

信用评级公告

联合〔2022〕3157号

联合资信评估股份有限公司通过对金光纸业（中国）投资有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持金光纸业（中国）投资有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“21 金光 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二二年六月七日

金光纸业（中国）投资有限公司 2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
金光纸业（中国）投资有限公司	AAA	AAA	AAA	稳定
21 金光 01	AAA	AAA	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
21 金光 01	10.00	10.00	2024/9/30

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2022 年 6 月 7 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202204

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa		评级结果		AAA	
	评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险		2	
			行业风险		3	
		自身竞争力	基础素质		1	
			企业管理		2	
			经营分析		1	
财务风险	F1	现金流	资产质量		3	
			盈利能力		1	
			现金流量		1	
		资本结构		2		
		偿债能力		2		
调整因素和理由						调整子级
--						--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

跟踪期内，金光纸业（中国）投资有限公司（以下简称“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、产品结构以及产业链布局等方面具备综合竞争优势得以保持，营业总收入和利润总额持续增长，债务规模有所下降，收入实现质量良好。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）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，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。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“21 金光 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 规模优势明显。**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，产品竞争力很强，部分产品市场占有率较高。
- 具备产业链优势。**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。
- 公司整体经营状况良好。**2021 年，公司主要纸产品收入规模呈上升趋势，产销率较高，经营活动净现金流持续保持净流入状态。
- 公司并购的山东博汇集团有限公司（以下简称“博汇集团”）业绩显现，营业总收入和利润总额快速增长。**2021 年，博汇集团全年业绩纳入公司合并范围，营业总收入和利润总额出现增长，有利于公司进一步提高工业用纸的市场占有率以及拓展北方市场，提升整体抗风险能力。

关注

- 原材料价格波动较大。**公司纸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。
- 公司关联交易、资金往来及对外担保规模较大。**公司关联交易和资金往来规模较大，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，对公司有一定不利影响。

分析师：杨涵 宁立杰
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）
网址：www.lhratings.com

3. **整体资产质量一般。**截至2021年末，公司资产受限比例很高；流动资产中应收账款、其他应收款和存货所占比例很高，对营运资金有一定占用。

4. **债务负担较重，存在短期偿债压力。**跟踪期内，公司债务规模依旧偏高，债务总额中短期债务所占比例很高，债务结构有待优化。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
现金类资产(亿元)	411.13	500.01	462.97	544.60
资产总额(亿元)	1913.78	2480.13	2465.46	2522.48
所有者权益(亿元)	683.81	812.52	871.85	888.62
短期债务(亿元)	598.60	884.56	934.19	948.31
长期债务(亿元)	354.59	418.32	276.12	295.41
全部债务(亿元)	953.19	1302.89	1210.31	1243.72
营业总收入(亿元)	651.10	737.88	972.70	217.36
利润总额(亿元)	47.87	73.06	84.32	19.10
EBITDA(亿元)	139.32	180.53	214.21	--
经营性净现金流(亿元)	79.27	123.07	142.28	41.56
营业利润率(%)	21.27	24.32	20.02	15.94
净资产收益率(%)	5.73	7.60	7.30	--
资产负债率(%)	64.27	67.24	64.64	64.77
全部债务资本化比率(%)	58.23	61.59	58.13	58.33
流动比率(%)	110.64	92.35	104.75	106.79
经营现金流动负债比(%)	9.91	10.87	11.95	--
现金短期债务比(倍)	0.69	0.57	0.50	0.57
EBITDA利息倍数(倍)	2.87	2.93	3.27	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.84	7.22	5.65	--
公司本部（母公司）				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
资产总额(亿元)	1082.63	1224.93	1270.17	--
所有者权益(亿元)	488.84	510.19	521.47	--
全部债务(亿元)	445.81	475.57	437.45	--
营业总收入(亿元)	11.25	17.81	30.46	--
利润总额(亿元)	15.02	11.79	11.75	--
资产负债率(%)	54.85	58.35	58.95	--
全部债务资本化比率(%)	47.70	48.24	45.62	--
流动比率(%)	209.51	141.61	131.74	--
经营现金流动负债比(%)	-35.55	-9.11	-3.88	--

注：本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 金光 01	AAA	AAA	稳定	2021/7/5	高佳悦 罗 峤	一般工商企业主体信用评级方法(2019年) 一般工商企业主体信用评级模型(2019年)	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受金光纸业（中国）投资有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

金光纸业（中国）投资有限公司 2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于金光纸业（中国）投资有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

金光纸业（中国）投资有限公司成立于 1999 年，初始注册资本为 3000.00 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“商资批（2008）918 号”文批准，APP China Holding 将其持有的公司 100.00% 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，可方便享受中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 2022 年 3 月末，公司注册资本为 538000.00 万美元，公司控股股东为富龙投资；黄志源先生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 100.00% 的股权；黄志源先生为公司实际控制人。截至 2022 年 3 月末，公司控股股东所持公司股权未质押。

2021 年，公司经营范围较上年无变化。截至 2021 年末，公司内设董事长办公室、总经理室、全球战略与企业发展部等职能部门。

截至 2021 年末，公司纳入合并范围内子公司 88 家。

截至 2021 年末，公司合并资产总额 2465.46 亿元，所有者权益 871.85 亿元（含少数股东权

益 124.64 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 972.70 亿元，利润总额 84.32 亿元。

截至 2022 年 3 月末，公司合并资产总额 2522.48 亿元，所有者权益 888.62 亿元（含少数股东权益 128.39 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 217.36 亿元，利润总额 19.10 亿元。

公司注册地址：上海市虹口区东大名路 501 号 65 楼；法定代表人：黄志源。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2022 年 3 月末，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用。

表 1 截至 2022 年 3 月末公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
21 金光 01	10.00	10.00	2021/9/30	3 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速

分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定拖

累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨

推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入

5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。

2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力稳市场主体、保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背

景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、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，属于造纸行业。

