

跟踪评级公告

联合〔2019〕1544号

金光纸业（中国）投资有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

金光纸业（中国）投资有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

金光纸业（中国）投资有限公司公开发行的公司债券“18 金光 01”和“19 金光 01”信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

金光纸业（中国）投资有限公司

公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级：

跟踪评级结果：AAA 评级展望：稳定

上次评级结果：AAA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
18 金光 01	10 亿元	3 年	AAA	AAA	2018 年 12 月 10 日
19 金光 01	20 亿元	3 年	AAA	AAA	2019 年 3 月 29 日

跟踪评级时间：2019 年 6 月 21 日

主要财务数据：

项 目	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额（亿元）	1,582.19	1,725.94	1,746.82
所有者权益（亿元）	605.80	629.14	632.32
长期债务（亿元）	306.16	242.13	241.91
全部债务（亿元）	753.52	855.35	877.55
营业收入（亿元）	552.86	589.50	147.76
净利润（亿元）	26.05	23.37	5.16
EBITDA（亿元）	118.04	114.57	-
经营性净现金流（亿元）	69.85	160.14	10.89
营业利润率（%）	25.68	23.09	21.76
净资产收益率（%）	4.39	3.78	0.82
资产负债率（%）	61.71	63.55	63.80
全部债务资本化比率（%）	55.43	57.62	58.12
流动比率（倍）	1.15	1.01	1.02
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.13	-
EBITDA 利息倍数（倍）	2.56	2.50	-
EBITDA/待偿债券本金（倍）	3.93	3.82	-

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，四舍五入造成；2、除特别说明外，均指人民币；3、2019 年 1-3 月财报未经审计，相关指标未年化；4、公司长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务及其相关指标计算；5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

2018 年，金光纸业（中国）投资有限公司（以下简称“公司”或“金光纸业”）资产总额和收入规模均稳步提升，经营活动现金净流入规模大幅增长；受造纸行业下游需求减弱影响，公司各主要纸产品毛利率下降，盈利能力下降，经营活动现金流状况良好。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司所处造纸行业竞争激烈，关联交易及关联担保规模较大，应收账款和其他应收款对运营资金存在一定占用，受限资产规模较大，期间费用对利润有一定侵蚀，以及债务负担较重等因素对公司信用水平可能带来不利影响。

未来随着行业内落后产能的不断出清，公司各主要产品效益和市场地位将得到巩固，公司综合实力有望进一步提升。

综上，联合评级本次跟踪评级维持公司的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”；维持“18 金光 01”和“19 金光 01”的债项信用等级为 AAA。

优势

1. 2018 年，公司资产总额和收入规模均稳步增长，经营活动现金净流入规模大幅增长。
2. 2018 年，公司仍具有“林浆纸”一体化的产业链优势，林地自营面积较高，木材储备较为充足，纸浆产能稳步增长，木浆自给能力较强，有利于公司控制生产成本。

关注

1. 公司木浆采购易受市场价格波动以及汇率影响，影响公司生产成本控制。
2. 2018 年，公司关联交易规模仍较大，涉及关联交易形式多样，存在一定关联交易风险；公司对外担保规模较大，部分被担保企业盈利能力较弱，对公司有一定的不利影响。

3. 公司资产受限比例较高；应收账款和其他应收款对公司资金有一定占用；期间费用对利润有一定侵蚀；整体债务负担较重。

分析师

蒲雅修

电话：010-85172818

邮箱：puyx@unitedratings.com.cn

高佳悦

电话：010-85172818

邮箱：gaojy@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪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。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

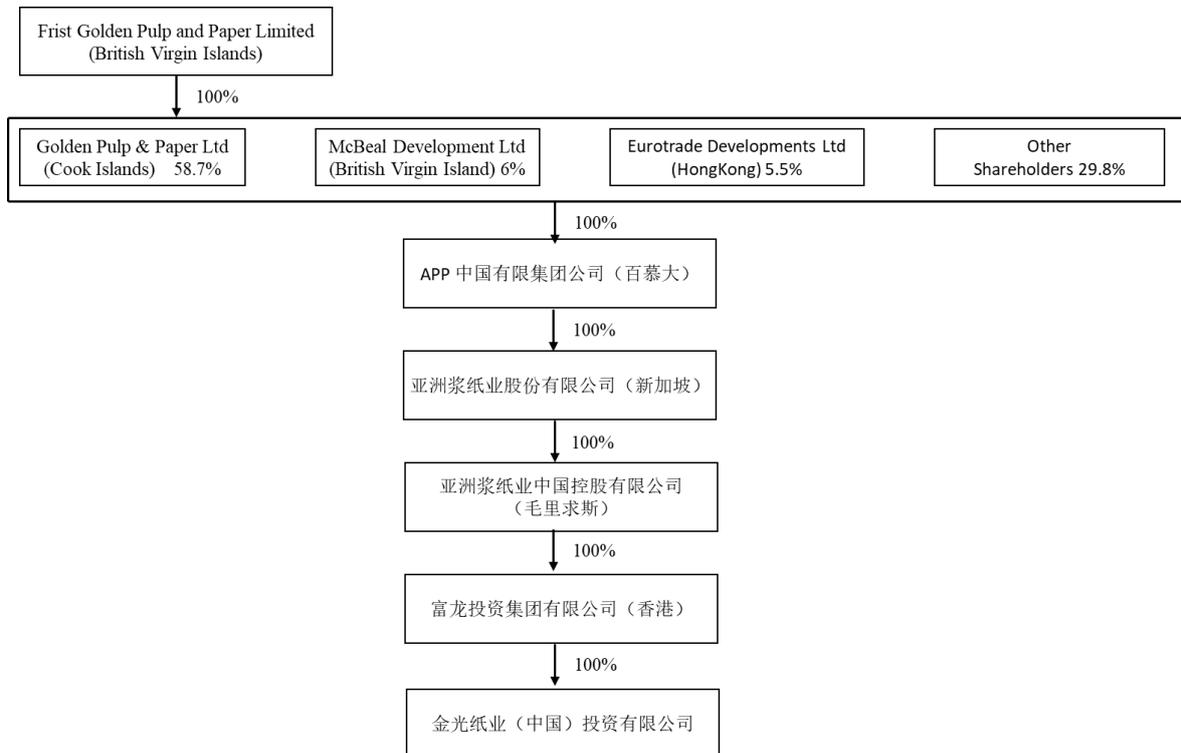
蒲雅雯

联合信用评级有限公司

一、主体概况

金光纸业（中国）投资有限公司（以下简称“公司”或“金光纸业”）成立于1999年2月，经原对外贸易经济合作部批准成立（（1998）外经贸资二函字第759号文），初始注册资本3,000万美元，股东为APP China Holding Limited（Mauritius）（中文译名：亚洲浆纸业中国控股有限公司（毛里求斯），以下简称“APP China Holding”）。2008年7月，经商务部以“商资批（2008）918号”文批准，APP China Holding 将其持有公司100%的股权转让给富龙投资集团有限公司（以下简称“富龙投资”），本次股权转让主要是基于富龙投资在香港成立，可方便享受我国所规定的有关优惠税率；富龙投资为APP China Holding 的全资子公司，其董事为黄志源先生，其上层架构明确，不影响APP China Holding 对公司的实际控制。后经历多次增资转股，截至2019年3月底，公司注册资本478,000.00万美元，公司控股股东为富龙投资；黄志源及其家族成员于境外通过协议安排实际控制First Golden Pulp & Paper Limited，并通过其间接持有Golden Pulp & Paper Limited 100%的股权；黄志源及其家族成员为公司实际控制人，公司股权结构图如下图所示。

图1 截至2019年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司组织结构、经营范围无变化。截至2018年底，公司合并范围子公司77家；截至2019年3月底，公司总部拥有在职员工644人。

