

信用等级公告

联合[2018] 803 号

联合资信评估有限公司通过对佛山华新包装股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持佛山华新包装股份有限公司主体长期信用等级为 AA，15 华包 MTN001 信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

2018年5月17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
电话：(010) 85679696
传真：(010) 85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

佛山华新包装股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定
 上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评 级结果	上次评 级结果
15 华包 MTN001	2 亿元	2018/07/31	AA	AA

跟踪评级时间: 2018 年 5 月 17 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	4.53	7.79	6.85	6.66
资产总额(亿元)	60.59	61.83	54.26	55.08
所有者权益(亿元)	35.09	35.99	36.02	35.81
短期债务(亿元)	10.40	18.37	11.08	10.85
长期债务(亿元)	9.96	2.03	2.17	2.17
全部债务(亿元)	20.36	20.40	13.25	13.01
营业收入(亿元)	32.82	36.08	35.83	7.91
利润总额(亿元)	1.87	1.61	0.37	-0.20
EBITDA(亿元)	4.56	4.42	3.29	--
经营性净现金流(亿元)	6.13	4.09	-0.37	0.26
营业利润率(%)	16.23	13.80	12.61	9.68
净资产收益率(%)	4.87	3.87	0.98	--
资产负债率(%)	42.09	41.79	33.61	34.99
全部债务资本化比率(%)	36.72	36.18	26.89	26.65
流动比率(%)	167.21	117.14	141.76	140.15
全部债务/EBITDA(倍)	4.47	4.62	4.03	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.94	3.88	2.68	--
经营现金流动负债比(%)	40.01	17.35	-2.34	--

注: 公司 2018 年一季度财务数据未经审计; 其他应付款中的有息债务计入短期债务; 长期应付款中的有息债务计入长期债务; 现金类资产已剔除受限货币资金。

分析师

谭心远 徐 璨 虢 丰

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

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”) 对佛山华新包装股份有限公司(以下简称“公司”) 的评级, 反映了公司作为国内大型白卡纸生产企业, 在股东背景、技术研发、下游客户等方面的优势。同时, 联合资信也关注到, 2017 年三季度以来木浆价格涨幅大于公司产品销售价格涨幅, 公司利润总额大幅下滑, 经营活动净现金流由正转负, 2018 年一季度业绩亏损等不利因素。

跟踪期内, 木浆价格涨幅较大, 推升经营成本, 公司盈利能力大幅下降; 公司有息债务规模大幅下降, 债务负担有所减轻。未来, 随着债务规模缩减带来财务费用下降, 配合精细化管理水平的提升, 公司经营业绩或有望回升。

综合评估, 联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA, 评级展望为稳定, 维持“15 华包 MTN001” 的信用等级为 AA。

优势

1. 公司作为中国纸业旗下上市公司, 实际控制人为中国诚通投资集团有限公司, 拥有良好的股东背景; 跟踪期内公司主要产品销量略有增长, 产销率保持较高水平, 下游客户稳定。
2. 截至 2018 年 3 月底, 公司有息债务规模大幅下降至 13.01 亿元, 资产负债率和全部债务资本化比率分别下降至 34.99% 和 26.65%, 债务负担有所减轻。
3. 公司 EBITDA 对“15 华包 MTN001” 覆盖能力强。

关注

1. 跟踪期内, 造纸行业整体景气度回升, 主要纸品价格上涨明显; 但公司主要产品所在细分领域烟卡纸市场价格涨幅不大。
2. 2017 年三季度以来, 纸浆价格继续大幅上

涨，推升公司经营成本，2017年，公司利润总额大幅下降，经营性净现金流由正转负，2018年一季度出现经营亏损。

3. 截至2018年3月底，公司未使用授信额度较小，仅有7.16亿元。

声 明

一、本报告引用的资料主要由佛山华新包装股份有限公司（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。

佛山华新包装股份有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于佛山华新包装股份有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

佛山华新包装股份有限公司（以下简称“公司”或“粤华包”）是经广东省人民政府粤办函（1999）297号文、广东省经济体制改革委员会粤体改（1999）032号文批准，由佛山华新发展有限公司作为主要发起人，并联合佛山市投资总公司、佛山市新辉实业发展有限公司、中国包装总公司、中国物资开发投资总公司、广东省技术改造投资有限公司、中国化工轻工总公司、佛山市轻工工业公司等七家股东共同出资，以发起方式设立的股份有限公司，设立时总股本为29000.00万元，并于1999年6月21日在广东省工商行政管理局登记注册。2000年公司采用私募配售方式发行境内上市外资股（B股）股票14950.00万股，并在深圳证券交易所上市交易（股票代码为“200986”，股票简称“粤华包B”）。后经多次扩股增资，截至2018年3月底，公司总股本为5.05亿元，佛山华新发展有限公司持有公司65.20%的股权，为公司的控股股东，公司的实际控制人为中国诚通控股集团有限公司（以下简称“诚通集团”）。

