

跟踪评级公告

联合〔2020〕1508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：

二〇二〇年六月十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 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 2020 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	2019 年 6 月 21 日
19 金光 01	20 亿元	3 年	AAA	AAA	2019 年 6 月 21 日

跟踪评级时间：2020 年 6 月 24 日

主要财务数据：

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	1,582.19	1,725.94	1,913.78	1,958.62
所有者权益（亿元）	605.80	629.14	683.81	695.44
长期债务（亿元）	306.16	242.13	386.50	412.50
全部债务（亿元）	753.52	855.35	985.10	1,009.09
营业收入（亿元）	552.86	589.50	651.10	136.35
净利润（亿元）	26.05	23.37	39.20	4.84
EBITDA（亿元）	118.04	114.57	139.17	--
经营性净现金流（亿元）	69.85	160.14	79.27	42.39
营业利润率（%）	25.68	23.09	21.27	21.23
净资产收益率（%）	4.39	3.78	5.97	0.70
资产负债率（%）	61.71	63.55	64.27	64.49
全部债务资本化比率（%）	55.43	57.62	59.03	59.20
流动比率（倍）	1.15	1.01	1.11	1.15
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.13	0.14	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.56	2.50	2.88	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	3.93	3.82	4.64	--

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. 2020 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

2019 年，金光纸业（中国）投资有限公司（以下简称“公司”或“金光纸业”）整体经营情况良好，各类主要纸产品产销量均有不同程度增长，产销率较高，营业收入保持增长，但受下游需求减弱影响综合毛利率有所下降。公司资产总额稳步提升，经营活动现金流仍保持大额净流入状态；由于获得搬迁收益，公司净利润有较大幅度增长。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司所处行业原材料价格波动较大，关联交易及关联担保规模较大，整体资产质量一般以及债务负担较重且短期偿债压力较大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，联合评级维持公司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. 公司整体经营状况良好。2019 年，公司各类主要纸产品产销量均有不同程度增长，产销率较高；公司资产总额、收入规模和利润分别较上年增长 10.88%、10.45%和 67.76%；经营活动现金保持大额净流入。

2. 公司仍具有产业链优势。2019 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. 原材料价格波动较大。公司木浆及木片采购易受市场价格波动以及汇率变动影响，不利于公司整体生产成本控制。

2. 公司关联交易及对外担保规模较大。

2019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，公司存在较高的或有负债风险。

3. 整体资产质量一般。

截至2019年底，公司资产受限占资产总额的比重为42.97%，受限比例高；应收账款和其他应收款分别占公司资产比重为16.99%和15.95%，对公司营运资金有一定占用。

4. 债务负担较重且短期偿债压力较大。

截至2019年底，公司资产负债率为64.27%，全部债务资本化比率为59.03%，债务负担较重；公司债务中，短期债务占比为60.77%，短期偿债压力较大。

分析师

高佳悦 登记编号（R0040219050005）

罗 峤 登记编号（R0040217120001）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦10层（100022）

网址：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他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。

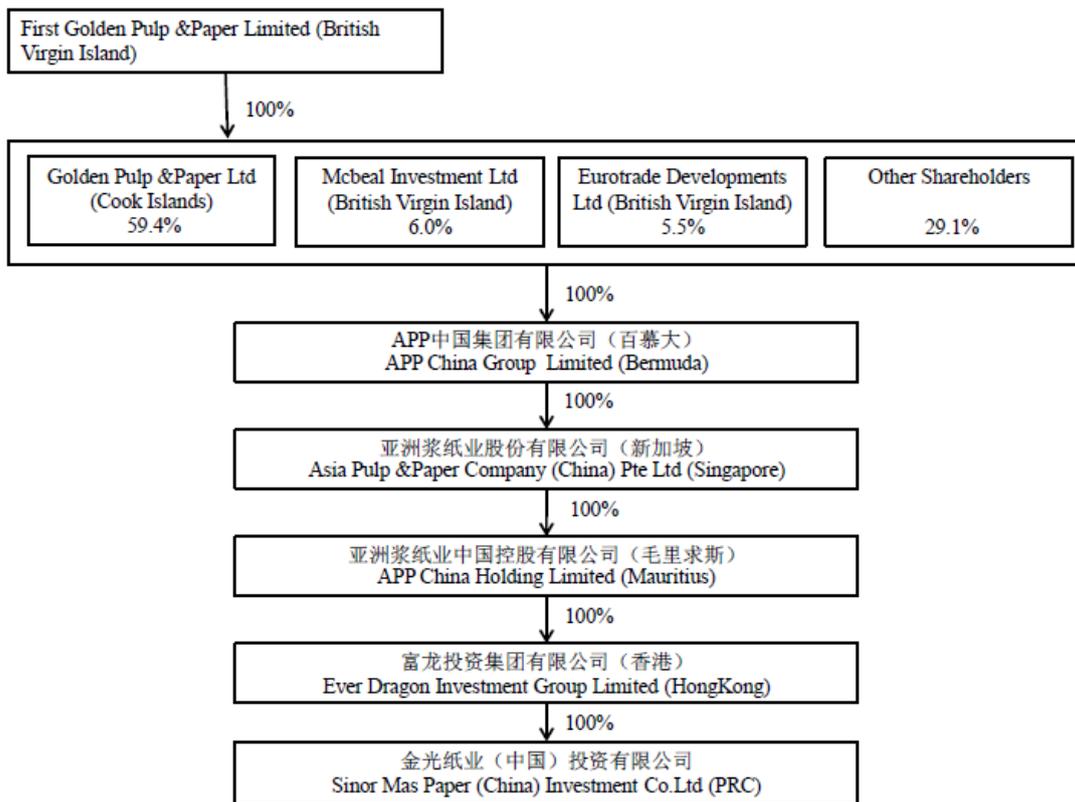
分析师：

The image shows a handwritten signature in black ink over a red circular stamp. The stamp contains the text '联合信用评级有限公司' (United Credit Ratings Co., Ltd.) around the perimeter and a red star in the center. Below the stamp, the text '联合信用评级有限公司' is printed in black.

