

造纸行业观察及信用风险展望

2018.11.27



联合资信官方微信平台

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层100022 电话 010-85679696 www.lhratings.com lianhe@lhratings.com

造纸行业观察及信用风险展望

作者：联合资信 工商一部 杨涵 闫力

摘要

2017 年以来，“三去一降一补”的供给侧改革政策继续为造纸行业的中期复苏提供强有力支撑，中国境内不同规模造纸企业的生产运营情况日趋分化，规模以上造纸企业生产运营情况持续改善，市场集中度稳步提升。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，本轮成品纸价格上涨仍继续受到原料价格飙升和运费上涨等因素影响，原料价格大幅波动是目前成品纸市场最主要的不确定因素，特别是 2017 年底以来部分成品纸价格出现价格剧烈波动和高位盘整情况也给造纸企业维持稳定获利能力带来一定挑战。

2018 年中国造纸行业交易情况分化明显，整体表现为上半年价格提升，下半年价格回调。2018 年上半年以来，在淘汰行业落后产能节奏深入以及网络购物等下游产业需求提升的大背景下，造纸行业整体表现良好，但收入和利润增幅明显下降，产销规模回缩；2018 年下半年，在中美贸易摩擦升级，造纸行业需求不旺，原材料成本端价格回调支撑减弱，箱板瓦楞纸价格回调，造纸企业利润承压。展望 2019 年，中国政府废纸进口政策或将继续向龙头企业倾斜，中小造纸企业由于竞争力较弱，受限于成本提升将被逐步淘汰，造纸行业集中度有望继续提升；短期内木浆价格预计仍将维持高位，拥有木浆生产能力的企业有望获益，龙头企业开始海外布局，可以规避贸易摩擦。原材料来源和成本控制仍然是制约造纸行业发行人信用状况持续改善的重要因素。

一、宏观经济运行情况

2017 年，在世界主要经济体维持复苏态势、中国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017 年中国经济运行总体稳中向好，国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速实现 2011 年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，

工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对 GDP 增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，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（PPIRM）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）均保持扩张，就业形势良好。

2018 年上半年，中国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018 年 1~6 月，中国一般公共预算收入和支出分别为 10.4 万亿元和 11.2 万亿元，收入同比增幅（10.6%）高于支出同比增幅（7.8%）；财政赤字 7261.0 亿元，较上年同期（9177.4 亿元）有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境，市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下，2018 年 1~6 月，中国 GDP 同比实际增长 6.8%，其中西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济转型压力；CPI 温和上涨，PPI 和 PPIRM 均呈先降后升态势；就业形势稳中向好。

2018 年 1~6 月，三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业生产增速与上年全年水平持平，但较上年同期有所回落，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快，但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓，导致固定资产投资增速有所放缓。2018 年 1~6 月，全国固定资产投资（不含农户）29.7 万亿元，同比增长 6.0%，增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，民间投资同比增速（8.4%）仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款（PSL）大幅增长推升棚改贷规模等因素影响，房地产投资保持较快增速（9.7%），但 2018 年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧，导致 2018 年 3 月以来房地产开发投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限，基础设施建设投资同比增速（7.3%）明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比增速（6.8%）继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增速。2018 年 1~6 月，全国社会消费品零售总额 18.0 万亿元，同比增速（9.4%）出现小幅回落，但仍保持较快增

长。具体来看，汽车消费同比增速（2.7%）和建筑及装潢材料消费同比增速（8.1%）明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速（30.1%）有所回落但仍保持快速增长。中国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新兴业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018 年 1~6 月，中国货物进出口总值 14.1 万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在中国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现 36%以上的高速增长。

2018 年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这将对未来中国经济增长带来挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将继续放缓。但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税新政下半年有望推出，以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将继续放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018 年下半年中国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将继续小幅回落，预测全年经济增速在 6.5%~6.7%。

