682.70	23.68	--
合计	**179354.42**	**100.00**	**9.85**	**180230.70**	**100.00**	**8.28**

资料来源：公司提供

注：新纸种包括复合牛皮纸、环保书写纸及试卷纸等；公司未单独统计各产品毛利率。

2016 年，公司新闻纸产量 40.86 万吨，同比下降 8.93%，产销基本平衡；公司在保持自身 50 万吨产能的前提下，实现了将 10 万吨产能转产新产品的目标，在新闻纸需求萎缩的情况下，通过提升新纸种的产量，稳定了销售收入规模。

2. 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2016年废纸采购量为74.59万吨，同比下降6.35%，其中国内采购10.98万吨，国外采购63.61万吨，采购均价分别为1329元/吨和1126元/吨，国内废纸采购价格略有下降，国外废纸采购价格略有上升；由于目前废纸来源主要为进口，国外废纸价格上升，对公司利润空间有一定程度的挤压。

表3 公司废纸采购情况

项目		2015 年	2016 年
国内	采购量（吨）	129263.92	109808.72
	采购均价（元/吨）	1366.15	1329.00
国际	采购量（吨）	667280.53	636128.13
	采购均价（元/吨）	1058.31	1126.00

资料来源：公司提供

3. 产品销售

新闻纸市场经过多年的发展，目前国内规模较大的生产商屈指可数，公司作为华南地区的大型新闻纸制造企业，近年来对于下游客户的话语权有所提升，销售价格有所增长。2016年，新闻纸售价由上年的 3380.33 元/吨提升至3394.64 元/吨。

2016 年，公司重点布局外省市场的开拓，省外销售占比同比提升 5.86 个百分点。在华南、华北及华东区域分别实现销售收入 4.39 亿元、3.74 亿元和 4.30 亿元，分别占比 32%、27%和31%，业务范围基本上遍布全国市场。

表4 2016年新闻纸销售情况（按区域划分）

（单位：吨、万元、%）

销售区域	销售量	销售收入	占比
华南	132178.73	43876	32%
华北	110469.31	37377	27%
华东	129438.83	43008	31%
其他	36485.84	13287	10%
合计	**408572.71**	**137548**	**100%**

资料来源：公司提供

近年来，公司强化成本控制、以价换量，迫使经营困难的竞争对手退出市场，抢占其份额，在大环境不利的情况下，成功获取中国妇女报、青岛日报等新客户资源。2016年，公司前五大客户销售收入25547万元，占销售总额19%，集中度较低。

表5 2016年前五大客户销售情况（单位：万元、%）

客户名称	销售收入	占比
广州日报	6494	5%
羊城晚报	4311	3%
南方报业	6237	5%
人民日报	7621	6%
大连报业	884	1%
合计	**25547**	**19%**

资料来源：公司提供

总体来看，新闻纸市场需求不断萎缩，公

司新闻纸业绩下滑严重；为顺应市场环境，公司积极拓展新产品市场，使得主营业务收入保持相对稳定。

4. 新纸种经营情况

公司新纸种产品主要包括复合牛皮纸、环保书写纸以及试卷纸等。目前，复合牛皮纸和试卷纸在省内的市场份额占 80%左右，环保书写纸约占 30%。2016 年，公司新纸种销售收入不断提升，2016 年公司新纸种销量 11.06 万吨，增幅较大，产销率达 109%；实现销售收入 4.27 亿元，占比大幅增长 57.40%。

5. 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。

公司已制定了基于相关多元化的“二元驱动”战略：“做优新闻纸、做强新纸种”。通过提高服务质量和水平，提高市场占有率，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；适当进行设备改造，改善产品质量，生产高附加值产品；完善设备和贵重品管理，稳定运行，提高纸机运行效率和成纸率；提高生产组织能力，产供销联动、排产组合、原材料和库存控制；利用土地、资金、设备优势，加强物流业务，发展物流园和码头业务，切入环保领域，形成规模优势，扩大新业务营收规模和利润占比。

