

# 信用等级公告

联合[2019]431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金光纸业（中国）投资有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2019 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，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）投资有限公司拟公开发行的 2019 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA**

特此公告

联合信用评级有限公司



评级总监：

二零一九年三月十九日

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

## 2019年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA  
 公司主体信用等级：AAA  
 评级展望：稳定  
 本次发行规模：不超过50亿元（含）  
 本期发行规模：不超过20亿元（含）  
 债券期限：3年

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2019年3月29日

主要财务数据：

项目	2015年	2016年	2017年	18年9月
资产总额（亿元）	1,530.83	1,618.32	1,582.19	1,680.00
所有者权益（亿元）	549.36	580.94	605.80	626.29
长期债务（亿元）	326.17	378.42	306.16	375.19
全部债务（亿元）	792.67	831.42	753.52	832.45
营业收入（亿元）	453.65	473.73	552.86	434.12
净利润（亿元）	21.03	24.19	26.05	20.60
EBITDA（亿元）	93.61	100.29	118.04	--
经营性净现金流（亿元）	23.21	32.44	69.85	53.24
营业利润率（%）	21.18	20.91	25.68	23.51
净资产收益率（%）	3.90	4.28	4.39	3.34
资产负债率（%）	64.11	64.10	61.71	62.72
全部债务资本化比率（%）	59.06	58.87	55.43	57.07
流动比率（倍）	1.07	1.21	1.15	1.22
EBITDA全部债务比（倍）	0.12	0.12	0.16	--
EBITDA利息倍数（倍）	1.99	2.26	2.56	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	1.87	2.01	2.36	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	4.83	5.01	5.90	--

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、2018年1-9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。

### 评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对金光纸业（中国）投资有限公司（以下简称“公司”或“金光纸业”）的评级反映了其作为中国最大的综合性造纸企业，在行业地位、品牌知名度、经营规模、产品结构、技术水平以及产业链布局等方面具备的综合竞争优势。受益于造纸行业景气度提升，近年来公司主要产品收入规模和盈利能力持续提高，公司经营活动现金流状况保持良好。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非经常性损益对营业利润影响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，公司未来综合实力有望进一步提升，联合评级对公司评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

### 优势

1. 公司是国内最大的综合性造纸企业，品牌和规模优势明显、产品结构较为完整，技术水平先进，产品竞争力较强，部分产品市场占有率较高。

2. 公司具有“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，纸浆产能较为稳定，木浆自给能力较强，有利于公司控制生产成本。

3. 近年来，受益于造纸行业景气度提升，公司主要纸产品收入规模逐年上升，盈利能力有所提高，经营活动净现金流持续保持净流入

状态。

### 关注

1. 公司所需部分木浆和废纸依靠进口，近年来国际木浆价格持续上涨；废纸受政策影响，国外废纸供给趋紧，国内外废纸价差较大，公司木浆采购和废纸采购易受市场价格波动以及汇率影响，不利于公司生产成本控制。

2. 公司关联交易规模较大，涉及关联交易形式多样，存在一定关联交易风险；由于经营需要，公司关联担保规模较大，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. 公司非经常性损益对营业利润影响较大；期间费用对营业利润有一定侵蚀，整体债务负担较重。

4. 应收账款和其他应收款对公司资金有一定占用且存在一定的回收风险，资产受限比例较高，整体资产质量一般。

### 分析师

蒲雅修

电话：010-85172818

邮箱：puyx@unitedratings.com.cn

罗 峤

电话：010-85172818

邮箱：luoq@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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

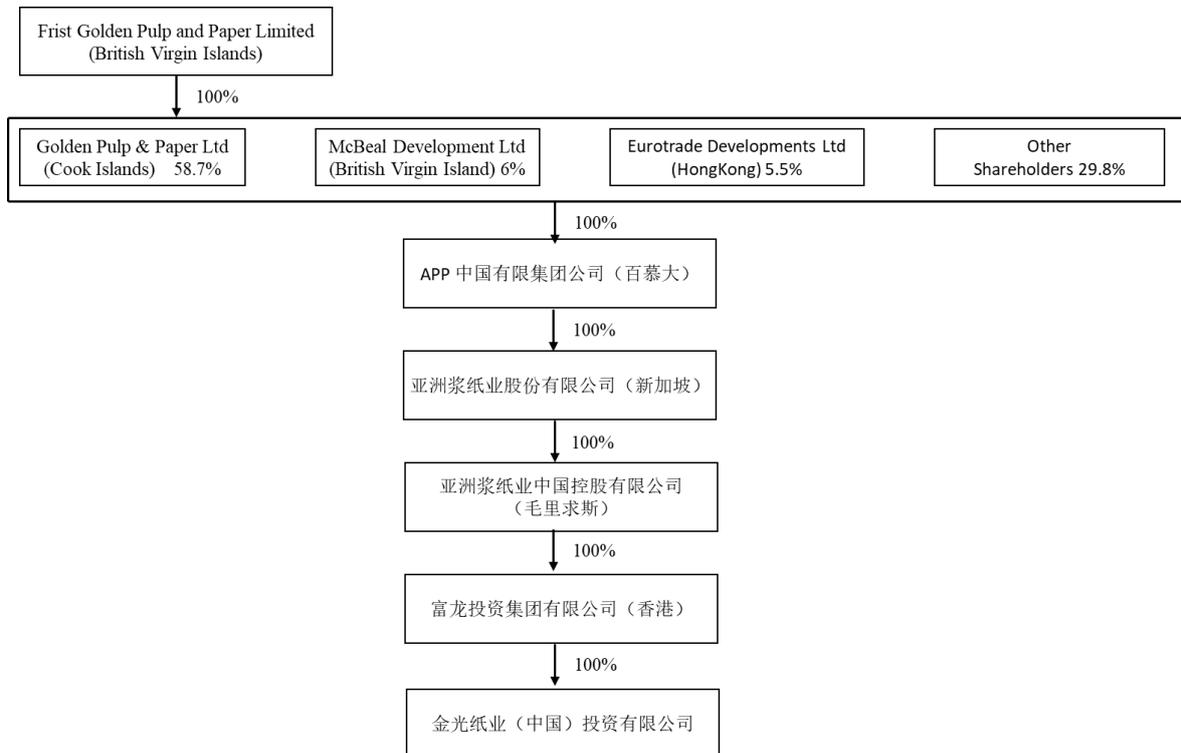
本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：    
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，截至2018年9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2018年9月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主要从事林营制造、纸浆、纸及纸制品的生产加工及销售。

截至2018年9月底，公司设有会计部、采购中心和营销策划部等13个职能部门（见附件1）。合并范围子公司70家；截至2018年6月底，公司总部拥有在职员工699人。

截至2017年底，公司合并资产总额1,582.19亿元，负债合计976.39亿元，所有者权益（含少数股东权益）605.80亿元，其中归属于母公司的所有者权益536.03亿元。2017年，公司实现营业收入552.86亿元，净利润（含少数股东损益）26.05亿元，其中归属于母公司所有者的净利润20.96亿元；公司经营活动现金流量净额为69.85亿元，现金及现金等价物净增加额-40.57亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司合并资产总额 1,680.00 亿元，负债合计 1,053.71 亿元，所有者权益（含少数股东权益）626.29 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 554.12 亿元。2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 434.12 亿元，净利润（含少数股东损益）20.60 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 18.06 亿元；公司经营活动现金流量净额为 53.24 亿元，现金及现金等价物净增加额 24.10 亿元。

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

## 二、本次（期）公司债券概况及债券募集资金用途

### 1. 本次（期）债券概况

本次公司债券经中国证监会“证监许可【2018】1759 号”文件核准，公司将在中国境内公开发行总额度不超过 50 亿元（含 50 亿元）的公司债券，本次债券分期发行，本期债券发行不超过 20 亿元（含 20 亿元）。本期债券名称为“金光纸业（中国）投资有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）”，本期债券票面金额为 100 元，按面值平价发行，本期债券期限不超过 3 年（含 3 年）。本期债券为固定利率债券，最终的票面利率由公司和承销商通过市场询价协商确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券为无担保债券。

### 2. 本次（期）债券募集资金用途

本期债券募集资金拟用于偿还借款。

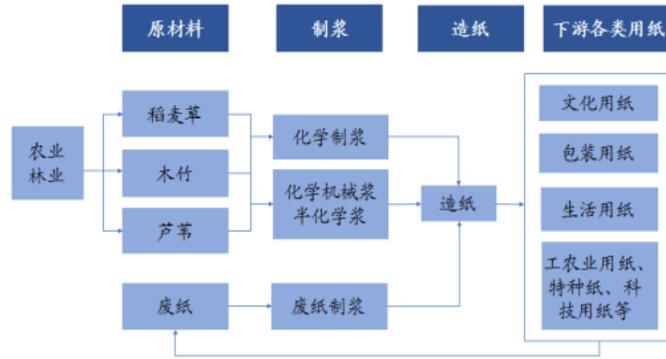
## 三、行业分析

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

造纸行业是通过机械的、化学的或者二者结合的方法，把植物纤维加工成纸浆，然后通过手工或机器抄造的方法把纸浆及其添加剂混合均匀而制成纸或纸制品的工业行业。造纸行业是我国重要的基础原材料行业，涉及多个产业，具有资本密集、规模效益显著、资源依赖、能源消耗高、环境污染高、市场集中度低等发展特征，呈现典型的“长链条、重资产、需求多样”的行业特征，典型造纸产业链为“林木-制浆-造纸-纸质用品”。

图 2 造纸行业产业链



资料来源：联合评级整理

造纸产品按产品用途和功能分可将其主要分为文化用纸、包装用纸、生活用纸以及特种纸四类；其中文化用纸以新闻纸、双胶纸和铜版纸为主，包装纸以箱板瓦楞、卡纸为主。造纸行业具有以下行业特征：（1）资本密集型：进入造纸行业面临较多障碍壁垒，如资金壁垒、政策壁垒等。其中，造纸行业资金密集程度相对较高，需要有较大的资金投入，退出成本较高。（2）规模经济型：对造纸行业的企业来说，经济规模对其发展尤为重要。具备规模经济的造纸企业在增强风险抵御能力、提高议价能力、降低生产及治污成本、控制销售渠道等方面有一定的竞争优势。（3）资源依赖型：造纸原材料纸浆、废纸浆在纸品成本中所占比重很高，其价格波动对行业的生产成本存在显著的影响，但是由于我国林木资源短缺，导致造纸行业的原材料大部分依赖于进口，造纸行业属于资源依赖型较强的行业。（4）污染程度高：造纸行业属于高耗能高污染行业。自 2015 年以来，国家出台一系列环保相关法律法规，水环境治理直指造纸业，环保政策趋严给造纸业带来了巨大的成本压力，造纸业将继续向规模化方向发展。

近年来，我国纸及纸板生产量和消费量规模整体呈上涨趋势；2012 年以来，生产量和消费量供需缺口逐渐扩大，去产能持续进行。2013 年，纸及纸板生产量和消费量均出现负增长。2017 年，全国纸及纸板生产量 11,130 万吨，同比增长 2.53%，消费量 10,897 万吨，同比增长 4.59%，产量和消费量增幅均有所提高。