二、行业政策与关注

1. 《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》或导致 2018 年废纸进口量将不超过 2017 年的一半

2017 年 7 月 18 日，国办正式印发《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》，该方案调整了进口废物管理目录，明确提出禁止进口未经

分拣的废纸以及废纺织原料、钒渣等固体废物，并于 2017 年年底开始正式实施。截至 2018 年 3 月底，一共有 307.57 万吨废纸被核准进口。其中首批约 226.57 万吨，第二批约 34.4 万吨，第三批 46.6 万吨。初步来看，获得进口批文的企业数量仅有 15 家，它们分别是：玖龙、宁波亚洲浆纸（APP）、宁波中华纸业（APP）、浙江金龙纸业、山鹰国际、东莞建晖、东莞金洲、理文造纸、东莞市泰昌、东莞银洲、东莞顺裕、东莞金田、广州造纸、联盛纸业（龙海）、青山纸业、福建联盛（山鹰国际）。在上述 15 家企业中，玖龙纸业下属企业核准总量 122.49 万吨，理文造纸下属企业核准总量 48.55 万吨，山鹰国际核准总量 63.72 万吨，三家企业核准总量占有核准量的 76%。

对比 2017 年的批文，废纸准入数量和获批企业名单均大幅缩水。地方固废中心对企业监管加严，已经完成申报的企业，获批数额大为减少。据悉，环保部固废中心将对申请企业严卡审批数量，2018 年总目标基本控制在不超过 2017 年度实际进口量的一半水平。限制废纸进口量将导致国内废纸需求提升、价格上涨，对造纸企业成本管理提出挑战。

2.多地出台高压环保政策，2018 年排污证管理体系建设持续蔓延

在国家高压环保政策的引导下，2017 年各地纷纷结合实际情况加大了造纸行业污染治理的力度。以北京为例，2017 年，北京市第五次修订《北京市空气重污染应急预案》，与 2016 年 12 月中旬开始实施的应急预案相比，制造业企业停产限产的标准由橙色预警提早到黄色预警。2018 年 1 月 17 日，中国正式出台了《排污许可管理办法（试行）》，全力推动排污许可制度改革。早在 2017 年，已有多个省市进行了“一证式”排污管理系统的建设，2018 年排污证管理体系建设将进一步在全国范围内蔓延。在排污许可证管理制度下，造纸企业需对污染源实现全面达标排放，加大环保设备投入，健全污染物排放体系，以符合环保监管要求。

3.对美国废纸加征关税

2018 年 8 月 8 日，国务院关税税则委员会决定对《国务院关税税则委员会关于对原产于美国 500 亿美元进口商品加征关税的公告》（税委会公告〔2018〕5 号）中包括所有类别废纸在内的价值约 160 亿美元的美国进口商品自 2018 年 8 月 23 日 12 时 01 分起实施加征 25% 的关税。其他事项按照税委会公告〔2018〕5 号执行。

中国造纸行业对外依存度存在很高的进口依存度，2017 年国内废纸进口依存度

达 33%。其中美废进口量在 1170 万吨，约占外废进口的 45%之多，美废是中国废纸进口的最大来源国。此外，由于美废的质量较好，也是中国再生纸行业高强纤维的重要补充。在国内对美废实施一系列进口紧缩政策之后，再度加征 25% 的关税，将对中国废纸进口形成较大冲击。

三、行业运行分析

1.2018 年造纸行业运行概况

2017 年造纸板块表现抢眼，由于行业长期处于盈利低点，供给侧改革导致产能减少，年中纸价大幅上涨，带动造纸企业业绩集体向好，造纸板块集体上行。2018 年上半年，在淘汰行业落后产能节奏深入以及网络购物等下游产业需求提升的大背景下，造纸行业整体表现良好，但收入和利润增幅明显下降。2018 年下半年在中美贸易摩擦升级和主要产品销售旺季不旺的背景之下，中国造纸行业景气度进入下行通道。