截至2018年底，公司合并资产总额1,725.94亿元，负债合计1,096.80亿元，所有者权益（含少数股东权益）629.14亿元，其中归属于母公司的所有者权益555.73亿元。2018年，公司实现营业收入589.50亿元，净利润（含少数股东损益）23.37亿元，其中归属于母公司所有者的净利润19.39亿元；公司经营活动现金流量净额为160.14亿元，现金及现金等价物净增加额48.67亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额1,746.82亿元，负债合计1,114.50亿元，所有者权益

(含少数股东权益) 632.32 亿元, 其中归属于母公司的所有者权益 558.21 亿元。2019 年 1~3 月, 公司实现营业收入 147.76 亿元, 净利润(含少数股东损益) 5.16 亿元, 其中归属于母公司所有者的净利润 4.32 亿元; 公司经营活动现金流量净额为 10.89 亿元, 现金及现金等价物净增加额-14.09 亿元。

公司注册地址: 上海市长宁区娄山关路 533 号金虹桥国际中心 II 座 30 层; 法定代表人: 黄志源。

二、债券发行和募集资金使用情况

经中国证监会许可(2018)1759 号文核准, 公司获准向合格投资者公开发行面值总额不超过 50.00 亿元(含 50.00 亿元)的公司债券, 采用分期发行方式。2018 年 12 月 24 日完成首期发行, 并于 2019 年 1 月 8 日在上海证券交易所挂牌上市, 债券简称为“18 金光 01”, 债券代码为“155112.SH”, 债券规模 10 亿元, 发行利率为 7.20%, 期限为 3 年, 按年付息, 到期一次还本; 第二期于 2019 年 4 月 25 日发行成功, 并于 2019 年 5 月 14 日在上海证券交易所挂牌上市, 债券简称为“19 金光 01”, 债券代码为“155382.SH”, 债券规模为 20 亿元, 发行利率为 7.00%, 期限为 3 年, 按年付息, 到期一次还本。

截至 2019 年 3 月底, “18 金光 01”已全部按照募集说明书中披露的用途使用完毕, 下一次付息日为 2019 年 12 月 24 日。截至 2019 年 4 月底, “19 金光 01”实际使用募集资金 2.31 亿元偿还债务, 符合募集说明书中披露的用途, 账户余额为 17.69 亿元, 下一次付息日为 2020 年 4 月 25 日。

三、行业分析

公司主营业务为纸浆、文化用纸、工业用纸、生活用纸及其它纸制品的生产和销售, 由于公司主营业务属传统文化纸大类, 属于造纸行业。

1. 行业概况

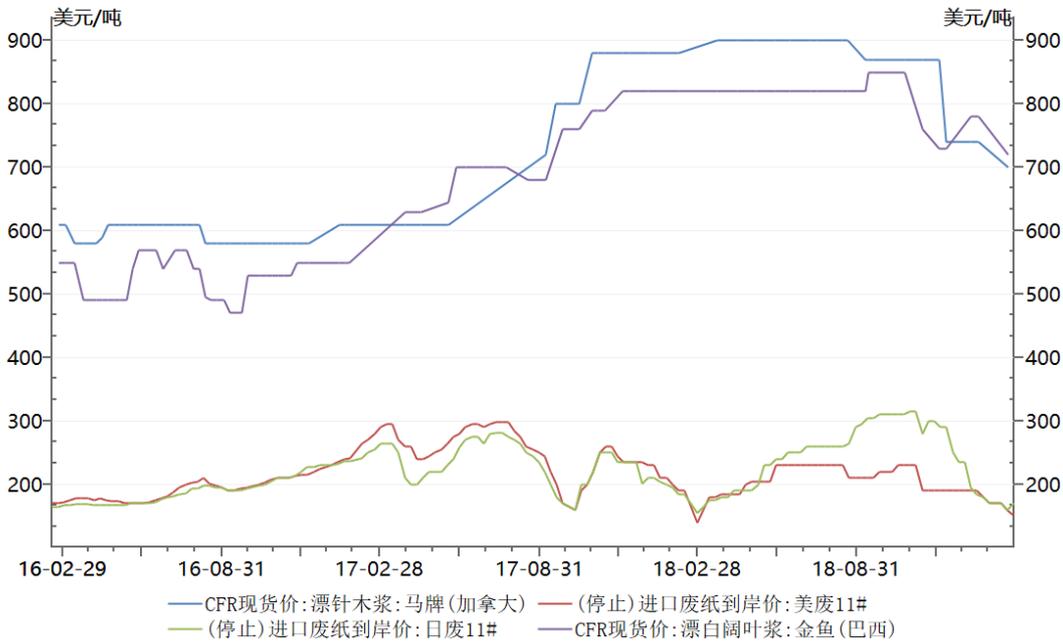
2018 年, 全球经济复苏缓慢, 我国经济增长缓中趋稳, 年度 GDP 同比增长 6.6%, 增速较上年有所放缓, 面临经济下行压力。进入 2018 年以后, 由于受到中美贸易摩擦导致原材料价格攀升, 环保压力加大以及下游需求疲软导致价格走低等因素的影响, 促使行业企业盈利下滑, 行业整体景气度有所下降, 造纸企业利润有所下滑。2018 年, 我国造纸及纸制品业汇总企业单位数 6,704 个, 亏损企业数 1,045 个, 主营业务收入 13,727.93 亿元, 同比增长 8.3%; 其中: 纸浆制造业主营业务收入 156.43 亿元, 同比增长 26.16%; 造纸业主营业务收入 8,152.19 亿元, 同比增长 6.9%; 纸制品制造业主营业务收入 5,419.3 亿元, 同比增长 10.01%; 造纸企业利润总额由 2017 年 837.8 亿元降至 2018 年的 766.4 亿元, 同比下降 8.5%。2018 年, 全国纸及纸板生产量 10,435 万吨, 较上年下降 6.24%; 消费量 10,439 万吨, 较上年下降 4.20%。

从上游原材料供应来看, 造纸业的主要原材料是纸浆和废纸, 目前, 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。2018 年, 我国纸浆进口量为 2,478.90 万吨, 同比增长 4.50%; 进口金额为 197.16 亿美元, 同比增长 28.50%。2018 年, 我国废纸进口量为 1,703.00 万吨, 同比下降 33.80%; 进口金额达 42.93 亿美元, 同比下降 26.90%。受“禁废令”和排污许可证等政策实施影响, 2018 年, 废纸进口总体呈现数量下降的趋势。

从国际废纸的价格走势看, 2018 年 1~8 月, 受政策趋严影响, 外废和国废价格呈整体上涨趋势;