自 2010 年以来我国造纸行业集中度不断提升，其中，2017 年全国造纸及纸制品行业规模以上企业单位数从 2013 年的 7,213 家下降至 6,681 家。2017 年纸浆价格持续走高，对造纸企业盈利能力产生消极影响，加重成本压力，同时推动纸价上涨。造纸行业库存维持高位，存货同比上升较快，行业内供大于求，纸品价格大幅上涨空间不大。2017 年，造纸行业收入和利润总额继续增长，且增速比 2016 年明显提升，2017 年整个行业延续了 2016 年的上涨态势，行业盈利能力好转，景气度提升。

总体看，造纸行业作为我国重要的基础原材料行业，产品种类较多，下游涉及多个产业，具有资本密集型、规模经济型、资源依赖型和污染程度高等特点；近年来，行业产量呈上升趋势，消费量也整体呈上升趋势，整体供需格局有所改善，行业盈利能力有所提升；受益于供给侧改革和环保趋严等因素影响，行业集中度显著提升。

## 2. 行业上下游

### （1）原料供应

我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。由于我国森林资源缺乏，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。目前我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%。

我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%。2011 年以来，我国造纸行业木浆和废纸浆消耗量占纸浆消耗总量的 85% 以上，2017 年达到 94%。2017 年全国纸浆生产总量 7,949 万吨，同比小幅增长 0.30%；其中：木浆 1,050 万吨，同比增长 4.48%；废纸浆 6,302 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 10,051 万吨，同比增长 2.59%；其中：木浆 3,152 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，且我国木浆进口源地主要有加拿大、巴西、印尼、智利、美国等，我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。

从 2013 年开始，国内市场和国际市场的木浆价格均一直处于震荡下行中。从国内市场来看，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 7,200 元/吨，随后开始回落，但整体价格仍较上年同期有大幅上涨。从进口木浆的价格走势看，针叶浆和阔叶浆的进口平均单价均在 2016 年底开始上涨。

图 3 2012 年以来国内木浆价格情况

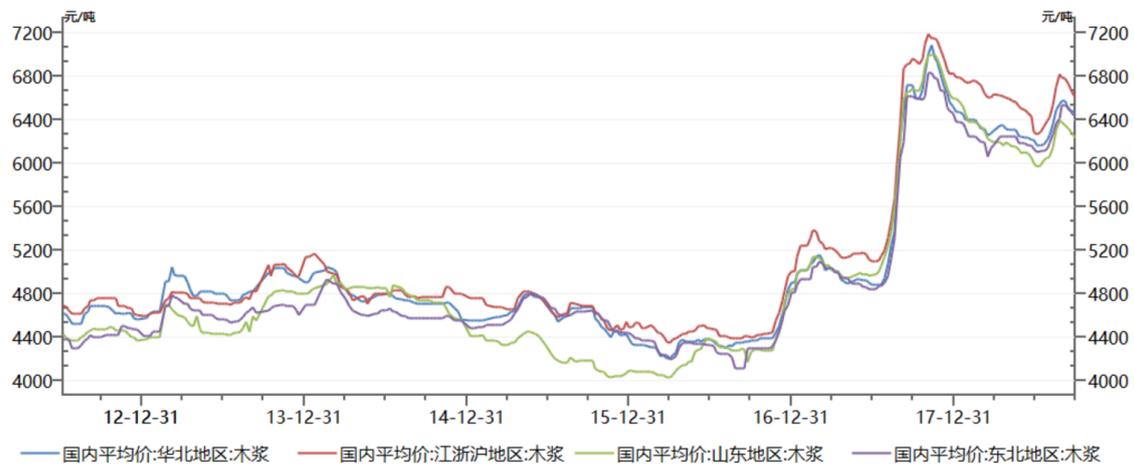
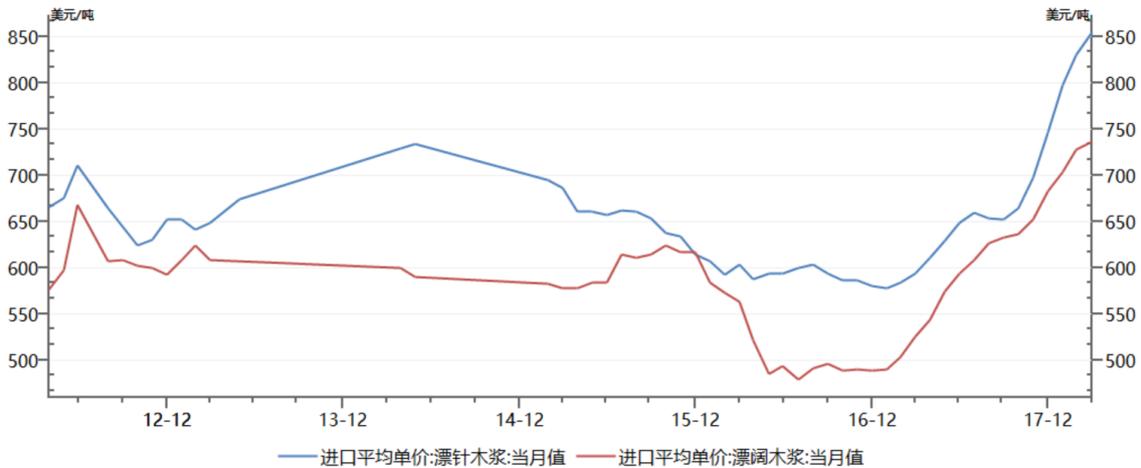


图 4 2012 年以来针阔叶浆进口价格情况



资料来源: Wind

此外, 由于我国林木资源较少, 人均森林面积不足世界平均水平的 1/4, 人均森林蓄积量只有世界平均水平的 1/7, 因此我国拥有林浆纸一体化项目的造纸企业仅限于为数不多的几家大型造纸企业, 加之林地从建设期到采伐期需要 5~8 年的时间, 在此期间的建设成本投入也将加大造纸企业的成本支出压力, 预计我国造纸行业未来 3~5 年内对进口木浆的依赖难以改变。进入 2017 年, 进口木浆价格和国内木浆价格均呈上涨趋势, 林纸一体化企业在原料端相对于中小型纸企具有一定的成本优势。

总体看, 我国木浆进口将在总消耗量中占比依然较高, 2017 年以来, 进口木浆价格上涨, 对造纸企业成本控制带来较大压力, 林纸一体化企业将具有一定的成本优势。

## (2) 下游需求

造纸产品按产品用途, 主要分为文化用纸、包装用纸、生活用纸以及特种纸四类。文化用纸指用于资讯传递、文化传承为目的的一类纸的统称, 故与印刷业有密切关系, 常见的文化用纸如铜版纸、新闻用纸、双胶纸等。包装用纸指用于包装目的的一类纸的统称, 具体包括白板纸、白卡纸、瓦楞原纸等。生活用纸指为照顾个人居家、外出等所使用的各类卫生擦拭用纸, 包括卫生纸、抽取式卫生纸、纸手帕、湿巾、厨房纸巾等。特种纸主要是指具有特殊用途的、附加值较高且产量比较小的纸张。

文化用纸方面, 其中新闻纸市场近年来整体较为疲软, 2012 年以来, 新闻纸生产量和消费量及其增速总体呈现下降趋势; 铜版纸产量呈下降趋势, 消费量呈波动下降趋势, 行业供过于求, 受无纸化冲击, 铜版纸下游需求较弱, 短期内供大于求的态势难以改变; 未涂布印刷用纸(包括双胶纸、书写纸等) 生产量和消费量整体呈增长趋势, 产量持续高于消费量, 产消差呈现扩大态势。

从铜版纸和双胶纸的平均价格来看, 自 2016 年以来价格逐步提高, 2016 年前三季度, 铜版纸和双胶纸价格基本维持稳定, 铜版纸维持在 5,000~5,500 元/吨, 双胶纸维持在 5,600~5,800 元/吨, 四季度起, 受行业低库存、环保政策趋严、供给侧改革持续发挥作用以及木浆价格走高的多重影响, 价格开始回升, 2016 年底铜纸板上涨至 5,328 元/吨, 双胶纸上涨至 5,765 元/吨。2017 年文化纸整体表现较好, 产品价格延续了 2016 年四季度的上涨趋势, 市场价格也上升至高点。进入 2018 年二季度, 受市场供应充足影响, 文化纸整体价格整体小幅下降, 三季度时, 铜版纸价格在 7,000~7,200 元/吨, 双胶纸价格在 7,300~7,600 元/吨, 较 2016 年同期有较大幅度上升。

总体看, 近年来, 造纸行业受上游原材料价格波动影响, 原纸产品价格整体呈现上涨趋势, 受

下游需求差异影响，各纸种的市场表现有所分化。

### 3. 行业竞争

近年来，通过新建和收购重组等方式，我国大型造纸企业新增产能不断增长，从2012年下半年造纸行业景气度下滑开始，到2016年年中，几乎所有纸种均出现产能过剩的情况。但在供给侧改革、环保政策日趋严格下，多个环节成本均有所上升，倒闭中小企业关停退出造成行业总产能不可逆的下降，供给端淘汰落后产能将陆续完成出清，造纸行业集中度不断提高。从全国造纸企业的数量来看，我国造纸及纸制品企业数量持续减少，2015~2017年，我国分别拥有造纸及纸制品企业6,737家、6,704家和6,681家，其中亏损企业数量分别为831家、751家和677家。截止2017年底，我国造纸行业规模以上企业亏损总额41亿元，同比下降46.8%。2017年我造纸行业规模以上企业实现主营业务收入15,203亿元，同比增长13.6%，较上年提升7.1个百分点；造纸行业实现利润总额为1,028.6亿元，同比增长36.2%，较上年提升20.1个百分点。

我国正在转型为可持续发展经济体，基于原材料供应、市场价格波动和国家环保政策等因素影响，包装纸行业将迎来新一轮的整改，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，获得较好发展。一方面，随着国民经济的平稳运行，造纸行业景气度不断攀升，国内造纸行业对造纸原材料存在巨大需求，再生纤维原料（废纸）作为包装用纸的主要原料，其供应和价格将成为影响行业发展的主要因素之一；包装纸行业的市场竞争将更多转向对原材料渠道的争夺，而拥有成熟的国内外废纸收购渠道的企业将在未来的竞争中占据优势，文化纸行业的市场竞争将更多的体现在自身原材料供给能力，具有纸浆自给能力的造纸企业将在未来的竞争中占据优势。

总体看，随着竞争加剧，行业内企业整合及国家政策对造纸企业的环保标准不断提高，行业内企业优胜劣汰形式进一步加剧，中小企业关停，大型造纸企业产能不断增长，造纸行业集中度将不断提高。