生产方面，根据中国造纸协会统计，2018 年前三季度，全国生产各类纸制品 8866.40 万吨，同比下降 7.25%，其中生产原生纸浆 1053 万吨，同比下降约 16%。生产纸制品约 4236 万吨，同比下降 21.6%，全国生产纸箱 2121 万吨，同比下降 28.3%。销售方面，前三季度全国销售各类纸制品 8730.48 万吨，同比下降 7.56%；前三季度全国纸制品产销率为 98.90%，同比下降 0.20 个百分点，达到年度最低水平。

收入和利润方面，2018 年 1~9 月，造纸及纸制品行业主营收入 1.06 万亿元，同比下降 10.11%，利润总额 590.60 亿元，同比下降 20.11%。废纸进口量的进一步缩减以及中秋、国庆、双十一、春节（提前备货）等需求的提振点并未能有效拉升机制纸产品和原材料市场价格，2018 年下半年造纸行业景气度下行明显。在多重宏观不利因素影响之下，全国亏损造纸企业数量达到 1143 个，同比增加 55.93%，中小造纸企业陆续达到盈亏平衡点，亏损企业数量达到 2016 年造纸产品价格增长前相同水平。

表 1 2018 年 1~9 月中国机制纸及纸板各季度累计产销情况（单位：万吨、%、百分点）

项目	生产		销售		产销率	
	产量	同比	销量	同比	当期值	同比
第一季度	2882.50	-5.00	2855.69	-0.13	99.60	4.90
上半年度	5985.90	-5.98	5914.37	-4.67	99.20	1.40
前三季度	8866.40	-7.25	8730.48	-7.56	98.90	-0.20

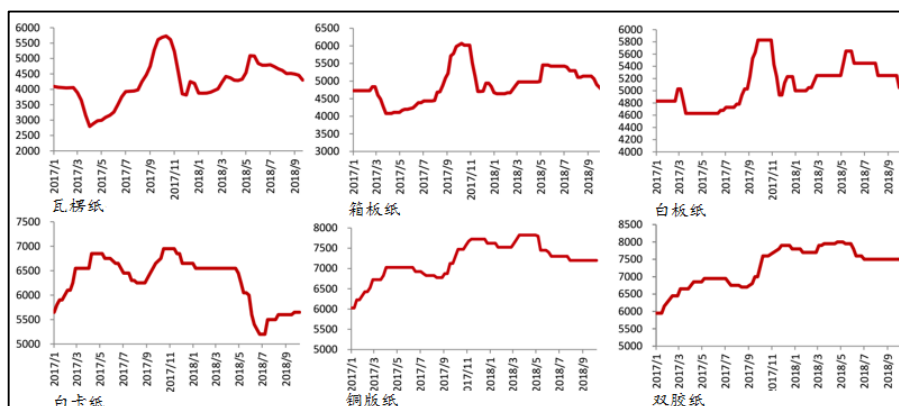
资料来源：Wind 资讯

大宗交易机制纸市场情况来看，主要纸种价格 2018 年交易情况分化明显，

整体表现为上半年价格提升，下半年价格回调。2018 年上半年情况来看，箱板纸和瓦楞纸箱板纸和瓦楞纸各月份产量均衡，上半年产量小幅回落，当期箱板纸总产量约 1533.9 万吨，同比减少约 1.65%。同期，瓦楞纸总产量约 1138.6 万吨，同比减少约 2.80%。销售方面，箱板纸和瓦楞纸价格出现增长，2018 年上半年箱板纸和瓦楞纸价格在经历了一轮下调之后开始抬升，6 月底 120 克重的瓦楞纸价格达到 5000~5200 元/吨，较年初每吨单价增长近 1000 元；同期，箱板纸价格也较年初出现 1000 元左右的涨幅。白板纸和白卡纸上半年月度产量呈小幅下降趋势，当期全国白板纸总产量为 549.3 万吨，同比下降 14.73%，白板纸产量同比减少主要受富阳地区淘汰产能影响，6 月份以来月度产量小幅下滑则源于灰底白板纸的部分造纸企业宣布停机检修。2018 年 1~6 月，中国白卡纸总产量为 523.8 万吨，同比下降 3.38%，变动原因大致与箱板纸和瓦楞纸相似。销售方面，2018 年上半年白卡纸价格出现大幅下挫，其中 4~6 月价格降幅达到 1100~1600 元/吨，6 月底之后随着价格的上涨，纸厂以及经销商出货情况有所好转，但此轮出货的好转多为备货，下游需求仍显清淡。同期灰底白板纸价格出现上涨，5 月份之后市场交易疲软，纸厂出货价格稳定为主，部分小幅下探。

