

联合研究报告

2014.12.31

造纸行业 2014 年度研究报告



联合资信评估有限公司

China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

造纸行业 2014 年度研究报告

时间：2014 年 12 月 31 日

分析师：

高利鹏 李 阳

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679688

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）

www.lhratings.com

行业概要

造纸行业是国民经济中重要的基础原材料行业，其上下游涉及林业、农业、资源再利用、机械制造、化工、电气自动化、交通运输、环保等多个产业，行业具有技术密集、工艺复杂、资源消耗量大、污染重的特点。伴随国民经济的持续快速发展，中国造纸行业逐渐从粗放式生产向集约型发展模式过渡，中国已成为全球纸品产销大国，造纸总产量和消费量已经跃居世界首位。

2013 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，全行业过剩产能还需要一定时间逐步消化。2014 年造纸行业未见实质性改观，主要纸种出厂价格低位徘徊。造纸行业至今未出现明显的复苏迹象，但行业筑底情势有所显现。

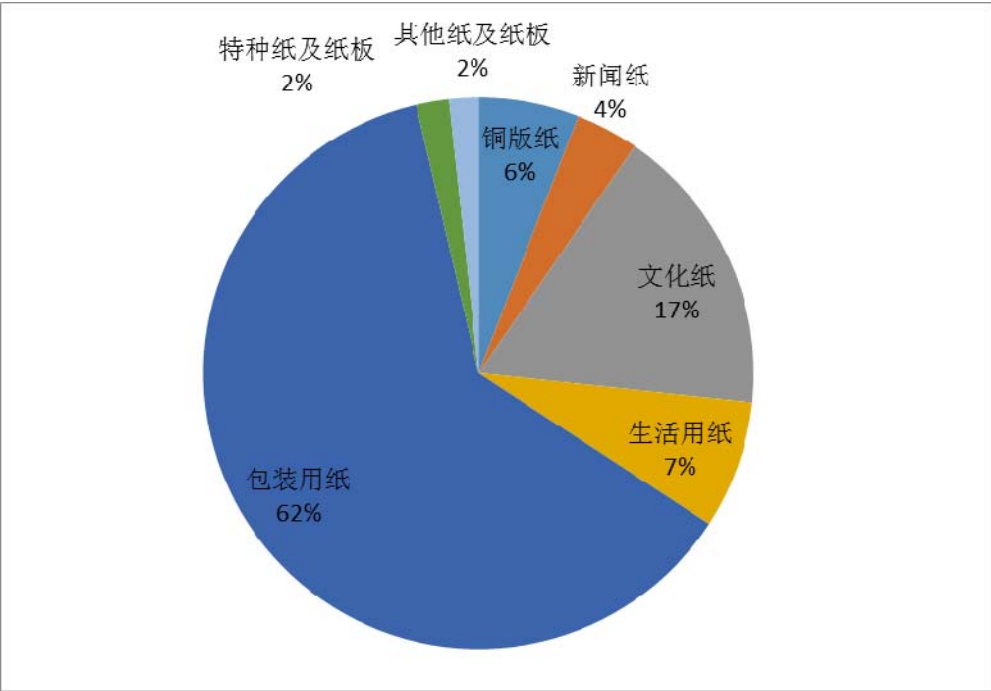
展望 2015 年，造纸行业信用品质较差，行业展望稳定，行业细分纸品市场信用品质可能出现分化。随着中国经济结构调整，经济增速放缓将带动纸及纸板总体消费量增速回落，短时间内难以消化过剩产能，造纸行业整体产能过剩情况仍将持续，企业盈利能力仍将维持在较低水平；细分纸种的表现会有较明显的差异，生活用纸和包装用箱板纸细分行业信用基本面相对较好，白卡纸和白板纸由于新增产能大，短期内可能面临较大供需压力。

一、行业概况

造纸行业是指制造各类纸制品的工业，属于国民经济中重要的基础原材料行业，从上下游关联看，造纸行业涉及林业、农业、资源再利用、机械制造、化工、电气自动化、交通运输、环保等多个产业。造纸行业具有技术密集、工艺复杂、资源消耗量大、生产过程中排污多的特点。随着经济的发展，造纸行业终端产品的种类也日趋多样化，包括纸浆、机制纸及纸板、加工纸、手工纸等等。

从发达国家的历史经验看，随着其国内生产总值的持续增长，纸产品消费量也基本保持了正相关的增速，并且，在美国、加拿大、芬兰、瑞典、日本等国家，造纸工业亦成为其国民经济的重要支柱制造业之一。随着科技的进步，现代造纸工业日益成为技术、资金、资源、能源密集型产业，生产的规模效益明显，且在资源循环利用方面走在了诸多制造业前列。从产品用途看，中国约 92%的纸产品作为生产原料用于印刷、出版、传播、商品包装和其他工业领域，约 7%用于人们日常生活消费。由于造纸行业关联度大，对上下游产业经济有一定的拉动作用，主要工业国均将造纸行业作为国民经济中重要的基础原材料行业进行布局，同时，纸产品的生产和消费水平，也成为衡量一国工业现代化水平的指标之一。

图 1 2013 年中国各纸种消费占比（单位：%）

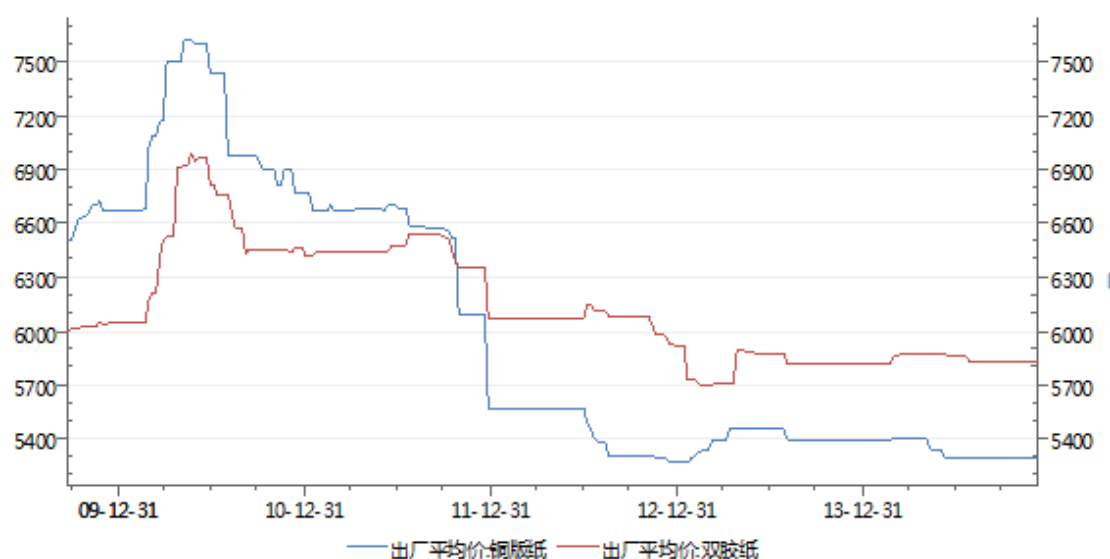


资料来源：中国造纸工业 2013 年报

中国是传统造纸大国，改革开放以来，伴随国民经济的持续快速发展，中国造纸行业也逐步经历着从早期的产能分散、工艺粗放式生产向集约型发展模式的过渡。通过引进技术装备与国内自主创新相结合，中国造纸行业已经建成了一批技术起点高、装备先进、单机产能规模大的项目，业内部分优秀企业率先完成了由传统造纸业向现代造纸业的转变，步入世界先进造纸企业行列。同时，中国也成为全球纸品产销大国，造纸总产量和消费量已经跃居世界首位，2013 年中国造纸总产量和消费量分别占到全世界的 25.63%和 25.03%。