### 4. 行业政策

目前造纸企业进行生产所依据的法律法规及政策主要包括《中华人民共和国环境保护法》、《中华人民共和国清洁生产促进法》、《中华人民共和国循环经济促进法》、《中华人民共和国水污染防治法》、《国务院关于加快发展循环经济的若干意见》、《制浆造纸行业清洁生产评价指标体系》、国发（2015）17号《水污染防治行动计划》、国家发改委《产业结构调整指导目录（2011年本）》、《造纸产业发展政策》、《制浆造纸工业水污染物排放标准》（GB3544—2008）等。

表1 造纸行业节能减排政策

时间	文件	主要内容
2015.04	水污染防治行动计划	“水十条”将污水处理和饮用水安全列为防治重点，提高了用水价格和排污标准。造纸业对水环境的污染最为严重，成为重点整治对象。
2015.06	纸浆造纸单位产品能源消耗限额	规定了纸浆、机制纸和纸板主要生产系统单位产品能源消耗限额的技术要求、统计范围、计算方法和节能管理与措施；2016年7月1日正式实施。
2016.11	国务院办公厅关于印发控制污染物排放许可制实施方案的通知	国家将分步实现排污许可全覆盖，率先对火电、造纸行业企业核发排污许可证。
2017.01	关于开展火电、造纸行业和京津试点城市高架源排污许可管理工作的通知	在2017年6月30日前，完成全国火电和造纸行业企业排污许可证申请与核发，试点北京市、保定市、廊坊市的钢铁、水泥高架源排污许可证申请与核发。从2017年7月1日起，上述行业企业应持证排污，建立自行监测、信息公开、记录台账及定期报告制度。
2017.04	国家环境保护标	完善造纸等行业水污染物排放标准技术内容；修订污水综合排放标准，完

	准“十三五”发展规划	善工业源水污染物控制指标和要求;制修印刷包装等行业大气污染物排放标准;修订一般工业固体废物贮存、处置场污染控制标准。
2017.08	新版《进口废物管理目录》2017	将未经分拣的废纸从限制进口调整为禁止进口
2018.01	《环境保护税法》	环境保护税统筹考虑本地区环境承载能力、污染物排放现状和经济社会生态发展目标要求,在法定幅度内确定了税额方案。
2017.08	新版《进口废物管理目录》2017	将未经分拣的废纸从限制进口调整为禁止进口
2017.12	《进口废纸环境保护管理规定》	明确提出进口废纸企业的生产能力应不小于5万吨/年,并具有与加工利用能力相适应的制浆、造纸等生产加工设备;含杂率标准由1.5%调整为0.5%
2017.12	《限制进口类可用作原料的固体废物环境保护管理规定》	对进口列入《限制进口类可用作原料的固体废物名录》的固体废物实施许可管理,明确了申请进口限制进口类固体废物许可应具备的条件
2018.01	《制浆造纸工业污染防治可行技术指南》	规定了制浆造纸工业废气、废水、固体废物和噪声污染纺织可行技术,包括污染防治技术、污染治理技术和污染防治可行技术。
2018.01	《关于停征排污费等行政事业性收费有关事项的通知 排污许可管理办法(试行)》	自2018年1月1日期,全国范围内统一停征排污费和海洋工程污水排污费,实施控制污染物排放许可制
2018.08	商务部2018年第55号公告和《国务院关税税则委员会关于对原产于美国约160亿美元进口商品加征关税的公告》(税委会公告(2018)7号)	美废进口关税由0%加至25%,自2018年8月23日12时生效

资料来源:联合评级整理

总体看,造纸行业作为高耗能、高污染行业,近年来国家出台了一系列环保相关法律法规,环保督查组进驻、排污许可证制度的实施、加大废纸进口限制力度以重点推进污染防治和废纸回收利用,同时中美贸易战中对美废加关税将进一步推升纸品产品价格,使得行业面临更加复杂的政策环境。

## 5. 行业关注

### (1) 产品同质化风险

目前我国规模较大的造纸企业的设备、技术均从国外进口,导致产品同质化严重,只能依靠低价竞争,挤占毛利率。企业应加快新技术开发和应用,开发深加工纸质产品,以应对市场变化,增强竞争力。

### (2) 市场竞争风险

我国造纸企业面临着国际化的竞争,一方面,国内企业在经过多年发展后具备了一定的规模实力和资金实力,未来仍会进一步扩大企业规模、提高技术水平、提升产品档次。另一方面,国外知名造纸企业如瑞典STORAENSO、芬兰UPM、日本王子和韩国韩松等也通过独资、合资的方式在中国设立生产基地,凭借其规模、技术等方面的优势直接参与国内市场竞争,使市场竞争不断加剧。

### (3) 环保风险

制浆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。

#### (4) 原料风险

目前我国造纸行业原材料大量依赖进口，原材料价格波动会对纸厂的盈利能力产生重要影响，目前国家对进口废纸政策趋严，中小型造纸企业将无法获得废纸进口配额，只能使用价格更高的国废，同时也难以将原材料价格上涨转移给下游。

#### 6. 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、资源、区域发展等各方面，以提高发展的质量，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，实现企业主营业务盈利水平有所提高。

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、基础素质分析

#### 1. 规模与竞争力

公司是 2017 年度国内最大的综合性造纸企业<sup>1</sup>。

产业链方面，公司是中国最大、最早实现“林、浆、纸一体化”的企业。相对于单纯的造纸企业，“林、浆、纸一体化”企业保证了上游的原料供应。相对于单纯的制浆企业，“林、浆、纸一体化”模式减少了行业波动对公司经营的不利影响，提高了对第三方木浆采购价格的议价能力，并最终提高销售利润率。通过与林业公司签署专供协议，公司将稀缺类资源——林木有效整合进公司的产业链，进一步提高了自身的议价能力和抗风险能力

产业规模方面，公司是中国最大的综合性造纸企业，下属子公司金东纸业（江苏）股份有限公司（以下简称“金东纸业”）是全球最大的单一铜版纸生产企业，宁波中华纸业（以下简称“宁波中华”）是中国最大的工业用纸企业之一，金华盛纸业（苏州工业园区）有限公司（以下简称“金华盛纸业”）是我国最大的无碳复写纸生产企业，海南金海浆纸业有限公司（以下简称“海南金海浆”）是中国最大的制浆企业。造纸制浆行业本身的规模经济特点，要求厂商只有达到一定规模的产量才能使吨纸成本及运营费用降至最低点，主要体现在环保投入的经济性、原材料采购、市场影响力、议价能力等诸多方面。公司的规模经济特点使得公司在上述几方面获得了同行业企业所无法比拟的优势。此外，公司自建厂之初即确立的这种先发规模优势对于后来者具有较强的竞争优势。

生产设备和工艺方面，金东纸业的 3 台纸机由德国引进，生产线抄纸宽度 9.77 米，车速 1,500 米/分钟；金华盛纸业有四条纸机生产线和四条涂布生产线，通过以上设备的搭配生产，可以生产出

<sup>1</sup> 根据《中国造纸工业 2017 年度报告》，2017 年度，我国造纸产量最大的企业是玖龙纸业（控股）有限公司，年产量为 1,313 万吨；金光纸业合并范围产量合计约为 848 万吨。但从产品结构来看，玖龙纸业（控股）有限公司产品比较单一，主要生产卡纸、高强瓦楞芯纸等工业包装用纸，因此金光纸业仍是国内最大的综合性造纸企业。

包括双胶纸、无碳复写纸等，大大提高了机器的使用效率；金海浆是国内最大的纸浆制造企业，采用先进的生产工艺，全部主体设备及电器、仪表等自控设备均采用国际著名专业厂商产品，代表了当今世界制浆造纸领域的先进水平，金海浆 2 号纸机从德国引进，生产线抄纸宽度 10.96 米，车速 1,800 米/分钟，单线生产能力居世界第一。宁波亚洲浆纸业有限公司（以下简称“宁波亚洲浆”）主机由芬兰引进，抄宽 8.1 米，造纸速度为 900 米/分钟，白卡纸单机生产能力居世界第一。公司拥有 28 条全自动生产流水线，设备全部采用自动化生产控制，保证了生产过程的可控性和生产效率，使原材料利用率、产品成型率和出品率都处于较高水平。

品牌方面，公司旗下拥有“太空梭”、“东帆”、“长鹤”、“立可得”、“金球”、“金鸥”、“金贝”、“彩蝶”、“神盾”、“清风”、“唯洁雅”、“真真”、“金旗舰”、“旗舰”、“龙头”等享誉业内的品牌。较高知名度的品牌优势可使公司在销售产品时获得一定程度的溢价，提高利润水平。

近年来公司主动调整产品结构，逐步退出低端产品市场。在中端市场，公司得益于规模、技术、设备、产品结构和质量等优势，具有很强的竞争力；在某些高端市场，如艺术品印刷，其在色彩度、光泽度、保存周期等方面都对纸质有很高的要求，公司在技术上的优势保证了产品品质，因此在高端市场也有较强的竞争力。

表 2 2017 年公司产品在国内市场占有率情况（单位：%）

产品分类	企业名称	国内市场占有率
铜版纸	金东纸业、金华盛纸业、海南金海浆	39
白卡纸	宁波中华、宁波亚洲浆	24
全木浆双胶	金华盛纸业	10
无碳复写纸	金华盛纸业	47
生活用纸	金红叶纸业集团有限公司	11

资料来源：公司提供

总体看，公司是国内综合型造纸龙头企业，拥有较为完整的产业链，生产设备及工艺处于领先水平；公司产品以中、高端产品为主，拥有较高的市场占有率，产品品牌多元化，在造纸行业具有很强的竞争力。

## 2. 人员素质

截至 2018 年 6 月底，公司董事、监事和高级管理人员共 6 名。

公司董事长黄志源先生，1944 年 12 月出生，新加坡国籍，大学学历。自公司成立之日起任公司董事长，现兼任 APP China Holding 总裁。1989 年，印尼政府管理协会授予黄志源先生杰出管理奖。黄志源先生曾获得宁波、镇江荣誉市民等称号，以及镇江市人民奖章的荣誉。2008 年 7 月 23 日，Resource Information Systems, Inc. 宣布黄志源先生为 2008 年全球浆纸行业最具影响力人物。2010 年 7 月 8 日，黄志源获北京大学颁发名誉博士荣誉。

公司董事兼总经理吴亚烈先生，1950 年 4 月出生，马来西亚国籍，大学学历。1975 年至 1989 年任 Timbe Based Group of Companies 财会经理，1990 年至 1998 年任 PT Indah Kiat Pulp & Paper Tbk 财务部总经理，1999 年至 2007 年任公司财务总监，2008 年起任公司总经理。

截至 2018 年 6 月底，公司总部员工共计 699 人。从员工学历构成看，本科及以上学历员工占 78% 以上；从岗位职责看，高层管理人员占比 17.17%。

总体看，公司高级管理人员具有丰富的行业从业经验及管理经验，员工素质较高。

## 五、公司管理

### 1. 公司治理

公司依据《公司法》的要求规范运作，逐步建立健全公司法人治理结构，在业务、资产、人员、机构、财务等方面与现有股东相对独立，具有相对独立、完整的资产和业务体系，具备面向市场独立经营的能力。