2018 年下半年，受中国政府蓝天保卫战、中央环保督察“回头看”等各类环保监察影响，部分造纸开工率受到影响，箱板瓦楞纸产量同比和环比均出现下降趋势。此外，国内需求弱增长，中美贸易战升级后出口贸易订单的不确定性（出口商品的纸质包装）也造成了箱板瓦楞纸等各类纸种需求下滑，造纸企业开工积极性不高。根据 wind 资讯提供市场报价，截至 2018 年 11 月 16 日，全国瓦楞纸均价 3781 元/吨，同比下滑 21.05%；箱板纸均价为 4452 元/吨，同比下滑 20.54%；A 级 250g 灰底白板纸含税均价 4350 元/吨，同比下降 6.98%；250~400g 白卡纸含税均价 5270 元/吨，环同比下降 20.45%；铜版纸市场价 6475 元/吨，同比下降 11.90%；双胶纸市场均价 6608 元/吨，同比下降 11.10%。

图 1 中国主要纸制品品种价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

2.原材料价格变化分析

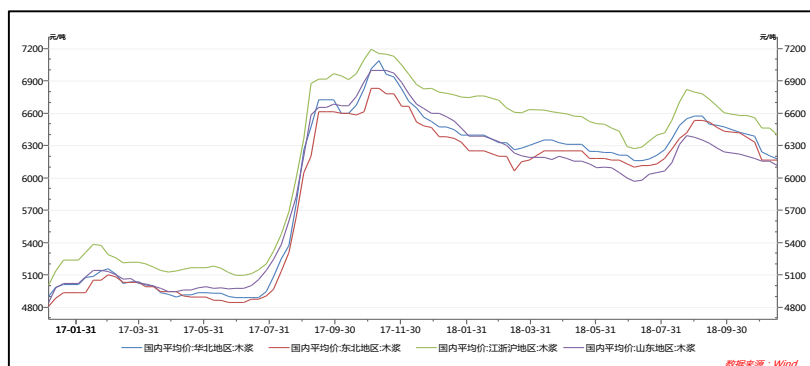
中国造纸工业纸浆主要包括木浆、废纸浆、非木浆三种，已逐步形成以木纤维、废纸为主、非木浆纤维为辅的造纸原料结构。木浆主要用来生产档次较高的白卡纸、办公文化用纸和生活用纸；废纸用来生产新闻纸和包装用纸；非木浆可以用来生产包装用纸和生活用纸，但总体占比较小。由于中国森林资源缺乏，且砍伐政策较为严格，因此包装业的发展主要依赖发达国家的废纸及商品浆。目前中国废纸原料占到了纸浆总消费量的 65%，废纸利用量占到世界废纸利用量的 34.8%。

中国造纸业原材料成本较高，一般原材料成本占纸张制造平均成本的 65~75%，部分企业甚至超过 80%。2017 年，中国造纸行业木浆和废纸浆消耗量占纸浆消耗总量的 94%。2017 年全国纸浆生产总量 7949 万吨，同比小幅增长 0.30%；其中：木浆 1050 万吨，同比增长 4.48%；废纸浆 6302 万吨，同比下降 0.43%；非木浆 597 万吨，同比增长 1.02%。