从竞争格局看，目前中国造纸行业属于充分竞争的行业，价格由市场决定，企业间技术水平差距不断缩小，产品同质化较严重，行业集中度低，企业在产品价格上的定价权较弱。根据中国造纸协会统计数据，截至 2013 年底，中国共有 2934 家规模以上造纸企业，其中大中型造纸企业 526 家，占 17.93%。

图 2 主要文化纸（双胶纸）和铜版纸出厂平均价（单位：元/吨）

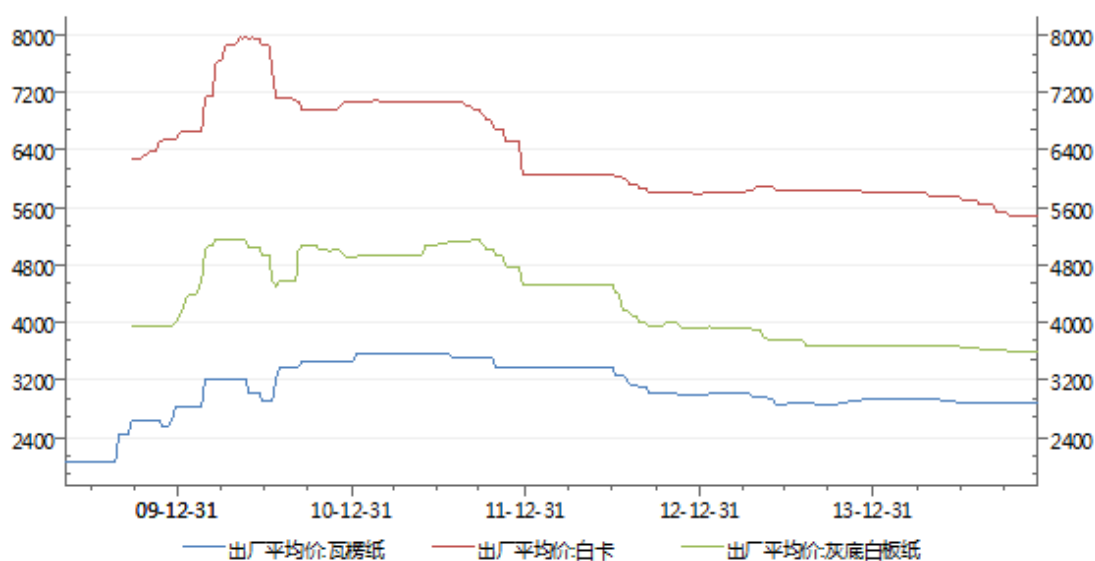


资料来源：wind 资讯

根据 Wind 资讯和中国造纸协会的数据显示，本世纪以来，国内造纸行业经历了供不应求，产能快速提升，供给过剩等发展阶段。2008 年，金融危机的影响迅速蔓延至国内，从 8 月开始造纸行业出现了量价齐跌的局面，全年行业平均毛利率下滑至此前 10 年来最低的 12.48%，业内企业出现大面积亏损，全年形势的起伏变化落差很大。2009 年前三季度，行业走势持续低迷。其后，随着国家

所出台经济刺激政策的逐渐奏效，从 2009 年四季度起，宏观经济企稳回升，继而拉动了下游纸品消费需求的恢复，主要纸种价格均企稳回升，行业毛利率水平回升至 13.40%。2010-2011 年，下游市场用纸需求增速仍保持在相对高位，造纸企业产能利用率进一步提高，行业整体盈利水平显著恢复，主要纸种出厂价格整体处于高位。与此同时，随着下游需求的回升，造纸企业主要原材料废纸、木浆的价格也被顺势推高。进入 2012 年，受宏观经济恶化影响，下游需求增长放缓，造纸行业景气度下滑，加之新增产能的投入，短期内造纸市场供大于求的状况加剧，由于部分纸种产能的过度集中释放，在市场需求持续低迷的情况下，主要纸种出厂价大幅下跌，行业整体经济效益下滑，盈利空间收窄。在经历了 2012 年的整体低迷之后，2013 年到 2014 年造纸行业仍处于深度盘整，行业景气度未见实质性改观，纸及纸板消费量首次出现负增长，主要纸种出厂价格低位徘徊。

图 3 主要包装纸出厂平均价（单位：元/吨）



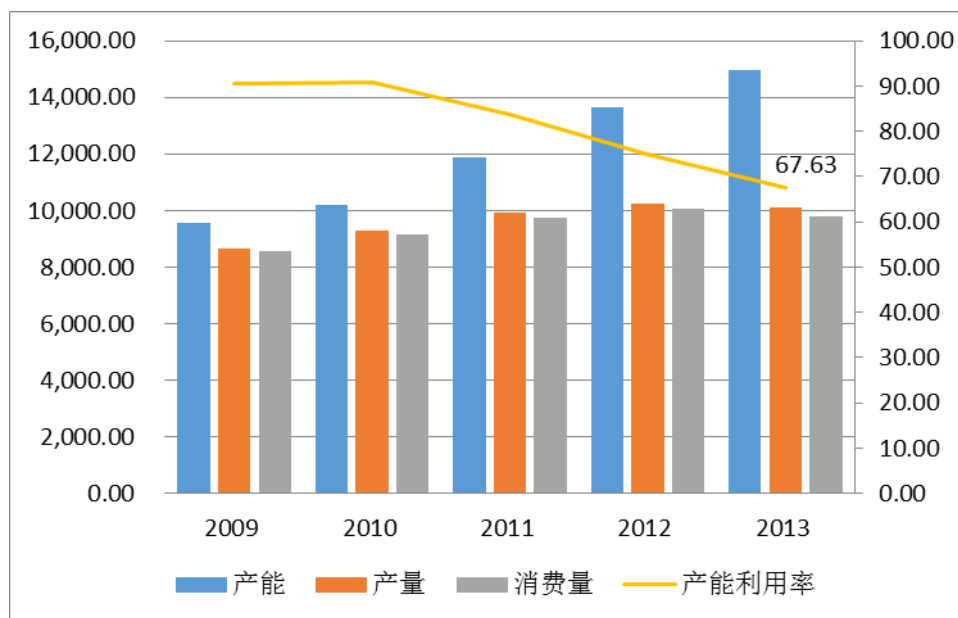
资料来源：wind 资讯

从产销情况看，2009-2013 年，纸及纸板产量始终小幅高于消费量。其中 2009-2012 年，纸及纸板产量和消费量逐年缓慢增长，分别年均增长 2.93%和 2.17%，2013 年，纸及纸板产量和销量 20 年来首次出现了同比下降，分别同比下降 1.37%和 2.65%。