股东会是公司的权力机构，主要职能是决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的执行董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审计批准董事会的报告；审议批准监事报告等。

公司设董事会，由 5 人组成，设董事长 1 人，董事 4 人，董事长、董事由投资方委派。董事每届任期三年，可以连任。董事会行使以下职权：向股东报告工作；决定公司经营计划和投资方案；制定公司年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案；制订公司合并、分立、解散或者变更公司形式的方案；决定聘任或者解聘公司经理及其报酬事项，并根据经理的提名决定聘任或者解聘公司副经理、财务负责人及其报酬事项；制订公司的基本管理制度等。

公司不设监事会，设监事 1 人，由投资方委派产生。监事的任期每届为 3 年，可连选连任。监事行使下列职权：检查公司财务；对董事、经理执行公司职务时，违反法律、法规或公司章程的行为进行监督；当董事、经理的行为损害公司的利益时，要求董事、经理予以纠正；监事列席董事会会议。

公司设总经理 1 人，由董事会任命，负责管理公司日常运营，向董事会负责并负责董事会委托的一切事宜。总经理行使下列职权：履行公司章程中规定的一切有关的责任，并执行董事会通过的决议；制订公司组织机构的管理体制，报董事会审批和批准；制订公司的政策规章和制度，确定部门职位和职责，指导和监督部门的业务活动；董事会授予的其他职权。

总体看，公司治理结构较为完善，执行董事、监事能够独立运作，整体治理运行情况良好。

### 2. 管理体制

截至 2018 年 9 月底，公司纳入合并报表范围的子公司 70 家。公司总部下设管理革新部、财务部、会计部等 13 个职能部门，以及工业用纸事业部、文化用纸事业部、生活用纸事业部和办公用纸事业部 4 个事业部，各个部门分工明确，职责清晰。

关联交易管理制度方面，为规范公司关联交易，保护公司、股东和债权人的合法权益，保证公司关联交易行为及其决策的公允性，公司制定了关联交易管理制度。该制度明确了关联交易的行为及主体定义，对关联交易管理提出了回避原则，约定了关联交易管理的权限，尽可能的保持关联交易的公允性

销售管理制度方面，为管控公司应收账款风险，协助销售部门进行信用销售，指导公司进行销售客户的信用风险管理，公司制定了销售管理制度。公司销售管理制度主要适用于公司本部及子公司的纸品销售业务，对各业务部门进行了职责分工，明确了具体作业内容，包括：业务授信申请、客户信用档案管理、客户资信评估、客户授信额度和账期的核定、客户风险保障措施、授信额度的使用、逾期应收账款管理、客户拜访管理和违规处罚。

风险控制管理制度方面，公司在风险控制管理制度方面，为防止他人违法窃取、使用、泄露商业秘密及其他违法行为，保护公司新产品开发及经营过程中的商业秘密，制定了商业秘密保护管理办法。在该办法中，公司明确了商业秘密保护的目与定义，确定了商业秘密保护的组织机构、商

业秘密的保护区域，对商业秘密保护进行了密级管理，约定了商业秘密保护措施及方法、商业秘密保护的奖惩。

对外担保方面，为规范公司融资和对外担保管理，有效控制公司融资风险和对外担保风险，保护公司资产安全和投资人的合法权益，公司制定了融资与对外担保管理制度。该制度约定了公司融资的审批要求、对外担保的条件、对外提供担保的审批、融资及对外担保的执行和风险管理、有关人员的责任。

财务资金管理方面，为规范公司资金管理业务，确保资金管理合法合规、安全有效，公司制定了财务资金管理制度。公司财务资金管理制度的主要内容包括：职业素养和安全意识、资金预算、银行账户日常管理、一般国内结算、资金集中和资金池管理、票据管理、国际结算、理财投资、库存现金、资料保管及工作交接、报告制度、检查监督和安全责任。公司拟通过财务资金管理制度达到：收支平衡有序、资金存量、流转安全以及资金的高效管理。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

## 六、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。2015~2017年，公司分别实现营业收入453.65亿元、473.73亿元和552.86亿元，年均复合增长10.39%，主要系近年来造纸行业景气度提升所致；分别实现净利润21.03亿元、24.19亿元和26.05亿元，年均复合增长11.29%，主要系主要纸品产能通过技改陆续释放以及价格上涨，带动公司综合毛利率提升所致。

2015~2017年，公司主营业务占营业收入的比重分别为93.66%、94.87%和95.48%，主营业务比较突出。从主营业务收入构成来看，2015~2017年，公司纸浆呈波动下降趋势，收入分别为81.72亿元、89.69亿元和77.88亿元，年均复合下降2.38%，主要系公司根据纸品生产需求以及纸浆产量情况合理分配纸浆销量所致。2015~2017年，受造纸行业景气度上升影响，公司各主要纸产品整体价格上涨，带动公司各主要纸种收入均呈逐年增长趋势，其中文化纸收入分别为152.79亿元、155.49亿元和178.64亿元，年均复合增长8.13%；工业用纸收入分别为119.03亿元、122.22亿元和152.10亿元，年均复合增长13.04%；生活用纸收入分别为90.10亿元、96.08亿元和99.93亿元，年均复合增长5.31%。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3 2015~2017年公司营业收入构成和毛利情况（单位：亿元、%）

项目	2015年			2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
纸浆	81.72	18.01	21.50	89.69	18.93	21.55	77.88	14.09	21.47
文化用纸	152.79	33.68	20.14	155.49	32.82	20.21	178.64	32.31	26.83
工业用纸	119.03	26.24	17.09	122.22	25.80	17.16	152.10	27.51	30.31
生活用纸	90.10	19.86	29.40	96.08	20.28	29.43	99.93	18.08	30.58
其他	10.01	2.21	27.77	10.24	2.16	26.56	44.30	8.01	11.85
<b>合计</b>	<b>453.65</b>	<b>100.00</b>	<b>21.59</b>	<b>473.73</b>	<b>100.00</b>	<b>21.68</b>	<b>552.85</b>	<b>100.00</b>	<b>26.51</b>

资料来源：公司提供

从毛利率来看,2015~2017年,公司综合毛利率呈逐年上升趋势,分别为21.59%、21.68%和26.51%。分产品来看,2015~2017年,公司纸浆的毛利率较为稳定,同时受造纸行业景气度上升以及原材料价格上涨影响,公司主要纸产品毛利率均呈逐年上升趋势。

2018年1~9月,公司经营状况保持稳定增长趋势,实现营业收入434.12亿元,同比增长8.65%;实现净利润20.60亿元,同比增长5.26%。

总体看,近三年,受益于造纸行业景气度回升,公司营业收入逐年增长,各主要纸品毛利率呈上升趋势,整体经营状况较好。

## 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6月底,公司管理和经营420万亩林地,其中已种植面积388万亩,以桉树为主,种植有桉树、杨树、相思、桫欏等树种。仅以现有林地规模计算,从2016年至2020年,总供料能力为3,250万吨木材,平均每年650万吨;以4吨木材产1吨浆计算,合计可生产812.5万吨浆,平均每年可产浆162.5万吨。2015~2017年,公司实际木材到厂量分别为102.3万吨、83.7万吨和56.5万吨。公司实际产量大幅低于供料能力的主要原因是造纸用林木为稀缺资源,公司从长期发展角度出发,优先考虑市场外购。

大宗原物料、备件及燃料(包括原木、木片、纸浆、试剂、煤炭等)均由公司统一采购,对于少量的非共同原料,则由子公司自行购买。公司采购中心每月定期更新统购物料清单,各子公司根据清单,在合同到期前两个月提报需求计划至公司。公司采购中心根据各子公司需求,进行议价、招标作业,议价、招标结果表核准后,准备框架协议。各子公司采购部按照公司确定的框架协议,办理正式合同、订单、催货及付款等后续事宜。

公司对外采购主要原材料包括木浆、废纸、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生产的短纤浆和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%。2015~2017年公司国内木浆采购量波动上升,年均复合增长9.53%;国外木浆采购量逐年增长,年均复合增长11.72%。原木及木片国内采购主要向海南当地及广东、广西等地的林场进行购买,其中采购原木及木片向关联方和非关联方采购的比例分别为12%和88%;国外采购主要是以来料加工<sup>2</sup>的模式从越南、印尼等地的非关联供应商处进行采购。2015~2017年,受国家林地砍伐政策趋严影响,公司适度调整原木及木片的采购范围,其中公司原木及木片的国内采购量逐年下降,年均复合下降25.20%,国外采购量逐年上升,年均复合增长19.98%。

表4 2015~2017年公司主要原材料采购情况(单位:万吨)

原材料	项目	2015年	2016年	2017年
木浆	国内	219.60	271.00	263.47
	国外	248.20	269.90	309.78
	采购总量	467.80	540.90	573.25
废纸	国内	7.00	4.49	7.58
	国外	50.48	57.47	47.03
	采购总量	57.48	61.96	54.61

<sup>2</sup> 关联公司金东香港(以下简称“金东香港”)根据公司每年销售计划从非关联供应商处进行采购,并委托境内公司下属工厂进行加工。加工完成后,通过金东香港销售给境外经销商,待回款后支付相应加工费给公司境内下属工厂。

原木及木片	国内	158.00	122.96	88.40
	国外	231.00	296.72	332.55
	采购总量	389.00	419.68	420.95
煤炭	国内	249.25	261.53	236.44
	国外	225.75	281.14	243.23
	采购总量	475.00	542.67	479.67

资料来源：公司提供，联合评级整理

采购结算方式，公司根据国际和国内市场行情对主要原材料进行动态采购，其中国内采购主要以票据方式结算，账期约为 180 天；国外采购主要以信用证方式结算，结算货币为美元，账期约为 180 天。

采购集中度方面，2016~2017 年，公司前五大纸浆供应商采购额分别为 19.56 亿美元、27.96 亿美元，分别占年度纸浆总采购成本的 69.17% 和 75.59%，公司纸浆采购集中度较高。

总体看，近年来公司木浆和原木及木片采购量逐年增长，且主要以国外采购为主，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纸业有限公司（以下简称“广西金桂浆”）生产，均为林浆一体化生产模式。公司纸浆生产以满足公司自用为优先，多余对外销售，约 80% 自用，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，其中文化用纸主要由下属子公司金东纸业和金华盛纸业、金海浆纸业生产，主要有“太空梭”、“东帆”、“长鹤”等品牌；工业用纸主要由下属子公司宁波中华、宁波亚洲浆、广西金桂浆生产，产品主要有白板纸、箱板纸和瓦楞原纸，主要有“金鸥”、“汉威”、“金贝”、“彩蝶”、“环牌”等品牌；生活用纸主要由子公司金红叶纸业和金钰纸业生产，主要产品有卫生纸、面巾纸、厨房用纸和湿纸巾，以“清风”、“唯洁雅”和“真真”等品牌为主。