一、主体概况

经原对外贸易经济合作部“（1998）外经贸资二函字第 759 号文”批准，金光纸业（中国）投资有限公司（以下简称“公司”或“金光纸业”）于 1999 年 2 月成立，初始注册资本为 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 将其持有的公司 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 2020 年 3 月底，公司注册资本为 538,000.00 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 2020 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、经营范围未发生变化。截至 2019 年底，公司合并范围内共有子公司 77 家。截至 2020 年 3 月底，公司总部拥有在职员工 608 人。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 1,913.78 亿元，负债合计 1,229.98 亿元，所有者权益（含少数股东权益）683.81 亿元，其中归属于母公司所有者权益 606.15 亿元。2019 年，公司实现营业总收入 651.10 亿元，净利润（含少数股东损益）39.20 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 33.35 亿元；经营活动产生的现金流量净额 79.27 亿元，现金及现金等价物净增加额-33.24 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 1,958.62 亿元，负债合计 1,263.18 亿元，所有者权益（含少数股东权益）695.44 亿元，其中归属于母公司所有者权益 617.03 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业总收入 136.35 亿元，净利润（含少数股东损益）4.84 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.14 亿元；经营活动产生的现金流量净额 42.39 亿元，现金及现金等价物净增加额-7.59 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”，债券规模为 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 年底，“18 金光 01”募集资金已全部按照募集说明书中披露的用途使用完毕，公司已于 2019 年 12 月 24 日支付自 2018 年 12 月 24 日至 2019 年 12 月 23 日期间的利息。截至 2019 年底，“19 金光 01”募集资金已全部按照募集说明书中披露的用途使用完毕，公司已于 2020 年 4 月 27 日支付自 2019 年 4 月 25 日至 2020 年 4 月 24 日期间的利息。

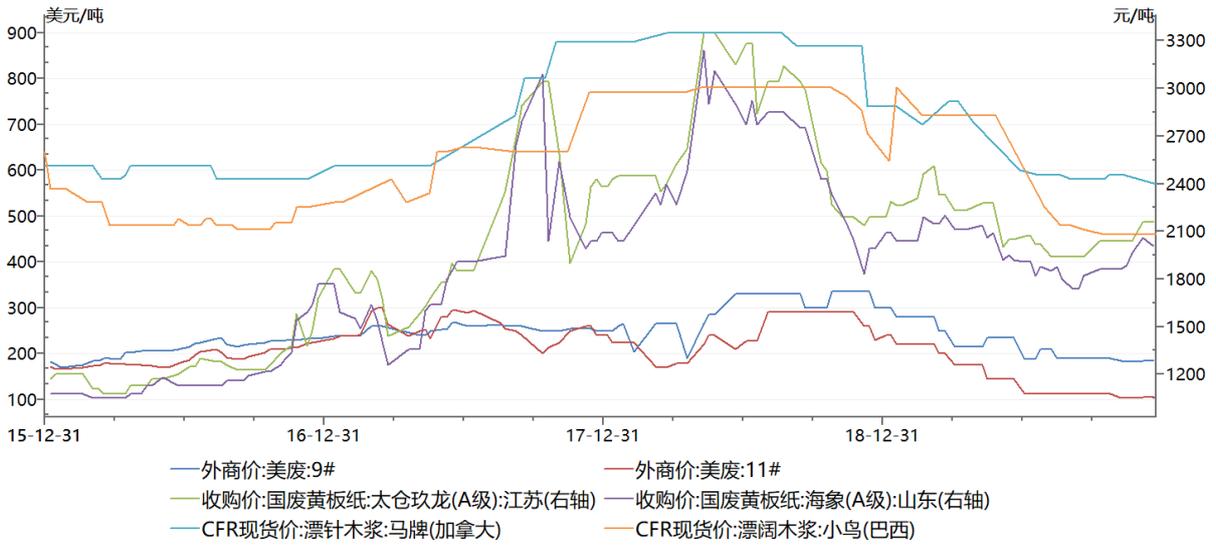
三、行业分析

2019 年，受贸易战以及废纸进口限制政策等因素影响，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。

近年来，全球经济复苏缓慢，我国经济增长缓中趋稳，2019 年我国 GDP 同比增长 6.1%，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。2019 年，全国造纸及纸制品业营业收入 13,370.1 亿元，同比下降 3.00%；利润总额 681.9 亿元，同比下降 9.10%。2019 年，全国造纸及纸制品业汇总企业单位数 6,688 个，亏损企业数 1,151 个，营业收入同比减少 3.00%，其中：纸浆制造业营业收入同比下降 3.14%；造纸业收入同比下降 5.09%，纸制品制造业营业收入同比增长 0.02%。

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。2019 年，我国纸浆进口量为 2,720 万吨，同比增长 9.72%；废纸进口量为 1,093 万吨，较上年下降 35.82%，主要系受“禁废令”和排污许可证等政策实施影响所致。从废纸价格走势看，2019 年，受中美贸易摩擦影响，下游需求低迷，国内贸易外废和国废价格处于低位；木浆价格整体处于下降趋势。

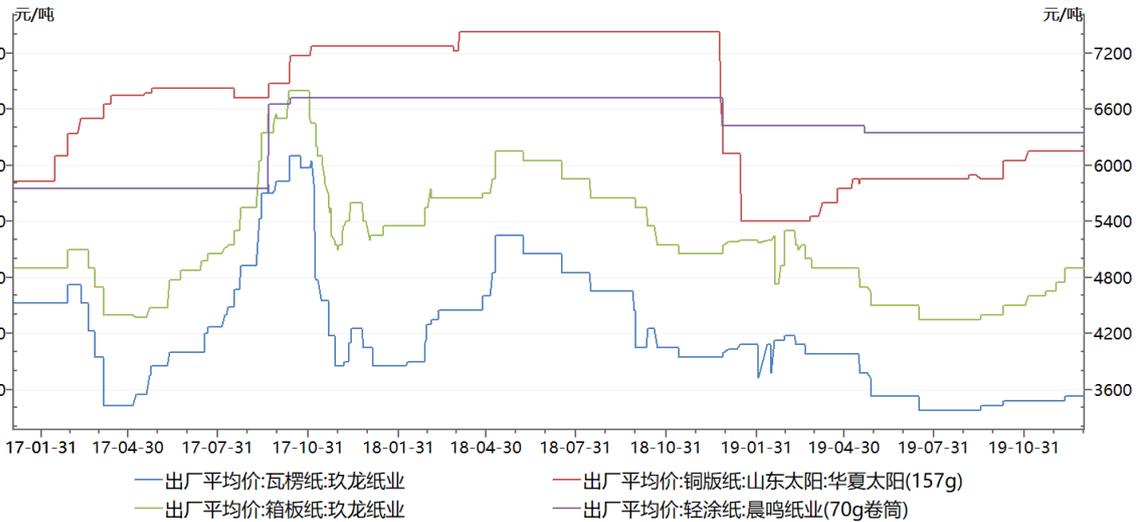
图2 近年来废纸及木浆价格走势图(单位:美元/吨、元/吨)



资料来源: Wind

纸品价格方面, 2018年5月以来, 受贸易战影响, 下游需求低迷, 再加之终端零售不振, 出货缓慢, 导致了行业需求承压, 瓦楞纸价格始终处于低位。文化纸方面, 受下游需求疲软影响, 2019年以来, 全年文化纸价格呈下行趋势。

图3 近年来成品纸价格走势图(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。2019年8月, 国家市场监督管理总局发布《纸浆纤维湿重的测定》等4项造纸国家标准, 对纸、纸板和纸制品邻苯二甲酸酯的测定、纸浆纤维湿重的测定等均规定了测定标准。2019年12月, 国务院关税税则委员会公布《关于2020年进口暂定税率等调整方案的通知》, 中国将降低150多项木材和纸制品的进口关税, 平均税率水平从5.3%左右降低至3.2%左右。根据《国务院关税税则委员会关于开展对美加征关税商品市场化采购排除工作的公告》, 国务院关税税则委员会决定, 开展