九、财务分析

公司提供了 2016 年审计报告，经信永中和会计师事务所审计，并出具了标准无保留的审计意见。跟踪期内，合并范围变化对公司整体经营影响不大，财务数据可比性较强。

1. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额为 86.51 亿元，同比大幅下降 31.126%，主要受其他应收款下降影响。从资产构成来看，流动资产占 69.29%，非流动资产占 30.71%。

流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产 59.94 亿元，同比下降 32.29%；构成以其他应收款（占 64.63%）和货币资金（占 19.53%）为主。

截至 2016 年底，公司货币资金 11.71 亿元，主要由其他货币资金（占 66.57%）和银行存款（占 33.43%）构成，规模及结构较上年底变化不大。货币资金中，受限资金 4.83 亿元，主要为保证金。

截至 2016 年底，公司其他应收款为 38.74 亿元，主要系与广州体育大厦有限公司（越秀企业集团下属子公司）36 亿元往来借款；其他应收款余额同比下降 41.86%，系与广州越秀企业集团有限公司的往来款减少所致。从账龄分析，1 年（含）以内的其他应收款占 92.93%，1~2 年（含）的占 5.65%，账龄较短。

截至 2016 年底，公司应收账款 4.45 亿元，同比下降 32.75%，主要系公司本年加大货款回笼力度所致。公司单项金额重大及非重大坏账准备计提充分；前五大欠款方合计占应收账款 19.12%，集中度不高。

非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产 26.57 亿元，同比下降 28.84%，构成以固定资产（占 68.91%）和其他非流动资产（占 14.94%）为主。

截至 2016 年底，公司固定资产为 18.31 亿元，同比下降 17.93%；主要由于公司当期对位于南沙的生产设备计提了 6.55 亿元减值准备，南沙设备中部分为 20 世纪末进口设备，存在投资成本大、运行效率低等问题。

截至 2016 年底，公司其他非流动资产 3.97 亿元，同比变化不大，主要为融资租赁形成的递延收益重分类至该科目。

整体看，公司资产以流动资产为主，其中，

与关联企业的往来款占比高，整体资产质量尚可。

2. 负债及所有者权益

负债

截至 2016 年底，公司负债合计 58.66 亿元，以流动负债（占 81.74%）为主；负债规模同比下降 46.90%，流动负债与非流动负债均有所减少。

截至 2016 年底，公司流动负债为 47.95 亿元，主要为其他应付款（占 55.47%）和应付票据（占 14.64%）。流动负债规模较 2015 年底下降 36.46%。

截至 2016 年底，公司短期借款由 15.61 亿元降至 4.59 亿元，由 2.39 亿元质押借款及 2.20 亿元保证借款构成。

截至 2016 年底，公司应付票据为 7.02 亿元，同比下降 39.26%，主要为偿付到期的 6.97 亿元银行承兑汇票。

截至 2016 年底，公司其他应付款 26.60 亿元，主要为内部资金往来款（占 94.93%），包括对广州秀集团有限公司 6.5 亿元账龄超过 1 年的款项。其他应付款余额较上年同期下降 20.55%，主要为往来款的减少。

表6 截至2016年底其他应付款前五大债权人情况

（单位：亿元、%）

公司名称	金额
广州造纸集团有限公司[1]	18.80
广州越秀集团有限公司	6.50
广州广纸投资有限公司	0.09
广州市民兴公司	0.02
台山市明新五金塑料制品有限公司	0.02
合计	**25.43**

资料来源：公司提供

截至 2016 年底，公司非流动负债 10.71 亿元，主要为应付债券（占 36.41%）、长期应付款（占 27.97%）和递延收益（占 33.27%）。非流动负债规模同比下降 69.49%，主要由于长期应付款和递延收益的减少。其中，长期应付款同比下降 59.07%，主要是对广州越秀融资租赁有限公司和关东中汇融资租赁有限公司的应付款减少；递延收益大幅下降 84.93%至 3.56 亿元，主要系搬迁补偿款余额减少 22.71 亿元。