公司经营范围：制造（由下属机构经营）、销售：包装材料、包装制品、装饰材料、铝塑复合材料。包装机械销售及维修，包装印刷业的投资。主要产品为：高档涂布白卡纸、高级涂布白板纸、彩色包装印刷制品等。

截至2018年3月底，公司拥有珠海红塔仁恒包装股份有限公司（以下简称“红塔仁恒”）、珠海华丰纸业有限公司（以下简称“珠海华丰”）、华新（佛山）彩色印刷有限公司（以下

简称“华新彩印”）和昆山佛彩包装印刷有限公司（以下简称“昆山佛彩”）等6家子孙公司，其中红塔仁恒和珠海华丰是公司白卡纸业务的经营主体，白卡纸业务是公司主要的收入和利润来源。公司设有财务部、监审法务部、运营管理部、人力资源部、安全环保部、证券事务部和行政部等7个职能部门。

截至2017年底，公司（合并）资产总额54.26亿元，所有者权益合计36.02亿元（其中少数股东权益16.20亿元）；2016年公司实现营业收入35.83亿元，利润总额0.37亿元。

截至2018年3月底，公司（合并）资产总额为55.08亿元，所有者权益合计为35.81亿元（其中少数股东权益16.08亿元）。2018年1~3月，公司实现营业收入7.91亿元，利润总额-0.20亿元。

公司注册地址：广东省佛山市禅城经济开发区罗格围园区科洋路3号之7二楼，法定代表人：任小平。

三、存续期债券概况及募集资金使用情况

公司于2015年7月发行金额为2亿元，期限为3年的中期票据“15华包MTN001”，募集资金已全部按计划使用完毕，存续期内均正常付息。

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；

全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主

要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8% 和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3

个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

五、行业分析

1. 行业现状

2016年造纸行业生产运行状况总体保持平稳态势，产销基本保持平衡，经济指标完成情况好于上一年，行业筑底情势有所显现，但行业景气度没有明显复苏。

2017年，随着环保限产、禁废令、自备小火电停止审批、中小产能持续淘汰；下游文化产业的持续好转，网购等消费产业抬升包装纸整体需求，国内纸张供需结构得到持续改善，需求稳定中有所增长，使得国内造纸行业景气度整体出现复苏。2017年1~9月，造纸行业景气反弹，截至2017年9月底中国造纸业景气指数升至1572.69点，较2016年底增长约422点。

2017年，成品纸产品价格多次上调，造纸企业经营业绩整体呈现较大幅度的增长。2017年1~9月，全国造纸及纸制品业累计主营业务收入11767亿元，同比增长11.29%；截至2017年10月底，国内白卡纸市场价格为6950元/吨，较2016年底大幅增长26.36%；除此之外，双胶纸市场价格为7125元/吨，较2017年上半年均价6207元/吨增长14.79%；铜版纸最新市场价格为7475元/吨，较2017年上半年均价6586元/吨增长13.50%。

根据中国报告大厅对2017年1~12月造纸及纸制品业增加值进行监测统计显示：2017年12月造纸及纸制品业增加值同比增长0.4%，2017年1~12月造纸及纸制品业增加值累计增长4.2%。2017年1-12月全国造纸及纸制品业固定资产投资额进行监测统计显示：2017年1~12月全国造纸及纸制品业固定资产投资额(累计值)为3090.96亿元，累计增长1.2%。

总体看，2017年以来，随着过剩产能的逐步退出，下游需求的持续向好，造纸行业整体景气度明显回升，但细分产品景气度有所分化。

2. 行业关注

原材料

纸浆作为造纸工业的直接原料通常分为木浆、废纸浆及非木浆。目前国际造纸工业纸浆结构中木浆约占60%，废纸浆约占30%。

中国造纸行业受国内森林覆盖率低，天然林资源匮乏的限制，进口木浆价格走势对造纸企业成本具有较大影响。2014年以来由于淘汰落后产能政策的实施和环保压力增大，纸浆价格已经出现显著下降，特别是随着2015年东部地区小型造纸厂的关停，进口针叶浆和阔叶浆价格均出现大幅回落。2016年下半年以来，中国造纸行业供给侧改革成效显著，各大型造纸厂商报价均有提升，但木浆价格受国际市场供需影响，未有明显提升。根据Wind资讯统计，截至2016年底，中国针叶浆和阔叶浆进口均价分别为每吨580美元和489美元，同比下降4.23%和下降20.75%。2017年初，受此轮造纸调价传导影响，进口木浆美元价格开始走高。造纸行业资源束缚的特性决定了原材料的供应将直接影响企业的盈利和发展。截至2018年4月，中国针叶浆和阔叶浆进口均价分别为上升至每吨890美元和790美元，较2016年底出现较大幅度的上升。

总体看，国内造纸行业原料供给对进口依赖程度较高，且价格与国际市场联动性强。2017年以来，随着造纸行业景气度回升，原材料价格不断上涨，对企业的成本控制能力提出挑战。

行业集中度和竞争格局

造纸行业是规模效益显著的行业，行业集中度越来越高。目前世界前20位造纸企业的产量已经占世界总量的40%以上。

近年来，造纸行业出现两极化的发展趋势：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。截至2017年5月，全国规模以上造纸企业2328家，较2014年减少600余家，规模以上造纸企业数量自2014