1. 行业概况

近年来，受废纸进口限制政策、环保压力加大等因素影响，造纸行业落后产能不断出清，行业集中度进一步提升。未来造纸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，中国经济增速较放缓，面临经济下行压力。造纸包装行业下游与国民消费需求息息相关，未来中国经济向“内循环”经济结构优化，将促进造纸包装行业长期稳定发展。

2021 年 1—12 月，造纸和纸制品业增加值累计增长 6.3%，其中 12 月份同比增长 1.9%。机制纸及纸板（外购原纸加工除外）产量 13583.9 万吨，累计增长 6.8%；新闻纸产量 89.6 万吨，累计下降 11.2%。其中 12 月份，机制纸及纸板（外购原纸加工除外）产量 1234.4 万吨，同比增长 1.2%；新闻纸产量 8.9 万吨，同比增长 -10.1%。同期，纸浆、纸及其制品出口 938 万吨，同比增长 2.4%；出口额约 243.6 亿美元，同比增长 16%。其中 12 月份出口 95 万吨，同比增长 20.9%；出口额约 24.5 亿美元，同比增长 18%。

在双碳目标下，越来越高的环保标准、减碳排放等要求加速了造纸企业的兼并重组、加速行业优胜劣汰洗牌。对比发达国家，国内包装纸行业集中度仍然偏低，2021 年国内箱板纸 CR4（行业最大 4 家企业市场占有率）为 54%，美国 CR4 常年稳定在 70% 以上；国内瓦楞纸 CR4 为 22%，美国为 40% 左右，造纸龙头企业扩张

和行业集中度提升仍有很大的空间。国内包装纸市场虽然总产能大于需求，但是落后产能的淘汰速度也在加快。据卓创统计，2020—2021年，箱板瓦楞纸淘汰产能超过700万吨，约占现有产能10%，落后产能的加速退出，将有利促进行业向绿色、循环、高质量方向发展。

2. 行业政策

从行业政策来看，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5.30%左右降低至3.20%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对美301措施反制关税。2020年11月25日生态环境部、商务部、国家发改委、海关总署联合发布《关于全面禁止进口固体废物有关事项公告》，正式明确了从2021年1月1日起中国全面禁止进口固体废物。而我国造纸用原料（木浆、废纸和木片）对外依存度约在50%以上；其中，废纸方面，年废纸进口量占全球废纸贸易量的40%，进口废纸制成的纸浆已占纸浆总量的20%。加之国内废纸回收利用程度已接近饱和，所以这一政策的颁布直接影响到国内造纸业的原材料供应保障问题。目前，公司已积极采取相应措施，通过海外设厂、并购来布局海外制浆、造纸等方式合理降低由于政策变化所带来风险。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2022年3月末，公司控股股东为富龙投资，公司实际控制人为黄志源先生。公司控股

股东所持公司股权未质押。

2. 企业规模及竞争力

公司是国内综合型造纸龙头企业，拥有较为完整的产业链条，拥有较高的品牌知名度，在造纸行业具有很强的竞争力。

公司是国内最大的综合性造纸企业。产业链方面，公司已经实现“林、浆、纸一体化”，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，宁波中华纸业有限公司（以下简称“宁波中华”）是中国大型的工业用纸企业，金华盛纸业（苏州工业园区）有限公司（以下简称“金华盛纸业”）是中国大型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”）是中国大型的制浆企业。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方面较同业处于领先地位。

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。

3. 企业信用记录

根据公司提供企业信用报告（统一社会信用代码：91310000710920434A），截至2022年5月9日，公司本部不存在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1笔短期借款，3笔不良类短期借款，系银行系统操作问题所致。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理层稳定。

跟踪期内，公司股权结构以及主要管理制度未发生变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2021年，公司造纸产品价格上涨，并购的博汇集团全年业绩释放，营业总收入快速增长；受收入成分构成变动、原材料成本波动以及会计准则变化影响，公司综合毛利率有所下降。2022年一季度，公司营业总收入变化不大，毛利率继续下降。

2021年，公司实现营业总收入快速增长，其中工业用纸、文化用纸收入、生活用纸和其他业务收入均出现较大幅度增长，纸浆业务收入规模变化不大。工业用纸收入大幅增长，主要系产

品价格上涨，以及山东博汇集团有限公司（以下简称“博汇集团”）全年业绩并入公司合并收入范围所致。公司其他收入主要为化工、林业、机械制造以及提供咨询服务收入。2021年，并购的博汇集团下属山东海力化工股份有限公司（以下简称“海力化工”）环保改造完成，工厂逐渐复工复产，造成其他业务收入大幅增长。公司目前已经完成化工业务剥离，其他业务收入将不再包含相关收入。

2021年，公司综合毛利率出现下降，其中纸浆业务和工业用纸毛利率同比变化不大；文化用纸和生活用纸业务受原材料价格增长影响，毛利率下降；其他业务构成变化较大，毛利率变化很大。

2022年1—3月，公司实现营业总收入217.36亿元，同比变化不大；同期，综合毛利率为16.57%，同比减少9.81个百分点。

表3 公司营业总收入构成和毛利率情况

业务	2019年			2020年			2021年		
	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)
纸浆	146.58	22.51	17.61	150.82	20.44	14.83	143.98	14.80	14.64
文化用纸	225.10	34.57	22.10	215.18	29.16	22.25	244.33	25.12	13.53
工业用纸	163.40	25.10	25.22	246.59	33.42	31.97	364.44	37.47	32.01
生活用纸	109.56	16.83	22.77	94.64	12.83	26.74	98.42	10.12	21.00
其他	6.47	0.99	24.79	30.65	4.15	35.26	121.52	12.49	8.09
合计	651.10	100.00	22.01	737.88	100.00	25.10	972.70	100.00	20.70