生产方面，纸浆产品以原木及木片为主要生产原料，经过剥皮、削片、筛选、连蒸、除节、洗筛、漂白、抄浆等工序，制成成品浆。纸品生产流程方面，主要有原料制备、混合成型、施胶、压光卷取、再卷、涂布、压光、裁切、包装等生产流程。公司浆产品主要优先满足公司生产自用，多余对外销售，自用比例大约为 80%。公司纸产品生产模式为“以销定产”，根据客户的订单安排生产，尽量使各生产车间明确生产重点，在一条生产线上大批量生产某种产品，避免频繁改变生产线生产的品种。金海浆主要纸机从德国引进，生产线抄纸宽度 10.96 米，车速 1,800 米/分钟，单线生产能力居世界第一。金东纸业的 3 台纸机是从德国引进，生产线抄纸宽度 9.77 米，车速 1,500 米/分钟；金华盛纸业有四条纸机生产线和四条涂布生产线，通过以上设备的搭配生产，可以生产出包括双胶纸、无碳复写纸等，截至 2018 年 6 月底，公司共拥有 28 条全自动生产流水线。

从产品质量来看，在生产过程中，公司会对产品进行抽检；复卷完成后对产品进行抽样检测，检查过程中如发现产品问题则降为低等品降价销售，部分品质过差产品回收利用，目前公司良品率为 95% 以上。

表 5 2015~2017 年公司主要产品生产情况 (单位: 万吨、%)

产品	项目	2015 年	2016 年	2017 年
纸浆	产能	210.00	210.00	210.00
	产量	189.09	217.00	227.10
	产能利用率	90.00	103.33	108.14
文化用纸	产能	365.00	365.00	367.00
	产量	374.42	379.00	376.00
	产能利用率	102.58	103.84	102.45
工业用纸	产能	232.00	260.00	312.00
	产量	136.53	233.00	322.00
	产能利用率	--	89.62	103.21
生活用纸	产能	117.00	132.00	137.00
	产量	97.01	104.00	112.00
	产能利用率	82.91	78.49	81.75
其他纸制品	产能	57.10	73.00	48.00
	产量	46.97	42.00	37.00
	产能利用率	82.26	57.53	77.08

资料来源: 公司提供, 联合评级整理

注: 2015 年公司下属子公司广西金桂生产的白卡和食品级白卡均处于试生产阶段, 无正式产量数据, 故产能利用率无法计算。

产能方面, 2015~2017 年, 公司纸浆年产能均为 210.00 万吨; 公司文化用纸产能较为稳定, 分别为 365.00 万吨、365.00 万吨和 367.00 万吨; 工业用纸和生活用纸的产能均呈逐年增长趋势, 年均复合增长分别为 15.97% 和 8.21%; 其他纸制品产能呈波动下降趋势。

从产量情况来看, 2015~2017 年, 公司纸浆产品产量呈逐年增长趋势, 年均复合增长 9.59%; 文化纸产量较为稳定, 近三年变化不大; 工业用纸产量有所上升, 其中 2017 年工业用纸产量较上年增长 38.20%, 主要系子公司广西金桂的年产 60 万吨林纸一体化项目产能释放所致; 生活用纸产量呈逐年增长趋势, 年均复合增长 7.45%。从产能利用率看, 除其他纸制品外, 公司各主要产品产能利用率均保持在较高水平。

总体看, 近年来, 公司纸浆产能和产量较为稳定, 主要纸产品产量逐年提高, 整体产能利用率较高。

#### 4. 产品销售

公司对内销售模式以直销为主, 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。截至 2018 年 9 月底, 公司在全国成立了 18 家国内销售公司, 基本覆盖全国主要的消费城市。

公司内销对下游客户的货款结算信用期在 90 天左右, 货款回收方式主要有现款、银行票据两种方式; 外销结算平均账期在 90 天, 结算方式以电汇和信用证为主。通常情况下, 公司对经销商的应收款项进行安全性和流动性管理, 通过考量经销商背景、财务指标、未来现金流和交易纪录等综合能力, 对信用质量良好的客户设定一定数额的授信额度。

表6 2015~2017年公司主要产品销售情况(单位:万吨、%)

产品	项目	2015年	2016年	2017年
纸浆	产量	189.09	217.00	227.10
	销量	208.21	200.00	196.06
	产销率	110.11	92.17	86.33
文化用纸	产量	374.42	379.00	376.00
	销量	371.14	376.00	378.00
	产销率	99.66	99.21	100.53
工业用纸	产量	136.53	233.00	322.00
	销量	138.50	234.00	318.00
	产销率	101.44	100.43	98.76
生活用纸	产量	97.01	104.00	112.00
	销量	91.49	99.00	107.00
	产销率	94.29	95.19	95.54
其他纸制品	产量	46.97	42.00	37.00
	销量	47.22	43.00	40.00
	产销率	100.53	102.38	108.11

资料来源:公司提供,联合评级整理

从销量来看,2015~2017年,公司纸浆销量逐年下降,年均复合下降2.96%,主要系公司自用的纸浆增长所致;文化用纸、工业用纸和生活用纸销量逐年增长。从产销率来看,2015~2017年,公司纸浆产销率逐年下降;文化用纸和生活用纸产销率较为稳定;工业用纸产销率逐年小幅下降。

表7 2015~2017年公司主要产品销售区域分布情况(单位:%)

区域	2015年			2016年			2017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
<b>内销</b>	<b>63.10</b>	<b>77.91</b>	<b>91.71</b>	<b>61.09</b>	<b>65.64</b>	<b>81.06</b>	<b>57.40</b>	<b>63.86</b>	<b>87.12</b>
华北	17.80	9.54	13.76	18.05	14.07	8.93	16.45	8.27	9.70
华东	37.25	39.19	59.95	38.08	37.58	68.99	39.49	39.03	69.47
华南	29.22	36.16	16.68	27.91	32.64	12.31	27.63	36.91	12.43
华中	9.21	9.14	3.17	9.69	9.64	7.28	9.93	8.84	5.17
华西	6.52	5.98	6.45	6.28	6.07	2.49	6.49	6.94	3.23
亚洲	59.82	39.67	40.07	56.92	53.89	25.60	62.55	49.67	32.16
<b>外销</b>	<b>36.90</b>	<b>22.09</b>	<b>18.29</b>	<b>38.91</b>	<b>34.36</b>	<b>18.94</b>	<b>42.60</b>	<b>36.14</b>	<b>12.88</b>
北美	8.88	8.50	0.79	6.79	6.82	0.14	7.19	6.74	0.18
欧洲	10.16	27.37	18.33	11.74	14.84	24.47	9.48	18.38	18.31
中东	6.22	15.83	23.02	6.70	9.58	22.83	5.77	14.32	20.55
其他	14.92	8.64	17.80	17.85	14.87	26.95	15.02	10.90	28.81

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,2015~2017年,公司铜版纸内销收入占当年销售金额比分别为63.10%、61.09%和57.40%;白卡纸内销收入占当年销售金额分别为77.91%、65.64%和63.86%;双胶纸内销收入占当年销售金额分别为91.71%、81.06%和87.12%,近年来,公司主要纸制品主要以内销为主,占比较为稳定,其中铜版纸外销比例较大。公司产品内销收入中,主要以华东和华南等经济发达市场为主,

外销收入主要以亚洲为主，其中中东和欧洲的销售占比逐年提高。

从公司主要客户看，2016~2017年，公司前五名销售金额分别为104.43亿元和111.71亿元，占当年销售总额分别为22.05%和20.21%，其中第一大客户均为关联方（占比分别为13.50%和14.36%），客户整体集中度一般，但对单一客户存在一定依赖。

总体看，近年来，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。

#### 5. 经营效率

2015~2017年，公司应收账款周转率波动下降，分别为4.18次、3.74次和3.81次；存货周转率逐年上升，分别为5.54次、6.55次和7.15次；总资产周转率比较稳定，分别为0.30次、0.30次和0.35次。受公司海外应收账款结算期较长以及部分资金占用影响，公司应收账款周转率和总资产周转率一般，存货周转率高于行业平均水平。

总体看，公司整体经营效率尚可。

#### 6. 关联交易

公司关联交易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。2015~2017年，公司来料加工业务收入分别为69.99亿元、70.66亿元和83.78亿元，年均复合增长9.41%，其中2017年较上年增长15.66%，主要系金东香港对外采购纸浆量有所增加所致。

近三年，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68.48亿元、74.90亿元和90.63亿元，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2017年底，与公司存在关联业务的关联方共有67家，主要为同一控制下的关联公司。

公司关联交易中应收账款逐年增长，年均复合增长32.36%，其中主要是对金东香港的应收款项，近三年分别为48.02亿元、66.38亿元和82.07亿元，主要为来料加工业务产生的销售收入。近三年，公司关联交易中其他应收款呈逐年增长趋势，年均复合增长13.49%。截至2017年底，公司其他应收款123.65亿元，较上年末增长11.92%，主要系对关联方上海来益房地产开发有限公司（以下简称“来益房”）垫付工程款所致<sup>3</sup>，以及应收关联方金东香港的往来款增加所致。

表9 2015~2017年公司关联交易情况（单位：亿元）

关联交易	2015年末	2016年末	2017年末
销售商品及提供劳务	68.48	74.90	90.63
采购	50.83	36.71	45.05
应收账款	58.07	78.12	101.74
应收票据	--	0.008	--
其他应收款	80.84	85.13	104.13
预付款项	14.44	17.49	24.38
应收利息	4.45	6.73	9.57

<sup>3</sup> 上海来益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。

应收股利	4.22	4.68	4.34
委托贷款	5.53	25.04	4.04
应付票据	4.98	5.91	8.18
应付款项	11.96	4.25	8.7
其他应付款	7.00	6.88	8.76
预收款项	0.47	0.09	0.32

资料来源：公司提供，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9月底，公司对金东香港的担保为181.82亿元，到期日为2020年8月，均为内保外贷担保。

总体看，公司的关联方数量较多，与关联方交易金额较大，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。

## 7. 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。

## 8. 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。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司 2015~2017 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。2018 年半年度财务报表未经审计。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和各项有关规定编制。2017 年根据修订后的《企业会计准则第 16 号—政府补助》，与企业日常活动相关的政府补助按照经济业务实质计入其他收益或冲减相关成本费用，与企业日常活动无关的政府补助计入营业外收支；公司对 2017 年 1 月 1 日存在的政府补助采用未来适用法处理，对 2017 年 1 月 1 日前发生的政府补助不予追溯调整。2017 年会计政策变更对公司净利润无实质影响。