年来持续下降，行业集中度进一步加剧，竞争更为激烈。

3. 行业政策

根据国务院办公厅于2016年11月10日印发的《控制污染物排放许可制实施方案的通知》（国办发〔2016〕81号），2017年1月，环保部发布了《排污许可证管理暂行规定》（以下简称《规定》）。《规定》明确，环境保护部按行业制订并公布排污许可分类管理名录，分批分步骤推进排污许可证管理。环境保护部根据污染物产生量、排放量和环境危害程度的不同，在排污许可分类管理名录中规定对不同行业或同一行业的不同类型排污单位实行排污许可差异化管理。对污染物产生量和排放量较小、环境危害程度较低的排污单位实行排污许可简化管理。

《规定》是全国排污许可管理的首个规范性文件，依据《环境保护法》《水污染防治法》《大气污染防治法》《行政许可法》等法律和《实施方案》的要求，从国家层面统一了排污许可管理的相关规定，主要用于指导当前各地排污许可证申请、核发等工作，是实现2020年排污许可证覆盖所有固定污染源的重要支撑，同时为下一步国家制定出台排污许可条例奠定基础。

2017年12月，环保部印发《进口废纸环境保护管理规定》，明确进口废纸的企业应符合下列许可条件：

1. 申请进口废纸许可的加工利用企业应为以废纸为原料的生产企业；
2. 申请企业年产能应不小于5万吨；
- 取得排污许可证；
3. 具有与加工利用能力相适应的制浆、造纸等生产加工设备。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司在产权状况、企业规模、技术水平、人员素质、外部支持等方面无重大

变化。

七、重大事项

珠海华丰纸业安全事故

2017年3月4日，公司三级控股子公司珠海华丰厂区内，承包施工单位江苏天星高空建安防腐工程有限公司（简称“江苏天星”）在进行停用维修中的120米钢筋混凝土烟囱防腐工程质保维修作业时，因突发火灾造成江苏天星6名施工人员死亡。江苏天星在2015年通过投标承揽了珠海华丰的烟囱防腐工程，本次施工作业属于其在工程质保期内进行的维修。事故发生后，珠海华丰作为业主单位立即启动安全事故应急预案，由珠海华丰主要领导组成的应急小组第一时间赶赴现场处理事故，并按相关法律、法规及相关程序向有关部门进行了报告。目前，珠海华丰已经恢复正常生产。

根据国家安全生产监督管理总局公告【2017第16号】《2017年第三批安全生产失信联合惩戒“黑名单”单位及其人员名单》（以下简称“联合惩戒名单”），珠海华丰及主要负责人季向东，因2017年3月4日发生一起较大生产安全责任事故，被纳入联合惩戒名单，联合惩戒管理期限为1年。

截至2017年底，珠海华丰资产总额24.36亿元，净资产10.50亿元；2017年实现营业收入20.24亿元，净利润0.06亿元。

八、管理分析

2018年1月，公司总经理季向东先生因个

人原因原因辞去公司及子公司的一切职务。公司董事会聘任任小平先生为公司总经理。同时，公司法定代表人变更为任小平先生。

任小平先生，1972年出生，中共党员，硕士研究生，教授职称，注册会计师。历任中国劳动关系学院经济管理系财务管理教研室主任、系副主任，中国纸业投资有限公司财务管理中心总经理、战略发展部总经理，兼任中冶美利云产业投资股份有限公司监事会主席，广东冠豪高新技术股份有限公司董事。

除此之外，跟踪期内，公司其他管理体制及管理制度无重大变化。

九、经营分析

1. 经营现状

2017年，造纸行业景气度提升，公司实现主营业务收入33.88亿元，同比增长10.57%；主营业务收入占营业收入比重为94.56%，公司主业依旧突出。

分板块看，2017年，公司白卡纸业务实现收入27.89亿元，同比增长6.37%；印刷品业务收入2.56亿元，同比变化不大；胶乳业务收入3.44亿元，同比大幅增长91.94%，主要原因是下游造纸企业需求旺盛。

毛利率方面，2017年，公司主营业务综合毛利率受原材料价格上涨影响同比有所下降，为12.97%。其中，白卡纸及印刷品业务毛利率同比均有下降，分别为12.50%和14.46%；胶乳业务毛利率为15.63%，同比大幅上升4.81个百分点，主要系下游需求旺盛，销价提高所致。

表1 公司近年主营业务收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2015年			2016年			2017年			2018年1~3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
白卡纸	282088.12	88.07	16.57	262212.54	85.58	16.58	278862.33	82.32	12.50	59806.63	79.16	7.93
印刷品	24535.27	7.66	18.18	26269.28	8.58	16.87	25557.33	7.54	14.46	7562.13	10.01	15.66
胶乳	13681.18	4.27	22.00	17897.33	5.84	10.82	34351.56	10.14	15.63	8181.74	10.83	22.75