从产能情况看，2009-2013 年，纸及纸板产能呈快速上升趋势，年均增长

11.87%，远高于产量和消费量的增速，产能利用率快速下降，2013 年 纸及纸板的产能利用率为 67.63%，产能过剩严重。

图 4 中国造纸行业产销及产能情况（单位：万吨、%）



资料来源：公开资料整理、wind 资讯

虽然现时中国造纸行业面临着阶段性的行业经营困境，但经过多年的发展，中国造纸行业还是取得了相当的成果。首先，造纸行业产品结构显著优化。通过加强科技研发，改善工艺技术与生产装备等一系列举措，国内纸及纸板产品结构由数量型向质量型转变，品种日益丰富，更加适应消费结构需求，高档纸及纸板的供给能力增强，缓解了高档纸及纸板长期短缺的供需矛盾，个别品种如新闻纸、铜版纸等产品质量已达到世界先进水平。国内制浆造纸装备制造企业通过自主创新和引进技术消化吸收再创新，成功开发了一批具有自主知识产权的技术和设备，建立了重点造纸实验室和工程研究中心、企业技术中心，对中国造纸行业结构调整和优化升级起到了重要的推动作用。其次，造纸产业布局趋向合理化。随着造纸原料政策和区域政策的调整，造纸企业总体呈现由北向南推移的态势。长江以北纸及纸板产量占全国总产量的比重由 2005 年的 43.3%下降至 2010 年的 37.4%；长江以南则由 56.7%上升至 62.6%。中国机制纸及纸板产量主要集中在华东、华南、华中地区，2013 年产量分别占同期全国总产量的 52.4%、21.1%、

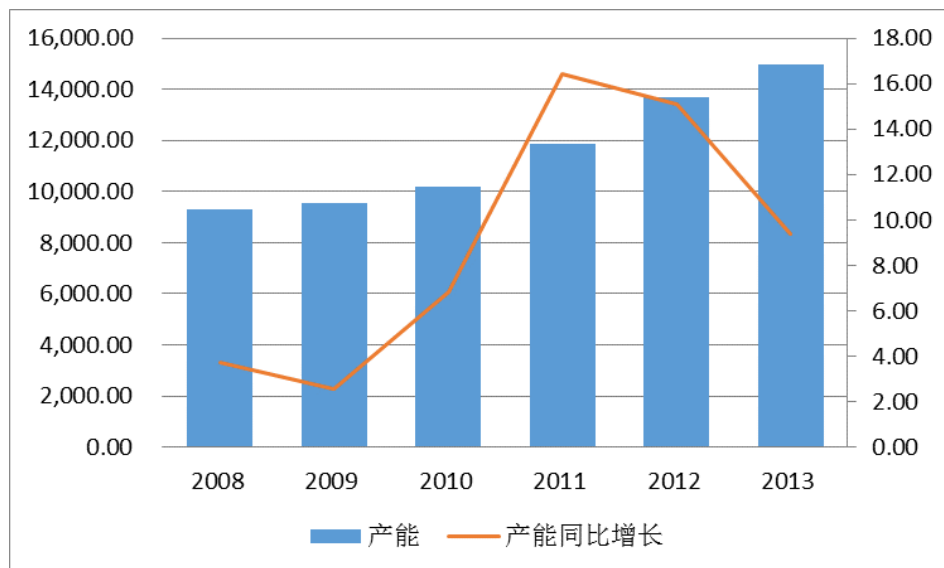
12.7%。年产量超过 100 万吨的造纸重点省（区、市）由 2005 年的 11 个增至 2013 年的 16 个，产量合计达 9653 万吨，占全国总产量的比重达到 95.48%。至于在林纸一体化方面，《全国林纸一体化工程建设“十五”及 2010 年专项规划》实施十余年以来，林纸一体化发展已成为全行业共识，是中国造纸工业发展循环经济的有效实践。通过充分利用国内外两种资源，大力推进林纸一体化工程建设，加强国内废纸回收利用和关停落后草浆生产线，提高了国内木浆和废纸的供给能力，改善了原料结构，继而提升了终端产品品质。

二、行业需求与供给

1. 造纸总体行业供给和需求

从供给看，2008-2013 年，造纸行业产能逐年增长，2009 年随着国家刺激经济政策的出台，造纸行业固定资产投资增长，导致 2010 年产能增速回升，2011 年产能增速达到顶峰，之后随着造纸行业景气度快速下降，企业投资新建产能的动力减弱，产能增速快速下降。