从消耗量来看，2017 年全国纸浆消耗总量 10051 万吨，同比增长 2.59%；其中：木浆 3152 万吨，占 31%（进口木浆 2,112 万吨，占 21%；国产木浆占 10%）；废纸浆 6,302 万吨，占比 63%（进口废纸制浆 21%；国产废纸制浆 42%）；非木浆 597 万吨，占 6%。进口木浆所占比重有所下降，进口废纸浆占废纸浆消耗总量的比重继续小幅下降至 21%，纸浆消耗量中 43% 依靠进口取得，且中国木浆进口源地主要有加拿大、巴西、印尼、智利、美国等，中国木浆价格由进口价和自产价双向决定，特别是国际木浆的供需格局对国内木浆价格有较大影响。

2017 年，漂针叶浆和漂阔叶浆价格指数出现大幅上涨趋势，但漂针叶浆价格上涨幅度高于漂阔叶浆价格上涨幅度。从国内木浆价格来看，2017 年，国内木浆整体平均价格开始大幅上涨，2017 年四季度达到最高值 7200 元/吨，随后开始回落，但整体价格仍较上年同期有大幅上涨。进入 2018 年，国内木浆价格较 2017 年底价格高点有所回落，但整体价格仍高于 2017 年。从进口木浆的价格走势看，针叶浆和阔叶浆的现货价格均在 2016 年底开始上涨，2017 年至 2018 年三季度均延续上涨趋势，价格并保持在较高的水平上。

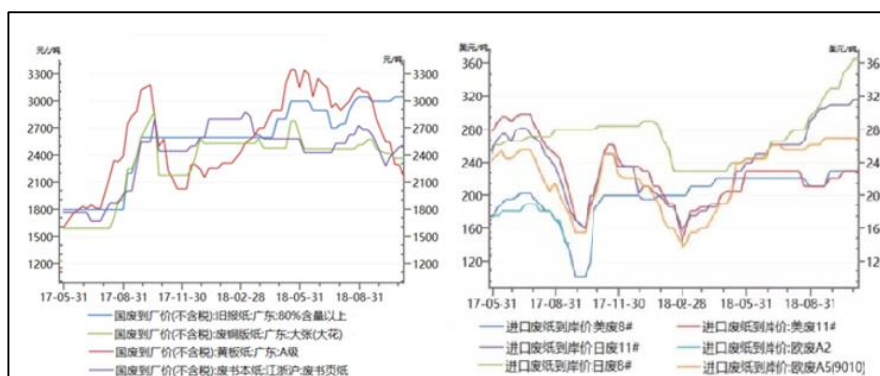
图 2 2017 年以来国内木浆价格走势



资料来源：Wind 资讯

废纸是影响造纸行业成本的重要因素。从国际废纸的价格走势看，2016 年以来，美废受周期旺季和美国造纸结构变化影响率先提价，进口废纸价格处于上涨态势，2017 年 9 月，由于限废令开始正式实施，除日废 8# 继续上涨之外，美废、欧废均出现下跌。进入 2018 年，受政策趋严影响，外废价格呈整体上涨趋势。从国内废纸价格走势来看，2017 年 8 月中旬，环保部发布的新版《进口废物管理目录》2017 中，将未经分拣的废纸从限制进口调整为禁止进口，由于废纸进口周期大概为 3 个月左右，国内造纸企业基于原材料备货需求，抢占国废份额推高了价格上涨；2017 年 6 月底，受限废令影响，国废价格出现大幅度上涨，已达到了自 2012 年以来的最高价格，国废与美废、欧废、日废价格出现分化；进入 2018 年，上半年国废价格仍整体延续上升趋势，进入三季度，国废价格整体呈下降趋势。废纸浆为箱板纸和瓦楞纸等包装用纸的主要原料，受该类纸种需求只撑的影响，国内各企业开始争夺国废份额，国废价格已有较大幅度上升，且部分中小型纸企由于没有外废进口配额，只能选择国废，其成本压力加重，因此采取部分进口、部分国内收购模式的企业，由于拥有完善的原材料采购体系，可分散原料采购风险，保证上游原材料的稳定性，抗风险能力更强。