2018年下半年，受贸易战冲击，下游需求随之减弱，外废和国废价格均有较大幅度下降。进入2017年下半年，木浆价格有较大幅度提升，2018年延续保持价格高位。

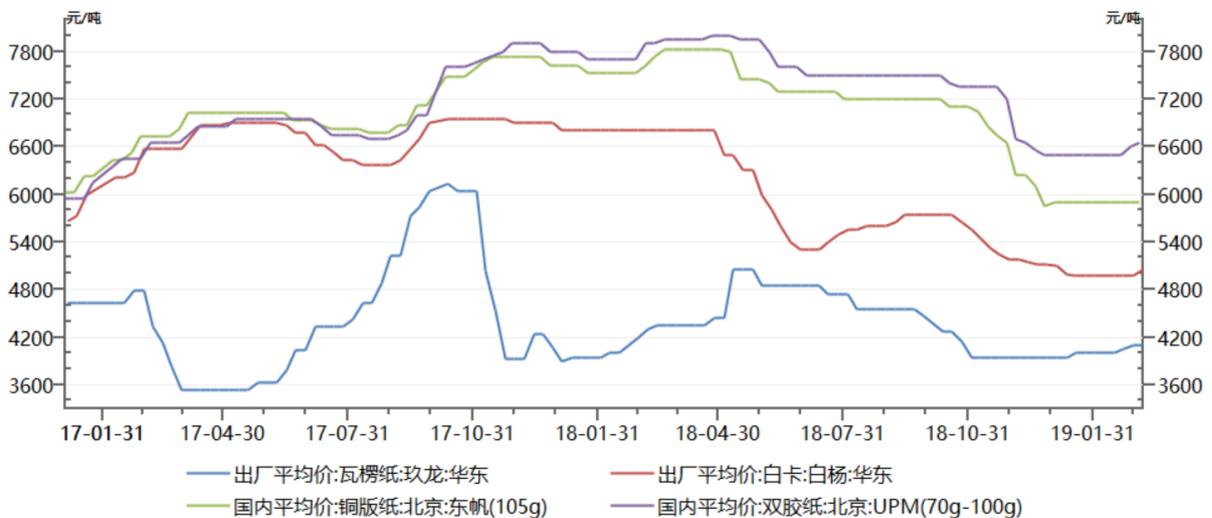
图2 2016~2019年2月废纸及木浆价格走势图（单位：美元/吨、元/吨）



资料来源：Wind

纸品价格方面，受益于供给侧结构性改革、环保政策加码以及造纸行业去产能加速等因素影响，2017年成品纸提价以来，2018年成品纸价格有所震荡，其中2018年5月后，受下游订单萎缩等因素影响进入下滑通道，再加之终端零售不振，导致了行业需求承压，瓦楞纸价格逐渐走低，直至11月末，瓦楞原纸价格达到全年最低点。文化纸方面，受下游需求疲软影响，2018年全年文化纸价格呈下行趋势。

图3 2017~2019年2月成品纸价格走势图（单位：元/吨）



资料来源：Wind

从行业政策来看，2018年6月，国务院发布《中共中央国务院关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》，其中重点提出全面禁止洋垃圾入境，力争2020年年底前基本实现固体废物零进口。2018年8月，商务部对美废加征25%关税，美废价格推升或推升所有外废价格，国废与外废价差将缩小，拥有外废配额的企业成本优势缩小，成本端压力加大或进一步推升产品价格。

从行业竞争来看，受更严厉的环保政策的实施的影响，中小企业落后产能不断出清，行业集中度进一步提升。

总体看，2018年，受成本整体上涨、下游需求疲软以及环保压力加强等因素影响，造纸行业盈利能力整体呈减弱趋势；同时随着落后产能的不断出清，行业集中度进一步提升。未来行业内资源优势明显并且满足环保要求的大型企业具备较强的竞争优势，有望获得较好的发展。

2. 行业发展

造纸行业作为国民经济的基础原材料工业，在目前国内造纸工业人均消费纸量远低于发达国家水平的背景下，行业仍具有较好的增长空间。但是，目前造纸行业集中度仍然不高，原料依赖强、环保压力大的问题仍然存在，这将促使造纸企业继续进行大规模整合，未来行业内资源优势明显、整合能力强的大型企业有望取得竞争优势，获得较好的发展。

“十三五”期间，造纸行业将以调整为主线，包括原料的调整、资源的调整、区域发展的调整。通过调整，提高发展的质量，用先进产能代替落后产能，提高经济效益，实现行业和谐、持续、绿色发展。坚持自主创新，加快技术进步，加大国际合作，提高品牌知名度；通过调整布局、资源整合，提高行业集中度，实现企业数量减少30%，主营业务收入争取达到500亿元。

总体看，未来，我国造纸行业的发展将以调整为主线，通过调整布局、资源整合，提高行业集中度，形成合理的产业新布局。

四、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事、高级管理人员未发生重大变动，公司高层管理团队未发生重大变化，经营团队及核心技术团队保持稳定。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事林业营造、林业产品、各种纸张、纸产品的生产和销售业务，主要产品是原木、木浆和成品纸三大系列，其中成品纸又细分为文化用纸、工业用纸、生活用纸和办公用纸四个品种。2018年，公司实现营业收入589.50亿元，较上年增长6.63%；实现净利润23.37亿元，较上年下降10.30%，主要系公司费用增长以及各主要纸种毛利下降所致。

从营业收入构成来看，2018年，公司纸浆收入122.39亿元，较上年增长57.15%，主要系上年部分纸浆收入计入“其他”板块中，以及纸浆价格上涨所致；公司文化用纸收入182.63亿元，较上年增长2.23%；公司工业用纸收入156.36亿元，较上年增长2.80%；公司生活用纸收入101.29亿元，较上年增长1.36%。公司其他收入主要为林业、机械制造以及提供咨询服务，对公司收入贡献较小。

表 1 2016~2018 年公司营业收入构成和毛利情况 (单位: 亿元、%)

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
纸浆	89.69	18.93	21.55	77.88	14.09	21.47	122.39	20.76	18.74
文化用纸	155.49	32.82	20.21	178.64	32.31	26.83	182.63	30.98	26.36
工业用纸	122.22	25.80	17.16	152.10	27.51	30.31	156.36	26.52	21.74
生活用纸	96.08	20.28	29.43	99.93	18.08	30.58	101.29	17.18	29.82
其他	10.24	2.16	26.56	44.30	8.01	11.85	26.83	4.55	21.21
合计	473.73	100.00	21.68	552.85	100.00	26.51	589.50	100.00	23.91

资料来源: 公司提供

从毛利率来看, 2018 年, 公司综合毛利率 23.91%, 较上年下降 2.60 个百分点。分产品来看, 2018 年, 受造纸行业下游需求减弱影响, 公司各主要纸种毛利率均有不同程度下降。其中, 2018 年, 公司文化用纸毛利率 26.36%, 较上年小幅下降 0.47 个百分点; 工业用纸毛利率 21.74%, 较上年下降 8.57 个百分点, 主要系工业用纸销售价格有所下降所致; 生活用纸毛利率 29.82%, 较上年下降 0.76 个百分点。

2019 年 1~3 月, 公司经营状况保持稳定增长趋势, 实现营业收入 147.76 亿元, 较上年同期增长 8.06%; 实现净利润 5.16 亿元, 较上年同期下降 2.68%。

总体看, 跟踪期内, 公司各主要纸种收入增长, 但受造纸行业下游需求减弱影响, 公司主要产品毛利率有不同程度下降, 整体经营状况较为稳定。

2. 原材料采购

公司目前已建立了上下游一体化的产业布局, 即“林、浆、纸一体化”的产业链, 在上游建设环节, 公司管理和经营多种林地。截至 2018 年底, 公司管理和经营 420 万亩林地, 其中已种植面积 389 万亩, 以桉树为主 (栽植面积 347 万亩)。截至 2018 年底, 公司实际木材到厂量 73.51 万吨, 较上年增长 30.64%, 主要系产量增长所致。

公司对外采购主要原材料仍为木浆、原木片和煤炭等。公司国内木浆采购来自于集团内采购的海南金海浆纸业有限公司 (以下简称“海南金海浆”) 生产的短纤浆和广西金桂浆纸业有限公司 (以下简称“广西金桂浆”) 生产的化机浆, 国外木浆采购主要为长纤浆, 主要来源于印尼、巴西、欧洲以及加拿大等, 价格以市场价为准, 公司木浆自给率约为 45%。2018 年, 由于国际木浆价格上涨, 公司调整国内外木浆采购比例, 其中国内木浆采购量 301.81 万吨, 较上年增长 14.55%; 国外木浆采购量 263.70 万吨, 较上年下降 14.88%。2018 年, 木浆采购总量 565.51 万吨, 较上年下降 1.35%; 原木及木片采购量 487.30 万吨, 较上年增长 15.76%, 其中国内采购 141.96 万吨, 较上年增长 60.59%, 国外采购量 345.34 万吨, 较上年增长 3.85%, 主要系国际原木及木片价格上涨, 增加国内采购量所致。

表 2 2016~2018 年公司主要原材料采购情况 (单位: 万吨)

原材料	项目	2016 年	2017 年	2018 年
木浆	国内	271.00	263.47	301.81
	国外	269.90	309.78	263.70
	采购总量	540.90	573.25	565.51
原木及木片	国内	122.96	88.40	141.96