图 5 造纸行业产能情况（单位：万吨、%）

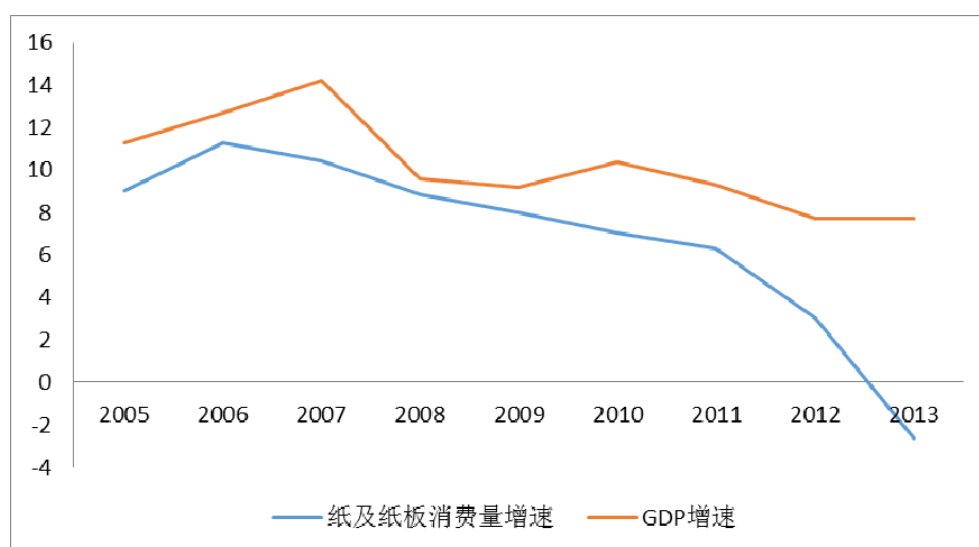


资料来源：根据公开资料整理

从需求来看，造纸行业属于国民经济中重要的基础原材料行业，消费量增速整体与宏观经济增速高度相关（如图 6 和 7），通过对 2005-2013 年纸及纸板消

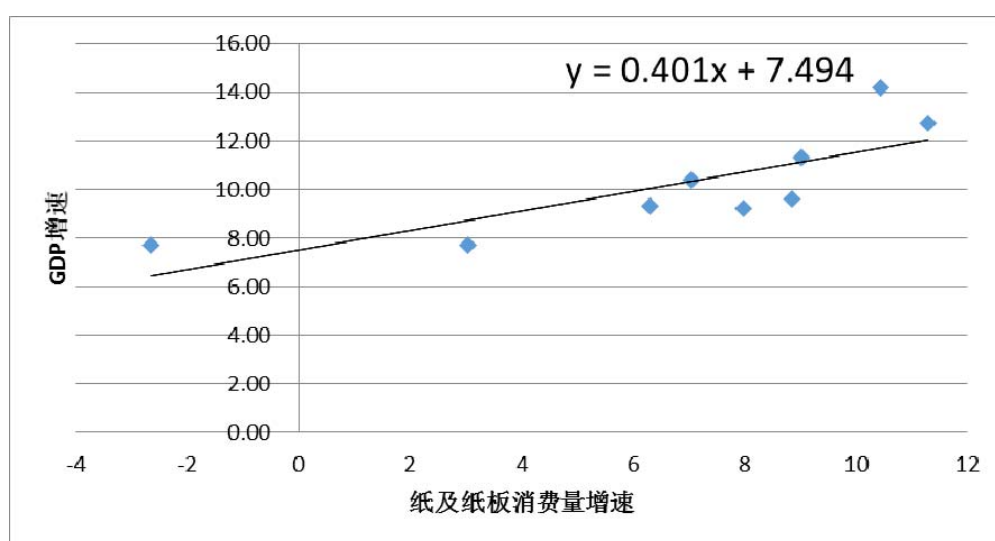
消费量增速与 GDP 增速做线性回归分析（如图 7），得到两者的关系，即关系式（一）： $y=0.401x+7.494$ （ y 为 GDP 增速， x 为纸及纸板消费量增速），当 GDP 增速（ y ）大于 7.494 时，纸及纸板消费量的增速（ x ）为正；当 GDP 增速（ y ）小于 7.494 时，纸及纸板消费量的增速（ x ）为负；由关系式（一）可以得到关系式（二）： $x=2.49y-18.69$ ，当 GDP 增速（ y ）变化一个百分点时，纸及纸板消费量的增速（ x ）变化 2.49 个百分点。

图 6 纸及纸板消费量增速与 GDP 增速（单位：%）



资料来源：wind 资讯

图 7 纸及纸板消费量增速与 GDP 增速回归分析（单位：%）



总体看，短期内，未来随着中国经济结构调整，经济增速放缓将带动纸及纸

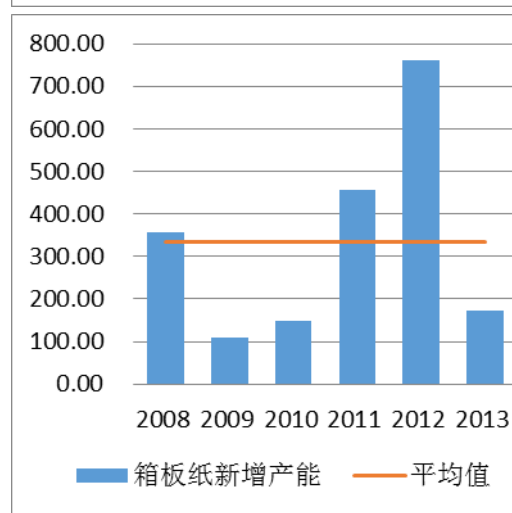
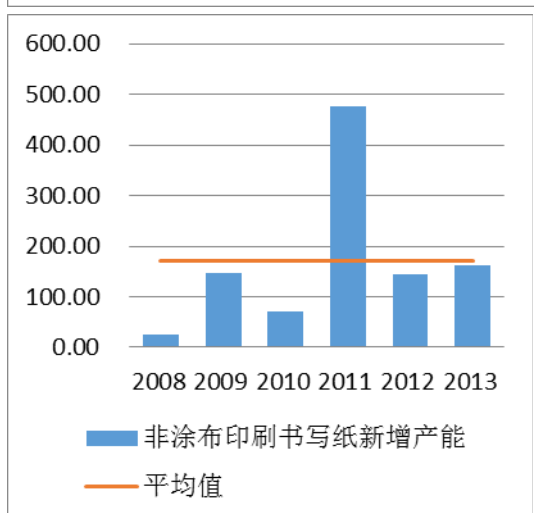
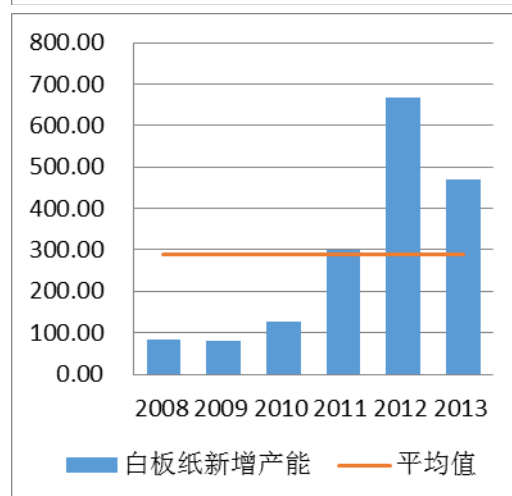
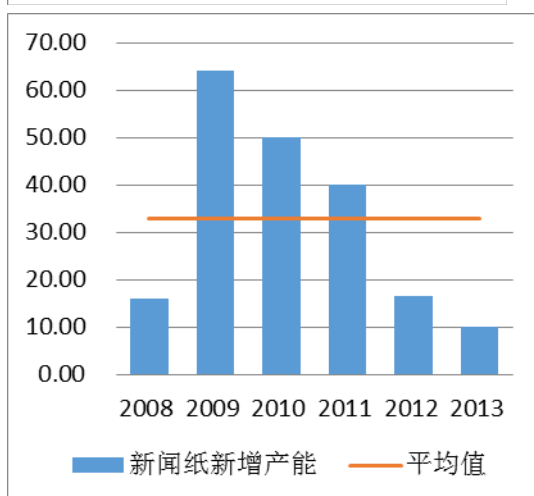
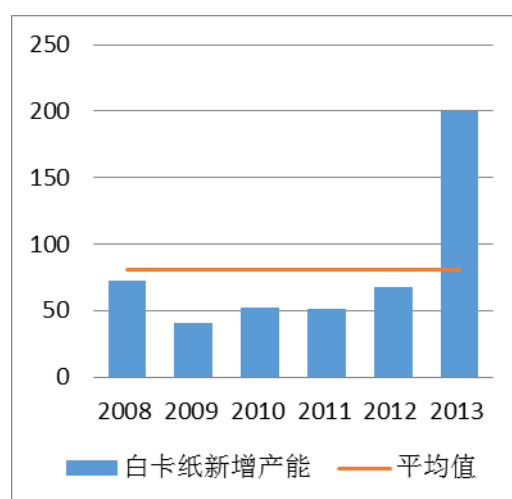
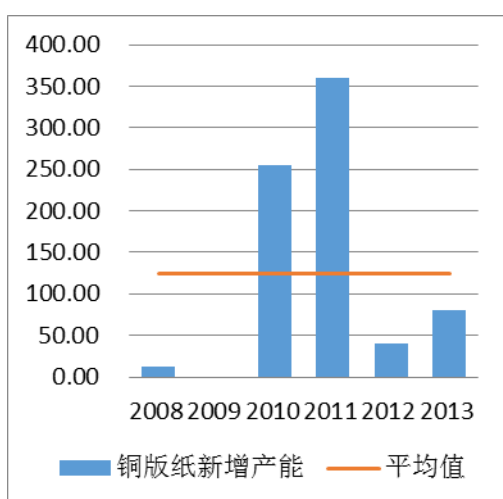
板总体消费量增速回落，短期内难以消化过剩产能，造纸行业整体产能过剩情况仍将持续。