合计	320304.57	100.00	16.70	306379.15	100.00	16.27	338771.22	100.00	12.97	75550.50	100.0	10.31
----	-----------	--------	-------	-----------	--------	-------	-----------	--------	-------	----------	-------	-------

资料来源：公司提供

2018年1~3月，公司实现主营业务收入7.56亿元，同比变化不大；其中白卡纸业务实现收入5.98亿元，同比基本持平，仍然为主营业务收入主要来源；印刷品业务收入0.76亿元，同比有所增长；胶乳业务收入为0.82亿元，同比略有下降。毛利率方面，白卡纸业务毛利率受原材料价格继续上涨影响下降至7.93%；印刷业务和胶乳业务毛利率分别提升至15.66%和22.75%。当期，公司综合毛利率为10.31%。

造纸业务

(1) 原材料采购

白卡纸的主要原料为木浆，白卡纸生产成本中木浆大约占比65~70%。公司无制浆生产，所需木浆需要全部外购。白卡纸对木浆品质要求较高，进口木浆品质较国产木浆稳定，目前公司木浆主要从加拿大、巴西、智利、南非等国进口；通过控股股东中国纸业建立的采购中心，公司与Fibria、April等国际知名的林浆一体化的现代化企业签署长期供货协议，保障了木浆的稳定供应以及木浆的质量，进口木浆在公司木浆采购总量中占比超过90%。木浆的价格波动对生产成本影响较大。跟踪期内，公司采购结算方式变化不大，进口木浆采用3个月的信用证结算方式，采用美元计价；木浆外，公司所需造纸化工原料主要结算方式为月结，采用银行承兑汇票付款方式。

表2 公司近年造纸业务主要原材料采购情况

原材料	2015年	2016年	2017年	2018年1~3月	
木浆	采购量(万吨)	54.33	72.89	64.17	16.59
	采购均价(元/吨)	3463.49	3332.53	3758.03	4373.63

资料来源：公司提供

2017年，公司采购木浆64.17万吨，同比大幅下降，主要系当期木浆贸易规模缩减所致；采购价格为3758.03元/吨，同比增长12.77%。2018年1~3月，公司木浆采购量为16.59万吨；

采购均价大幅上涨至4373.63元/吨。总体看，跟踪期内原材料价格大幅上涨，公司营业成本大幅增长。

(2) 生产及销售

2017年，公司生产线产能、主要产品种类同比变化不大，分为烟卡、食品级白卡、社会白卡三大系列，红塔牌高端烟卡、红梅牌中低档烟卡、利乐无菌包、普通液包、普通食品包、特殊社会卡和普通社会卡七小类产品。其中食品级白卡是公司未来重点的发展方向，公司率先打破国外技术垄断，自主研发广泛用于液态奶、果汁、凉茶等饮料包装的液体无菌包装原纸，有效替代进口产品；涂布防油食品卡、高档纸杯原纸等食品包装系列产品得到了麦当劳等著名餐饮集团的认可。

公司能够灵活生产各类个性化订单和专门定制产品，主要采取订单生产的方式。公司为了快速响应客户需求，对每类产品都有少量的备货。

表3 2016~2018年3月主要产品产销情况

(万吨/年、%、元/吨、吨)

产品类别	项目	2016年	2017年	2018年1~3月
白卡纸	产能	51.20	51.20	12.80
	产能利用率	89.67	87.13	104.84
	产销率	100.85	106.05	73.85
	销售均价(不含税)	5688.65	5888.90	6080.99
	产量	45.91	44.61	13.42
	销量	46.30	47.31	9.91

资料来源：公司提供

注：公司生产线原设计年产能约为60万吨，因公司产品结构调整升级，原有设计产能已达不到。

跟踪期内，公司销售模式、销售渠道、销售结算方式等方面变化不大。受珠海华丰安全事故以及天鸽号台风停机的影响，2017年，公司白卡纸产能利用率降低至87.13%。同期，造纸行业景气度回升，公司白卡纸销售均价同比

增长 3.52% 至 5888.90 元/吨，涨幅不及原材料；产销率上升至 106.05%。2018 年一季度，白卡纸销售均价继续提升至 6080.99 元/吨。

从客户结构看，目前公司的白卡纸产品市场主要应用于国内大型卷烟生产商和食品集团，2017 年主营业务前五大客户集中度同比变化不大，为 16.57%。

表 4 2017 年公司主营业务前五大客户
(单位: 万元、%)

客户	销售金额	占比
宁波保税区方圆纸业有限公司	16878.24	4.71
乐美包装(昆山)有限公司	10854.68	3.03
海南金海浆纸业有限公司	10728.09	2.99
广州市晨辉纸业有限公司	10714.49	2.99
东莞建晖纸业有限公司	10213.43	2.85
合计	59388.93	16.57

资料来源: 公司提供

印刷业务

公司印刷业务产品主要定位为食品包装、日用品包装、药品包装系列，2015~2017 年，公司印刷业务收入规模不大，收入占比均在 9% 以内，2017 年公司印刷业务实现营业收入 2.56 亿元。