截至 2016 年底，公司有息债务规模 23.01 亿元，同比下降 46.65%。其中，短期债务规模 16.04 亿元，同比下降 49.60%，系短期借款、应付票据的偿付所致；长期债务为 6.96 亿元，同比下降 38.30%，主要为融资租赁款的减少。

从债务比率来看，截至 2016 年底，公司全部债务资本化比率 45.24%，同比减少 27.47 个百分点；长期债务资本化比率 20.01%，同比减少 17.50 个百分点；资产负债率 67.81%，同比减少 19.96 个百分点

总体看，跟踪期内公司债务规模大幅下降，债务压力得到一定改善。

所有者权益

截至2016年底，公司所有者权益合计27.85亿元，均为归属于母公司权益，同比增长80.93%，主要为未分配利润余额的增加所致。整体看，公司经营情况不稳定，以前年度发生过亏损，未分配利润余额波动较大，所有者权益稳定性弱。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司经营情况未见扭转，产、销量较上年有小幅下滑，主要产品单位价格略有上升。2016 年，公司营业收入为 18.29 亿元，营业成本为 16.63 亿元，较 2015 年变化不大；当期期间费用 0.93 亿元，同比大幅下降，主要由于财务费用由上年的 3.93 亿元降至-1.68 亿元，公司利用部分搬迁补偿款还贷使利息支出减少。

2016 年，受固定资产减值损失较大的影响，营业利润为-5.85 亿元；同期，公司将递延收益中 22.71 亿元搬迁补偿款结转至营业外收入[2]，

[1] 广州造纸集团有限公司与公司间内部往来款不产生利息费用。

[2] 2015 年公司海珠厂区地块（共计 55 万平方米）中 30 万方平米

2016 年营业外收入 22.73 亿元，使得利润总额达到 16.63 亿元，同比增幅达 357.14%。

总体看，公司造纸主业持续亏损，跟踪期内获得大额搬迁补偿款，利润总额大幅增长；但考虑到营业外收入主要为搬迁补偿款，可持续性弱，公司整体盈利能力弱。

4. 现金流及保障

从经营活动来看，2016 年间，公司经营活动现金流入同比增长 14.80%，其中，销售商品、提供劳务收到的现金为 17.71 亿元，同比增长 18.52%，主要是公司加大货款回笼力度所致；经营活动现金流出 20.55 亿元，较上年增长 24.97%，系跟踪期内缴纳 2015 年度所得税导致。因此，公司经营活动产生的现金流量净额大幅下降。

从投资活动来看，公司投资活动现金流入同比下降 89.78%，较上年度减少近 40 亿元，系公司获得的搬迁补偿款主要集中在 2015 年；投资活动现金流出额无明显变化。公司投资活动产生的现金流量净额同比下降 90.91%。

从筹资活动来看，2016 年，公司取得借款收到的现金较上年减少 16.78 亿元；收到其他与筹资活动有关的现金主要为 83.54 亿元，同比下降 29.63%，主要由于公司当期清理了部分往来款；与筹资活动相关的各项支出规模均有所下降，合计为 94.79 亿元，同比下降 47.04%。

总体看，公司经营活动现金流量净额持续为负，收入实现能力弱；筹资活动现金流受往来款影响波动较大。

5. 偿债能力

短期偿债能力方面，截至2016年底，公司流动比率及速动比率分别为125.01%、121.74%，较上年同期均略有增长；但考虑到公司现金类资产较为充裕，短期偿债能力尚可。

长期偿债能力方面，2016年，公司EBITDA为18.60亿元，同比增长124.99%，主要系本年确认的搬迁补偿收入对利润总额的贡献较大；当期EBITDA利息倍数为17.13倍，同比大幅提升；全部债务/EBITDA为1.24倍，下降明显。公司长期偿债能力有所提高。