	国外	296.72	332.55	345.34
	采购总量	419.68	420.95	487.30
煤炭	国内	261.53	236.44	225.14
	国外	281.14	243.23	283.47
	采购总量	542.67	479.67	508.61

资料来源：公司提供，联合评级整理

跟踪期内，公司采购结算方式无较大变化。

采购集中度方面，2017~2018年，公司前五大纸浆供应商采购额分别为27.96亿美元和30.61亿美元，分别占年度纸浆总采购成本的75.59%和80.72%，公司纸浆采购集中度较高。

总体看，2018年，公司木浆和原木及木片采购量增长，由于国际木浆价格上涨，公司木浆主要以国内采购为主，公司仍有较大规模的国外采购，仍有一定的汇兑损失风险，公司供应商集中度很高。

3. 产品生产

公司纸浆产品主要为化学漂白硫酸盐桉木浆和化学热磨机械浆，化学漂白硫酸盐桉木浆主要由子公司海南金海浆生产，化学热磨机械浆则主要由子公司广西金桂浆生产，均为林浆一体化生产模式。公司纸浆生产优先满足公司自用（自用比例约为80%），多余对外销售，主要对外销售自产短纤浆。

公司主要纸产品包括文化用纸、工业用纸、和生活用纸三大类。截至2018年底，公司共计拥有各纸种产能1,074.00万吨，较上年无变化；公司共计生产各纸产品1,102.00万吨，较上年小幅增长2.69%。

表3 2016~2018年公司主要产品生产情况（单位：万吨、%）

产品	项目	2016年	2017年	2018年
纸浆	产能	210.00	210.00	210.00
	产量	217.00	227.10	246.00
	产能利用率	103.33	108.14	117.14
文化用纸	产能	365.00	367.00	367.00
	产量	379.00	376.00	353.00
	产能利用率	103.84	102.45	96.19
工业用纸	产能	260.00	312.00	312.00
	产量	233.00	322.00	361.00
	产能利用率	89.62	103.21	115.71
生活用纸	产能	132.00	137.00	137.00
	产量	104.00	112.00	102.00
	产能利用率	78.49	81.75	74.45
其他纸制品	产能	73.00	48.00	48.00
	产量	42.00	37.00	40.00
	产能利用率	57.53	77.08	83.33

资料来源：公司提供，联合评级整理

从产量情况来看，2018年，公司纸浆产品产量246.00万吨，较上年增长8.32%，主要系销量增长所致；公司文化用纸产量353.00万吨，较上年下降6.12%；公司工业用纸产量361.00万吨，较上

年增长 12.11%，主要系销量增长所致；公司生活用纸 102.00 万吨，较上年下降 8.93%。

总体看，2018 年，公司纸浆产能和产量较为稳定，除文化用纸以及生活用纸产量下降外，其余产品产量均上升，整体产能利用率较高。

4. 产品销售

公司对内销售模式仍以直销为主，针对重点客户，如大型印刷厂、出版社等，业务占比 50% 以上；其余部分销售采取分销模式，主要按种类将产品销售给批发商、零售商，批发商和零售商再实现产品向下游的过渡。跟踪期内，公司结算方式无较大变化。

表 4 2016~2018 年公司主要产品销售情况（单位：万吨、%）

产品	项目	2016 年	2017 年	2018 年
纸浆	产量	217.00	227.10	246.00
	销量	200.00	196.06	204.00
	产销率	92.17	86.33	82.93
文化用纸	产量	379.00	376.00	353.00
	销量	376.00	378.00	349.00
	产销率	99.21	100.53	98.87
工业用纸	产量	233.00	322.00	361.00
	销量	234.00	318.00	363.00
	产销率	100.43	98.76	100.55
生活用纸	产量	104.00	112.00	102.00
	销量	99.00	107.00	104.00
	产销率	95.19	95.54	101.96
其他纸制品	产量	42.00	37.00	40.00
	销量	43.00	40.00	46.00
	产销率	102.38	108.11	115.00

资料来源：公司提供，联合评级整理

从销量来看，2018 年，公司各类纸制品销量 1,066.00 万吨，较上年增长 2.54%。具体来看，公司纸浆销量实现 204.00 万吨，较上年增长 4.05%；公司文化用纸和生活用纸销量分别为 349.00 万吨和 104.00 万吨，较上年分别下降 7.67%和 2.80%，主要系订单下降所致；公司工业用纸销量 363.00 万吨，较上年增长 14.15%。从产销率来看，2018 年，公司纸浆以及文化用纸产销率较上年分别下降 3.40 个百分点和 1.66 个百分点；工业用纸和生活用纸产销率较上年分别上升 1.79 个百分点和 6.42 个百分点。

表 5 2016~2018 年公司主要产品销售区域分布情况（单位：%）

区域	2016 年			2017 年			2018 年		
	铜版纸	白卡纸	双胶纸	铜版纸	白卡纸	双胶纸	铜版纸	白卡纸	双胶纸
内销	61.09	65.64	81.06	57.40	63.86	87.12	59.80	74.00	88.10
华北	18.05	14.07	8.93	16.45	8.27	9.70	15.90	7.60	9.80
华东	38.08	37.58	68.99	39.49	39.03	69.47	39.80	40.80	62.80
华南	27.91	32.64	12.31	27.63	36.91	12.43	27.30	37.60	16.60
华中	9.69	9.64	7.28	9.93	8.84	5.17	10.40	8.10	7.80
华西	6.28	6.07	2.49	6.49	6.94	3.23	6.50	5.90	3.10

亚洲	56.92	53.89	25.60	62.55	49.67	32.16	40.20	26.00	11.90
外销	38.91	34.36	18.94	42.60	36.14	12.88	61.20	49.30	40.10
北美	6.79	6.82	0.14	7.19	6.74	0.18	7.50	5.10	1.20
欧洲	11.74	14.84	24.47	9.48	18.38	18.31	9.70	20.40	15.80
中东	6.70	9.58	22.83	5.77	14.32	20.55	5.80	13.20	28.80
其他	17.85	14.87	26.95	15.02	10.90	28.81	15.80	12.00	14.20

资料来源：公司提供，联合评级整理

注：表格中“内销”和“外销”的比例分别为内销总金额/当年销售总金额和外销总金额/当年销售总金额

从销售区域来看，2018年，公司铜版纸、白卡纸和双胶纸内销收入占当年销售金额的比重分别为59.80%、74.00%和88.10%，分别较上年上升2.40个百分点、10.14个百分点和0.98个百分点。

从公司主要客户看，2017~2018年，公司前五名销售金额分别为111.71亿元和110.38亿元，占当年销售总额分别为20.21%和18.72%，其中第一大客户均为关联方（占比分别为14.36%和11.49%），客户整体集中度一般，但对单一客户存在一定依赖。

总体看，2018年，公司各主要纸制品销量整体保持稳定增长，产销率较高，以华东地区和华南地区为主的内销贡献较高，客户集中度一般，但对单一客户存在一定依赖。

5. 关联交易

公司关联交易仍主要是和金东香港之间的业务往来，公司和金东香港为关联关系，主要业务模式为来料加工，即关联公司金东香港等香港贸易公司根据公司每年销售计划从非关联供应商处进行采购，并委托境内下属工厂进行加工。2017~2018年，公司来料加工业务收入分别为83.78亿元和71.53亿元，其中2018年来料加工业务较上年下降14.62%，主要系金东香港对外采购纸浆量有所下降所致。

2017~2018年，公司向关联方销售商品及提供劳务产生的收入逐年增长，分别为90.63亿元和78.52亿元，主要是对公司部分纸产品通过金东香港出口产生的销售收入，主要结算方式为信用证结算。截至2018年底，与公司存在关联业务的关联方共有65家，较年初减少2家，主要为同一控制下的关联公司。