2015 年，公司合并范围内减少 3 家子公司；2016 年，公司合并范围内新增子公司 2 家，系宁波金光纸业贸易有限公司和上海儒嵩贸易有限公司，减少子公司 1 家，系金清远丰产林（纸材）基地有限公司；2017 年公司合并范围无变化；2018 年 1~9 月，公司合并范围无变化。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 2017 年底，公司合并资产总额 1,582.19 亿元，负债合计 976.39 亿元，所有者权益（含少数股东权益）605.80 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 536.03 亿元。2017 年，公司实现营业收入 552.86 亿元，净利润（含少数股东损益）26.05 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 20.96 亿元；公司经营活动现金流量净额为 69.85 亿元，现金及现金等价物净增加额-40.57 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司合并资产总额 1,680.00 亿元，负债合计 1,053.71 亿元，所有者权益（含少数股东权益）626.29 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 554.12 亿元。2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 434.12 亿元，净利润（含少数股东损益）20.60 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 18.06 亿元；公司经营活动现金流量净额为 53.24 亿元，现金及现金等价物净增加额 24.10 亿元。

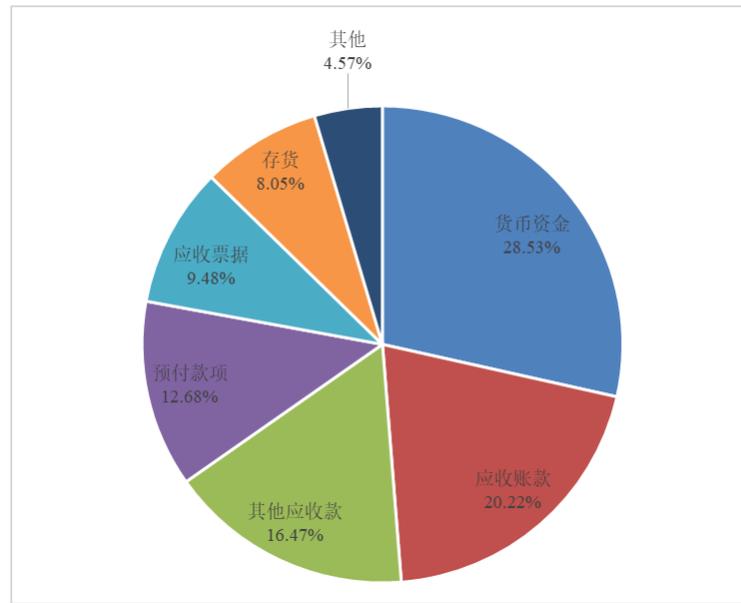
### 2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产规模波动增长，年均复合增长 1.66%，截至 2017 年底，公司合并资产 1,582.19 亿元，其中流动资产占比 47.44%，非流动资产占比 52.56%，以非流动资产为主。

#### （1）流动资产

2015~2017 年，公司流动资产波动增长，年均复合增长 4.91%，主要系货币资金及预付款项变动所致。截至 2017 年底，公司流动资产为 750.55 亿元，较上年末下降 3.18%，主要系货币资金大幅减少所致，公司流动资产以货币资金（占 28.53%）、应收票据（占 9.48%）、应收账款（占 20.22%）、其他应收款（占 16.47%）、预付款项（占 12.68%）和存货（占 8.05%）为主，如下图所示。

图 5 截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司货币资金波动减少，年均复合下降 5.33%。截至 2016 年底，公司货币资金 263.48 亿元，较上年末增长 10.27%，主要系公司业绩保持稳步发展，经营性现金净流入持续增加，同时公司 2016 年发行了 CMBS 导致货币资金大幅增加所致；截至 2017 年底，公司货币资金 214.13 亿元，较上年末下降 18.73%，主要系偿还债务规模增加所致。主要由银行存款（占 36.97%）和其他货币资金（占 63.02%）构成；其中，其他货币资金全部为受限资产，受限比例较高。

2015~2017 年，公司应收票据规模较为稳定，年均复合增长 0.03%。截至 2017 年底，公司应收票据 71.15 亿元，与上年末基本持平，以银行承兑汇票（占 91.53%）为主。

2015~2017 年，公司应收账款逐年增长，年均复合增长 14.60%，主要系公司销售收入增长所致。截至 2017 年底，公司应收账款 151.77 亿元，较上年末增长 13.65%。从账龄来看，应收账款余额中，1 年以内的占比 85.09%，1~2 年的占比 12.92%，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 2017 年底，公司应收账款累计计提坏账准备 2.39 亿元，计提比例 1.55%；受限应收账款账面价值 0.92 亿元，受限比例很低，仅为 0.61%。

2015~2017 年，公司其他应收款逐年增长，年均复合增长 6.94%，主要系与关联方的往来款增加所致。截至 2017 年底，公司其他应收款 123.65 亿元，较上年末增长 11.92%，主要系公司对关联方来益房垫付工程款所致，以及对金东香港的往来款增加所致。从账龄来看，其他应收款余额中，1 年以内的占比 33.66%、1~2 年的占比 35.54%、2 年以上的占比 30.80%，账龄较为均衡，对公司运营资金占用一般。截至 2017 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 0.79%，存在一定回收风险。

2015~2017 年，公司预付款项波动增长，年均复合增长 30.33%，主要系近年来大宗商品（包括煤炭等造纸所需燃料）价格上涨，为了锁定优惠价格公司提前支付货款给大宗商品供应商所致。截至 2017 年底，公司预付款项 95.14 亿元，较上年末变化不大；从账期来看，以 1 年以内为主（占 94.69%），账龄较短。

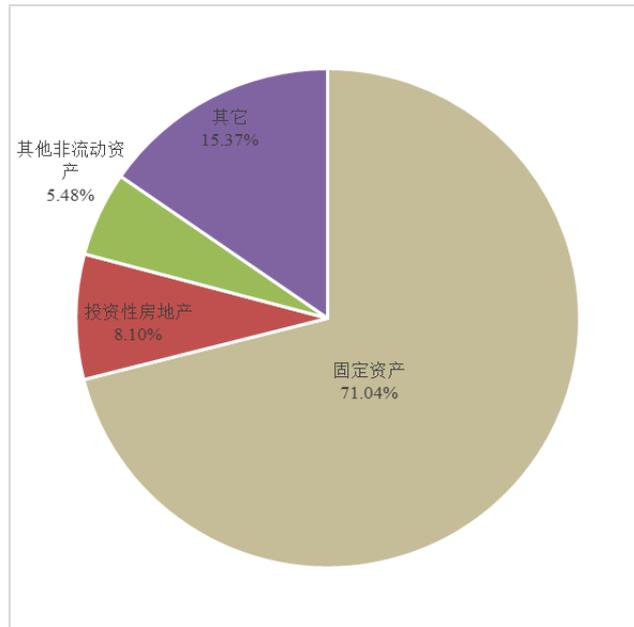
2015~2017 年，公司存货波动增长，年均复合增长 0.27%。截至 2016 年底，公司存货 51.77 亿元，较上年末下降 13.82%，主要系各主要产品销售情况良好所致；截至 2017 年底，公司存货 60.40

亿元，较上年末增长 16.67%，主要系公司备货增加所致，主要以原材料（占 30.81%）、在产品及自制半成品（占 16.25%）、产成品及库存商品（占 36.19%）和备品备件及其他（占 14.32%）构成。截至 2017 年底，公司存货计提跌价准备 0.67 亿元，计提比例为 1.10%。

（2）非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产逐年小幅下降，年均复合下降 1.02%，主要系在建工程规模下降所致。截至 2017 年底，公司非流动资产 831.64 亿元，较上年末下降 1.36%。公司非流动资产主要由投资性房地产（占 8.10%）、固定资产（占 71.04%）和其他非流动资产（占 5.48%）构成，如下图所示。

图 6 截至 2017 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司投资性房地产账面价值较为稳定，年均复合下降 0.50%，公司投资性房地产以成本法计量。截至 2017 年底，公司投资性房地产 67.37 亿元，较上年末小幅下降 2.68%，主要系计提折旧和摊销所致。截至 2017 年底，累计计提折旧和摊销 1.86 亿元；公司投资性房地产全部为受限资产，受限比例很高。

2015~2017 年，公司固定资产逐年增长，年均复合增长 15.48%，主要系在建工程完工转入固定资产和购置机器设备所致。截至 2017 年底，公司固定资产账面价值 590.84 亿元，较上年末小幅增长 2.32%，主要系购置机器设备所致；累计计提折旧 314.27 亿元，计提减值准备 0.04 亿元；公司固定资产成新率 66.16%，固定资产成新率一般。截至 2017 年底，公司固定资产主要由机器设备（占 83.81%）和房屋及建筑物（占 15.35%）构成，受限固定资产账面价值 315.80 亿元（占 53.45%），受限比例较高。

2015~2017 年，公司其他非流动资产逐年大幅增长，年均复合增长 53.14%。截至 2016 年底，公司其他非流动资产 22.54 亿元，较上年末增长 15.93%，主要系一年以上的保证金存款增加所致；截至 2017 年底，公司其他非流动资产 45.60 亿元，较上年末大幅增长 102.28%，主要系新增子公司金红叶纸业的信托投资款 15.00 亿元所致。公司其他非流动资产受限 17.62 亿元，受限比例为 38.64%，受限比例较高。

截至 2017 年底，公司受限资产 616.21 亿元，占资产总额的比重为 38.95%，受限比例较高。

表 10 截至 2017 年底公司受限资产情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年	用途	占比
货币资金	134.93	保证金、质押担保	8.53
应收票据	48.31	质押担保	3.05
应收账款	0.92	质押担保	0.06
其他流动资产	2.00	质押担保	0.13
消耗性生物资产	9.51	质押担保	0.60
固定资产	315.80	抵押担保	19.96
在建工程	4.64	抵押担保	0.29
无形资产	15.09	抵押担保	0.95
投资性房地产	67.37	抵押担保	4.26
其他非流动资产	17.62	质押担保	1.11
<b>合计</b>	<b>616.21</b>	<b>--</b>	<b>38.95</b>

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年 9 月底，公司资产合计 1,680.00 亿元，较年初增长 6.18%，主要系货币资金和应收票据增加所致；其中流动资产 804.09 亿元（占 47.86%），非流动资产 875.90 亿元（占 52.14%），资产结构较年初变化不大。

总体看，近年来，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。

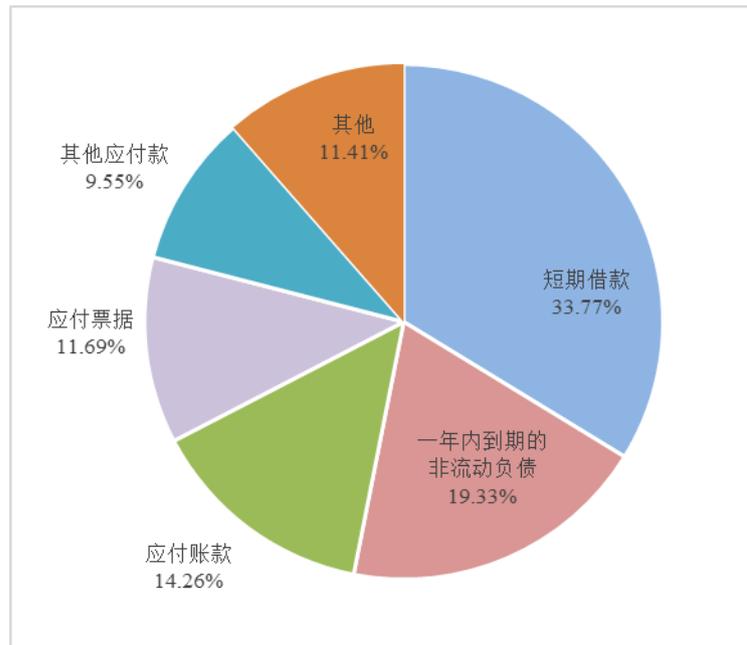
### 3. 负债及所有者权益

2015~2017 年，公司负债规模波动下降，年均复合下降 0.26%；截至 2017 年底，公司负债总额 976.39 亿元，较上年末下降 5.88%；其中流动负债占比 66.57%，非流动负债占比 33.43%，以流动负债为主。