对美加征关税商品市场化采购排除工作，根据相关中国境内企业的申请，对符合条件、按市场化和商业化原则自美采购的进口商品，在一定期限内不再加征我对美 301 措施反制关税。

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。

行业关注方面，自新冠肺炎疫情在全球范围爆发以来，造纸行业供应链受到一定影响。原材料上，我国木浆主要依赖进口，巴西与加拿大为中国主要木浆进口国，其后续疫情控制情况将对全球木浆供应产生一定影响。出口方面，受疫情影响，包装纸国内外需求暂时处于低迷状态。未来随着疫情得到进一步控制及好转，造纸行业原材料供应和下游需求等将得到恢复。

未来造纸企业将面临产品结构优化、产品创新转型、原材料成本控制和环保成本提高等多因素挑战，行业内企业分化和结构调整或将加速。

从行业发展趋势来看，国际、国内环境充满复杂性和不确定性，国内经济运行处在供给侧两端寻求新平衡的过程中，根据国内造纸行业生产、造纸行业原料供应等因素分析，未来具有原料供给以及产业链优势的大型纸企具备较强的竞争优势。

四、管理分析

跟踪期内，公司管理运作正常。

跟踪期内，公司董事发生变更，TeiAhLek 不再担任董事，王乐祥被选举为董事。公司其余董事、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

2019 年，公司各主要纸种收入稳定增长，营业收入保持增长；但受造纸行业下游需求减弱影响，除工业用纸外，公司其他产品毛利率有不同程度的下降，使得公司综合毛利率有所下降。2020 年一季度，公司收入和净利润规模均有小幅下降。

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。2019 年，公司实现营业收入 651.10 亿元，较上年增长 10.45%，主要系文化用纸收入增长所致；实现净利润 39.20 亿元，较上年大幅增长 67.76%，主要系公司获得苏州工业园区搬迁收益 11.92 亿元以及销售规模扩大所致。

从营业收入构成来看，2019 年，公司纸浆收入为 146.58 亿元，较上年增长 19.76%，主要系纸浆销量增长所致；公司文化用纸收入为 225.10 亿元，较上年增长 23.25%，主要系文化纸内销量增长所致；公司工业用纸收入为 163.40 亿元，较上年增长 4.50%；公司生活用纸收入为 109.56 亿元，较上年增长 8.16%。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 2017-2019 年公司营业收入构成和毛利情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
纸浆	77.88	14.09	21.47	122.39	20.76	18.74	146.58	22.51	17.61

文化用纸	178.64	32.31	26.83	182.63	30.98	26.36	225.10	34.57	22.10
工业用纸	152.10	27.51	30.31	156.36	26.52	21.74	163.40	25.10	25.22
生活用纸	99.93	18.08	30.58	101.29	17.18	29.82	109.56	16.83	22.77
其他	44.30	8.01	11.85	26.83	4.55	21.21	6.47	0.99	24.79
合计	552.85	100.00	26.51	589.50	100.00	23.91	651.10	100.00	22.01

资料来源：公司提供

从毛利率来看，2019年，公司综合毛利率为22.01%，较上年下降1.90个百分点。分产品来看，2019年，除工业用纸外，公司其他主要纸种毛利率均有不同程度的下降。其中，2019年，公司纸浆毛利率17.61%，较上年下降1.13个百分点；公司文化用纸毛利率为22.10%，较上年下降4.26个百分点，主要系文化纸整体价格下降所致；工业用纸毛利率为25.22%，较上年上升3.48个百分点，主要系工业用纸销售价格有所提高所致；生活用纸毛利率22.77%，较上年下降7.05个百分点，主要系库存木浆价格偏高，但生活用纸整体价格下降所致。

2020年1—3月，公司实现营业收入136.35亿元，较上年同期下降7.72%；实现净利润4.84亿元，较上年同期下降6.25%。国内新冠肺炎疫情对公司整体生产影响有限，随着海外疫情不断蔓延，未来公司生产销售可能受到行业供需波动影响。

2. 原材料采购

2019年，公司原木及木片及木浆采购总量有所增长；由于国际木浆价格下降，公司国外木浆采购量增长幅度较大，较大规模的国外采购使得公司面临一定的汇兑损失风险；公司供应商集中度高。

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2019年底，公司管理和经营林地合计417万亩，其中已种植面积为386万亩，以桉树为主（栽植面积为344万亩）。

2019年，公司对外采购主要原材料仍为木浆、原木片和煤炭等。公司国内木浆采购主要为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48.49%。2019年，由于国际木浆价格下降，公司木浆采购量有所增长。2019年，木浆采购总量较上年增长8.73%，其中国内木浆采购量较上年变化不大；国外木浆采购量较上年增长19.26%。2019年，原木及木片采购总量较上年增长10.57%，主要系原木及木片价格下降，增加采购量所致，其中国内采购量较上年增长26.51%，国外采购量较上年增长4.01%。

表2 2017-2019年公司主要原材料采购情况（单位：万吨）

原材料	项目	2017年	2018年	2019年
木浆	国内	263.47	301.81	300.36
	国外	309.78	263.70	314.50
	采购总量	573.25	565.51	614.86
原木及木片	国内	88.40	141.96	179.60
	国外	332.55	345.34	359.20
	采购总量	420.95	487.30	538.80
煤炭	国内	236.44	225.14	234.50
	国外	243.23	283.47	291.90
	采购总量	479.67	508.61	526.40

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，2018—2019年，公司从前五大纸浆供应商采购额分别为30.61亿美元和24.79亿美元，分别占年度纸浆总采购成本的80.72%和78.76%，公司纸浆采购集中度仍处于高水平。

3. 产品生产

2019年，公司主要产品产能无变化，主要产品产量均有不同程度的增长，产能利用率整体处于高水平。

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2019年底，公司共计拥有各纸种产能1,074.00万吨，较上年无变化；公司共计生产各种纸产品1,190.00万吨，较上年增长7.88%。

表3 2017—2019年公司主要产品生产情况（单位：万吨、%）

产品	项目	2017年	2018年	2019年
纸浆	产能	210.00	210.00	210.00
	产量	227.10	246.01	261.00
	产能利用率	108.14	117.15	124.29
文化用纸	产能	367.00	367.00	367.00
	产量	376.00	353.49	374.00
	产能利用率	102.45	96.32	101.91
工业用纸	产能	312.00	312.00	312.00
	产量	322.00	361.20	403.00
	产能利用率	103.21	115.77	129.17
生活用纸	产能	137.00	137.00	137.00
	产量	112.00	102.37	113.00
	产能利用率	81.75	74.72	82.48
其他纸制品	产能	48.00	48.00	48.00
	产量	37.00	39.99	39.00
	产能利用率	77.08	83.10	81.25