截至2016年底，公司无对外担保。

截至2016年底，公司获得银行授信总额43.00亿元，已使用9.00亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

6. 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

2016年，公司EBITDA为18.60亿元，为“08广纸债”的4.77倍；公司2016年经营活动现金流入量为18.03亿元，为“08广纸债”的4.62倍；公司2016年底现金类资产为14.36亿元（扣除受限资金后为8.35亿元），为“08广纸债”的3.68倍（扣除受限资金后为2.14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2016年底，建设银行股本总额为2500.11亿元。

由广州市政府挂牌出售，公司 2015 年收到搬迁补偿款共计 43.47 亿元（除结转搬迁损益外，剩余 22.71 亿元计入递延收益）。

截至2016年底，建设银行内地设有分支机构14985家，拥有建信租赁、建行亚洲、建行伦敦、建行俄罗斯、建行迪拜、建行欧洲、建行新西兰等经营性全资子公司，海外机构覆盖全球20个国家和地区。

截至2016年底，建设银行资产总额20.96万亿元，其中贷款和垫款总额11.76万亿元；负债总额19.37万亿元，其中客户存款余额15.40万亿元；股东权益1.59万亿元；按照新的《商业银行资本管理办法（试行）》口径计算，资本充足率和核心一级资本充足率分别为14.94%和12.98%；不良贷款率1.52%，拨备覆盖率150.36%。2016年，建设银行实现营业收入0.61万亿元，净利润0.23万亿元。

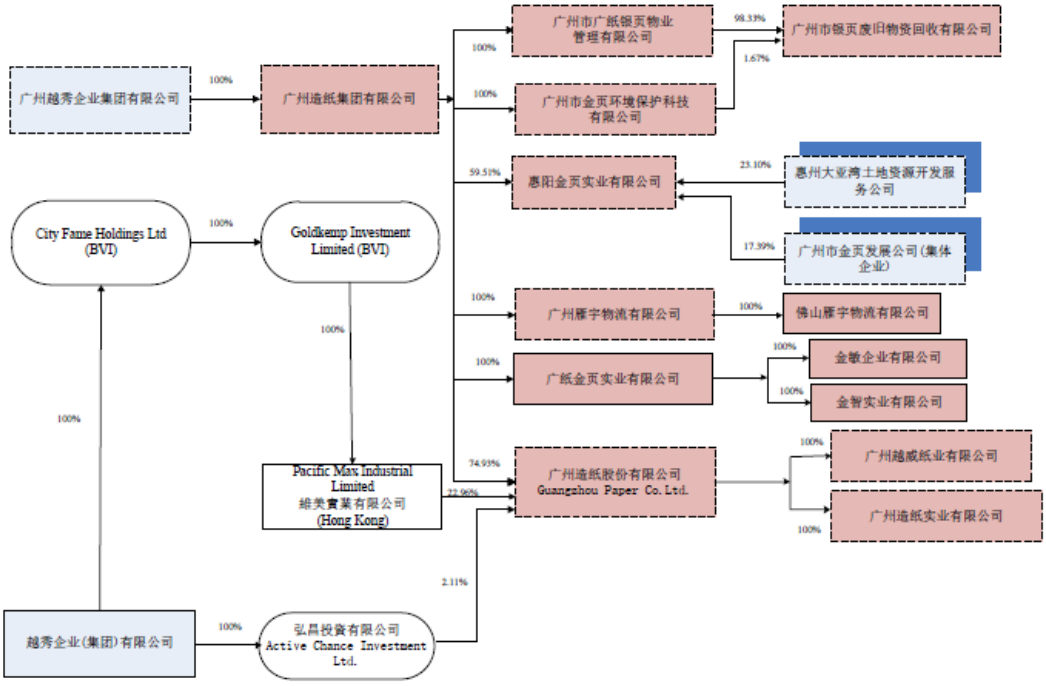
建设银行公司治理及内控水平不断完善，主营业务发展较快，盈利能力强，资产质量较好，成本控制良好，资本充足。近年来，建设银行综合化经营及海外业务的战略布局逐步完善，品牌价值和竞争力进一步提升。联合资信确定维持建设银行主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