公司印刷业务所需原材料主要为外采，2017 年，公司印刷业务白板纸采购量为 0.73 万吨，同比略有增长；采购均价为 4564 元/吨，同比大幅增长。同期，公司印刷业务白卡纸采购量为 0.87 万吨，同比大幅增长；采购均价为 6643 元/吨，同比增幅大。2018 年 1~3 月，白板纸采购均价较 2017 年保持相对稳定；白卡纸采购价格略有下降。

表 5 公司近年印刷业务主要原材料采购情况

原材料		2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
白板纸	采购量(万吨)	0.68	0.73	0.17
	采购价格(元/吨)	3429	4564	4569
白卡纸	采购量(万吨)	0.52	0.87	0.20
	采购价格(元/吨)	5389	6643	6483

资料来源: 公司提供

总体来看，跟踪期内，公司印刷业务收入

同比保持基本稳定，但受采购价格上涨影响，毛利率有所下降。

化工业务

公司化工业务主要生产和销售胶乳，由控股子公司金鸡化工负责运营；胶乳业务主要面对华南地区的造纸企业供应造纸用羧基丁苯胶乳、苯丙胶乳和碳酸钙填充材料；公司胶乳生产所需主要原材料价格主要受国际原油价格影响；下游销价销量主要受造纸行业景气度影响。截至 2017 年底，金鸡化工拥有胶乳产能 12 万吨。

近年来，公司胶乳业务收入占比小，但 2017 年，造纸行业景气度大幅回升，下游需求旺盛，公司胶乳业务实现收入 3.44 亿元，毛利率为 15.63%。

其他业务

2017 年，公司主营业务以外的其他业务实现营业收入 1.95 亿元，同比大幅下降，占营业总收入的比重下降到 5.45%，主要系木浆采购价格上涨，公司收缩木浆贸易业务规模所致。

2. 经营效率

2017 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均同比均有所回升，分别为 2.98 次、5.19 次和 0.62 次。总体看，公司整体经营效率一般。

十、财务分析

公司提供的 2015~2017 年财务报表均由大华会计师事务所(特殊普通合伙)审计，并均出具了标准无保留审计结论；2018 年一季度财务报表未经审计。近年来，公司合并报表范围变化对财务数据可比性影响较小。

1. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额 54.26 亿元，同比下降 12.23%；其中流动资产和非流动资产分别占 41.08% 和 58.92%，流动资产占比有所下

降，资产结构仍以非流动资产为主。

截至 2017 年底，公司流动资产 22.29 亿元，主要由货币资金（占 12.90%）、应收账款（占 32.75%）、应收票据（占 19.32%）和存货（占 26.29%）等构成。

截至 2017 年底，公司货币资金 2.88 亿元，同比下降 46.13%，主要包括银行存款 2.54 亿元使用受限的和其他货币资金 0.33 亿元。

截至 2017 年底，公司应收账款账面价值 7.30 亿元，同比下降 11.62%。应收账款主要按组合计提坏账准备，占账面余额的 94.67%，其中账龄 1~3 个月的占 92.63%，账龄以短期为主。2017 年底，公司应收账款综合计提比例为 0.44%，计提比例低；2017 年底，公司应收账款前五名占比为 18.04%，集中度较低。

截至 2017 年底，公司存货账面价值 5.86 亿元，同比下降 4.26%，主要系公司适度调整存货规模以适应生产需要所致。从构成上看，主要是原材料（占 51.71%）和库存商品（占 41.98%）构成，公司综合计提比例为 1.84%，计提比例偏低，存在一定存货跌价风险。

截至 2017 年底，公司其他流动资产 0.44 亿元，同比大幅下降，主要是结构性存款到期赎回所致。

截至 2017 年底，公司非流动资产 31.97 亿元，同比下降 6.53%，主要由可供出售金融资产（占 19.63%）、固定资产（占 72.01%）和无形资产（占 4.37%）等构成。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产大幅增长至 6.28 亿元，主要原因是原联营企业诚通财务当期增加注册资本人民币 40.00 亿元，其中公司增资 3 亿股，每股人民币 1.32 元，实际出资人民币 3.96 亿元，增资后本公司持有诚通财务的股权比例由 20.00% 下降至 10.00%，且不具有控制、共同控制、重大影响，公司将将对诚通财务的投资由长期股权投资科目转入可供出售金融资产科目，并改为成本法核算。

截至 2017 年底，公司长期应收款 4.90 亿元，全部为佛山诚通应付公司欠款，截至 2017 年底，

该科目为 0，公司已收回全部本息。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 55.08 亿元，较 2017 年底变化不大，流动资产和非流动资产分别占 42.67% 和 57.33%，流动资产比重有所增加，其中存货较 2017 年底增长 31.95% 至 7.73 亿元，主要系原材料账面价值大幅提升所致。

总体来看，2017 年底，公司资产规模有所下降，存货及应收账款占比仍较高，公司整体资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