资料来源：公司提供，联合评级整理

从产量情况来看，2019年，公司纸浆产品产量为261.00万吨，较上年增长6.09%，主要系销量增长所致；公司文化用纸产量为374.00万吨，较上年增长5.80%；公司工业用纸产量为403.00万吨，较上年增长11.57%，主要系下游工业用纸需求增长，且公司持续推进工业用纸市场拓展所致；公司生活用纸产量为113.00万吨，较上年增长10.38%。

从产能利用率来看，公司产能利用率除生活用纸及其他纸制品外，其余主要产品产能利用率均有较大程度提高，且整体处于高水平。

4. 产品销售

2019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。

公司对内销售模式仍以直销为主，主要针对大型印刷厂、出版社等重点客户，业务占比为 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 2017 - 2019 年公司主要产品销售情况（单位：万吨、%）

产品	项目	2017 年	2018 年	2019 年
纸浆	产量	227.10	246.01	261.00
	销量	196.06	204.36	210.00
	产销率	86.33	83.07	80.46
文化用纸	产量	376.00	353.49	374.00
	销量	378.00	349.16	382.00
	产销率	100.53	98.78	102.14
工业用纸	产量	322.00	361.20	403.00
	销量	318.00	361.87	407.00
	产销率	98.76	100.19	100.99
生活用纸	产量	112.00	102.37	113.00
	销量	107.00	104.09	119.00
	产销率	95.54	101.68	105.31
其他纸制品	产量	37.00	39.99	39.00
	销量	40.00	46.16	46.00
	产销率	108.11	115.43	117.95

资料来源：公司提供，联合评级整理

从销量来看，2019 年，公司各类纸制品销量合计为 1,164.00 万吨，较上年增长 9.23%。具体来看，公司纸浆销量为 210.00 万吨，较上年增长 2.76%；公司文化用纸和生活用纸销量分别较上年增长 9.41% 和 14.32%，主要系订单回升所致；公司工业用纸销量为 407.00 万吨，较上年增长 12.47%。从产销率来看，2019 年，公司其他纸产品产销率均保持在较高水平。

表 5 2017 - 2019 年公司主要产品销售区域分布情况（单位：%）

区域	2017 年			2018 年			2019 年		
	铜版纸	白卡纸	双胶纸	铜版纸	白卡纸	双胶纸	铜版纸	白板纸	双胶纸
内销	57.40	63.86	87.12	59.80	74.00	88.10	61.50	73.90	89.90
华北	16.45	8.27	9.70	15.90	7.60	9.80	16.20	8.00	11.50
华东	39.49	39.03	69.47	39.80	40.80	62.80	39.20	43.00	65.50
华南	27.63	36.91	12.43	27.30	37.60	16.60	28.30	35.80	14.10
华中	9.93	8.84	5.17	10.40	8.10	7.80	10.00	7.80	6.60
华西	6.49	6.94	3.23	6.50	5.90	3.10	6.40	5.50	2.30
外销	42.60	36.14	12.88	40.20	26.00	11.90	38.50	26.10	10.10
亚洲	62.55	49.67	32.16	61.20	49.30	40.10	65.55	56.70	50.90
北美	7.19	6.74	0.18	7.50	5.10	1.20	2.90	1.60	0.80
欧洲	9.48	18.38	18.31	9.70	20.40	15.80	9.20	19.40	16.10
中东	5.77	14.32	20.55	5.80	13.20	28.80	5.70	13.10	19.70
其他	15.02	10.90	28.81	15.80	12.00	14.20	16.80	9.20	12.50

注：1. 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；2. 公司 2019 年“白卡纸”重分类为“白板纸”

资料来源：公司提供，联合评级整理

从销售区域来看，2019年，公司铜版纸、白板纸和双胶纸内销收入占当年销售金额的比重分别为61.50%、73.90%和89.90%，分别较上年上升1.70个百分点、下降0.10个百分点和上升1.80个百分点。

从公司主要客户看，2018—2019年，公司向前五名客户销售金额分别为110.38亿元和110.85亿元，占当年销售总额的比例分别为18.72%和17.03%，其中第一大客户均为关联方（占比分别为11.49%和12.72%），客户整体集中度一般，但对单一客户存在一定依赖。

5. 关联交易

2019年，公司的关联方数量仍较多，关联交易金额仍较大，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担保金额很大，存在一定或有负债风险。

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。2019年，公司来料加工业务收入为82.93亿元，较上年增长15.92%，主要系金东香港对外采购纸浆量有所增加所致。

2018—2019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78.52亿元和85.11亿元，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2019年底，与公司存在关联业务的关联方共有66家，较上年底增加1家，主要为同一控制下的关联公司。

2019年，公司关联交易中向关联方采购104.16亿元，较上年增长3.27%，主要系公司向关联方金东香港采购增加所致；公司向关联方其他应收款为124.53亿元，较上年底增长27.25%，主要系对金东香港的往来款增加所致；公司向关联方应收账款及应收票据共85.55亿元，较上年底下降7.27%，主要对金红叶贸易（香港）有限公司的应收款下降所致。

表6 2017—2019年公司关联交易情况（单位：亿元）

关联交易	2017年末	2018年末	2019年末
销售商品及提供劳务	90.63	78.52	85.11
购买商品及接受劳务	45.05	100.86	104.16
应收账款及应收票据	101.74	92.26	85.55
其他应收款	118.03	97.86	124.53
预付款项	24.38	22.69	34.46
应付票据及应付款项	16.88	29.81	15.63
其他应付款	9.75	15.14	16.15
预收款项	0.32	0.17	0.10

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2019年底，公司对金东香港的担保为272.96亿元，较上年底增长28.91%，均为内保外贷担保。

6. 重大事项

(1) 公司对博汇纸业发起要约收购

2019年12月30日，公司与杨延良、李秀荣就山东博汇集团有限公司（以下简称“博汇集团”）100.00%股权转让事项签署了《股权转让意向书》。2020年1月，公司召开董事会，审议通过本次交易及要约收购相关事项。2020年1月，公司与杨延良、李秀荣就山东博汇集团有限公司（以下简称“博汇集团”）100.00%股权转让事项签署了《股权转让协议》。公司下属子公司宁波亚洲纸管纸箱有限公司（以下简称“亚洲纸箱”）已持有山东博汇纸业股份有限公司（以下简称“博汇纸业”）的20.00%的股权，根据本次股权转让协议，公司将受让博汇集团100.00%股权从而间接控制博汇纸业28.84%股份后，将合计持有博汇纸业48.84%股份，成为博汇纸业的实际控制人且合计拥有上市公司表决权的股份超过30%。本次要约收购价格为5.36元/股，因此本次要约收购所需最高资金总额为3,666,124,497.36元，按照《收购管理办法》的相关要求，公司已于2020年1月6日将750,000,000.00元（相当于收购资金最高金额的20.46%）作为履约保证金存入登记结算公司上海分公司指定的银行账户。

本次要约收购尚需国家市场监督管理总局等有关部门审查通过。目前公司提交的经营者集中反垄断审查材料已由国家市场监督管理总局反垄断局受理，审查工作尚在进行之中。联合评级将持续关注此次股权收购情况及后续进展。