2018年，公司关联交易中向关联方采购100.86亿元，较上年大幅增长123.88%，主要系公司向关联方金东香港以及海南金海贸易（香港）有限公司采购增加所致；公司向关联方其他应收款为100.81亿元，较年初下降14.59%，主要系对关联方上海来益房房地产开发有限公司（以下简称“来益房”）收回部分垫付工程款所致¹；公司向关联方应收账款及应收票据共92.26亿元，较年初下降9.32%，主要为来料加工收入下降所致。

表6 2016~2018年公司关联交易情况（单位：亿元）

关联交易	2016年末	2017年末	2018年末
销售商品及提供劳务	74.90	90.63	78.52
采购	36.71	45.05	100.86
应收账款及应收票据	78.13	101.74	92.26
其他应收款	85.13	118.03	100.81
预付款项	17.49	24.38	22.69
应付票据及应付款项	10.16	16.88	30.71

¹ 上海来益房房地产开发有限公司是为了建设金光全球高管培训基地以及会议中心，由境外股东方出资成立的房地产开发公司。由于其境外资本金未到位，故暂时由公司垫付高管培新基地以及会议中心项目工程费。

其他应付款	6.88	9.75	15.14
预收款项	0.09	0.32	0.17

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

由于公司与关联公司金东香港等采取来料加工的业务模式，加工完成后，通过香港贸易公司销售给境外经销商，待回款后支付相应加工费给境内工厂，在境外销售过程中由于资金需求量较大产生了短期融资需求，因此出现了内保外贷业务需求。截至2018年底，公司对金东香港的担保为211.74亿元，较年初增长6.44%，为内保外贷担保。

总体看，2018年，公司的关联方数量仍较多，与关联方交易金额仍较大，且关联交易方式多样，存在一定关联交易风险；此外，公司对金东香港的内保外贷的担保金额较大，存在一定或有负债风险。

6. 经营关注

（1）原材料供应风险

公司原材料成本在成本构成中占比较高，原材料主要为木浆，且由于长纤浆长期依赖进口，生产成本易受其国际价格波动影响，同时进口采购周期长、供应情况难以把控，不利于保持公司经营稳定。

（2）关联交易风险

由于公司“林、浆、纸”一体化的发展战略，其原材料木片和木浆部分供应商为关联企业，同时公司与主要关联方金东香港交易规模较大，且为其提供金额较大的担保，部分被担保企业盈利能力一般。公司与关联方交易规模及担保规模较大，存在一定的关联交易风险。

（3）环保不达标风险

公司所处造纸行业在生产过程中产生的工业“三废”会对环境造成一定的污染，目前国家环保政策继续趋严，政府层面对环保政策的执行力度远超预期，可能使得生产成本增加，压缩企业利润空间或一定程度影响公司业绩。

（4）汇率波动风险

公司原材料木浆、废纸和木片等部分原材料长期依赖进口，采购数量和金额较大，同时公司海外销量也处于较高水平，均以外币计价，人民币的汇率波动会对公司的采购成本和收入造成一定影响。

7. 未来发展

公司将坚持打造“林、浆、纸一体化”协调发展的全球造纸行业最优品牌，建设成为绿色循环产业。同时推行全球化策略，以高质量的产品，全方位的服务，挖掘有潜在需求的买方大众；在国际市场上，进一步扩大销售网络，形成全球联网的销售体系，通过高质量的产品以及全球化的销售网络，吸引终端用户资源，增加产品直销份额。

公司将专注于产业链的延伸，实施文化用纸和工业用纸下游产品深加工策略，即针对目前中国市场对工业用纸加工纸种需求增加的特点通过销售渠道整合，提高高附加值产品比重，提供一站式产品服务，增加公司产品组合的灵活性；生活用纸方面，在现有原纸产能基础上公司将继续打造生活用纸事业部，增加原纸产能、强化品牌和分销策略。

总体看，公司将继续坚持已有的发展战略，随着公司自身能力的提升和资源的不断整合，公司整体竞争实力有望增强。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2018 年度财务报告经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留的审计意见。2019 年一季度财务报表未经审计。公司经审计的财务报表按照财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》及后续经修订的会计准则及相关规定编制。会计政策变更上，公司根据财会〔2018〕15 号规定的财务报表格式编制 2018 年度财务报表，该修订对公司的报表列报影响包括：①“应收账款”和“应收票据”合并列报为“应收票据及应收账款”；②“应收利息”、“应收股利”及“其他应收款”合并列报为“其他应收款”；③“应付账款”和“应付票据”合并列报为“应付票据及应付账款”；④“应付利息”、“应付股利”及“其他应付款”合并列报为“其他应付款”；⑤原“管理费用”拆分为“管理费用”、“研发费用”；⑥原计入“营业外收入”的企业作为个人所得税的扣缴义务人收到的手续费返还列报为“其他收益”；⑦企业实际收到的政府补助，在编制现金流量表时均作为经营活动产生的现金流量列报。公司按相关会计政策的规定进行了追溯调整，公司均按照修改后的会计政策编制财务报告，对财务数据连续性影响较小。

2018 年，公司合并范围新增 7 家子公司，截至 2018 年底，公司合并范围内子公司 77 家。考虑到公司合并范围变动不大，且新增子公司规模较小，公司财务可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 1,725.94 亿元，负债合计 1,096.80 亿元，所有者权益（含少数股东权益）629.14 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 555.73 亿元。2018 年，公司实现营业收入 589.50 亿元，净利润（含少数股东损益）23.37 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 19.39 亿元；公司经营活动现金流量净额为 160.14 亿元，现金及现金等价物净增加额 48.67 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 1,746.82 亿元，负债合计 1,114.50 亿元，所有者权益（含少数股东权益）632.32 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 558.21 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 147.76 亿元，净利润（含少数股东损益）5.16 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.32 亿元；公司经营活动现金流量净额为 10.89 亿元，现金及现金等价物净增加额-14.09 亿元。

2. 资产质量

截至 2018 年底，公司合并资产 1,725.94 亿元，其中流动资产占比 48.64%，非流动资产占比 51.36%，资产结构较为均衡。

（1）流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产为 839.45 亿元，较年初增长 11.84%，主要系货币资金增长所致，公司流动资产以货币资金（占 37.30%）、应收票据（占 7.76%）、应收账款（占 19.50%）、其他应收款（占 14.57%）、预付款项（占 6.00%）和存货（占 8.89%）为主。

截至 2018 年底，公司货币资金 313.10 亿元，较年初增长 46.22%，主要系公司发行“18 金光 01”募集资金到账所致。公司货币资金主要由银行存款（占 40.83%）和其他货币资金（占 59.16%）构成；其中，其他货币资金全部为受限资产，主要为保证金和质押担保，受限比例高。

截至 2018 年底，公司应收票据 65.16 亿元，较年初下降 8.42%，主要系票据结算减少所致，公司应收票据以银行承兑汇票（占 88.35%）为主。

截至 2018 年底，公司应收账款 163.69 亿元，较年初增长 7.85%，主要系公司收入增长所致。从账龄来看，应收账款余额中，1 年以内的占比 83.31%，1~2 年的占比 13.13%，主要为公司延长部分

关联方的账期所致，其余为2年及以上，公司应收账款账龄较短。截至2018年底，公司应收账款累计计提坏账准备3.03亿元，计提比例1.82%；受限应收账款账面价值42.34亿元（占25.87%），受限比例较高，为主要为长期借款质押担保。

截至2018年底，公司其他应收款122.27亿元，较年初下降1.12%。从账龄来看，其他应收款余额中，1年以内的占比31.06%、1~2年的占比10.10%、2年以上的占比58.84%，以2年以上的为主，账龄较长，对公司资金有一定的占用。截至2018年底，公司其他应收款计提坏账准备0.68亿元，计提比例仅为0.56%，存在一定回收风险。