注：尾差系四舍五入所致；2022年9月起博汇集团纳入公司合并范围

资料来源：公司提供

2. 原材料采购

2021年，公司木浆、原木及木片采购量有所增长，公司纸浆供应商集中度高。

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，在上游环节，公司管理和经营多种林地。

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纸业有限公司（以下简称“广西金桂浆”）生产的化机浆；公司国外木浆采购主要为短纤浆和长纤浆，短纤浆主要来源于印尼和巴西等地，长纤浆主要采购自欧洲以及加拿大等地。

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。

2021年，公司原纸和纸制品产量增长，木浆、原木及木片和煤炭采购量均有显著增长，其中木浆采购量在国内外采购比例大致相当，公司木浆自给率为49.56%；原木和木片境外采购比例持续增长；煤炭采购主要源自国内。纸浆原材料采购方面，2021年，公司（不含博汇纸业）对前五名供应商采购金额占纸浆总额的73.25%，采购集中度高。

2021年，公司与供应商的结算方式和结算周期未发生较大变化。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。

表 4 公司主要原材料采购情况

原材料	项目	2020 年	2021 年
木浆	国内 (万吨)	278.06	415.81
	国外 (万吨)	377.12	422.75
	合计 (万吨)	655.18	838.56
原木及木片	国内 (万吨)	185.11	205.11
	国外 (万吨)	351.18	558.91
	合计 (万吨)	536.29	764.02
煤炭	国内 (万吨)	270.87	534.81
	国外 (万吨)	245.18	268.68
	合计 (万吨)	516.06	803.49

注：2020 年数据不包含博汇集团的相关数据
资料来源：公司提供，联合资信整理

3. 生产和销售

2021 年，公司产能规模略有增长，博汇集团销售业绩显现，公司文化用纸及工业用纸的产销量均出现不同程度的增长，其中工业用纸增幅较大，产能利用率和产销率处于很高水平。

表 5 公司主要产品产销情况

产品	项目	2020 年	2021 年
纸浆	产能 (万吨)	230.00	230.00
	产量 (万吨)	262.76	251.46
	产能利用率 (%)	114.24	109.33
	销量 (万吨)	207.75	193.68
	产销率 (%)	79.06	77.02
文化用纸	产能 (万吨)	416.80	416.80
	产量 (万吨)	386.89	396.10
	产能利用率 (%)	92.82	95.03
	销量 (万吨)	380.62	394.68
	产销率 (%)	98.38	99.64
工业用纸	产能 (万吨)	595.00	595.00
	产量 (万吨)	705.38	640.37
	产能利用率 (%)	118.55	107.63
	销量 (万吨)	709.94	641.54
	产销率 (%)	100.65	100.18
生活用纸	产能 (万吨)	137.00	156.00
	产量 (万吨)	117.00	116.27
	产能利用率 (%)	85.40	74.53
	销量 (万吨)	115.81	116.04
	产销率 (%)	98.98	99.80
其他	产能 (万吨)	48.12	52.20

表 6 2021 年公司主要造纸产品细分和销售区域占收入比例情况

产品细分/销售区域	纸浆及文化用纸 (%)	生活用纸 (%)	工业用纸 (%)	其他 (%)	合计 (%)
销售商品	89.82	98.89	92.70	100.00	93.06
来料加工	8.19	0.85	7.28	--	6.11
转口贸易	1.72	--	--	--	0.69
提供劳务	0.22	--	0.01	--	0.09
其他	0.06	0.26	0.00	--	0.05
合计	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

纸制品	产量 (万吨)	44.98	51.13
	产能利用率 (%)	93.47	97.95
	销量 (万吨)	54.08	60.30
	产销率 (%)	120.23	117.92

注：博汇集团 2020 年产能、产量、销量已经做年化处理情况，并非合并日之后数据

资料来源：公司提供，联合资信整理

截至 2021 年末，公司拥有纸浆和纸产品产能合计 1450 万吨，其中包括纸浆产能 230 万吨、各类纸产品产能 1220 万吨。2021 年，公司实际生产纸浆和纸产品合计 1455.33 万吨，其中包括纸浆 251.46 万吨、各类纸产品产量 1203.87 万吨。公司对并购的博汇集团 2020 年数据进行年化处理，2020 年工业用纸实际产量和销量仅应包括 2020 年 9 月份以后博汇集团相关数据。剔除上述因素影响后，公司纸产品产量和销量均有增长。

2021 年，公司纸制品产能略有增长，各类纸产品综合产能利用率和产销率分别为 98.68% 和 100.72%，基本处于满产满销状态。纸浆产能优先用于满足自身生产需要，多余部分用于对外销售（自产短纤浆）。

从各类产品销售细分来看，2021 年，公司主要造纸产品业务均为销售商品业务；纸浆、文化纸和工业用纸存在部分来料加工业务；转口贸易和提供劳务形成收入很低。

公司对内销售模式以直销为主，结算方式未发生重大变化。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；外销平均结算账期约为 90 天，结算方式以电汇和信用证为主。销售区域方面，2021 年，公司销售区域主要集中在中国大陆地区，中国香港和澳门地区销售份额很低。

从公司主要客户看，2021 年，公司前五名销售金额为占当年销售总额分别为 11.77%，其中第一大客户为关联方（占比为 6.08%），客户集中度较低，但对单一客户存在一定依赖。

中国大陆	91.81	98.32	92.67	99.84	93.76
中国香港、澳门	8.19	1.68	7.33	--	6.22
境外	--	--	--	0.16	0.02

资料来源：公司年度报告，联合资信整理

4. 经营效率

2021年，公司整体经营效率尚可。

从经营效率指标看，2021年，公司销售债权周转次数为4.66次，同比有所增长；存货周转次数为7.71次，同比有所下降；总资产周转次数为0.39次，同比有所增长。

5. 在建项目

公司主要在建、拟建项目为子公司扩建及新建项目，在建项目尚有一定投资需求。

广西金桂PM2项目和广西金桂PM3项目为公司广西金桂浆的扩建项目，计划投资总额

87.79亿元，其中，广西金桂PM2项目已于2019年9月开工建设，完成投资27.42亿元，2022年和2023年尚需投资8.83亿元和1.50亿元；广西金桂PM3项目投资计划待定。

