

金光纸业（中国）投资有限公司

2024 年跟踪评级报告

China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.
联合资信评估股份有限公司

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕3960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”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：

二〇二四年六月二十六日

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的信息，联合赤道环境评价股份有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此该公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信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。

四、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。

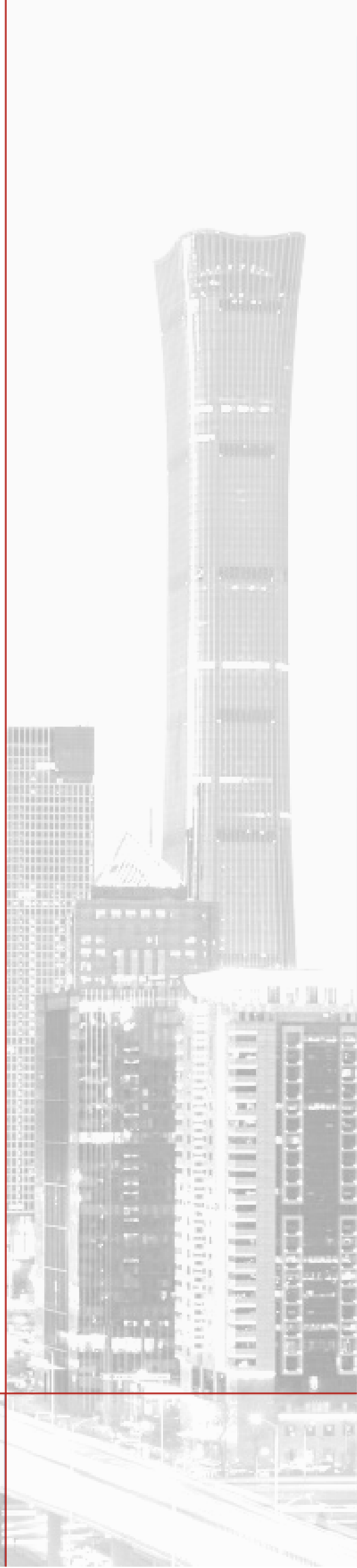
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、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。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、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。

九、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。



金光纸业（中国）投资有限公司

2024 年跟踪评级报告

项目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
金光纸业（中国）投资有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/26
21 金光 01	AAA/稳定	AAA/稳定	

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仍保持综合竞争优势；公司管理层稳定，管理制度连续；行业方面，纸浆价格波动较大，给企业生产带来较大挑战，且随着行业产能增加，白卡纸市场销售价格持续回落并保持低位运行；经营方面，公司主要产品产销率处于很高水平；财务方面，公司资产规模稳中略降，结构分布相对较为均衡，应收类款项占比较高且集中度较高，资产受限比例很高，债务以短期债务为主，债务负担较重，经营性业务利润为公司利润基础，非经常性损益对公司营业利润影响较大，经营活动现金流保持净流入状态；短期偿债能力指标表现偏弱，长期偿债能力指标较强，公司对关联方的关联交易、资金往来及对外担保规模较大，或有负债风险较高，未使用的授信额度大，间接融资渠道畅通。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，随着在建工程完工投产，产能逐步释放，公司生产规模将进一步扩大，产品品类进一步扩充，有利于进一步增强其综合实力。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：行业白卡纸产能供给超预期增长，公司盈利水平大幅恶化；关联方经营不善，公司对关联方的拆借及往来款项回收风险大幅增加；公司对外担保触发大规模代偿情形；短期债务规模扩大，出现流动性风险或发生债务逾期；公司核心管理人员或实际控制人变更导致业务或经营风险明显增加等情形。

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，白卡纸产品产能规模位居行业前列。
- **具备产业链优势。**公司具有“林浆纸”一体化的产业链优势，林地自营面积较大，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。**2023 年，公司主要纸产品产销率处于很高水平，经营活动净现金流持续保持净流入状态。

关注

- **行业企业成本控制压力增加且市场需求不及供给增速。**行业原材料价格波动较大，给行业企业生产成本控制带来挑战；近年来白卡纸行业产能供给持续落地，行业整体处于供过于求的状态，白卡纸市场销售价格持续回落并保持低位运行。
- **公司对关联方的关联交易、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。
- **公司资产受限程度很高，应收类款项或存在一定的减值与回收风险。**截至 2023 年底，公司资产受限比例很高；流动资产中应收类款项所占比例较高，对营运资金有一定占用，且应收账款、其他应收款集中度较高，存在一定的减值和回收风险。
- **债务负担较重，存在短期偿债压力。**公司债务规模较高，截至 2023 年底，公司全部债务规模 1275.52 亿元，全部债务资本化比率为 59.22%。截至 2023 年底，公司短期债务在全部债务中占比为 61.84%，全部债务中短期债务所占比例较高。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

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

本次评级打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	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	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构	2	
		偿债能力	2	
指示评级				aaa
个体调整因素：				--
个体信用等级				aaa
外部支持调整因素：				--
评级结果				AAA