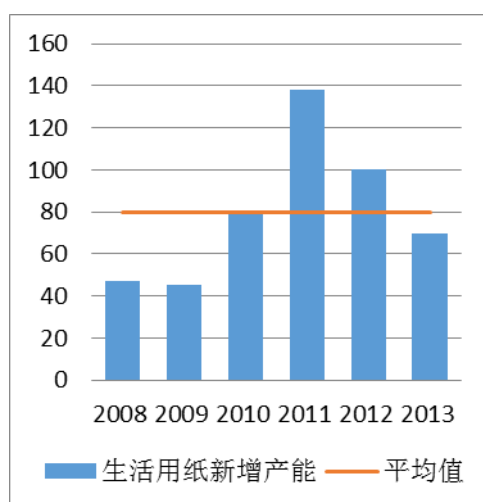
2. 细分纸种供给和需求

从分纸种的供给来看，铜版纸、新闻纸和非涂布印刷书写纸¹近两年新增产能少；包装纸中白卡纸近两年新增产能多，白卡纸 2013 年新增大量产能，箱板纸 2011 年和 2012 年新增大量产能，2013 年新增产能减少；生活用纸近几年产能整体增速较快，但随着前期释放产能对需求端的担忧，2012-2013 年产能增速明显回落。

图 8 近年主要纸种新增产能情况（单位：万吨）

¹ 文化纸的一个主要品种





资料来源：根据公开资料整理

从细分纸种的需求来看，由于电子传媒的兴起，传统纸媒日衰，新闻纸需求整体呈快速下滑趋势，2010-2013 年同比增速分别为-8.24%、-8.04%、1.03%和-7.89%，预计未来消费量整体下行趋势难以逆转；受在校学生人数下滑、办公向无纸化和电子书籍的兴起等影响，文化纸主要品种非涂布印刷书写纸增速整体放缓，2013 年出现负增长，预计未来需求整体呈下滑趋势；2010-2013 年，受限制“三公”消费、电子传媒的兴起和宏观经济增速下滑等因素影响，铜版纸消费量整体增速呈快速下降，2013 年出现负增长；包装纸下游需求与经济增速高度相关，随着宏观经济增速的放缓，主要包装纸增速放缓，2013 年出现负增长；生活用纸的消费量随着各种细分用途的不断开发以及人们生活水平的提高持续增长。

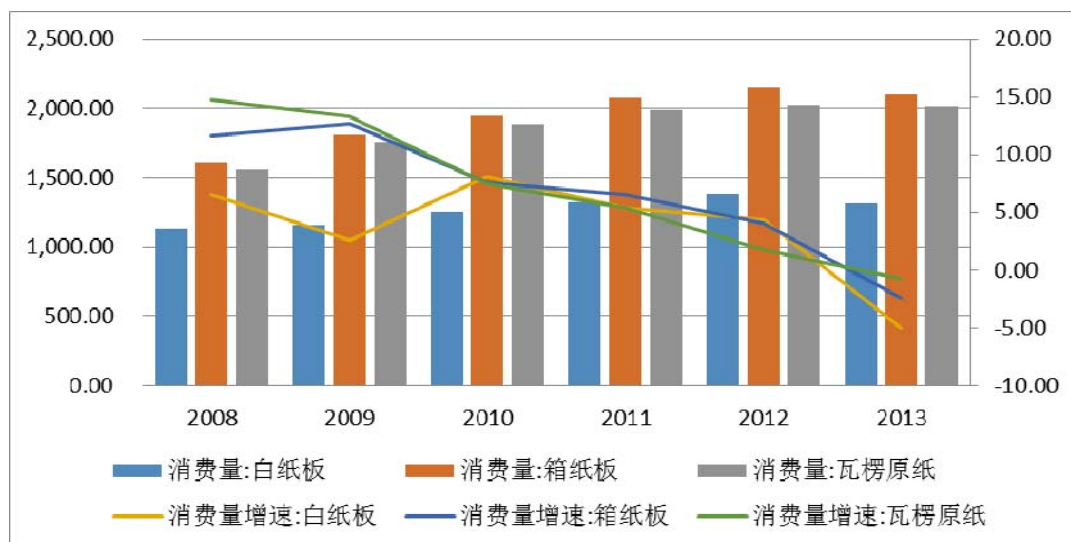
表 1 不同纸种的用途及下游

	主要细分纸种	用途及下游	下游需求主要影响因素
铜版纸		高档杂志、画册、宣传广告、软包香烟、酒标、挂历等	限制“三公”消费影响酒标和挂历、电子传媒兴起影响高档杂志和画册等，整体与宏观经济有一定相关性。
新闻纸		报纸等	电子传媒的兴起
文化纸	双胶纸、轻涂纸、非涂布印刷书写纸	书本、办公用纸、说明书、杂志等	在校学生人数下滑、办公向无纸化和电子书籍的兴起
包装用纸	白板纸、白卡纸、瓦楞纸、箱板纸	食品、饮料、电子电器、服装、鞋等	下游需求与经济增速高度相关
生活用纸		面巾纸、手帕纸、餐巾纸、厕用卫生纸、厨房用纸等	人们生活水平和新品种的开发。

资料来源：联合资信整理

图 9 主要纸种消费量及增速（单位：万吨、%）





总体看，新闻纸、文化纸近两年新增产能少，且受电子传媒、无纸化办公等趋势影响，下游消费量呈萎缩趋势，整体景气度有继续下行风险；近年来，白卡纸和白板纸新增产能大，同时受宏观经济放缓影响下游消费量增速放缓，短期内面临较大供需压力；箱板纸近两年新增产能较少，未来受电商兴起带动物流需求增长影响，有望支撑景气度缓慢回升；铜版纸近两年新增产能少，但下游消费量增速放缓，景气度短期内难以扭转；生活用纸的消费量随着各种细分用途的不断开发以及人们生活水平的提高持续增长，且近两年新增产能趋稳，未来景气度有望保持稳定。