“南通金红叶78万吨生活用纸纸厂项目”系子公司金红叶纸业（南通）有限公司（以下简称“南通金红叶”）年产78万吨高档生活用纸项目，项目计划总投资78.78亿元，截至2021年末已投入29.66亿元，2022年和2023年需投资21.57亿元和22.08亿元。

表7 截至2021年末公司主要在建、拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	资金筹措方案 (贷款/自筹)		资金落实情况及债务资金 偿债来源	项目进展安排 (项目工期)	完成投资	2022年 投资计划	2023年 投资计划
广西金桂 PM2 项目	87.79	58.21	29.58	银团项目贷款已提款，拟使用经营利润偿还债务	2019-2021 建设第一台纸机	27.42	8.83	1.50
广西金桂 PM3 项目					待定	1.40	1.48	20.00
南通金红叶 78 万吨生活用纸纸厂项目	78.78	47.00	31.78	已落实项目贷款 47 亿元，拟使用经营利润偿还债务	2019-2022	29.66	21.57	22.08

资料来源：公司提供

6. 关联交易

近年来，公司关联交易金额较大，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存在一定或有负债风险。

公司关联交易主要是和金东贸易（香港）有限公司（以下简称“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—2021年，公司来料加工业务收入分别为82.93亿元、55.25亿元和58.98亿元。

公司与关联公司金东香港等采取来料加工的业务模式，金东香港境外采购原材料，并委托境内工厂加工，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，在境外采购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2021年末，公司对金东

香港的担保为232.06亿元。公司的非经营性其他应收款以关联方往来占款和资金拆借为主。

表8 公司关联交易情况

项目	2020年 (亿元)	2021年 (亿元)
销售商品及提供劳务	58.89	62.12
购买商品及接受劳务	130.12	162.80
应收账款（账面余额）	54.82	86.65
其他应收款（账面余额）	103.73	61.84
预付款项（账面余额）	35.06	40.53
其他流动资产（账面余额）	34.56	34.01
应付票据	9.51	18.24
应付账款	7.31	11.33
其他应付款	13.43	18.95

资料来源：公司年度报告，联合资信整理

7. 未来发展

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。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，提升高附加值产品比重，提供一站式产品服务，增强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、强化品牌和实施分销策略。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2021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，并出具了标准无保留意见。截至2021年末，公司纳入合并范围的子公司共88家，山东海力化工股份有限公司等7家公司不在纳入公司合并范围。截至2022年3月末，公司纳入合并范围的子公司共87家，较2021年末减少1家。合并范围变化对公司合并财务数据造成一定影响，公司财务数据可比较性一般。

截至2021年末，公司合并资产总额2465.46亿元，所有者权益871.85亿元（含少数股东权

益124.64亿元）；2021年，公司实现营业总收入972.70亿元，利润总额84.32亿元。

截至2022年3月末，公司合并资产总额2522.48亿元，所有者权益888.62亿元（含少数股东权益128.39亿元）；2022年1—3月，公司实现营业总收入217.36亿元，利润总额19.10亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模变化不大，结构分布相对较为均衡，流动资产中应收账款、其他应收款和存货占比较大，对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；公司资产受限比例高，整体资产质量一般。

截至2021年末，公司合并资产总额较上年末变化不大。其中，流动资产占50.59%，非流动资产占49.41%。公司资产结构相对均衡。

表9 公司资产主要构成

项目	2020年末		2021年末		2022年3月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	1045.28	42.15	1247.39	50.59	1274.12	50.51
货币资金	415.21	16.74	398.84	16.18	464.83	18.43
应收账款	174.90	7.05	169.10	6.86	166.59	6.60
其他流动资产	43.82	1.77	44.80	1.82	43.53	1.73
预付款项	80.02	3.23	127.20	5.16	129.47	5.13
其他应收款（合计）	139.23	5.61	96.20	3.90	72.71	2.88
存货	73.58	2.97	126.61	5.14	117.41	4.65
一年内到期的非流动资产	1.57	0.06	178.56	7.24	165.41	6.56
非流动资产	1434.85	57.85	1218.07	49.41	1248.36	49.49
其他权益工具投资	--	--	231.38	9.38	231.38	9.17
长期股权投资	2.11	0.08	21.40	0.87	21.40	0.85
投资性房地产	63.35	2.55	60.63	2.46	61.48	2.44
固定资产（合计）	705.12	28.43	506.68	20.55	508.47	20.16
在建工程（合计）	78.45	3.16	115.95	4.70	120.50	4.78
商誉	54.01	2.18	54.01	2.19	54.01	2.14
其他非流动资产	94.96	3.83	51.58	2.09	66.58	2.64
资产总额	2480.13	100.00	2465.46	100.00	2522.48	100.00

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

截至2021年末，流动资产较上年末增长19.34%，主要系公司预付原材料纸浆款项增加和原材料储备增加所致。流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款（合计）、存货和一年内到期的非流动资产构成。

截至2021年末，公司货币资金较上年末下降3.94%；货币资金中有296.92亿元受限资金，受限比例很高，主要为内保外贷保证金、银行承兑汇票担保等。

截至2021年末，公司应收账款账面价值较上年末下降3.32%。应收账款账面余额的账龄以1年以内为主（占99.18%），累计计提坏账准

备2.47亿元。

截至2021年末，公司预付款项较上年末增长58.96%，主要系预付原材料纸浆款增加所致。

截至2021年末，公司存货较上年末增长72.07%，主要系原材料储备增加所致。存货主要由原材料、产成品及库存商品构成，累计计提跌价准备1.77亿元。

截至2021年末，公司其他应收款（合计）较上年末下降30.90%，主要系公司与金东香港完成其他权益工具投资交割所致；主要构成为关联方其他应收款61.84亿元，含金东香港（15.33亿元）、上海金港北外滩置业有限公司（9.99亿元）、广西国发林业造纸有限责任公司（6.39亿元）等。