#### （1）流动负债

2015~2017 年，公司流动负债小幅增长，年均复合增长 1.04%。截至 2017 年底，公司流动负债 649.96 亿元，较上年末小幅增长 1.75%，主要系短期借款和其他应付款增加所致，主要由短期借款（占 33.77%）、应付票据（占 11.69%）、应付账款（占 14.26%）、其他应付款（占 9.55%）和一年内到期的非流动负债（占 19.33%）构成，如下图所示。

图 7 截至 2017 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司短期借款波动下降，年均复合下降 1.24%。截至 2017 年底，公司短期借款 219.49 亿元，较上年末增长 5.92%，主要系 2017 年银票贴现利率较高，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 75.89%）和抵、质押借款（占 23.66%）。

2015~2017 年，公司应付票据波动增长，年均复合增长 1.01%；截至 2017 年底，公司应付票据 75.99 亿元，较上年末下降 8.67%，主要系公司票据正常到期偿付所致。

2015~2017 年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长 6.01%，主要系随着公司业务规模的扩大，应付购买原材料的货款增加所致。截至 2017 年底，公司应付账款 92.66 亿元，较上年末增长 1.32%。

2015~2017 年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 9.51%，主要系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 2017 年底，公司其他应付款 62.06 亿元，较上年末增长 21.27%，主要系未付工程款、保证金和关联方借款增加所致。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债逐年下降，年均复合下降 5.00%。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 125.63 亿元，较上年末下降 7.62%，主要为一年内到期的长期借款（占 60.87%）和应付债券（占 29.91%）。

## （2）非流动负债

2015~2017 年，公司非流动负债波动下降，年均复合下降 2.70%。截至 2017 年底，公司非流动负债 326.43 亿元，较上年末下降 18.10%，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 51.64%）、应付债券（占 37.51%）和长期应付款（占 5.53%）构成。

2015~2017 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 4.15%。截至 2017 年底，公司长期借款 168.56 亿元，较上年末下降 23.13%，主要系部分长期借款转入一年内到期的非流动负债所致。

2015~2017 年，公司应付债券逐年下降，年均复合下降 8.81%。截至 2017 年底，公司应付债券 122.44 亿元，较上年末下降 13.57%。从偿还期限上来看，未来 1~2 年偿付占比 43.38%，2~3 年偿付占比 29.14%，3~4 年占比 19.64%，其余为 4 年以上，集中偿付压力一般。

2015~2017年，公司长期应付款波动下降，年均复合下降18.59%。截至2017年底，公司长期应付款18.05亿元，较上年末下降21.13%，主要系融资租赁款减少所致。长期应付款已计入长期债务及其相关计算指标。

从全部债务来看，2015~2017年，公司全部债务总额波动下降，年均复合下降2.50%。截至2017年底，公司全部债务规模753.52亿元，其中短期债务447.36亿元（占59.37%），长期债务306.16亿元（占40.63%），以短期债务为主。2015~2017年，公司资产负债率逐年下降，分别为64.11%、64.10%和61.71%；公司全部债务资本化比率逐年下降，分别为59.06%、58.87%和55.43%。公司整体债务负担仍较重；长期债务资本化比率波动下降，分别为37.25%、39.44%和33.57%。

截至2018年9月底，公司负债1,053.71亿元，较年初增长7.92%，其中流动负债659.20亿元（占62.56%），非流动负债394.51亿元（占37.44%），负债结构较年初变化不大，以流动负债为主。截至2018年9月底，公司全部债务832.45亿元，较年初增长10.47%；其中短期债务457.26亿元（占54.93%），长期债务375.19亿元（占45.07%），债务结构较为均衡。截至2018年9月底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化比率分别为62.72%、57.07%和37.46%，较年初分别上升1.01个百分点、1.63个百分点和3.89个百分点，公司债务结构有所改善，债务负担变化不大。

总体看，近年来公司负债规模较为稳定，以流动负债为主；整体债务负担较重，但仍属可控。

### （3）所有者权益

2015~2017年，公司所有者权益稳步增长，年均复合增长5.01%，主要系未分配利润增加所致。截至2017年底，公司所有者权益605.80亿元，较上年末增长4.28%。其中归属母公司所有者权益占比88.48%；归属母公司所有者权益中，实收资本占比61.29%，资本公积占比0.14%，盈余公积占比2.59%，未分配利润占比35.87%，权益总体稳定性较好。

截至2018年9月底，公司所有者权益合计626.29亿元，较年初小幅增长3.38%；其中，归属于母公司的所有者权益为554.12亿元；归属于母公司所有者权益中，股本占比59.29%，资本公积占比0.14%，未分配利润占比37.96%。

总体看，近年来，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

2015~2017年，公司营业收入逐年增长，分别为453.65亿元、473.73亿元和552.86亿元，年均复合增长10.39%，主要系业务规模扩大所致。2015~2017年，公司营业成本分别为355.70亿元、371.00亿元和406.30亿元，年均复合增长6.88%。2015~2017年，公司净利润逐年增长，分别为21.03亿元、24.19亿元和26.05亿元，年均复合增长11.29%；归属于母公司的净利润分别为18.63亿元、21.05亿元和20.96亿元。

期间费用方面，2015~2017年，公司期间费用波动增长，年均复合增长6.26%，分别为91.21亿元、83.19亿元和102.99亿元。2015~2017年，公司销售费用波动增长，分别为36.20亿元、35.67亿元和39.34亿元；管理费用波动下降，分别为21.49亿元、18.53亿元和19.88亿元；财务费用波动增长，分别为33.52亿元、28.99亿元和43.77亿元。从费用构成看，2017年，销售费用、管理费用及财务费用占期间费用总额的比重分别为38.20%、19.30%和42.50%，以销售费用和财务费用为主。2015~2017年，公司费用收入比波动下降，分别为20.11%、17.56%和18.63%，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。公司日常经营涉及的进出口业务需

要不同币种之间的结算，面临较大的汇率波动风险，因此公司通过远期外汇交易和利率互换等金融衍生工具对汇率、利率风险进行管理，即通过锁定不同币种的远期汇率、维持适当的固定利率债务与可变利率债务组合来管理汇兑损益和利息成本。公司将上述金融衍生工具计入“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产”，因此合约价值的变动和交割会产生公允价值变动损益和投资收益，并对当期利润总额产生影响。受此影响，2015~2017年，公司投资收益逐年下降，分别为27.18亿元、5.04亿元和3.85亿元；公允价值变动收益分别为-8.24亿元、10.00亿元和-7.73亿元，对公司营业利润影响较大，且存在较大的市场风险和操作风险。公司营业外收入和其他收益规模很小，对公司利润影响很小。

从盈利能力指标看，2015~2017年，公司营业利润率波动上升，分别为21.18%、20.91%和25.68%；总资本收益率分别为4.90%、4.76%和4.97%，由于公司资产存在部分资金占用情况，总资产报酬率分别为4.45%、4.65%和4.95%，净资产收益率分别为3.90%、4.28%和4.39%。

2018年1~9月，公司经营情况保持稳定增长趋势，实现营业收入434.12亿元，同比增长8.65%；实现净利润20.60亿元，同比增长5.26%。

总体看，近年来得益于造纸行业景气度上升，公司收入和利润规模逐年增长，但费用控制能力较弱，非经常性损益对营业利润影响较大。

## 5. 现金流

2015~2017年，公司经营活动现金流入波动增长，年均复合增长3.63%，分别为566.73亿元、560.65亿元和608.58亿元，主要系产品销售规模大幅增长所致。经营活动现金流出规模较为稳定，分别为543.52亿元、528.20亿元和538.73亿元。受上述因素影响，2015~2017年，公司经营活动产生的现金净流入逐年增长，分别为23.21亿元、32.44亿元和69.85亿元。从收入实现质量来看，2015~2017年，公司现金收入比分别为122.12%、116.84%和109.12%，收入实现质量较好。

2015~2017年，公司投资活动现金流入波动增长，分别为45.36亿元、18.97亿元和50.28亿元，主要系委托贷款收回的现金和取得投资收益收到的现金。2015~2017年，公司投资活动现金流出规模波动下降，分别为53.82亿元、35.29亿元和37.27亿元，其中2016年主要系构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金减少所致；2017年主要为投资支付的现金。受上述因素影响，2015~2017年，公司投资活动产生的现金流净额分别为-8.47亿元、-16.32亿元和13.02亿元。

2015~2017年，公司筹资活动现金流入规模波动下降，分别为416.12亿元、491.05亿元和372.52亿元，主要系取得借款收到的现金；筹资活动现金流出逐年增长，分别434.03亿元、489.51亿元和494.48亿元，主要系偿还债务所致。受上述因素影响，2015~2017年，公司筹资活动产生的净现金流分别为-17.91亿元、1.54亿元和-121.96亿元。

2018年1~9月，公司经营活动产生的现金流净流入53.24亿元；投资活动产生的现金流净流出84.43亿元；筹资活动产生的现金流净流入54.47亿元。

总体看，近年来，公司经营活动现金净流入规模逐年扩大，现金收入质量较好；投资活动现金流由净流出转为净流入，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，2015~2017年，公司流动比率波动上升，分别为1.07倍、1.21倍和1.15倍；速动比率波动上升，分别为0.98倍、1.13倍和1.06倍，均处于较高水平，但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。2015~2017年，公

司现金短期债务比分别为 0.67 倍、0.75 倍和 0.64 倍，公司现金类资产对短期债务的覆盖能力较强。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2015~2017 年，公司 EBITDA 逐年增长，分别为 93.61 亿元、100.29 亿元和 118.04 亿元。2017 年，公司 EBITDA 主要由利润（占 30.65%）、计入财务费用的利息支出（占 37.89%）和折旧（占 28.94%）构成。2015~2017 年，公司 EBITDA 利息倍数逐年上升，分别为 1.99 倍、2.26 倍和 2.56 倍，EBITDA 对利息的保障能力较强；2015~2017 年，公司 EBITDA 全部债务比逐年上升，分别为 0.12 倍、0.12 倍和 0.16 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 9 月底，公司对外担保合计 265.40 亿元，占当期公司净资产的 42.36%，担保比例较高，且以关联担保为主（其中对关联方的担保金额为 191.31 亿元，占比 72.08%），存在一定或有负债风险。