7. 经营效率

2019年，公司经营效率有所提高。

2019年，公司应收账款周转次数由2018年的3.67次上升至4.06次；存货周转次数由2018年的6.55次上升至8.10次；公司总资产周转次数为0.36次，较上年无变化。

8. 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。

9. 未来发展

跟踪期内，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。

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。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2019 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，审计结论为标准无保留意见。2020 年一季度财务报表未经审计。公司采用最新会计准则编制报表。截至 2019 年底，公司纳入合并范围的子公司共 77 家。考虑到公司合并范围无较大变动，公司财务数据可比较性较强。本报告 2018 年数据采用 2018 年期末数。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 1,913.78 亿元，负债合计 1,229.98 亿元，所有者权益（含少数股东权益）683.81 亿元，其中归属于母公司所有者权益 606.15 亿元。2019 年，公司实现营业总收入 651.10 亿元，净利润（含少数股东损益）39.20 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 33.35 亿元；经营活动产生的现金流量净额 79.27 亿元，现金及现金等价物净增加额-33.24 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 1,958.62 亿元，负债合计 1,263.18 亿元，所有者权益（含少数股东权益）695.44 亿元，其中归属于母公司所有者权益 617.03 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业总收入 136.35 亿元，净利润（含少数股东损益）4.84 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.14 亿元；经营活动产生的现金流量净额 42.39 亿元，现金及现金等价物净增加额-7.59 亿元。

2. 资产质量

截至 2019 年底，公司资产规模保持增长态势，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，对公司营运资金存在一定占用，货币资金受限比例高；非流动资产中固定资产占比较高，成新率一般，长期应收款增长较快；公司资产受限比例高，整体资产质量一般。

截至 2019 年底，公司合并资产总额为 1,913.78 亿元，较上年底增长 10.88%，主要系非流动资产增长所致。其中，流动资产占 46.24%，非流动资产占 53.76%。公司资产结构较为均衡。

（1）流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产为 884.99 亿元，较上年底增长 5.43%。公司流动资产主要由货币资金（占 38.03%）、应收账款（占 16.99%）、预付款项（占 7.37%）、其他应收款（合计）（占 15.95%）、存货（占 5.49%）和其他流动资产（占 5.16%）构成。

截至 2019 年底，公司货币资金为 336.60 亿元，较上年底增长 7.51%。公司货币资金主要由银行存款（占 28.11%）和其他货币资金（占 71.89%）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，受限比例很高。

截至 2019 年底，公司应收账款为 150.40 亿元，较上年底下降 8.12%，主要系公司加强对应收账款的管理所致。从账龄来看，应收账款余额中，1 年以内的占比 80.77%，1~2 年的占比 12.85%，其余为 2 年及以上，公司应收账款账龄较短。截至 2019 年底，公司应收账款累计计提坏账准备 3.90 亿元，计提比例 2.53%；受限应收账款账面价值为 40.72 亿元（占 27.07%），受限比例较高，主要为长期借款质押担保。

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提前支付货款给大宗商品供应商。截至 2019 年底，公司预付款项为 65.19 亿元，较上年底增长 29.34%，主要系原材料预付货款增长所致。从账期来看，以 1 年以内为主（占 87.26%），账龄较短。

公司其他应收款主要为保证金及关联方款项。截至 2019 年底，公司其他应收款（合计）141.16 亿元，较上年底增长 15.45%。从账龄来看，其他应收款余额中，1 年以内的占比 50.83%、1~2 年的占比 14.94%、2 年以上的占比 34.23%，以 1 年以内的为主，账龄较长，对公司资金有一定的占用。截至 2019 年底，公司其他应收款计提坏账准备 0.98 亿元，计提比例仅为 0.69%，存在一定回收风险。

截至 2019 年底，公司存货为 48.60 亿元，较上年底下降 34.90%，主要系公司备货下降以及消耗库存所致，主要由原材料（占 40.09%）、在产品及自制半成品（占 12.80%）、产成品及库存商品（占 28.59%）和备品备件及其他（占 12.98%）构成。截至 2019 年底，公司存货计提跌价准备 0.83 亿元，计提比例为 1.67%。

（2）非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产为 1,028.79 亿元，较上年底增长 16.05%，公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 16.53%）、长期应收款（占 13.43%）、投资性房地产（占 6.18%）和固定资产（占 51.51%）构成。

截至 2019 年底，公司可供出售金融资产为 170.11 亿元，较上年底增长 22.19%，主要系①公司新增购买基金份额 15.00 亿元；②子公司宁波亚洲纸管纸箱有限公司购买上市公司山东博汇纸业股份有限公司股票，投资成本为 10.86 亿元，公允价值变动为 3.34 亿元，持股比例为 20%，公允价值为 14.20 亿元所致。

截至 2019 年底，公司长期应收款为 138.13 亿元，较上年底大幅增加 137.85 亿元，主要系 2019 年公司发行“海通华泰-金光上海白玉兰广场资产支持专项计划”，该资产支持计划以公司对关联公司上海金港北外滩置业有限公司的长期应收款作为基础资产所致。

截至 2019 年底，公司投资性房地产为 63.58 亿元，较上年底下降 2.90%，公司累计计提折旧和摊销 10.29 亿元；公司投资性房地产全部为受限资产；公司投资性房地产以成本法进行计量。

截至 2019 年底，公司固定资产账面价值为 529.95 亿元，较上年底下降 5.46%；累计计提折旧 338.06 亿元，累计计提减值准备 0.11 亿元；公司固定资产成新率为 61.06%，固定资产成新率一般。截至 2019 年底，公司固定资产主要由机器设备（占 84.10%）和房屋及建筑物（占 15.19%）构成，受限固定资产账面价值 243.95 亿元（占 46.03%），受限比例高。

截至 2019 年底，公司受限资产为 822.27 亿元，占资产总额的比重为 42.97%，受限比例高。

表 7 截至 2019 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	241.99	保证金、质押担保	12.64
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	4.74	购买的货币基金	0.25
应收票据	41.32	质押担保	2.16

应收账款	40.72	质押担保	2.13
可供出售金融资产	2.97	质押借款	0.16
长期应收款	138.00	作为基础资产	7.21
消耗性生物资产	9.86	质押担保	0.52
固定资产	243.95	抵押担保	12.75
在建工程	6.35	抵押担保	0.33
无形资产	13.08	抵押担保	0.68
投资性房地产	63.58	抵押担保	3.32
其他非流动资产	15.71	质押担保	0.82
合计	822.27	--	42.97

资料来源：公司审计报告

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 1,958.62 亿元，较上年底增长 2.34%，变化不大。其中，流动资产占 47.32%，非流动资产占 52.68%，资产结构较上年底变化不大。

3. 负债及所有者权益

(1) 负债

截至 2019 年底，公司负债规模有所增长，仍以流动负债为主；整体债务负担进一步加重，仍以短期债务为主。

截至 2019 年底，公司负债总额为 1,229.98 亿元，较上年底增长 12.14%，主要系非流动负债增长所致。其中，流动负债占 65.03%，非流动负债占 34.97%。公司负债仍以流动负债为主，但非流动负债占比上升较快。