公司预付款项主要包括大宗商品（包括煤炭等造纸所需燃料），公司为了锁定优惠价格公司提前支付货款给大宗商品供应商。截至2018年底，公司预付款项50.40亿元，较年初下降47.02%，主要系部分原材料预付货款下降所致；从账期来看，以1年以内为主（占84.51%），账龄较短。

截至2018年底，公司存货74.65亿元，较年初增长23.59%，主要系公司备货增加所致，主要以原材料（占35.13%）、在产品及自制半成品（占15.87%）、产成品及库存商品（占32.33%）和备品备件及其他（占10.30%）构成。截至2018年底，公司存货计提跌价准备1.23亿元，计提比例为1.62%。

（2）非流动资产

截至2018年底，公司非流动资产886.49亿元，较年初增长6.60%。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占15.70%）、投资性房地产（占7.39%）金额固定资产（占63.24%）。

截至2018年底，公司可供出售金融资产139.21亿元，较年初大幅增长2.61倍，主要系（1）子公司Moral Finance Limited（以下简称“Moral Finance”）对金东贸易（香港）有限公司增资总额为5亿美元，截至2018年12月31日实缴金额折合人民币为34.32亿元，（2）Moral Finance对Country Max Properties Limited（以下简称“Country Max”）注资总额为美元10亿元，截至2018年12月31日实缴金额折合人民币为66.83亿元所致。

截至2018年底，公司投资性房地产65.48亿元，较年初下降2.81%，公司累计计提折旧和摊销1.90亿元；公司投资性房地产全部为受限资产，受限比例很高。

截至2018年底，公司固定资产账面价值560.57亿元，较年初下降5.12%；累计计提折旧335.76亿元，计提减值准备0.04亿元；公司固定资产成新率62.54%，固定资产成新率一般。截至2018年底，公司固定资产主要由机器设备（占84.03%）和房屋及建筑物（占15.19%）构成，受限固定资产账面价值339.17亿元（占60.51%），受限比例较高。

截至2018年底，公司受限资产757.30亿元，占资产总额的比重为43.88%，受限比例较高。

表7 截至2018年底公司受限资产情况（单位：亿元、%）

科目	金额	用途	占比
货币资金	185.24	保证金、质押担保	10.73
应收票据及应收账款	131.05	质押担保	7.59
消耗性生物资产	9.71	质押担保	0.56
固定资产	339.17	抵押担保	19.65
在建工程	4.78	抵押担保	0.28
无形资产	15.27	抵押担保	0.88
投资性房地产	65.48	抵押担保	3.79
其他非流动资产	6.61	质押担保	0.38
合计	757.30	--	43.88

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年 3 月底，公司资产合计 1,746.82 亿元，较年初增长 1.21%；其中流动资产 869.96 亿元（占 49.80%），非流动资产 876.86 亿元（占 50.20%），资产结构较年初变化不大。

总体看，2018 年底，公司资产规模保持增长，资产结构较为均衡，流动资产中应收账款和其他应收款占比较大，对公司资金占用明显；非流动资产中固定资产占比较高，成新率一般；公司资产受限比例较高，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

截至 2018 年底，公司负债总额 1,096.80 亿元，较年初增长 12.33%，主要系流动负债增长所致；其中流动负债占比 76.03%，非流动负债占比 23.97%，以流动负债为主。

(1) 流动负债

截至 2018 年底，公司流动负债 833.90 亿元，较年初增长 28.30%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致，主要由短期借款（占 34.42%）、应付票据（占 12.10%）、应付账款（占 12.75%）、其他应付款（占 9.89%）和一年内到期的非流动负债（占 26.47%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款 287.05 亿元，较年初增长 30.78%，主要系公司采取银票池质押方式向银行申请流动资金贷款所致。公司短期借款主要为保证借款（占 61.03%）和抵、质押借款（占 33.08%）。

截至 2018 年底，公司应付票据 100.94 亿元，较年初增长 32.83%，主要系采购量增长所致。

截至 2018 年底，公司应付账款 106.36 亿元，较年初增长 14.79%，主要系应付购买原材料的货款增加所致。

公司其他应付款主要为下属子公司工程暂收保证金、工程款、仓储费及代垫海运费等。截至 2018 年底，公司其他应付款 82.47 亿元，较年初增长 32.89%，主要系未付工程款、保证金和关联方借款增加所致。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 220.73 亿元，较年初增长 75.71%，主要为一年内到期的长期借款（占 61.65%）和应付债券（占 30.98%）。

(2) 非流动负债

截至 2018 年底，公司非流动负债 262.90 亿元，较年初下降 19.46%，主要是一年内到期的长期借款和应付债券转入一年内到期的非流动负债所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 46.45%）、应付债券（占 35.83%）和长期应付款（占 11.28%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 122.12 亿元，较年初下降 27.55%，主要系部分长期借款转入一年内到期的非流动负债所致。

截至 2018 年底，公司应付债券 94.20 亿元，较年初下降 23.07%。

截至 2018 年底，公司长期应付款 29.65 亿元，较年初增长 64.29%，主要系融资租赁款增加所致。长期应付款中融资租赁款已计入长期债务及其相关计算指标。

从全部债务来看，截至 2018 年底，公司全部债务规模 855.35 亿元，较年初增长 13.51%；其中短期债务 613.22 亿元（占 71.69%），长期债务 242.13 亿元（占 28.31%），短期债务占比有所上升。截至 2018 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 63.55% 和 57.62%，较年初分别上升 1.84 个百分点和 2.19 个百分点；公司长期债务资本化比率为 27.79%，较年初下降 5.78 个百分点。

截至 2019 年 3 月底，公司负债 1,114.50 亿元，较年初增长 1.61%，其中流动负债 851.81 亿元（占 76.43%），非流动负债 262.69 亿元（占 23.57%），负债结构较年初变化不大，以流动负债为

主。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 877.55 亿元，较年初增长 2.60%；其中短期债务 635.64 亿元（占 72.43%），长期债务 241.91 亿元（占 27.57%），债务结构较为均衡。截至 2019 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化率分别为 63.80% 和 58.12%，较年初分别上升 0.25 个百分点和 0.50 个百分点；长期债务资本化比率 27.67%，较年初下降 0.12 个百分点，公司债务结构有待改善，整体债务负担进一步加重。

总体看，2018 年底，公司负债规模有所上升，仍以流动负债为主；整体债务负担进一步加重，且以短期债务为主。

（3）所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益 629.14 亿元，较年初增长 3.85%。其中归属母公司所有者权益占比 88.33%；归属母公司所有者权益中，实收资本占比 59.12%，资本公积占比 0.25%，盈余公积占比 2.63%，未分配利润占比 37.90%，权益总体稳定性较好。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 632.32 亿元，较年初小幅增长 0.51%；其中，归属于母公司的所有者权益占比 88.28%；归属于母公司所有者权益中，股本占比 58.86%，资本公积占比 0.25%，未分配利润占比 38.50%。

总体看，2018 年底，公司所有者权益保持增长态势，以实收资本为主，权益结构稳定性较好。

4. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 589.50 亿元，较上年增长 6.63%，主要系业务规模扩大所致；公司营业成本 448.54 亿元，较上年增长 10.39%，主要系原材料价格上涨所致；实现净利润 23.37 亿元，较上年下降 10.30%，主要系公司费用增长以及各主要纸种毛利下降所致。

期间费用方面，2018 年，公司期间费用 110.64 亿元，较上年增长 7.42%，主要系公司研发费用增长所致，其中销售费用占比 35.25%、管理费用占比 13.49%、研发费用占比 17.84%、财务费用占比 33.42%，公司期间费用仍以销售费用和财务费用为主。具体来看，2018 年，公司销售费用 38.99 亿元，较上年变化不大；公司管理费用 14.92 亿元，较上年下降 24.92%，主要系研发费用单独核算所致；公司研发费用 19.74 亿元；公司财务费用 36.98 亿元，较上年下降 15.52%，主要系利息支出下降所致。2018 年，公司费用收入比为 18.77%，较上年提高 0.14 个百分点，期间费用对公司利润侵蚀显著，公司费用控制能力有待提高。