负债

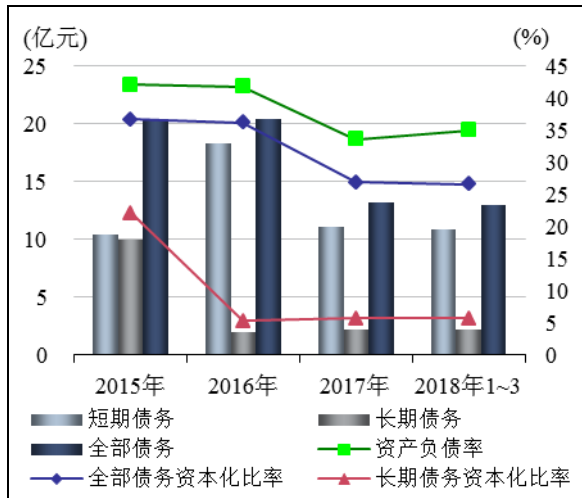
截至 2017 年底，公司负债合计为 18.24 亿元，流动负债占比降低至 86.23%，公司负债结构仍以流动负债为主。

截至 2017 年底，公司流动负债 15.73 亿元，主要以短期借款（占 57.06%）、应付账款（占 21.70%）和一年内到期的非流动负债（占 12.71%）为主。截至 2017 年底，公司短期借款为 8.97 亿元，同比微增；应付票据 0.09 亿元，同比大幅下降，主要系上游原材料紧张，现金结算方式增加所致；公司一年内到期的非流动负债大幅降低至 2.00 亿元，主要是公司于 2012 年 11 月 26 日发行的 8 亿元公司债券“12 华包债”到期偿还所致。

截至 2017 年底，公司非流动负债 2.51 亿元，其中新增 2.00 亿元长期借款，减少 2.00 亿元应付债券并将其转入一年内到期的非流动负债。

有息债务方面，截至 2017 年底，公司全部债务规模大幅下降至 13.25 亿元，其中短期债务占比为 83.62%；截至 2017 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别下降至 33.61% 和 26.89%；长期债务资本化比率保持稳定为 5.68%。

图1 近年来公司债务情况



资料来源：公司财务报表

截至2018年3月底，公司负债总额为19.27亿元，较2017年底增长5.66%，主要系原材料价格上涨公司应付账款增长所致；流动负债和非流动负债分别占87.02%和12.98%，负债结构变化不大。公司全部债务为13.01亿元，较2017年底变化不大。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为34.99%、26.65%和5.70%。

总体看，跟踪期内公司有息债务规模大幅下降，有息债务负担减轻。

所有者权益

截至2017年底，公司所有者权益为36.02亿元，同比保持稳定；归属于母公司所有者权益中实收资本占25.49%、资本公积占12.95%、盈余公积占9.73%、未分配利润占51.83%。截至2018年3月底，公司所有者权益规模和构成较2017年底变化不大。总体看，跟踪期内，公司所有者权益变化不大，权益稳定性一般。

3. 盈利能力

2017年，公司实现营业收入35.83亿元，同比下降0.68%；营业利润率较上年下降1.19个百分点至12.61%，盈利能力有所下降。

2017年，公司期间费用率为12.00%，同比上升1.28个百分点；其中，销售费用和管理费用同比变化不大，财务费用受汇兑损益影响，

增长至1.22亿元。公司期间费用控制水平有待提高，期间费用对利润形成一定侵蚀。

2017年，公司投资收益0.35亿元，同比增长78.57%，主要是诚通财务盈利增加及结构性理财产品赎回确认投资收益；公司经营利润0.62亿元；公司营业外收入0.04亿元，同比大幅下降，主要系新会计准则将与公司日常经营活动相关的政府补助计入其他收益所致。当期，公司利润总额为0.37亿元，同比下降76.81%，公司净利润为0.35亿元。盈利指标方面，2017年，公司总资本收益率和净资产收益率分别下降至3.20%和0.98%，整体盈利水平大幅下降。

2018年1~3月，公司实现营业收入7.91亿元，同比变化不大；原材料价格上涨推升营业成本，公司营业利润和利润总额均同比由正转负，分别为-0.21亿元和-0.20亿元。

总体看，2017年受原材料价格大幅上涨、珠海华丰安全事故及天鸽号台风停机共同影响，公司盈利能力大幅下降，2018年一季度出现经营亏损。

4. 现金流及保障

从经营活动来看，2017年公司经营活动现金流入为35.68亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金为35.01亿元；同期，受现金支付方式增多影响，公司购买商品、接受劳务收到的现金大幅增长至31.52亿元，使得2017年公司经营活动产生的现金流量净额降至-0.37亿元。2017年，公司现金收入比为97.70%，同比上升7.11个百分点。

从投资活动来看，2017年公司投资活动现金流入为7.85亿元，其中收到其他与投资活动有关的现金7.36亿元，主要由佛山诚通归还的长期借款和赎回的结构性存款构成；同期，公司投资活动现金流出4.31亿元，主要为投资支付的现金3.96亿元（增资诚通财务）；当期，公司投资活动现金流量净额为3.54亿元。