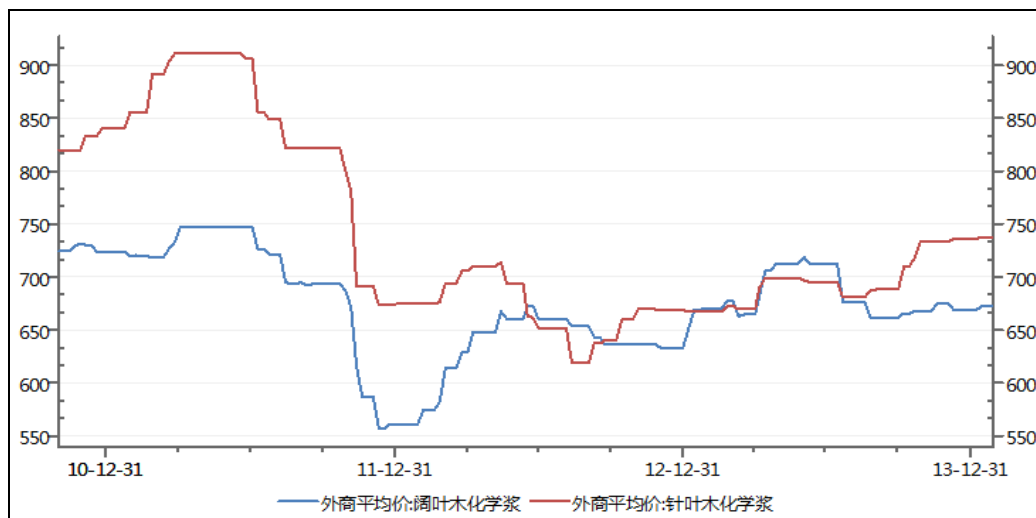
三、行业关注

原材料价格波动

造纸工业属于原材料加工工业，原材料成本一般占造纸业总成本的 65%左右。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。木浆具有纤维长、强度高、生产过程中耗水量小、排污成本低等特点，主要用于中高档、优质纸品的生产，是全球范围内造纸行业最主要的直接原料。目前国际造纸工业纸浆结构中木浆占 62.6%，废纸浆占 34%，非木浆占 3.4%。近年来由于造纸产能的迅速扩张，中国造纸行业的纸浆总体上呈现供不应求的特征，但增长势头已有所减缓。中国的木浆主要依靠进口。根据中国产业信息网数据显示，2013 年全

国纸浆累计进口数量 1685 万吨，同比增长 2.4%；进口金额 1137.35 亿美元，同比增长 3.7%。

图 10 进口木浆价格（单位：美元/吨）



资料来源: wind 资讯

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，目前形成了以废纸浆为主的纸浆消费结构。近年来中国造纸行业的新增产能主要来自规模以上的生产企业，且主要集中在中高档优质纸品，加大木浆消费量成为了纸浆消费结构调整的方向。然而，随着宏观经济的下滑，整个行业对木浆及木浆用木材的需求增速下降，木浆及木材价格也出现较大回落。

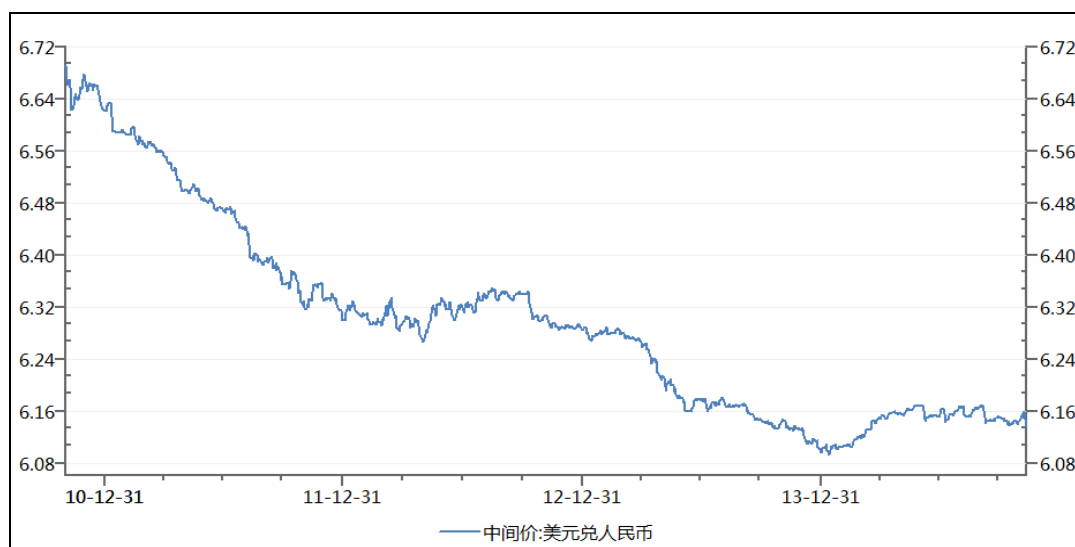
图 11 2011~2014 年 10 月底中国进口废纸美废 8#价格（单位：美元/吨）



资料来源: wind 资讯

由于造纸主要原料木浆和废纸主要依靠进口,人民币汇率波动直接影响造纸企业的采购价格。2012 年以来,人民币兑美元呈现小幅升值趋势,虽然在年中 5~7 月份出现小幅贬值,然而从 2012 年 8 月开始,人民币开始持续升值,截至 2012 年 12 月 31 日,人民币兑美元汇率中间价为 6.2855: 1,比年初小幅升值 0.25%。2013 年以来人民币兑美元加速升值,中间价已经累计 40 次创新高,人民币对美元汇率中间价年内累计升幅将近 3%。2014 年以来,人民币进入短期贬值通道,截至 2014 年 10 月底,美元/人民币汇率报收 6.1461,与 2013 年底相比,美元兑人民币升值 0.81%。在美联储停止 QE、中国经济增速整体放缓、新兴市场汇率整体走软、外贸顺差压力大、热钱涌入、利率市场化等诸多背景下,人民币双向波动性更加明显,相关造纸企业将面临汇率波动风险。

图 12 美元兑人民币汇率走势图



资料来源: Wind 资讯

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,原材料价格和汇率波动加大了造纸企业的成本控制难度。

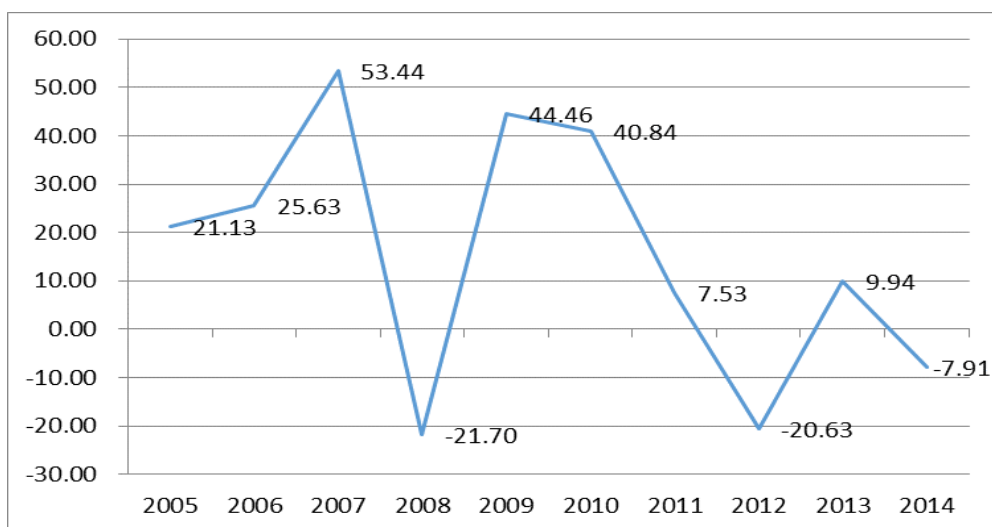
造纸企业主营业务盈利能力弱化

从主营利润²看,2005-2007 年,造纸企业快速增长,2007 年同比增长 53.44%,增长率达到顶峰,2008 年随着金融危机蔓延至国内,造纸企业盈利能力快速下