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。

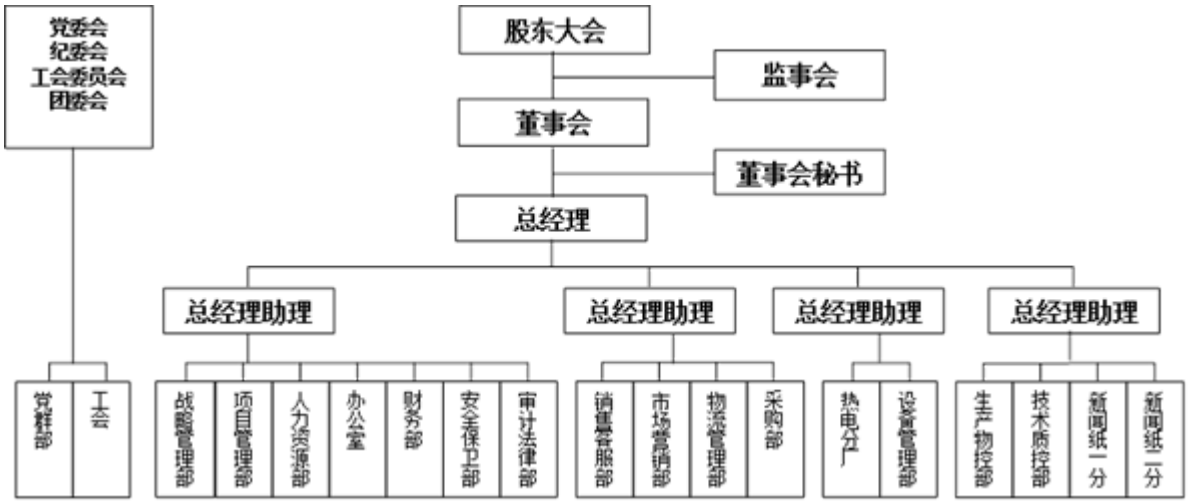
十一、结论

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 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	18.63	12.66	14.36
资产总额(亿元)	74.56	125.86	86.51
所有者权益(亿元)	12.42	15.39	27.85
短期债务(亿元)	40.03	31.83	16.04
长期债务(亿元)	12.81	11.29	6.96
全部债务(亿元)	52.85	43.12	23.01
营业收入(亿元)	18.94	18.45	18.29
利润总额(亿元)	0.53	3.64	16.63
EBITDA(亿元)	4.17	8.27	18.60
经营性净现金流(亿元)	-0.25	-0.74	-2.52
财务指标			
销售债权周转次数(次)	2.87	2.49	2.44
存货周转次数(次)	7.68	8.60	9.03
总资产周转次数(次)	0.26	0.18	0.17
现金收入比(%)	85.72	81.01	96.86
营业利润率(%)	8.68	9.12	8.31
总资本收益率(%)	4.90	12.86	26.25
净资产收益率(%)	4.14	26.83	44.05
长期债务资本化比率(%)	24.29	37.51	20.01
全部债务资本化比率(%)	80.97	72.71	45.24
资产负债率(%)	83.34	87.77	67.81
流动比率(%)	79.07	117.31	125.01
速动比率(%)	75.41	114.51	121.74
经营现金流动负债比(%)	-0.52	-0.97	-5.25
EBITDA 利息倍数(倍)	1.85	1.32	17.13
全部债务/EBITDA(倍)	12.68	5.22	1.24

注：长期应付款中融资租赁款已计入全部债务。

附件 3　主要财务指标计算公式

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+一年内到期的长期（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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。