截至 2019 年底，公司流动负债为 799.88 亿元，较上年底下降 4.08%。公司流动负债主要由短期借款（占 40.25%）、应付票据（占 15.15%）、应付账款（占 10.89%）、其他应付款（合计）（占 8.97%）和一年内到期的非流动负债（占 19.44%）构成。

截至 2019 年底，公司短期借款为 321.91 亿元，较上年底增长 12.14%，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 54.99%）、抵押借款（占 6.43%）和质押借款（占 38.58%）。

截至 2019 年底，公司应付票据为 121.20 亿元，较上年底增长 20.07%，主要系应付采购货款使用票据结算增加所致。

截至 2019 年底，公司应付账款为 87.09 亿元，较上年底下降 18.12%。

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 2019 年底，公司其他应付款为 71.75 亿元，较上年底下降 13.00%，主要系未付工程款、保证金和关联方借款减少所致。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债为 155.49 亿元，较上年底下降 29.56%，主要系一年内到期的长期借款及应付债券减少所致，主要由一年内到期的长期借款（占 65.20%）、应付债券（占 19.11%）和一年内到期的长期应付款（占 15.69%）构成。

截至 2019 年底，公司非流动负债为 430.10 亿元，较上年底增长 63.60%，主要系长期借款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 62.75%）、应付债券（占 19.69%）、长期应付款（占 7.60%）和递延收益（占 5.94%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款为 269.91 亿元，较上年底大幅增长 121.02%，主要系抵押借款增长所致；长期借款主要由抵押借款（占 94.73%）构成。公司长期借款主要为三年以上借款。

截至 2019 年底，公司应付债券为 84.68 亿元，较上年底下降 10.11%，主要系部分应付债券转入一年内到期的非流动负债所致。

表8 截至2019年底公司应付债券概况（单位：亿元）

债券名称	债券余额	发行日期	到期日期
13 金海浆纸债	4.79	2013/4/15	2020/4/14
15 金光纸业 MTN001	24.92	2015/10/13	2020/10/15
16 金光纸业 MTN001	24.89	2016/3/9	2021/3/11
16 亚洲浆	0.03	2016/8/24	2021/8/24
18 金光纸业 MTN001	29.88	2018/4/26	2021/4/26
18 金光 01	9.97	2018/12/24	2021/12/24
19 金光 01	19.91	2019/4/25	2022/4/25
合计	114.39	--	--

注：1. “13金海浆纸债”已于2020年4月15日到期偿还，并于2020年4月10日摘牌；2. 上表中包含一年内到期的应付债券
资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司长期应付款为 32.67 亿元，较上年底增长 10.19%，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。

截至 2019 年底，公司全部债务为 985.10 亿元，较上年底增长 15.17%，主要系长期债务增长所致。其中，短期债务占 60.77%，长期债务占 39.23%，以短期债务为主。短期债务 598.60 亿元，较上年底下降 2.38%；长期债务 386.50 亿元，较上年底增长 59.63%，主要系长期借款增长所致。截至 2019 年底，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 64.27%、59.03% 和 36.11%，较上年底分别上升 0.72 个百分点、上升 1.41 个百分点和上升 8.32 个百分点。公司债务负担较重。

截至 2020 年 3 月底，公司负债为 1,263.18 亿元，较上年底增长 2.70%，其中流动负债占 63.98%，非流动负债占 36.02%，负债结构较上年底变化不大，仍以流动负债为主。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务为 1,009.09 亿元，无较大变化。其中短期债务为 596.59 亿元（占 59.12%），长期债务为 412.50 亿元（占 40.88%）。截至 2020 年 3 月底，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 64.49%、59.20% 和 37.23%，较上年底分别上升 0.22 个百分点、上升 0.17 个百分点和上升 1.12 个百分点。公司债务结构有待改善，整体债务负担仍较重。

（2）所有者权益

截至 2019 年底，公司所有者权益保持增长态势，仍以实收资本为主，权益结构稳定性一般。

截至 2019 年底，公司所有者权益为 683.81 亿元，较上年底增长 8.69%。其中归属母公司所有者权益占 88.64%；归属母公司所有者权益中，实收资本占 56.81%，资本公积占 0.21%，盈余公积占 2.66%，未分配利润占 39.88%，权益总体稳定性一般。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 695.44 亿元，较上年底增长 1.70%。其中，归属于母公司的所有者权益占 88.73%；归属于母公司所有者权益中，股本占 55.81%，资本公积占 0.21%，未分配利润占 39.85%。

4. 盈利能力

2019 年，公司收入规模有所增长；由于获得搬迁收益，利润规模大幅增加，但不具有可持续性；公司费用控制能力有所提高，非经常性损益对利润影响不大，整体盈利能力有所提高。

2019年，公司实现营业收入651.10亿元，较上年增长10.45%，主要系文化用纸收入增长所致；公司营业成本为507.78亿元，较上年增长13.21%，主要系销售规模扩大所致；实现净利润39.20亿元，较上年大幅增长67.76%，主要系公司获得苏州工业园区搬迁收益11.92亿元以及销售规模扩大所致。

期间费用方面，2019年，公司期间费用为110.63亿元，无较大变化，其中销售费用占35.59%、管理费用占13.20%、研发费用占比17.18%、财务费用占34.03%，公司期间费用仍以销售费用和财务费用为主。具体来看，2019年，公司销售费用为39.38亿元，变化不大；公司管理费用为14.60亿元，变化不大；公司研发费用19.01亿元，变化不大；公司财务费用为37.65亿元，变化不大。2019年，公司费用收入比为16.99%，较上年下降1.78个百分点，公司费用控制能力有所提高。

从利润构成来看，公司营业利润主要来源于主营业务利润。2019年，公司公允价值变动损益为2.22亿元，较上年下降49.34%，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4.73%，对营业利润贡献较低；公司投资收益为5.20亿元，较上年大幅增加4.98亿元，主要系上年金融衍生工具投资收益损失较多使得基数较低所致，占当期营业利润的比重为11.10%，对营业利润贡献一般；公司资产处置损益为11.92亿元，主要系子公司金华盛纸业（苏州工业园区）有限公司与金红叶纸业集团有限公司获得搬迁收益所致，占当期营业利润的比重为25.46%，对营业利润有一定贡献，但可持续性较差。

2019年，公司资产减值损失为1.65亿元，主要系其他应收款坏账损失增加所致；公司其他收益为1.26亿元，较上年下降19.14%，主要系政府补助减少所致。

从盈利能力指标看，2019年，公司营业利润率为21.27%，较上年下降1.81个百分点；总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为5.55%、5.28%和5.97%，较上年分别提高0.69个百分点、0.74个百分点和2.19个百分点。