² 主营利润=主营业务收入-主营业务成本-期间费用

降，主营业务盈利能力同比下降 21.07%，随着国家刺激经济政策的出台，造纸企业盈利能力快速回升；2012 年，受经济增长再次放缓，加之前几年新建产能的大量投产，企业主营利润再次大幅下滑，同比下降 20.63%，2013 年虽然有一定幅度反弹，但产能过剩局面依然严峻，2014 年 1-10 月，企业利润总额同比下降-7.91%。从毛利率看，2010-2014 年 10 月，造纸企业毛利率逐年下降。整体看，造纸企业主营业务盈利能力弱化。

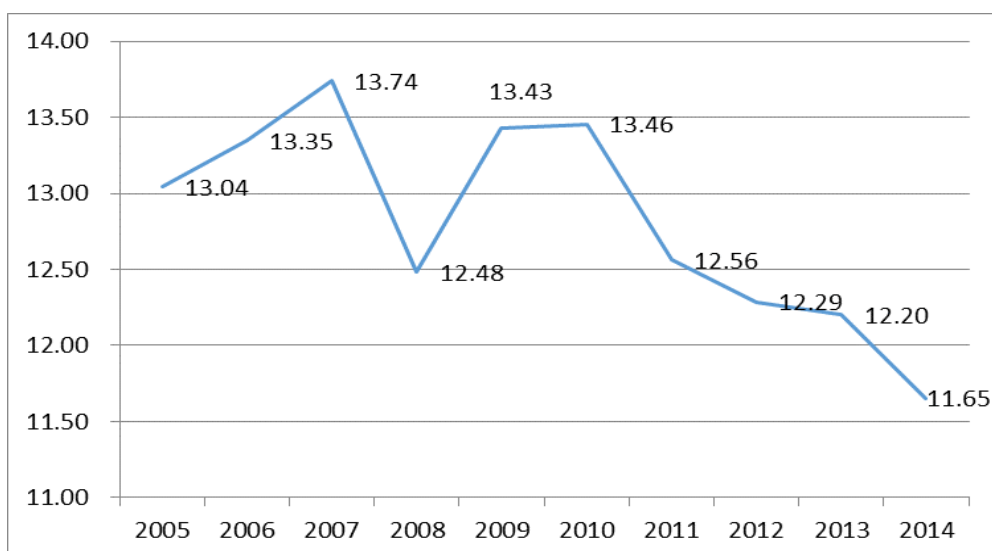
图 13 造纸企业主营利润同比增长率（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

注：2014 年采用 1-10 月份数据。

图 14 造纸企业毛利率（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

注：2014 年采用 1-10 月份数据。

自主创新能力仍然不足

中国造纸工业自主创新能力建设比较薄弱，产学研水平较低，引进技术消化吸收再创新不足，在新工艺、新设备和新产品的开发上缺乏自主创新的产业化重大成果。大型蒸煮、筛选、漂白设备，高得率制浆设备，高速纸机流浆箱、靴式压榨、压光机、复卷机等关键设备基本依赖进口。芬兰、德国、日本等传统造纸强国仍掌握着最先进的造纸技术和装备优势，从制浆到生产的各环节看，中国造纸行业尚未从根本上摆脱全球产业链分工的中低端加工制造环节。

环保门槛不断提高

作为传统意义上的重污染行业，造纸行业是除化工以外的第二大废水排放源行业，每年的废水排放量占全国工业废水排放量 15% 以上。一直以来，造纸行业高能耗的粗放型生产模式和废水排放等问题，都是环保工作重点监控和治理的对象。在政策层面，国家多次提高造纸业的排放标准，并不断出台新的政策和措施，大力推进造纸业结构调整和清洁生产。

2011 年 12 月 30 日公布的造纸工业发展“十二五”规划，则明确规定了未来五年造纸行业的淘汰落后产能和节能减排的目标。规划提出未来五年将约束性淘汰落后产能 1000 万吨以上，并对生产综合能耗、取水量、氨氮排放总量等指标制定了约束性的要求。

早在 2010 年，工业和信息化部公布的工业行业淘汰落后产能企业名单中，涉及造纸行业 279 家，多是产能小、环保不达标企业，而在 2011 年淘汰落后产能企业名单中，涉及造纸行业达到 599 家，淘汰落后产能 819.6 万吨。2012 年 4 月，工业和信息化部下达当年 19 个工业行业淘汰落后产能目标任务，其中造纸为 970 万吨，超过上年目标。2013 年工信部公布了两批工业行业淘汰落后产能企业名单，其中涉及造纸企业两批合计 341 家，第二批淘汰落后企业名单中 67 家皆为造纸企业。国家在环境保护方面的政策整体趋严，对造纸生产排放控制除原有的 COD、BOD 指标外，又增加了氨氮指标和锅炉脱硝要求，目前尚有相当一部分企业不能满足环保新标准要求。

2013 年 4 月，国务院办公厅转发了《“十二五”主要污染物总量减排考核办法》，环境保护部、国家统计局、国家发展和改革委员会、监察部联合印发了《“十二

五”主要污染物总量减排统计办法》、《“十二五”主要污染物总量减排监测办法》。其中，《统计办法》主要是解决减排指标的科学性问题；《监测办法》主要是解决减排数据的准确性问题；《考核办法》主要是解决减排工作的责任考核问题。三大《办法》集中出台，凸显了环保制度的进一步完善。

由于国家环保政策的趋严，造纸企业环保成本加大，不符合环保要求的中小纸厂将被淘汰，行业产能将逐渐向符合环保条件的大型造纸企业集中。

四、行业政策

淘汰落后产能

2013 年 8 月，工信部依据《工业和信息化部关于下达 2013 年 19 个工业行业淘汰落后产能目标任务的通知》公布了今年第二批工业行业淘汰落后产能企业名单。名单涉及全国各地 67 家企业，淘汰项目全部属于低端造纸行业，并要求有关省区市要采取有效措施做好对淘汰落后产能企业的现场检查验收和发布任务完成公告工作。

彻底关停的落后产能总计约为 120 万吨，约占行业总产能的 1%。本次名单涉及的 67 家企业多为小型低端造纸厂，淘汰的产能共计约为 120 万吨，约占全行业总产能的 1%。而在之前工信部提出淘汰落后产能目标后，被关停的小型纸厂往往在关停后加大投资规模急速扩张，进而以更大的产能规模再次开张，使得行业产能过剩的情况一直未能得到实质性的缓解。本次工信部要求有关省区市要采取有效措施在九月底前关停列入公告名单内企业的落后产能，并确保在今年年底前彻底拆除淘汰，不得向其他地区转移，落后产能淘汰执行力度有所加大。