从利润构成来看，公司营业利润主要来源于主营业务利润。2018 年，公司公允价值变动损益 4.37 亿元，较上年增加 12.10 亿元，主要系公司外汇远期交易合同以及利率互换合同的公允价值变动所致，占当期营业利润的比重为 14.90%，对营业利润贡献一般；公司资产减值损失 2.05 亿元，较上年增长 5.28 亿元，主要系应收账款坏账损失增加所致，占当期营业利润的比重为 6.98%，占比不大；公司其他收益 1.55 亿元，较上年增长 7.11%，主要系政府补助增长所致。

从盈利能力指标看，2018 年，公司营业利润率 23.09%，较上年下降 2.59 个百分点；总资本收益率 4.86%，较上年下降 0.25 个百分点；由于公司资产存在部分资金占用情况，总资产报酬率 4.55 个百分点，较上年下降 0.51 个百分点；净资产收益率 3.78%，较上年下降 0.61 个百分点。

2019 年 1~3 月，公司经营状况保持稳定增长趋势，实现营业收入 147.76 亿元，较上年同期增长 8.06%；实现净利润 5.16 亿元，较上年同期下降 2.68%。

总体看，2018 年，公司收入有所增长，但费用对利润侵蚀显著，盈利能力有所下降。

5. 现金流

2018年，公司经营活动现金流入685.90亿元，较上年增长12.71%，主要系公司销售商品、提供劳务收到的现金增长所致；公司经营活动现金流出525.76亿元，较上年下降2.41%，其中支付其他与经营活动有关的现金较上年下降82.37%。受上述因素影响，2018年，公司经营活动产生的现金净流入160.14亿元，较上年增长129.27%。从收入实现质量来看，2018年，公司现金收入比114.06%，较上年提高4.93个百分点。

2018年，公司投资活动现金流入21.08亿元，较上年下降58.08%，主要系委托贷款收回的现金下降所致；公司投资活动现金流出160.05亿元，较上年增长3.29倍，主要系投资支付的现金增长所致，公司投资支付的现金主要为子公司Moral Finance增资金东香港5亿美元以及向对Country Max注资10亿美元。受上述因素影响，2018年，公司投资活动产生的现金流净额由上年的净流入13.02亿元转为净流出138.97亿元。

2018年，公司筹资活动现金流入497.65亿元，较上年增长33.59%，主要系公司取得借款增加所致；筹资活动现金流出472.01亿元，较上年下降4.54%。受上述因素影响，2018年，公司筹资活动产生的现金流由上年的净流出121.96亿元转为净流入25.64亿元。

2019年1~3月，公司经营活动产生的现金流净流入10.89亿元；投资活动产生的现金流净流出15.88亿元；筹资活动产生的现金流净流出5.89亿元。

总体看，2018年，公司经营活动现金净流入规模大幅增长，现金收入质量较好；投资活动现金流由净流入转为净流出，考虑到公司短期债务规模较大，公司仍存在一定融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至2018年底，公司流动比率由年初的1.15倍下降至1.01倍；速动比率由年初的1.06倍下降至0.92倍，考虑到公司流动资产中应收账款及其他应收款占比较大，其变现能力将影响公司实际短期偿债能力。截至2018年底，公司现金短期债务比由年初的0.64倍上升至0.66倍，公司现金类资产对短期债务的覆盖能力较强，但考虑到公司货币资金受限比例较高，现金类资产实际对短期债务的覆盖能力尚可。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2018年，公司EBITDA为114.57亿元，较上年下降2.94%。2018年，公司EBITDA主要由利润总额（占25.77%）、计入财务费用的利息支出（占39.88%）和折旧（占33.57%）构成。2018年，公司EBITDA利息倍数由上年的2.56倍下降至2.50倍，EBITDA对利息的保障能力较强；公司EBITDA全部债务比由上年的0.16倍下降至0.13倍，EBITDA对债务的保障能力一般。整体看，公司长期偿债能力尚可。

截至2018年底，公司对外担保合计286.17亿元，占当期公司净资产的45.49%，担保比例较高，且以关联担保为主（其中对金东香港的担保金额为211.74亿元，占比73.99%，较为集中），存在较高或有负债风险。

表8 截至2018年底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保企业	担保种类	担保额度
金东贸易(香港)有限公司	内保外贷担保	2,117,356.50
海南金海贸易(香港)有限公司	内保外贷担保	51,474.00
宁波亚洲浆贸易(香港)有限公司	内保外贷担保	27,452.80
金红叶贸易(香港)有限公司	内保外贷担保	9,265.32
金纸源贸易(上海)有限公司	一般融资性担保	123,236.12

海南领明国际贸易有限公司	一般融资性担保	38,610.17
青岛恒源嘉贸易有限公司	一般融资性担保	3,554.58
玛可木贸易（杭州）有限公司	一般融资性担保	25,094.52
宁波冠保仓储有限公司	一般融资性担保	141,267.19
宁波华冠燃料有限公司	一般融资性担保	51,153.57
环新贸易（深圳）有限公司	一般融资性担保	18,318.55
无锡思尔福贸易有限公司	一般融资性担保	22,038.16
广西钦州保税港区鑫之杰贸易有限公司	一般融资性担保	36,314.07
浙江省纺织品进出口集团公司	一般融资性担保	5,809.41
镇江天勤国际贸易有限公司	一般融资性担保	19,619.58
镇江联泰国际贸易有限公司	一般融资性担保	23,469.40
镇江市汇源金属贸易有限公司	一般融资性担保	15,134.76
镇江润广物资贸易有限公司	一般融资性担保	12,099.53
金胜浦（苏州工业园区）纸制品加工有限公司	一般融资性担保	6,000.00
苏州皇益贸易有限公司	一般融资性担保	5,000.00
新民冠宝贸易有限公司	一般融资性担保	2,977.10
苏州冠宝贸易有限公司	一般融资性担保	22,720.26
清远冠宝贸易有限公司	一般融资性担保	1,995.00
海南仲盛国际贸易有限公司、洋浦宏洋贸易有限公司等	一般融资性担保	39,741.27
广西金钦州丰产林有限公司	一般融资性担保	7,000.00
苏州林豪纸业有限公司	一般融资性担保	4,656.08
南京澎湃动力科技实业有限公司	一般融资性担保	6,265.77
金王（苏州工业园区）卫生用品有限公司	一般融资性担保	10,550.00
金隆浆纸业（江苏）有限公司	一般融资性担保	12,569.232
宁波绿色纸品	一般融资性担保	1,000.00
总额	--	2,861,742.95

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司未决重大诉讼情况如下：2007 年 5 月 21 日，福建省二建建设集团有限公司（以下简称“福建二建”）与广西金桂浆签订《金桂浆纸一期厂区新建工程合同》（JGCTT-CWD-07036 号）及其附件，广西金桂浆将其投资建设的金桂浆纸一期厂区新建工程发包由福建二建承包施工。2016 年 6 月 6 日，福建二建向广西壮族自治区高级人民法院提起诉讼，请求金桂浆向其支付拖欠工程款本金及利息、赶工措施费、逾期付款违约金、建安劳保费、承兑汇票贴息、合同外工程尚欠尾款、混凝土代付款项、保险费共计 697,889,387.73 元。2017 年 12 月，广西金桂浆向福建二建提起反诉，要求福建二建向广西金桂浆支付逾期完工违约金、额外增加的监理费、福建二建逾期退场产生的损失、工程采用材料品牌不符赔偿金、诉讼费用共计 104,301,582.18 元，同时诉请福建二建承担工程的维护保养义务等。根据公司说明，上述案件由广西壮族自治区高级人民法院多次召开庭前会议。广西壮族自治区高级人民法院分别于 2018 年 6 月 21 日和 2018 年 7 月 11 日作出（2016）桂民初 16 号之五号《民事裁定书》及（2017）桂执保 21 号《执行裁定书》，裁定冻结广西金桂浆银行存款 2 亿元人民币。广西壮族自治区高级人民法院于 2018 年 8 月 20 日作出（2016）桂民初 16 号之六号《民事裁定书》，裁定冻结福建二建银行存款 1 亿元人民币或查封、扣押其他同等价值财产。2019 年 1 月 22 日广西壮族自治区高级人民法院做出一审判决，双方均不服判决已提起上诉，截至报告出具日，上述案件尚未开庭。目前，上述案件尚在等待正式开庭审理，联合评级将持续关注上述案件