2020年1—3月，公司实现营业收入136.35亿元，较上年同期下降7.72%；实现净利润4.84亿元，较上年同期下降6.25%。国内新冠肺炎疫情对公司整体生产影响有限，随着海外疫情不断蔓延，未来公司生产销售可能受到行业供需波动影响。

5. 现金流

2019年，公司经营活动现金仍保持大额净流入状态，但净流入规模有较大规模下降，经营获现能力强；投资活动现金净流出规模较大，考虑到公司短期债务规模较大，公司仍存在较大的外部融资需求。

2019年，公司经营活动现金流入量为773.72亿元，较上年增长12.80%，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量为694.45亿元，较上年增长32.09%，主要系公司购买商品、接受劳务支付的现金增长所致。受上述因素影响，2019年，公司经营活动现金净流入量为79.27亿元，较上年下降50.50%。从收入实现质量来看，2019年，公司现金收入比117.46%，较上年提高3.41个百分点，公司经营获现能力强。

2019年，公司投资活动现金流入量为64.11亿元，较上年增长204.16%，主要系公司处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额增加所致，处置资产主要包括公司部分工厂搬迁；公司投资活动现金流出量为234.06亿元，较上年增长46.24%，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公司新增基金份额的认购以及购买博汇纸业股权。受上述因素影响，2019年，公司投资活动现金净流出量为169.94亿元，较上年增长22.29%。

2019年，公司筹资活动现金流入量为698.42亿元，较上年增长40.34%，主要系公司取得借款

增加所致；筹资活动现金流出量为 641.55 亿元，较上年增长 35.92%，主要系偿还债务支付的现金增长所致。受上述因素影响，2019 年，公司筹资活动现金净流入量为 56.87 亿元，较上年增长 121.81%。

2020 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金净流入量为 42.39 亿元；投资活动产生的现金净流出量为 34.47 亿元；筹资活动产生的现金净流出量为 17.74 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司长、短期偿债能力指标均有所改善，并考虑到公司行业地位突出、经营规模大等因素，其整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标来看，截至 2019 年底，公司流动比率由 1.01 倍上升至 1.11 倍；速动比率由 0.92 倍上升至 1.05 倍。截至 2019 年底，公司现金短期债务比由 0.66 倍上升至 0.69 倍，公司现金类资产对短期债务的覆盖能力有所提高，但考虑到公司货币资金受限比例高，现金类资产实际对短期债务的覆盖能力尚可。整体看，公司短期偿债能力指标有所改善。

从长期偿债能力指标来看，2019 年，公司 EBITDA 为 139.17 亿元，较上年增长 21.48%，主要系利润总额增长所致。2019 年，公司 EBITDA 主要由利润总额（占 34.39%）、计入财务费用的利息支出（占 34.67%）和折旧（占 28.90%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 2.50 倍上升至 2.88 倍，EBITDA 对利息的保障能力较强；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.13 倍上升至 0.14 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力略有提高。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2019 年底，公司对外担保合计 272.96 亿元，占公司净资产的 39.92%，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 222.49 亿元，占比为 81.51%，较为集中），存在较高的或有负债风险。

表 9 截至 2019 年底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保种类	关联担保
金东贸易(香港)有限公司	2,224,914.00	内保外贷担保	是
广西金钦州丰产林有限公司	7,000.00	一般融资性担保	是
金隆浆纸业（江苏）有限公司	11,178.00	一般融资性担保	否
金胜浦（苏州工业园区）纸制品加工有限公司	4,005.00	一般融资性担保	否
宁波冠保仓储有限公司	78,180.00	一般融资性担保	否
宁波华冠燃料有限公司	41,648.00	一般融资性担保	否
镇江天勤国际贸易有限公司	20,647.00	一般融资性担保	否
镇江市汉华进出口有限公司	2,355.00	一般融资性担保	否
镇江市汇源金属贸易有限公司	5,416.00	一般融资性担保	否
镇江联泰国际贸易有限公司	13,673.00	一般融资性担保	否
苏州皇益贸易有限公司	7,695.00	一般融资性担保	否
金纸源贸易（上海）有限公司	91,016.00	一般融资性担保	否
玛可木贸易（杭州）有限公司	27,336.00	一般融资性担保	否
海南仲盛国际贸易有限公司	44,864.00	一般融资性担保	否
无锡思尔福贸易有限公司	10,827.00	一般融资性担保	否
环新贸易（深圳）有限公司	22,104.00	一般融资性担保	否
苏州林豪纸业业有限公司	4,368.00	一般融资性担保	否
海南领明国际贸易有限公司	49,947.00	一般融资性担保	否
沈阳冠宝贸易有限公司	5,795.00	一般融资性担保	否
苏州冠宝贸易有限公司	12,713.00	一般融资性担保	否

清远冠宝贸易有限公司	6,828.00	一般融资性担保	否
广西保税港区鑫之杰贸易有限公司	33,234.00	一般融资性担保	否
南京澎湃动力科技实业有限公司	2,219.00	一般融资性担保	否
镇江众信国际贸易有限公司	1,651.00	一般融资性担保	否
合计	2,729,614.00	--	--

资料来源：公司提供

截至本报告出具日，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。2020年4月，最高人民法院就该案作出（2019）最高法民终字第754号《民事判决书》，判决广西金桂浆向福建二建支付拖欠工程款本金、逾期付款违约金、施工机械台班停滞损失费、建安劳保费等共计416,440,631.87元及利息。

根据公司提供企业信用报告（统一社会信用代码：91310000710920434A），截至2020年5月9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1笔关注类贴现和短期借款，2笔不良类短期借款，整体看，过往债务履约情况良好。

截至2019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合计710.50亿元，其中已使用额度合计295.72亿元，未使用额度为414.78亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 公司本部财务概况

公司本部资产规模大，以其他应收款、长期应收款和长期股权投资为主；负债以非流动负债为主，债务负担较重；权益结构稳定性较高。2019年，公司本部收入规模很小，利润主要来自投资收益；经营活动现金流及投资活动现金流均为大额净流出状态，对外部筹资依赖较大。

截至2019年底，公司本部资产总额为1,082.63亿元，其中流动资产为388.14亿元（占35.85%），主要为其他应收款（298.10亿元），公司本部其他应收款主要为对Moral finance limited（99.03亿元）、金翌贸易（上海）有限公司（47.74亿元）等的往来款；非流动资产为694.49亿元（占64.15%），主要为长期股权投资（448.52亿元）和长期应收款（234.03亿元）。

截至2019年底，公司本部负债合计593.80亿元，流动负债为185.26亿元（占31.20%），非流动负债为408.54亿元（占68.80%）；流动负债以一年内到期的非流动负债（89.64亿元）和其他应付款（48.50亿元）为主；非流动负债主要为长期借款（228.15亿元）。截至2019年底，公司本部资产

负债率为 54.85%，公司本部债务负担较重。

截至 2019 年底，公司本部所有者权益合计 488.84 亿元，其中实收资本 344.35 亿元（占 70.44%），资本公积 4.92 亿元（占 1.01%），未分配利润 123.43 亿元（占 25.25%）。