造纸行业“十二五”规划

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。

规划还明确了对林纸一体化工程、清洁生产和资源化利用工程以及产品升级换代及装备自主化工程等重点工程的要求和目标，以从产能规模、节能减排、技术装备和综合利用等方面优化造纸行业产业结构。

五、发债企业评级分析

截至 2014 年 11 月底，在国内债券市场公开发行债券的造纸企业主要以业内排名前列的几家大型纸业集团及其子公司以及经过股权整合的国有造纸企业为主，所发行债券尚处于存续期内的发行主体共 26 家。

从各发行主体的股东背景来看，国有企业和民营企业在数量上平分秋色，但竞争力较强、市场表现较好的企业以民营背景居多。近期宏观经济增速放缓，造纸行业亏损面有所扩大，在行业经营面整体不利的情况下，民营造纸企业的表现普遍优于国有企业。

从生产布局情况看，发债的造纸企业主要来自山东、广东、江苏，以及浙江、福建、安徽、河南等地，与国内造纸产能布局基本吻合。其中，玖龙纸业（控股）有限公司旗下的“玖龙系”公司成为众多造纸发债企业中来自同一控制人下的产品线最全、布局最广泛的企业群，同时，来自山东的造纸企业也是造纸发债企业的重要组成部分，上述情况反映了广东和山东作为国内最重要的两大造纸基地的地位。另一方面，江苏、浙江、福建等地的具有比较竞争优势的造纸企业也是发债主体中的重要力量。总体看，行业内发债主体均具有较高的规模优势、细分领域的经营特色和一定的品牌知名度，其中，发展战略科学、生产布局合理，技术装备先进、市场嗅觉灵敏的企业在面对行业波动时，能够尽快采取反应措施，保证经营的稳定和抗风险能力，有助于企业的可持续发展。

从财务指标看，盈利能力方面，总体看，选取的 11 家发债企业 2012 年由于造纸行业景气度下滑，平均主营利润和主营利润率³同比大幅下滑，2013 年平均主营利润有所回升；2011-2013 年，平均主营盈利率分别为 2.79%、0.54%和 1.91%，

³ 主营利润率=主营利润/营业收入*100%

处于较低的水平，主营盈利能力较弱；2011-2013 年，主要纸种出厂价和木浆价格整体均呈下降趋势，选取企业平均毛利率变化不大，分别为 16.40%、16.58% 和 16.71%，高于行业平均水平。从企业情况来看，发债企业中由于规模化经营水平、技术水平和终端产品不同，毛利率指标存在一定差距。具体来说，具备制浆、工业用纸、文化用纸和生活用纸畅通产业链和全系列主要产品的企业，整体盈利水平较高，如金光纸业。另一方面，同样具备上游林、浆资源的岳阳林纸，由于新收购的溶解浆受行业景气度及债务高企影响，该板块经营效益差，加之纸业板块景气度低迷，出现了阶段性经营亏损。整体看，虽然 2012-2013 年造纸行业景气度低迷，但部分造纸企业依托较为清晰的经营思路和灵活的市场反应能力，较好地应对了危机。

资本结构方面，近年来工业制造类企业资产负债率较高，造纸企业同样存在类似情况，大部分企业的资产负债率达到 60% 以上；同时，由于 2012-2013 年造纸行业整体景气度低迷，企业投资意愿减弱，投资支出减少，资产负债率呈小幅下降趋势，但整体资产负债率仍偏高。

表 2 部分造纸企业主要财务指标情况（%，亿元）

发债企业	2011 年 主营利润	2012 年 主营利润	2013 年 主营利润	2011 年主营 利润率	2012 年主营 利润率	2013 年主营 利润率
金光纸业(中国) 投资有限公司	20.10	15.09	14.57	5.25	4.10	3.55
岳阳林纸股份有 限公司	1.07	-2.89	-1.51	1.54	-4.42	-2.28
山东晨鸣纸业集 团股份有限公司	4.37	-2.79	4.78	2.46	-1.41	2.34
山东太阳纸业股 份有限公司	3.55	1.06	5.31	4.05	1.02	4.87
华泰集团有限公 司	0.73	0.09	0.08	0.70	0.08	0.07
泰格林纸集团股 份有限公司	-0.44	-4.98	-3.99	-0.53	-6.04	-4.83
玖龙纸业(东莞) 有限公司	0.14	-0.65	2.02	0.20	-0.97	1.45
安徽山鹰纸业股 份有限公司	0.08	-0.17	1.70	0.20	-0.41	2.58
佛山华新包装股 份有限公司	1.74	-0.30	1.06	4.32	-0.82	2.65

浙江景兴纸业股份有限公司	1.25	0.27	0.01	3.62	0.87	0.03
广州造纸股份有限公司	-1.76	1.32	0.34	-9.94	5.70	1.74
平均值	2.80	0.55	2.22	2.79	0.54	1.91
发债企业	2011 年毛利率	2012 年毛利率	2013 年毛利率	2011 年资产负债率	2012 年资产负债率	2013 年资产负债率
金光纸业(中国)投资有限公司	19.64	21.63	20.46	64.97	63.55	64.25
岳阳林纸股份有限公司	18.92	15.06	15.02	72.91	67.74	69.00
山东晨鸣纸业集团股份有限公司	15.87	15.52	18.33	67.15	69.94	69.20
山东太阳纸业股份有限公司	16.40	13.55	16.93	70.19	70.63	65.25
华泰集团有限公司	13.34	15.25	14.87	70.63	71.29	71.05
泰格林纸集团股份有限公司	17.76	13.14	13.55	67.16	67.85	69.57
玖龙纸业(东莞)有限公司	7.48	8.56	8.97	63.21	61.78	52.55
安徽山鹰纸业股份有限公司	11.50	12.36	16.86	55.43	61.92	67.34
佛山华新包装股份有限公司	15.07	13.66	14.18	52.13	49.07	43.27
浙江景兴纸业股份有限公司	13.97	13.05	11.81	45.79	42.93	42.60
广州造纸股份有限公司	6.95	21.81	16.65	76.62	76.88	76.94
平均值	16.40	16.58	16.71	64.20	63.96	62.82

综合分析,造纸行业属于国民经济中重要的基础原料工业,涉及关联产业多,政府在引导造纸行业向低碳、绿色方向发展的同时,同样会对大型优质企业适当予以扶持,造纸行业各发债企业作为行业内整体实力领先的企业,可以不同程度上因此获益,而打通上游产业链的经营模式则为相关造纸企业稳定盈利提供了一定保障。但是,近年来由于行业整体景气度低迷,部分发债企业也面临不同程度的经营困难,主营业务盈利能力较弱,整体债务负担虽然呈缓慢下降趋势,但债务负担仍较重。

六、行业展望

展望 2015 年，造纸行业信用品质较差，行业展望稳定，行业细分纸品市场信用品质可能出现分化。随着中国经济结构调整，经济增速放缓将带动纸及纸板总体消费量增速回落，短时间内难以消化过剩产能，造纸行业整体产能过剩情况仍将持续，企业盈利能力仍将维持在较低水平；细分纸种的表现会有较明显的差异，生活用纸和包装用箱板纸细分行业信用基本面相对较好，白卡纸和白板纸由于新增产能大，短期内可能面临较大供需压力。