图 3 2017 年以来国废和进口废纸主要品种价格走势



资料来源：Wind 资讯

四、2018 年造纸企业债券发行情况（截至 11 月底）

联合资信重点关注公开市场中具有存续债券的造纸企业发行人，并在样本统计中剔除了不具有代表性的造纸企业数据。从信用等级分布来看，截至 2018 年 11 月底，上述造纸行业发行人主体长期信用级别呈现“枣核型”的良性分布态势，高级别发行人和低评级发行人占比低。在联合资信整理的 14 家造纸行业发行人中，主体长期信用等级为 AAA 的发行人仅有金光纸业(中国)投资有限公司和恒安(中国)投资有限公司两家。主体长期信用等级为 AA+的发行人共 4 家，分别为

山东晨鸣纸业集团股份有限公司、山东太阳纸业股份有限公司（以下简称“太阳纸业”）、金东纸业(江苏)股份有限公司、宁波亚洲浆纸业有限公司。主体信用等级为 AA 的发行人共 7 家，目前主要发行人均处于此类级别。主体长期信用等级为 AA- 的发行人仅有山东世纪阳光纸业集团有限公司一家。2018 年 1~11 月，银行间造纸企业发行主体级别未发生变化。交易所市场方面，2018 年 4 月 20 日，联合评级将山鹰纸业的主体信用评级由 AA 上调至 AA+，评级展望为稳定，主要考虑到受益于包装纸行业景气度提升，2017 年山鹰纸业主要产品价格上涨，收入规模和盈利能力较上年均有大幅提升，经营活动现金流状况良好；且通过并购扩大了在华南区域的市场占有率并进入了高端防油特种纸领域，进一步完善了业务布局和产品结构等有利因素。

截至 2018 年 11 月 22 日，造纸行业共发行信用债 20 只（统计口径不包括结构化融资工具、境外债券，下同），共涉发行人 4 家，共计发行金额 199 亿元，其中单笔债券规模最高为 30 亿元（18 金光纸业 MTN001）；当期造纸企业共计发行中长期信用债 4 只（含可转债 1 只），发行金额合计 72 亿元；发行短期融资券 1 只，发行金额为 5 亿元；其余当期发行债券均为超短期融资券。从发行人构成来看，当期债券发行人分别为金光纸业(中国)投资有限公司（外商独资企业，信用等级 AAA，以下简称“金光纸业”，当期发行债券 30 亿元，占全部发行量的 15.07%）、山东晨鸣纸业集团股份有限公司（地方国企，信用等级 AA+，以下简称“晨鸣纸业”，当期发行债券 114 亿元，占到全部发行量的 57.29%）、安徽山鹰纸业股份有限公司（民营企业，信用等级 AA（银行间）和 AA+（交易所），以下简称“山鹰纸业”，当期发行债券 40 亿元，占到全部发行量的 20.10%）和金红叶纸业集团有限公司（外商独资企业，信用等级 AA，以下简称“金红叶”）。当期四家债券发行人均非首次发行债券。

表 2 截至 2018 年 11 月 22 日中国造纸业债券发行情况（单位：亿元、%）

发行人	证券简称	发行额	起息日	债券期限	票面利率	发行主体评级	发行时债项评级
山鹰纸业	山鹰转债	23.00	2018-11-21	6 年	0.40	AA+/稳定	AA+/稳定
	18 皖山鹰 SCP005	2.00	2018-07-30	270 天	6.50	AA/稳定	--
	18 皖山鹰 SCP004	5.00	2018-03-19	270 天	7.00	AA/稳定	--
	18 皖山鹰 SCP002	4.00	2018-02-08	270 天	6.30	AA/稳定	--
	18 皖山鹰 SCP001	6.00	2018-01-11	270 天	6.09	AA/稳定	--
金红叶	18 金红叶 CP002	5.00	2018-03-08	1 年	7.80	AA/稳定	A-1
晨鸣纸业	18 鲁晨鸣 SCP011	6.00	2018-10-29	270 天	7.00	AA+/稳定	--