2019 年，公司本部实现营业收入 11.25 亿元，获得投资收益 25.98 亿元，利润总额为 15.02 亿元。

2019 年，公司本部经营活动现金流入量和流出量分别为 11.82 亿元和 77.68 亿元，经营活动现金流量净额为-65.86 亿元；公司本部投资活动现金流量净额为-140.30 亿元；公司本部筹资活动现金流量净额为 200.77 亿元。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2020 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 405.72 亿元，约为“18 金光 01”和“19 金光 01”待偿本金合计（30 亿元）的 13.52 倍，公司现金类资产对待偿本金的覆盖程度高；净资产达 695.44 亿元，约为剩余待偿本金合计（30 亿元）的 23.18 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”待偿本金的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 139.17 亿元，约为“18 金光 01”和“19 金光 01”待偿本金合计（30 亿元）的 4.64 倍，公司 EBITDA 对待偿本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2019 年经营活动产生的现金流入量 773.72 亿元，约为“18 金光 01”和“19 金光 01”待偿本金合计（30 亿元）的 25.79 倍，公司经营活动现金流入量对待偿本金的覆盖程度高。

综上分析，公司对“18 金光 01”以及“19 金光 01”的偿还能力极强。

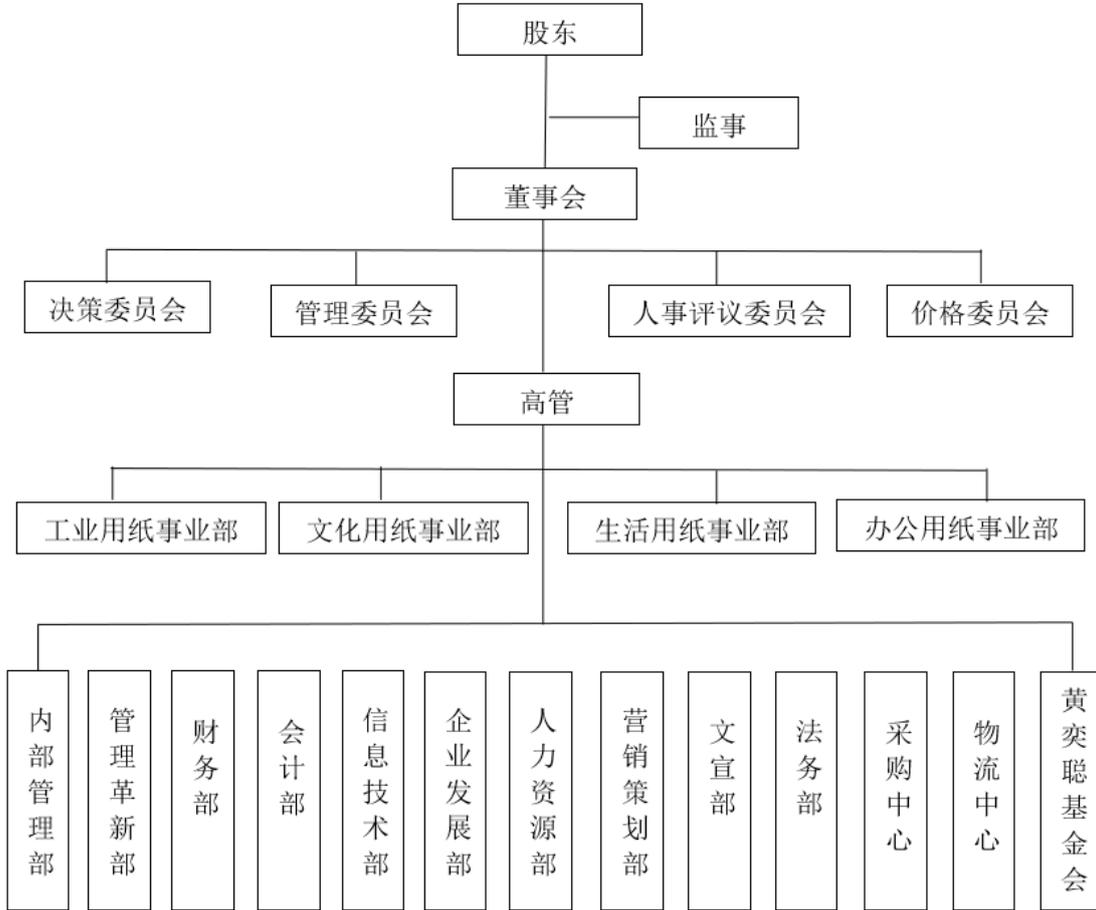
八、综合评价

2019 年，公司整体经营情况良好，各类主要纸产品产销量均有不同程度增长，产销率较高，营业收入保持增长，但受下游需求减弱影响综合毛利率有所下降。公司资产总额稳步提升，经营活动现金流仍保持大额净流入状态；由于获得搬迁收益，公司净利润有较大幅度增长。同时，联合评级也关注到公司所处行业原材料价格波动较大，关联交易及关联担保规模较大，整体资产质量一般以及债务负担较重且短期偿债压力较大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，联合评级维持公司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	2020年3月
资产总额（亿元）	1,582.19	1,725.94	1,913.78	1,958.62
所有者权益（亿元）	605.80	629.14	683.81	695.44
短期债务（亿元）	447.36	613.22	598.60	596.59
长期债务（亿元）	306.16	242.13	386.50	412.50
全部债务（亿元）	753.52	855.35	985.10	1,009.09
营业收入（亿元）	552.86	589.50	651.10	136.35
净利润（亿元）	26.05	23.37	39.20	4.84
EBITDA（亿元）	118.04	114.57	139.17	--
经营性净现金流（亿元）	69.85	160.14	79.27	42.39
应收账款周转次数（次）	3.81	3.67	4.06	--
存货周转次数（次）	7.15	6.55	8.10	--
总资产周转次数（次）	0.35	0.36	0.36	0.07
现金收入比率（%）	109.12	114.06	117.46	121.60
总资本收益率（%）	5.11	4.86	5.55	--
总资产报酬率（%）	5.06	4.55	5.28	--
净资产收益率（%）	4.39	3.78	5.97	0.70
营业利润率（%）	25.68	23.09	21.27	21.23
费用收入比（%）	18.63	18.77	16.99	17.91
资产负债率（%）	61.71	63.55	64.27	64.49
全部债务资本化比率（%）	55.43	57.62	59.03	59.20
长期债务资本化比率（%）	33.57	27.79	36.11	37.23
EBITDA利息倍数（倍）	2.56	2.50	2.88	--
EBITDA全部债务比（倍）	0.16	0.13	0.14	--
流动比率（倍）	1.15	1.01	1.11	1.15
速动比率（倍）	1.06	0.92	1.05	1.07
现金短期债务比（倍）	0.64	0.66	0.69	0.68
经营现金流动负债比率（%）	10.75	19.20	9.91	5.24
EBITDA/待偿本金合计（倍）	3.93	3.82	4.64	--

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. 2020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-税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用+研发费用)/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