截至2021年末，公司其他流动资产较上年末变化不大，主要构成为其他债权34.01亿元（金东香港20.08亿元、APP China Holding Limited 13.93亿元）和待抵扣及待认证进项税额（8.59亿元）。

截至2021年末，公司一年内到期的非流动资产178.56亿元，其中一年内到期的专项计划为138.00亿元，形成原因为公司发行的“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（“金港北外滩”）的长期应收款作为基础资产，该项长期应收款将于一年内到期。

（2）非流动资产

截至2021年末，公司非流动资产较上年末

下降15.11%，主要系长期应收款结转至一年内到期的非流动资产所致。公司非流动资产主要由其他权益工具投资、固定资产（合计）、在建工程（合计）、使用权资产和商誉构成。

截至2021年末，公司其他权益工具投资231.38亿元，主要构成为公司持有CSI P&P Industries Ltd.、金东香港、County Max Properties Limited和宁波通商银行股份有限公司股权。2021年，公司子公司Moral Finance经董事会决议通过，以4.00亿美元，折合人民币25.50亿元的支付对价向关联方金东香港所持CSIP&P Industries Ltd.19843.20万股的股份，交易完成后公司对其持股比例为34.94%。

截至2021年末，公司固定资产（合计）较上年末下降28.14%，主要系公司剥离部分业务所致。固定资产账面价值主要由机器设备（397.89亿元）和房屋及建筑物（106.16亿元）构成，累计计提折旧294.97亿元；固定资产成新率54.42%，成新率一般。

截至2021年末，公司在建工程（合计）较上年末增长47.81%，主要为新增广西金桂项目、金红叶项目。

截至2021年末，公司商誉54.01亿元，主要为公司并购博汇集团产生商誉。

截至2021年末，公司受限资产占总资产比重为36.46%，受限比例很高。

截至2022年3月末，公司合并资产总额较上年末变化不大。公司资产结构相对均衡，资产结构较上年末变化不大。

表 10 截至 2021 年末公司受限资产情况

项目	金额（亿元）	用途	占资产总额比例（%）
货币资金	296.92	内保外贷保证金、银行承兑汇票担保等	12.04
交易性金融资产	2.49	银行借款的担保	0.10
应收账款	40.21	短期借款的质押担保	1.63
应收款项融资	16.79	短期借款的质押担保	0.68
一年内到期的非流动资产	177.70	长期借款的质押担保	7.21
存货	4.35	短期借款的担保	0.18
固定资产	169.62	银行借款的担保	6.88
在建工程	5.77	银行借款的担保	0.23
使用权资产	78.00	长期借款的质押担保	3.16
无形资产	18.86	银行借款的担保	0.77
投资性房地产	60.63	长期借款的担保	2.46
其他非流动资产	24.78	相关关联公司借款提供担保等	1.01

持有待售资产	2.88	--	0.12
合计	899.01	--	36.46

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

3. 资本结构

(1) 所有者权益

截至2021年末，公司所有者权益保持增长态势，以实收资本和未分配利润为主，所有者权益结构稳定性一般。

截至2021年末，公司所有者权益871.85亿元，较上年末增长7.30%，主要系留存收益积累以及关联方豁免下属子公司债务所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为85.70%，少数股东权益占比为14.30%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占

40.60%、2.19%、2.39%和38.38%。

截至2022年3月末，公司所有者权益888.62亿元，所有者权益结构较上年末变化不大，结构稳定性一般。

(2) 负债

截至2021年末，公司负债总额和债务规模有所下降，短期债务所占比例上升，债务置换压力增大，债务结构有待改善。

截至2021年末，公司负债总额较上年末下降4.44%。公司负债以流动负债为主，流动负债占比上升较快。

表11 公司负债主要构成

项目	2020年末		2021年末		2022年3月末	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
流动负债	1131.85	67.87	1190.87	74.73	1193.09	73.02
短期借款	568.93	34.12	469.69	29.47	511.86	31.33
应付票据	153.69	9.22	166.59	10.45	173.40	10.61
应付账款	114.62	6.87	114.76	7.20	131.47	8.05
其他应付款(合计)	71.28	4.27	79.63	5.00	61.38	3.76
一年内到期的非流动负债	151.95	9.11	292.73	18.37	263.06	16.10
非流动负债	535.76	32.13	402.74	25.27	440.78	26.98
长期借款	382.75	22.95	228.27	14.32	246.85	15.11
应付债券	35.57	2.13	28.70	1.80	32.77	2.01
长期应付款(合计)	52.35	3.14	41.76	2.62	32.77	2.01
负债总额	1667.61	100.00	1593.61	100.00	1633.86	100.00

数据来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2021年末，公司流动负债较上年末增长5.21%，主要系公司发行的“海通华泰-金光上海白玉兰广场资产支持专项计划”转为流动负债所致。公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款(合计)和一年内到期的非流动负债构成。

截至2021年末，公司短期借款较上年末下降17.44%，主要构成为保证借款和质押借款；公司应付票据较上年末增长8.40%；公司应付账款114.76亿元，较上年末变化不大；公司一年内到期的非流动负债较上年末增长92.65%。

截至2021年末，公司非流动负债较上年末下降24.83%。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款(合计)构成。截至2021年末，公司长期借款较上年末下降40.36%；公司应付债券较上年末下降19.31%，构成为公司

本部发行债券“21金光01”(10.00亿元)、广西金桂浆发行公司债券(合计20.00亿元)。

截至2022年3月末，公司负债总额1633.86亿元，较上年末增长2.53%。公司以流动负债为主，负债结构较上年末变化不大。

有息债务方面，截至2021年末，公司全部债务1210.31亿元，较上年末下降7.11%。债务结构方面，短期债务占77.19%，长期债务占22.81%，以短期债务为主。从债务指标来看，截至2021年末，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64.64%、58.13%和24.05%，较上年末均有所下降。