从筹资活动来看，2017年公司筹资活动产生的现金流量净额为-4.09亿元，主要系归还到

期债务所致。

2018年1~3月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为7.68亿元，购买商品、接受劳务支付的现金为6.57亿元，经营活动现金流量净额为0.26亿元，较2017年由负转正，主要系原材料采购现金结算减少所致；同期投资活动、筹资活动产生的现金流量净额分别为-0.02亿元和-1.55亿元；现金收入比为97.02%，较2017年变化不大。

总体看，2017年公司经营活动现金流量净额由正转负，投资活动呈正流入，对外筹资压力不大。

5. 偿债能力

从短期债务指标看，截至2017年底，公司流动比率和速动比率同比均有所上升，分别为141.76%和104.48%。截至2018年3月底，公司流动比率和速动比率为140.15%和94.02%。总体看，跟踪期内，公司短期偿债能力有所提升。

从长期偿债指标看，2017年，公司EBITDA 3.29亿元，EBITDA利息倍数下降至2.68倍，全部债务/EBITDA倍数下降至4.03倍。公司长期偿债能力尚可。

截至2018年3月底，公司无对外担保。

截至2018年3月底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为19.30亿元，尚未使用的额度约为7.16亿元，公司间接融资渠道有待拓宽；公司为B股上市公司，拥有直接融资能力。

6. 过往债务履约情况

根据通过中国人民银行企业查询的《企业信用报告（银行版）》，截至2018年4月13日，公司本部无未结清和已结清的不良和关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

基于对行业基本情况以及公司自身经营规模、财务状况和未来公司发展的综合判断，公

司整体抗风险能力较好。

十一、存续债券偿还能力分析

截至2017年底，公司一年内到期的债券为“15华包MTN001”，额度为2亿元，债券募集资金已全部用于补充流动资金，债券将于2018年7月31日到期。

截至2017年底，公司EBITDA为3.29亿元，对“15华包MTN001”的覆盖倍数为1.65倍；公司经营活动产生的现金流入量为35.68亿元，对“15华包MTN001”的覆盖倍数为17.84倍；公司现金类资产7.18亿元，为“15华包MTN001”的3.59倍。公司经营活动现金流入量及EBITDA对本期中期票据保障能力强。

表6 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

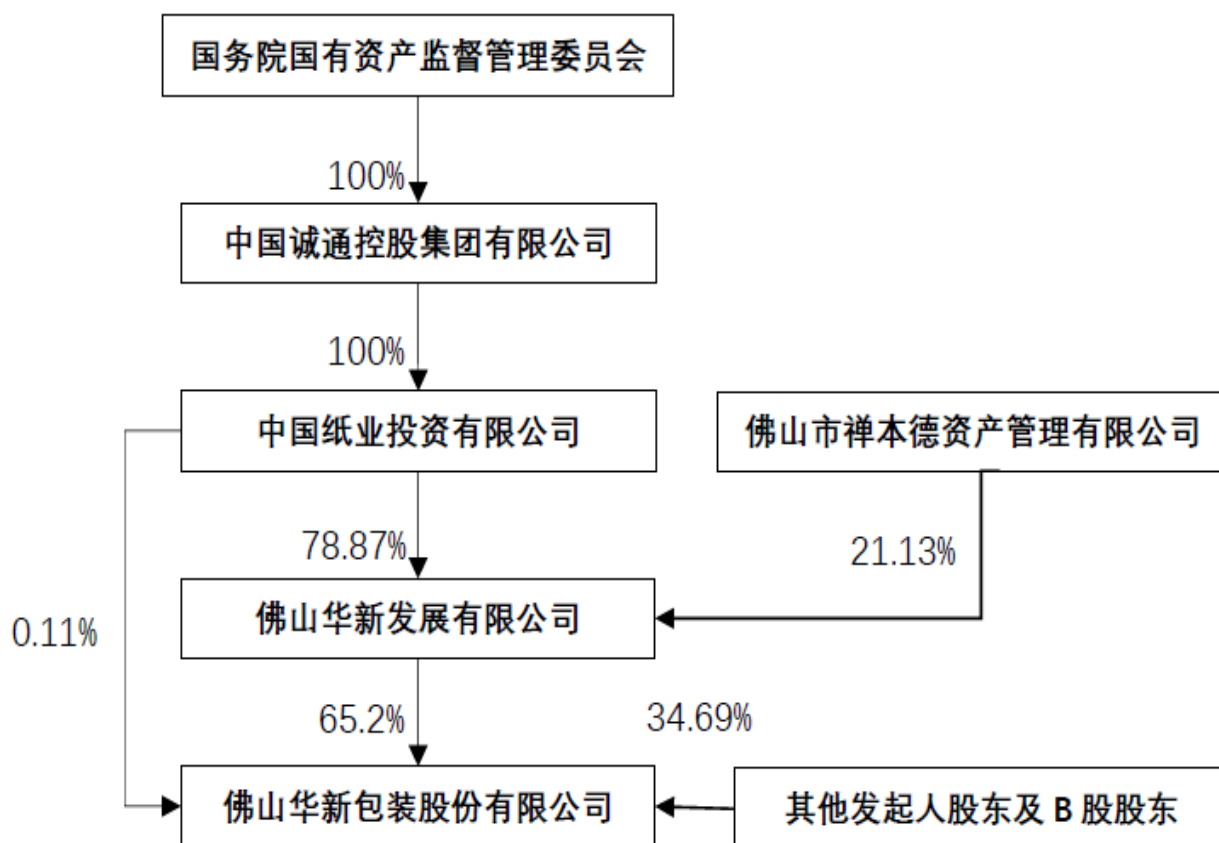
项目	2017年
一年内到期债券余额	2.00
现金类资产/一年内到期债券余额	3.59
经营活动现金流入量/应付债券余额	17.84
经营活动现金流净额/应付债券余额	--
EBITDA/应付债券余额	1.65