进展情况。

根据公司提供企业信用报告（机构信用代码：G1031010101615290L），截至 2019 年 6 月 19 日，公司无未结清不良信贷信息记录，公司已结清的信贷信息中有 4 笔不良和关注类贷款，1 笔不良和票据贴现，整体看，过往债务履约情况良好。

截至 2018 年底，公司及各子公司共获得主要银行贷款及承兑授信总额度 668.48 亿元，其中已使用额度 403.49 亿元，未使用额度为 264.99 亿元，公司间接融资渠道畅通。

总体看，跟踪期内，公司整体偿债能力极强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）达 424.72 亿元，约为“18 金光 01”和“19 金光 01”待偿本金合计（30 亿元）的 14.16 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达 632.32 亿元，约为剩余待偿本金合计（30 亿元）的 21.08 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“18 金光 01”和“19 金光 01”剩余本金的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 114.57 亿元，约为“18 金光 01”和“19 金光 01”待偿本金合计（30 亿元）的 3.82 倍，公司 EBITDA 对债券本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动产生的现金流入量 685.90 亿元，约为“18 金光 01”和“19 金光 01”待偿本金合计（30 亿元）的 22.86 倍，公司经营活动现金流入量对债券本金的覆盖程度高。

综合以上分析，考虑到公司经营规模、行业地位、技术水平等因素，公司对“18 金光 01”以及“19 金光 01”的偿还能力极强。

八、综合评价

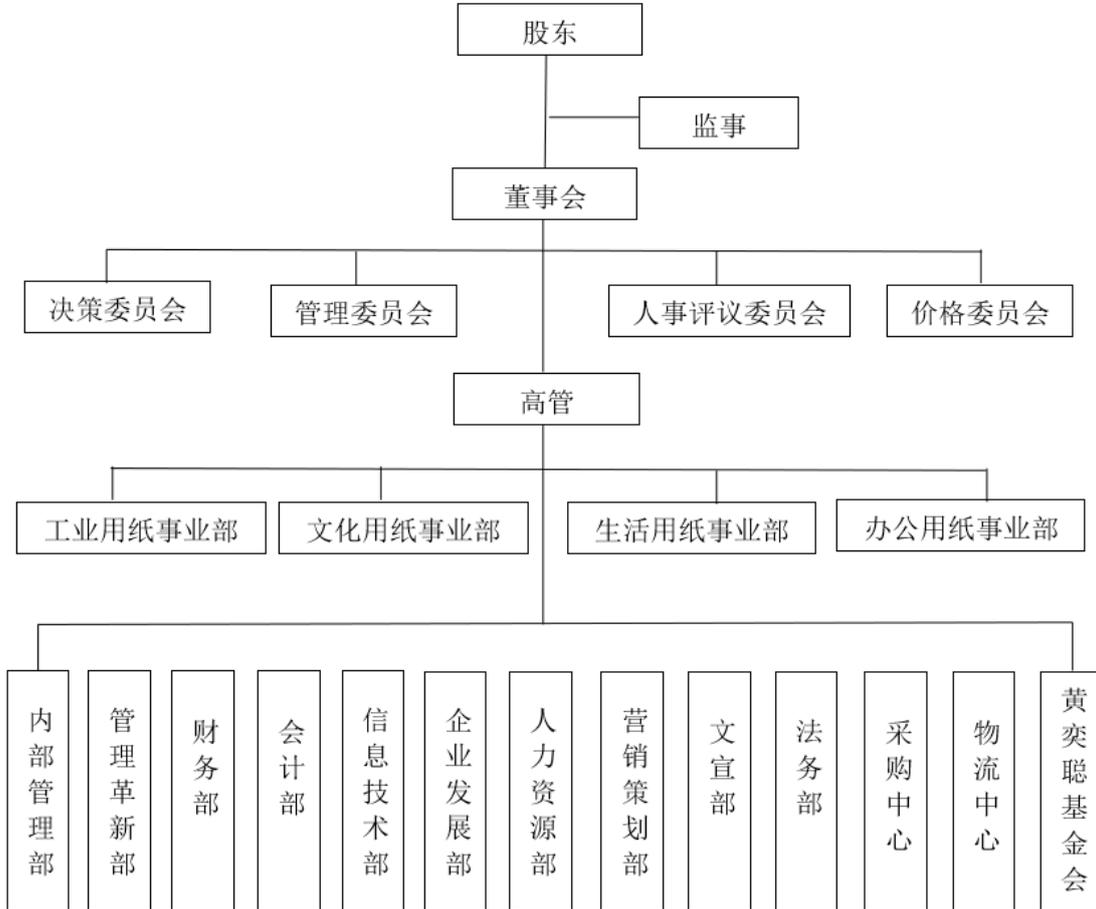
2018 年，公司资产总额和收入规模均稳步提升，经营活动现金净流入规模大幅增长；受造纸行业下游需求减弱影响，公司各主要纸产品毛利率下降，盈利能力下降，经营活动现金流状况良好。同时，联合评级也关注到公司所处造纸行业竞争激烈，关联交易及关联担保规模较大，应收账款和其他应收款对运营资金存在一定占用，受限资产规模较大，期间费用对利润有一定侵蚀，以及债务负担较重等因素对公司信用水平可能带来不利影响。

未来随着行业内落后产能的不断出清，公司各主要产品效益和市场地位将得到巩固，公司未来综合实力有望进一步提升。

综上，联合评级本次跟踪评级维持公司的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”；维持“18 金光 01”和“19 金光 01”的债项信用等级为 AAA。

附件 1 金光纸业（中国）投资有限公司

组织结构图



附件 2 金光纸业（中国）投资有限公司 主要计算指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	1,582.19	1,725.94	1,746.82
所有者权益（亿元）	605.80	629.14	632.32
短期债务（亿元）	447.36	613.22	635.64
长期债务（亿元）	306.16	242.13	241.91
全部债务（亿元）	753.52	855.35	877.55
营业收入（亿元）	552.86	589.50	147.76
净利润（亿元）	26.05	23.37	5.16
EBITDA（亿元）	118.04	114.57	--
经营性净现金流（亿元）	69.85	160.14	10.89
应收账款周转次数（次）	3.81	3.67	--
存货周转次数（次）	7.15	6.55	--
总资产周转次数（次）	0.35	0.36	0.09
现金收入比率（%）	109.12	114.06	106.63
总资本收益率（%）	5.11	4.86	--
总资产报酬率（%）	5.06	4.55	--
净资产收益率（%）	4.39	3.78	0.82
营业利润率（%）	25.68	23.09	21.76
费用收入比（%）	18.63	18.77	17.75
资产负债率（%）	61.71	63.55	63.80
全部债务资本化比率（%）	55.43	57.62	58.12
长期债务资本化比率（%）	33.57	27.79	27.67
EBITDA 利息倍数（倍）	2.56	2.50	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.13	--
流动比率（倍）	1.15	1.01	1.02
速动比率（倍）	1.06	0.92	0.94
现金短期债务比（倍）	0.64	0.66	0.67
经营现金流动负债比率（%）	10.75	19.20	1.28
EBITDA/待偿本金合计（倍）	3.93	3.82	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，四舍五入造成；
2、除特别说明外，均指人民币；
3、2019 年 1~3 月财报未经审计，相关指标未年化；
4、公司长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务及其相关指标计算；
5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

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	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级