截至2022年3月末，公司全部债务1243.72亿元，较上年末增长2.76%。债务结构方面，短期债务占76.25%，长期债务占23.75%，以短期债务为主。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64.77%、58.33%和24.95%，较上年末均有所增长。

4. 盈利能力

2021年，公司营业总收入规模快速增长，期间费用控制能力有所提升，利润规模持续增长，盈利能力稳健。

2021年，公司实现营业总收入972.70亿元，同比增长31.82%；营业成本771.39亿元，同比增长39.57%；营业利润率为20.02%，同比下降4.30个百分点。

2021年，公司期间费用同比下降9.07%。从构成看，公司期间费用中销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为13.24%、27.86%、21.37%和37.53%。其中，销售费用为17.39亿元，同比下降57.91%，主要系部分运费重分类至营业成本所致；管理费用为同比增长79.17%，研发费用同比增长32.67%，主要因为博汇集团的全年费用纳入合并范围所致；财务费用同比下降19.91%，主要系汇兑损失规模下降所致。2021年，公司期间费用率为13.50%，同比下降6.07个百分点。公司期间费用控制能力有所提升。

表12 公司盈利能力变化情况

项目	2020年	2021年	2022年1-3月
营业总收入(亿元)	737.88	972.70	217.36
营业成本(亿元)	552.69	771.39	181.36
期间费用总额(亿元)	144.43	131.33	30.20
其中：销售费用	41.31	17.39	4.82
管理费用	20.42	36.59	6.50
研发费用	21.15	28.06	6.41
财务费用	61.54	49.29	12.46
投资收益(亿元)	29.86	8.66	3.29
利润总额(亿元)	73.06	84.32	19.10
营业利润率(%)	24.32	20.02	15.94
总资本收益率(%)	5.81	6.17	--
净资产收益率(%)	7.60	7.30	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2021年，公司实现投资收益8.66亿元，同比下降71.01%，主要系当期未发生大额可供出售金融资产处置收益所致；资产处置收益12.44亿元。2021年，公司利润总额84.32亿元，同比增长15.42%。

盈利指标方面，2021年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为6.17%、7.30%，同比分别提高0.36个百分点、下降0.30个百分点。

2022年1-3月，公司实现营业总收入217.36亿元，同比变化不大；营业成本181.36亿元，同比增长13.73%；营业利润率为15.94%，同比下降9.63个百分点。2022年1-3月，实现利润总额19.10亿元，同比下降38.50%。

5. 现金流

2021年，公司经营活动现金流入和净额均有一定增长，可以满足长期资产建设支出需求，收入实现质量良好。

表13 公司现金流量情况(单位：亿元、%)

项目	2020年	2021年	2022年1-3月
经营活动现金流入小计	779.50	1058.46	288.78
经营活动现金流出小计	656.43	916.18	247.22
经营活动现金流量净额	123.07	142.28	41.56
投资活动现金流入小计	56.39	131.40	26.41
投资活动现金流出小计	197.07	154.46	62.68
投资活动现金流量净额	-140.69	-23.07	-36.27
筹资活动前现金流量净额	-17.61	119.22	5.29
筹资活动现金流入小计	794.95	799.03	176.34
筹资活动现金流出小计	771.21	916.10	125.21
筹资活动现金流量净额	23.73	-117.07	51.13
现金收入比	103.19	101.76	129.26

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动来看，2021年，公司经营活动现金流入同比增长35.79%，主要系营业收入规模增长所致；经营活动现金流出同比增长39.57%。2021年，公司经营活动现金净流入142.28亿元，同比增长15.61%。2021年，公司现金收入比同比下降1.43个百分点，收入实现质量良好。

从投资活动来看，2021年，公司投资活动现金流入同比增长133.02%，主要系处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额大幅增长所致，主要为工厂搬迁资产处置收到现金；投资活动现金流出同比下降21.62%。2021年，公司投资活动现金净流出23.07亿元。2021年，公司筹资活动前现金流量净额为119.22亿元。

从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动现金流入同比变化不大；筹资活动现金流出同比增长18.79%，主要系偿还债务支付现金增长所致。2021年，公司筹资活动现金净流出117.07亿

元，同比净流入转为净流出。

2022年1—3月，公司经营活动现金流入同比下降5.52%；经营活动现金流出同比下降1.49%；公司实现经营活动现金净流入同比下降24.00%；公司现金收入比为129.26%；公司投资活动现金净流出36.27亿元；公司实现筹资活动现金净流入51.13亿元。

6. 偿债指标

跟踪期内，公司存在一定短期债务压力，长期偿债能力指标较强，但考虑到公司未使用授信额度大、行业地位突出、经营规模较大等因素，公司整体偿债能力指标仍属极强。

表 14 公司偿债能力指标

项目	项目	2020年	2021年	2022年3月末
短期偿债能力	流动比率（%）	92.35	104.75	106.79
	速动比率（%）	85.85	94.11	96.95
	经营现金/流动负债（%）	10.87	11.95	3.48
	经营现金/短期债务（倍）	0.14	0.15	0.04
	现金类资产/短期债务（倍）	0.57	0.50	0.57

	EBITDA（亿元）	180.53	214.21	--
长期偿债能力	全部债务/EBITDA（倍）	7.22	5.65	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.09	0.12	--
	EBITDA/利息支出（倍）	2.93	3.27	--
	经营现金/利息（倍）	2.00	2.17	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，截至2021年末，公司流动比率与速动比率均有所提高。公司经营现金流动负债比率同比提高1.07个百分点。公司经营现金/短期债务同比变化不大。公司现金短期债务比有所下降。