	18 鲁晨鸣 SCP010	6.00	2018-08-09	270 天	7.00	AA+/稳定	--
	18 鲁晨鸣 SCP009	15.00	2018-07-04	270 天	7.00	AA+/稳定	--
	18 鲁晨鸣 SCP008	6.00	2018-06-28	180 天	7.00	AA+/稳定	--
	18 鲁晨鸣 SCP007	6.00	2018-05-28	180 天	7.00	AA+/稳定	--
	18 鲁晨鸣 SCP006	6.00	2018-05-09	270 天	7.00	AA+/稳定	--
	18 鲁晨鸣 SCP005	10.00	2018-04-24	270 天	7.00	AA+/稳定	--
	18 鲁晨鸣 SCP004	10.00	2018-03-28	233 天	7.00	AA+/稳定	--
	18 鲁晨鸣 SCP003	10.00	2018-02-05	270 天	6.30	AA+/稳定	--
	18 鲁晨鸣 SCP002	10.00	2018-01-17	270 天	6.20	AA+/稳定	--
	18 鲁晨鸣 SCP001	10.00	2018-01-05	172 天	6.25	AA+/稳定	--
	18 晨债 01	9.00	2018-04-02	2+3 年	7.28	AA+/稳定	AA+
	18 鲁晨鸣 MTN001	10.00	2018-03-20	3 年	7.50	AA+/稳定	AA+
金光纸业	18 金光纸业 MTN001	30.00	2018-04-26	3 年	7.50	AAA/稳定	AAA

资料来源：Wind 资讯

注：上表中涉及期限为“N+M”的债券以及可转债，票面利率仅体现首期票面利率。

五、行业信用展望

2018 年下半年以来，造纸行业景气度呈下滑态势。从主要机制纸产品价格来看，箱板纸、瓦楞纸、白板纸等主要纸种价格出现持续下滑，白卡纸价格稍有反弹整体处于低位，铜版纸和双胶纸价格小幅下降后盘整。从机制纸产品利空因素来看，7 月 10 日，美国贸易代表办公室列出了对中国 2000 亿美元商品征收关税的清单。纸浆、纸及纸板和纸制品列入了清单中，共有 223 个细分产品，涵盖了中国出口美国的包括新闻纸、文化纸、铜版纸、包装纸、特种纸、生活用纸在内的所有纸类产品。虽然，中国直接向美国出口的机制纸在总产量中的占比很少，然而此次关税清单殃及部分中国向美国出口的最终消费品，此类消费品多采用箱板纸、瓦楞纸、白卡纸等纸质包装。贸易摩擦升级将间接对包装纸产品价格会产生较大影响。

截至 2018 年 11 月 20 日，环保部公布共计公布了 23 批废纸进口核准名单。目前 23 批总核定量为 1832.47 万吨，其中，玖龙纸业、理文造纸、山鹰纸业三家纸企分别获批额度为 597.05 万吨、282.45 万吨、279.50 万吨，总计获批额度 1159 万吨，占已核定总量的 63.25%，展望 2019 年，中国政府废纸进口政策或将继续向龙头企业倾斜，中小造纸企业由于竞争力较弱，受限于成本提升而被逐步

淘汰，造纸行业集中度有望继续提升；短期内木浆价格仍将维持高位，拥有木浆生产能力的企业有望获益，龙头企业开始海外布局，可以规避贸易摩擦。2019年，降低成本对中国造纸企业的重要性将进一步显现。