资料来源：联合资信整理

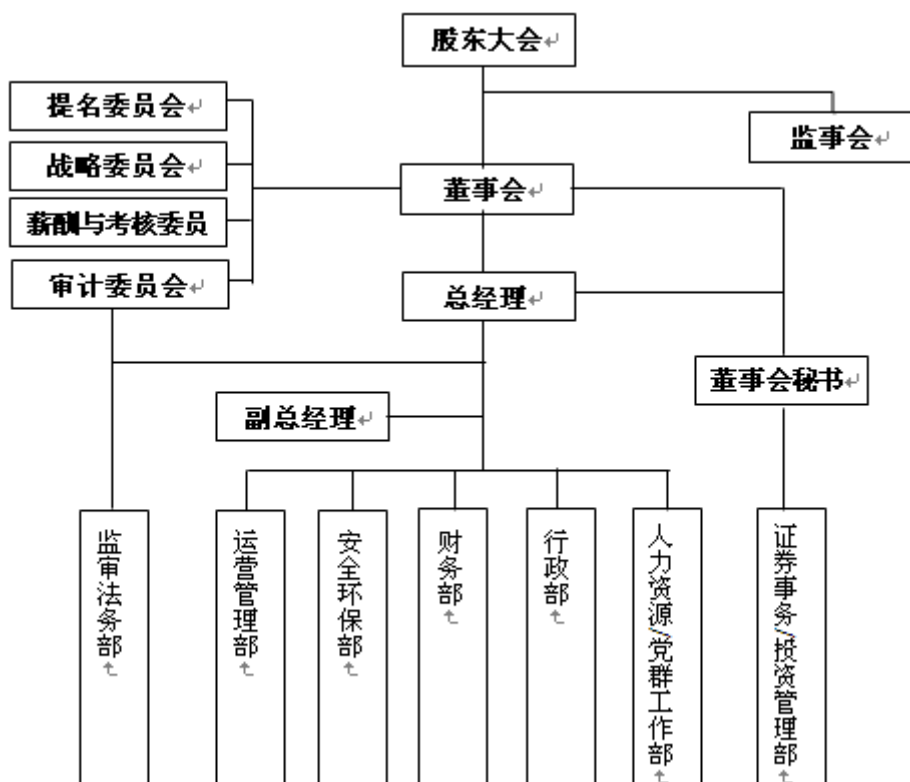
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，维持“15华包MTN001”的信用等级为AA。

附件 1-1 截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	4.53	7.79	6.85	6.66
资产总额(亿元)	60.59	61.83	54.26	55.08
所有者权益(亿元)	35.09	35.99	36.02	35.81
短期债务(亿元)	10.40	18.37	11.08	10.85
长期债务(亿元)	9.96	2.03	2.17	2.17
全部债务(亿元)	20.36	20.40	13.25	13.01
营业收入(亿元)	32.82	36.08	35.83	7.91
利润总额(亿元)	1.87	1.61	0.37	-0.20
EBITDA(亿元)	4.56	4.42	3.29	--
经营性净现金流(亿元)	6.13	4.09	-0.37	0.26
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.93	3.13	2.98	--
存货周转次数(次)	3.30	4.66	5.19	--
总资产周转次数(次)	0.53	0.59	0.62	--
现金收入比(%)	92.61	90.59	97.70	97.02
营业利润率(%)	16.23	13.80	12.61	9.68
总资本收益率(%)	5.17	4.49	3.20	--
净资产收益率(%)	4.87	3.87	0.98	--
长期债务资本化比率(%)	22.10	5.33	5.68	5.70
全部债务资本化比率(%)	36.72	36.18	26.89	26.65
资产负债率(%)	42.09	41.79	33.61	34.99
流动比率(%)	167.21	117.14	141.76	140.15
速动比率(%)	120.72	91.18	104.48	94.02
经营现金流流动负债比(%)	40.01	17.35	-2.34	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.94	3.88	2.68	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.47	4.62	4.03	--

注：公司 2018 年一季度财务数据未经审计；其他应付款中的有息债务计入短期债务；长期应付款中的有息债务计入长期债务；现金类资产已剔除受限货币资金。

附件3 有关计算指标的计算公式(新准则)

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/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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
 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 4-1 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：

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

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。