从长期偿债能力指标看，2021年，公司EBITDA同比增长18.66%。2021年，公司EBITDA利息倍数有所提升；公司全部债务/EBITDA有所下降。

截至2022年3月末，公司对外担保合计331.16亿元，担保比率为37.27%，对外担保比例较高，主要为公司对金东香港担保，存在较高的或有负债风险。

表 15 截至2022年3月末公司对外担保情况

被担保方	担保金额（亿元）	担保结束日	担保种类	关联担保
金东贸易(香港)有限公司	216.06	2025/3/28	内保外贷担保	是
海南金海贸易(香港)有限公司	14.85	2023/1/6	内保外贷担保	是
广西钦州丰产林有限公司	0.30	2022/7/20	一般融资性担保	是
宁波亚洲绿色纸品有限公司	0.10	2023/12/31	一般融资性担保	是
江苏海力化工有限公司	8.88	2025/3/3	一般融资性担保	是
山东海江化工有限公司	7.77	2024/7/8	一般融资性担保	是
山东海力化工股份有限公司	15.04	2023/3/25	一般融资性担保	是
江苏海兴化工有限公司	5.94	2025/3/3	一般融资性担保	是
金隆浆纸业(江苏)有限公司	1.23	2024/6/23	一般融资性担保	否
海南领明国际贸易有限公司	5.00	2024/4/15	一般融资性担保	否
玛可木贸易(杭州)有限公司	4.40	2026/10/26	一般融资性担保	否
金纸源贸易(上海)有限公司	9.69	2022/12/21	一般融资性担保	否
宁波冠保仓储有限公司	13.79	2026/7/28	一般融资性担保	否
环新贸易(深圳)有限公司	0.61	2023/3/24	一般融资性担保	否
无锡思尔福贸易有限公司	1.76	2022/12/6	一般融资性担保	否
广西钦州保税港区鑫之杰贸易有限公司	2.38	2024/1/11	一般融资性担保	否
宁波华冠燃料有限公司	3.64	2024/12/22	一般融资性担保	否
海南仲盛国际贸易有限公司	0.86	2023/1/18	一般融资性担保	否
南京澎湃动力科技实业有限公司	0.44	2022/11/11	一般融资性担保	否
镇江天勤国际贸易有限公司	1.71	2023/11/6	一般融资性担保	否
镇江市汇源金属贸易有限公司	0.14	2022/10/26	一般融资性担保	否
镇江联泰国际贸易有限公司	1.51	2023/3/16	一般融资性担保	否
镇江众信国际贸易有限公司	0.59	2022/10/10	一般融资性担保	否
苏州皇益贸易有限公司	0.27	2022/8/30	一般融资性担保	否
沈阳冠宝贸易有限公司	1.15	2022/8/25	一般融资性担保	否
苏州冠宝贸易有限公司	3.00	2023/1/5	一般融资性担保	否
江苏泛华进出口有限公司	2.30	2022/7/19	一般融资性担保	否
苏州工业园区华宏科技有限公司	0.56	2023/3/31	一般融资性担保	否
青岛恒源嘉贸易有限公司	1.02	2022/12/9	一般融资性担保	否

宁波海利得进出口有限公司	2.57	2022/12/29	一般融资性担保	否
浙江省纺织品进出口集团有限公司	0.27	2022/3/8	一般融资性担保	否
广西钦港信贸易有限公司	0.84	2023/12/5	一般融资性担保	否
上海银瀚国际贸易有限公司	0.50	2023/3/9	一般融资性担保	否
联合利丰供应链股份有限公司	2.00	2022/12/1	一般融资性担保	否
合计	331.16	--	--	--

资料来源：公司提供

未决诉讼方面，截至2021年末，公司无重大未决诉讼。

截至2022年3月末，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992.36亿元，其中已使用额度合计466.60亿元，未使用额度为525.76亿元。

7. 公司本部（母公司）财务分析

公司本部资产规模大，以其他应收款、一年内到期的非流动资产和长期股权投资为主；负债以流动负债为主，债务负担较重；权益结构稳定性较强。公司本部收入规模很小，利润主要来自投资收益；经营活动现金流为净流出，投资活动现金流转为净流入，对外部筹资依赖较大。

截至2021年末，母公司资产总额1270.17亿元，较上年末增长3.69%。其中，流动资产702.22亿元(占比55.29%)，非流动资产567.95亿元(占比44.71%)。从构成看，流动资产主要由货币资金(占5.06%)、其他应收款(合计)(占64.17%)和一年内到期的非流动资产(占20.98%)构成。非流动资产主要由长期股权投资(占98.38%)构成。

截至2021年末，母公司负债总额748.70亿元，较上年末增长4.75%。其中，流动负债533.03亿元(占比71.19%)，非流动负债215.67亿元(占比28.81%)。从构成看，流动负债主要由应付票据(占14.75%)、其他应付款(合计)(占35.50%)、一年内到期的非流动负债(占37.48%)、其他流动负债(占8.62%)、其他流动负债(占8.62%)构成。非流动负债主要由长期借款(占62.96%)、长期应付款(合计)(占31.29%)构成。母公司2021年资产负债率为58.95%，较2020年提高0.60个百分点。截至2021年末，母公司全部债务437.45亿元。其中，短期债务占66.68%、长期债务占33.32%。截至2021年末，母公司全部债务

资本化比率45.62%。

截至2021年末，母公司所有者权益为521.47亿元，较上年末增长2.21%。在所有者权益中，实收资本为354.01亿元(占67.89%)、资本公积合计4.79亿元(占0.92%)、未分配利润合计144.17亿元(占27.65%)、盈余公积合计18.49亿元(占3.55%)。

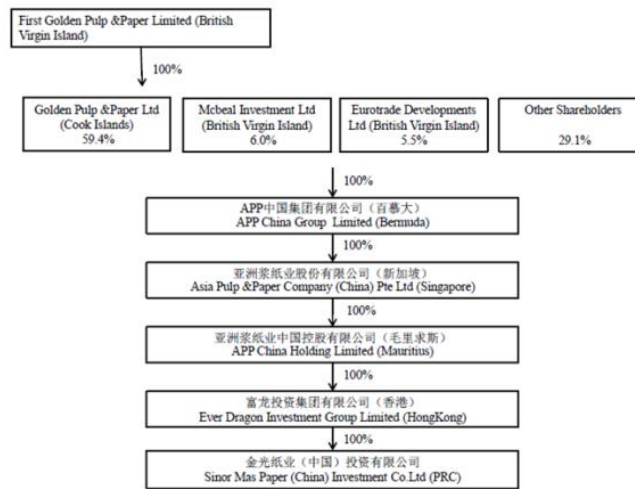
2021年，母公司营业总收入为30.46亿元，营业收入为30.46亿元，利润总额为11.75亿元。同期，母公司投资收益为30.80亿元。