表 12 截至 2018 年 9 月底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保企业	担保额度	到期日	关联担保
金东贸易（香港）有限公司	1,818,229.66	2020/8/28	是
海南金海贸易（香港）有限公司	44,714.80	2019/9/18	是
宁波亚洲浆贸易（香港）有限公司	27,516.80	2019/7/13	是
金红叶贸易（香港）有限公司	9,286.92	2019/3/28	是
Mercury Paper, Inc.	10,318.80	2018/11/2	是
金纸源贸易（上海）有限公司	124,652.20	2019/6/30	否
海南领明国际贸易有限公司	44,475.50	2019/6/30	否
青岛恒源嘉贸易有限公司	2,515.60	2019/6/30	否
玛可木贸易（杭州）有限公司	28,937.56	2019/6/30	否
宁波冠保仓储有限公司	191,469.40	2019/6/30	否
宁波华冠燃料有限公司	67,785.90	2019/6/30	否
环新贸易（深圳）有限公司	23,441.80	2019/6/30	否
无锡思尔福贸易有限公司	16,840.30	2019/6/30	否
广西钦州保税港区鑫之杰贸易有限公司	31,862.20	2019/6/30	否
浙江省纺织品进出口集团公司	9,605.10	2019/6/30	否
天津市卓越商贸有限公司	4,426.00	2019/6/30	否
镇江天勤国际贸易有限公司	35,980.10	2018/9/24	否
镇江联泰国际贸易有限公司	22,839.70	2020/7/27	否
镇江市汇源金属贸易有限公司	17,476.80	2019/4/13	否
镇江润广物资贸易有限公司	12,831.90	2020/8/24	否
镇江市汉华进出口有限公司	1,162.52	2019/5/15	否
金胜浦（苏州工业园区）纸制品加工有限公司	6,000.00	2018/8/10	否
苏州皇益贸易有限公司	5,000.00	2019/1/17	否
新民冠宝贸易有限公司	7,137.50	2018/10/31	否
苏州冠宝贸易有限公司	10,985.50	2019/8/14	否
清远冠宝贸易有限公司	1,151.11	2021/12/31	否
海南仲盛国际贸易有限公司	70,078.40	2019/5/25	否
广西金钦州丰产林有限公司	3,000.00	2019/5/29	是
苏州林豪纸业有限公司	1,719.30	2019/3/30	否
南京澎湃动力科技实业有限公司	2,550.20	2019/3/30	否
<b>合计</b>	<b>2,653,991.57</b>	<b>--</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供

截至 2018 年 9 月底，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，上述案由广西壮族自治区高级人民法院多次召开开庭前会议。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1月4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9月底，公司及各子公司共获得主要银行贷款及承兑授信总额度677.15亿元，其中已使用额度373.99亿元，未使用额度为303.16亿元，公司间接融资渠道畅通。

总体看，公司长短期偿债能力指标表现尚可，同时考虑到公司在行业地位、经营规模、品牌知名度等方面的综合竞争优势，公司整体偿债能力极强。

## 八、本次（期）公司债券偿债能力分析

### 1. 本次（期）公司债券的发行对目前负债的影响

截至2018年9月底，公司全部债务为832.45亿元，本次拟发行公司债额度为50亿元，对公司目前的债务规模影响较小。

以2018年9月底的财务数据为基础，假设本次募集资金净额为50.00亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，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63.80%，58.49%和40.44%，分别较发行前上升1.08个百分点、1.42个百分点和2.97个百分点。

以2018年9月底的财务数据为基础，假设本期募集资金净额为20.00亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，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63.16%，57.65%和38.69%，分别较发行前上升0.44个百分点、0.58个百分点和1.22个百分点，债务负担进一步加重，但仍属可控。

### 2. 本次（期）公司债偿债能力分析

以2017年的财务数据为基础，公司2017年的EBITDA为118.04亿元，为本次债券总发行额度（50.00亿元）的2.36倍，EBITDA对本次债券的覆盖程度较高。公司2017年经营活动产生的现金流量为608.58亿元，为本次债券总发行额度（50.00亿元）的12.17倍，公司经营活动现金流量对

本次债券覆盖程度较高。公司 2017 年的经营活动现金净流量为 69.85 亿元，为本次债券总发行额度（50.00 亿元）的 1.40 倍，经营活动现金流量净额对本次公司债券覆盖程度较高。

以 2017 年的财务数据为基础，公司 2017 年的 EBITDA 为 118.04 亿元，为本期债券总发行额度（20.00 亿元）的 5.90 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。公司 2017 年经营活动产生的现金流入量为 608.58 亿元，为本期债券总发行额度（20.00 亿元）的 30.43 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度较高。公司 2017 年的经营活动现金净流量为 69.85 亿元，为本期债券总发行额度（20.00 亿元）的 3.49 倍，经营活动现金流量净额对本期公司债券覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司经营规模、行业地位、技术水平等因素，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力极强。

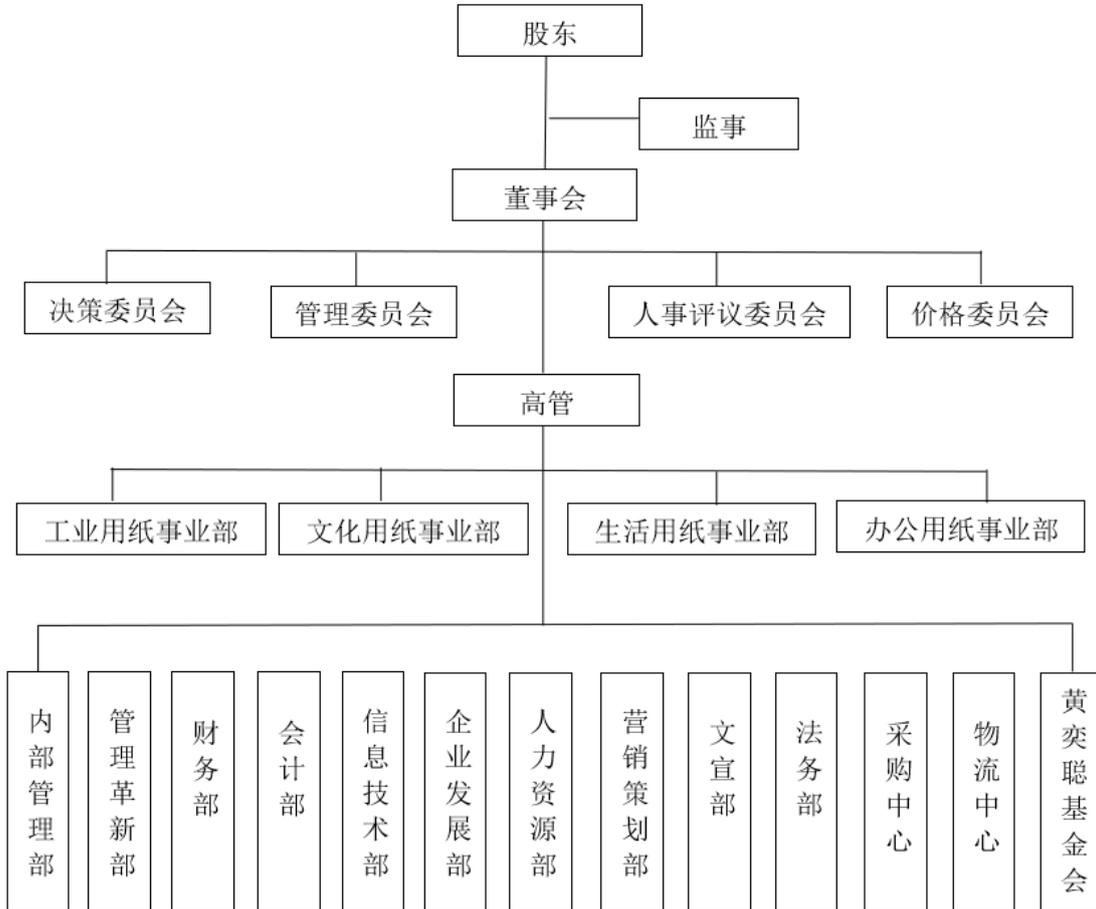
## 九、综合评价

公司作为中国最大的综合性造纸企业，在行业地位、品牌知名度、经营规模、产品结构、技术水平以及产业链布局等方面具备的综合竞争优势。受益于造纸行业景气度提升，近年来公司主要产品收入规模和盈利能力持续提高，公司经营活动现金流状况保持良好。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非经常性损益对营业利润影响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，公司未来综合实力有望进一步提升，联合评级对公司评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险极低。

### 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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
资产总额（亿元）	1,530.83	1,618.32	1,582.19	1,680.00
所有者权益（亿元）	549.36	580.94	605.80	626.29
短期债务（亿元）	466.50	453.01	447.36	457.26
长期债务（亿元）	326.17	378.42	306.16	375.19
全部债务（亿元）	792.67	831.42	753.52	832.45
营业收入（亿元）	453.65	473.73	552.86	434.12
净利润（亿元）	21.03	24.19	26.05	20.60
EBITDA（亿元）	93.61	100.29	118.04	--
经营性净现金流（亿元）	23.21	32.44	69.85	53.24
应收账款周转次数（次）	4.18	3.74	3.81	--
存货周转次数（次）	5.54	6.55	7.15	--
总资产周转次数（次）	0.30	0.30	0.35	0.27
现金收入比率（%）	122.12	116.84	109.12	116.26
总资本收益率（%）	4.90	4.76	4.97	--
总资产报酬率（%）	4.45	4.65	4.95	--
净资产收益率（%）	3.90	4.28	4.39	3.34
营业利润率（%）	21.18	20.91	25.68	23.51
费用收入比（%）	20.11	17.56	18.63	15.94
资产负债率（%）	64.11	64.10	61.71	62.72
全部债务资本化比率（%）	59.06	58.87	55.43	57.07
长期债务资本化比率（%）	37.25	39.44	33.57	37.46
EBITDA 利息倍数（倍）	1.99	2.26	2.56	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.12	0.16	--
流动比率（倍）	1.07	1.21	1.15	1.22
速动比率（倍）	0.98	1.13	1.06	1.11
现金短期债务比（倍）	0.67	0.75	0.64	0.53
经营现金流流动负债比率（%）	3.65	5.08	10.75	8.08
EBITDA/本次发债额度（倍）	1.87	2.01	2.36	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	3.12	3.34	3.93	--

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、2018 年 1-9 月财务报表未经审计，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。

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
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
<b>短期偿债能力指标</b>	
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)
<b>本次公司债券偿债能力</b>	
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。

## 联合信用评级有限公司关于 金光纸业（中国）投资有限公司 2019年公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年金光纸业（中国）投资有限公司年报出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

金光纸业（中国）投资有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。金光纸业（中国）投资有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注金光纸业（中国）投资有限公司的相关状况，如发现金光纸业（中国）投资有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如金光纸业（中国）投资有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至金光纸业（中国）投资有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送金光纸业（中国）投资有限公司、监管部门等。