现金流方面，2021年，公司母公司经营活动现金流净额为-20.69亿元，投资活动现金流净额49.81亿元，筹资活动现金流净额-29.78亿元。

十、结论

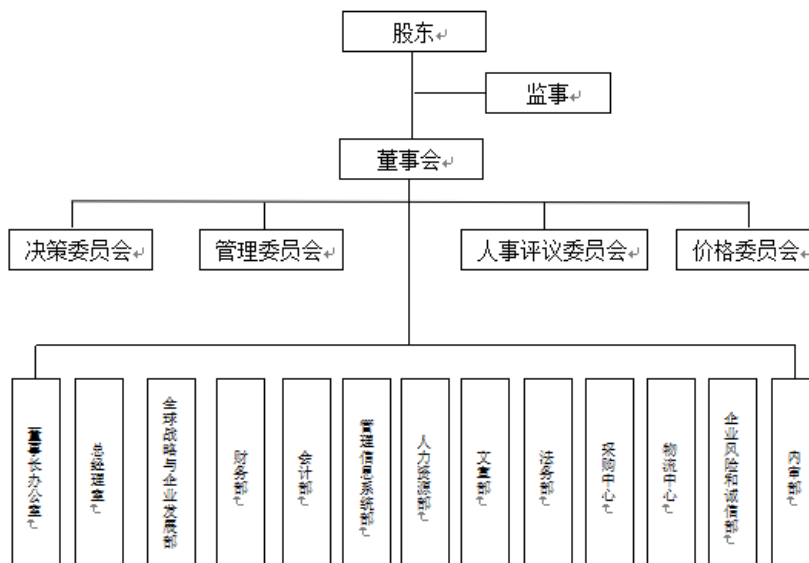
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“21金光01”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月末金光纸业（中国）投资有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月末金光纸业（中国）投资有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年末公司主要子公司情况

子公司名称	注册地	业务性质	注册资本 (亿元)	持股比例 (%)	
				直接	间接
金东纸业（江苏）股份有限公司	镇江	生产加工	159.23	97.42	--
广西金桂浆纸业有限公司	钦州	生产加工	135.24	97.47	--
宁波亚洲浆纸业有限公司	宁波	生产加工	6.99 亿美元	16.63	34.00
江苏博汇纸业有限公司	淄博	生产加工	17.20	--	49.68

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	411.13	500.01	462.97	544.60
资产总额 (亿元)	1913.78	2480.13	2465.46	2,522.48
所有者权益 (亿元)	683.81	812.52	871.85	888.62
短期债务 (亿元)	598.60	884.56	934.19	948.31
长期债务 (亿元)	354.59	418.32	276.12	295.41
全部债务 (亿元)	953.19	1302.89	1210.31	1,243.72
营业总收入 (亿元)	651.10	737.88	972.70	217.36
利润总额 (亿元)	47.87	73.06	84.32	19.10
EBITDA (亿元)	139.32	180.53	214.21	--
经营性净现金流 (亿元)	79.27	123.07	142.28	41.56
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	3.11	3.63	4.66	--
存货周转次数 (次)	8.24	9.05	7.71	--
总资产周转次数 (次)	0.36	0.34	0.39	--
现金收入比 (%)	117.46	103.19	101.76	129.26
营业利润率 (%)	21.27	24.32	20.02	15.94
总资本收益率 (%)	5.35	5.81	6.17	--
净资产收益率 (%)	5.73	7.60	7.30	--
长期债务资本化比率 (%)	34.15	33.99	24.05	24.95
全部债务资本化比率 (%)	58.23	61.59	58.13	58.33
资产负债率 (%)	64.27	67.24	64.64	64.77
流动比率 (%)	110.64	92.35	104.75	106.79
速动比率 (%)	104.57	85.85	94.11	96.95
经营现金流动负债比 (%)	9.91	10.87	11.95	--
现金短期债务比 (倍)	0.69	0.57	0.50	0.57
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.87	2.93	3.27	--
全部债务/EBITDA (倍)	6.84	7.22	5.65	--

注：2022 年一季度财务报表未经审计；本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	51.87	33.33	42.72
资产总额 (亿元)	1082.63	1224.93	1270.17
所有者权益 (亿元)	488.84	510.19	521.47
短期债务 (亿元)	133.01	167.76	291.69
长期债务 (亿元)	312.80	307.81	145.76
全部债务 (亿元)	445.81	475.57	437.45
营业总收入 (亿元)	11.25	17.81	30.46
利润总额 (亿元)	15.02	11.79	11.75
EBITDA (亿元)	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	-65.86	-34.64	-20.69
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	2.59	0.82	1.00
存货周转次数 (次)	/	/	/
总资产周转次数 (次)	0.01	0.02	0.02
现金收入比 (%)	97.68	44.86	71.62
营业利润率 (%)	40.62	29.77	21.66
总资本收益率 (%)	2.79	3.17	3.75
净资产收益率 (%)	3.07	2.31	2.25
长期债务资本化比率 (%)	39.02	37.63	21.85
全部债务资本化比率 (%)	47.70	48.24	45.62
资产负债率 (%)	54.85	58.35	58.95
流动比率 (%)	209.51	141.61	131.74
速动比率 (%)	209.51	141.61	131.48
经营现金流动负债比 (%)	-35.55	-9.11	-3.88
现金短期债务比 (倍)	0.39	0.20	0.15
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/

注：本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	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	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持