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

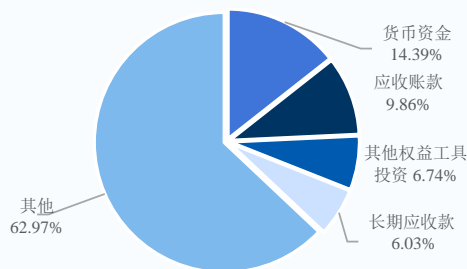
主要财务数据

合并口径		
项目	2022年	2023年
现金类资产（亿元）	430.13	415.45
资产总额（亿元）	2444.81	2427.47
所有者权益（亿元）	863.70	878.38
短期债务（亿元）	775.96	788.85
长期债务（亿元）	484.35	486.68
全部债务（亿元）	1260.31	1275.52
营业总收入（亿元）	943.32	925.91
利润总额（亿元）	81.06	49.62
EBITDA（亿元）	188.52	157.13
经营性净现金流（亿元）	68.73	118.07
营业利润率（%）	13.64	14.07
净资产收益率（%）	7.03	4.85
资产负债率（%）	64.67	63.81
全部债务资本化比率（%）	59.34	59.22
流动比率（%）	106.84	107.46
经营现金流动负债比（%）	6.57	11.51
现金短期债务比（倍）	0.55	0.53
EBITDA利息倍数（倍）	3.26	2.72
全部债务/EBITDA（倍）	6.69	8.12

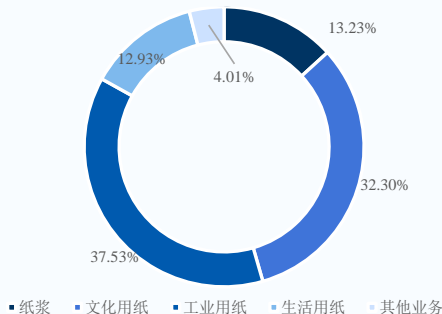
公司本部口径		
项目	2022年	2023年
资产总额（亿元）	1267.69	1209.35
所有者权益（亿元）	524.77	543.22
全部债务（亿元）	417.68	270.49
营业总收入（亿元）	73.33	56.66
利润总额（亿元）	3.80	19.18
资产负债率（%）	58.60	55.08
全部债务资本化比率（%）	44.32	33.24
流动比率（%）	138.72	101.69
经营现金流动负债比（%）	0.42	-5.95

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加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；2. 本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3. 合并报表中长期应付款的有息债务部分计入长期债务
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

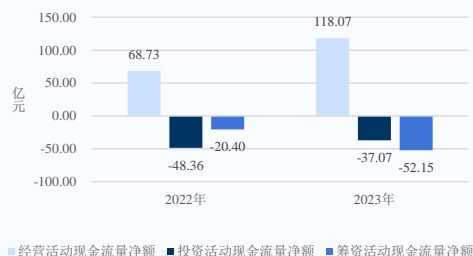
2023年底公司资产构成



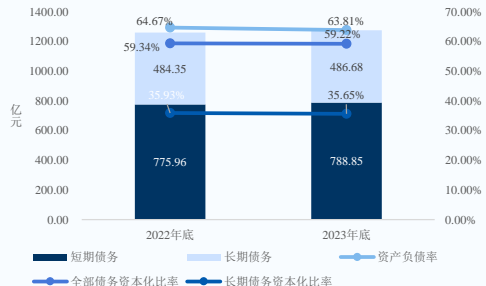
2023年公司收入构成



2022—2023年公司现金流情况



2022—2023年底公司债务情况



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	特殊条款
21 金光 01	10.00 亿元	10.00 亿元	2024/09/30	--

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
 资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 金光 01	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/08/01	孙长征 王阳	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
21 金光 01	AAA/稳定	AAA/稳定	2021/07/05	高佳悦 罗峤	一般工商企业信用评级方法 V3.0.201907 一般工商企业主体信用评级打分模型（打分表） V3.0.201907	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
 资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：王 阳 wangyang@lhratings.com

项目组成员：张 乾 zhangqian@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



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

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2023年底，公司注册资本为538000.00万美元，公司控股股东为富龙投资；黄志源先生为公司实际控制人。截至2023年底，公司控股股东所持公司股权未质押。

公司主营业务为林营制造、纸浆、纸及纸制品的生产加工及销售，按照联合资信行业分类标准划分为造纸行业（适用一般工商企业信用评级方法）。

截至2023年底，公司内设内部管理部、管理革新部、财务部和企业发展部等职能部门（详见附件1-2）；公司纳入合并范围内子公司84家。

截至2023年底，公司合并资产总额2427.47亿元，所有者权益878.38亿元（含少数股东权益131.20亿元）；2023年，公司实现营业总收入925.91亿元，利润总额49.62亿元。

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2024年3月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均按约定用途使用完毕，跟踪期内正常付息。

图表1·截至2024年3月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	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	2021/09/30	3年

资料来源：联合资信根据公开信息整理

四、宏观经济和政策环境分析

2024年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024年一季度，中国经济开局良好。一季度GDP同比增长5.3%，上年四季度同比增长5.2%，一季度GDP增速稳中有升；满足全年经济增长5%左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2024年一季度报）](#)》。

五、行业分析

1 行业概况

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。2023年，随着社会活动恢复，需求增加，造纸企业盈利能力同比有所提高，但近年来国内经济波动，叠加贸易战、废纸进口限制政策以及行业产能供给增加等因素影响，造纸行业盈利能力仍属较弱。

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”。

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。

2020年以来，在外部社会经济环境波动的背景下，尤其2022年国内经济下行压力加大和市场供求关系持续走弱，部分生产上和下游客户均无法正常复工复产，国内行业整体景气度较弱，2023年，随着社会活动恢复，需求增加，造纸企业盈利能力同比有所提高，但盈利能力仍属较弱。根据国家统计局数据，2023年，中国机制纸及纸板的产量达到14405.5万吨，同比增长6.6%，创历史新高，但规模以上造纸和纸制品企业实现营业收入13926.2亿元，同比下降2.4%；实现利润总额508.4亿元，同比增长4.4%，造纸行业产能持续增加，市场竞争加剧。

2 行业上下游

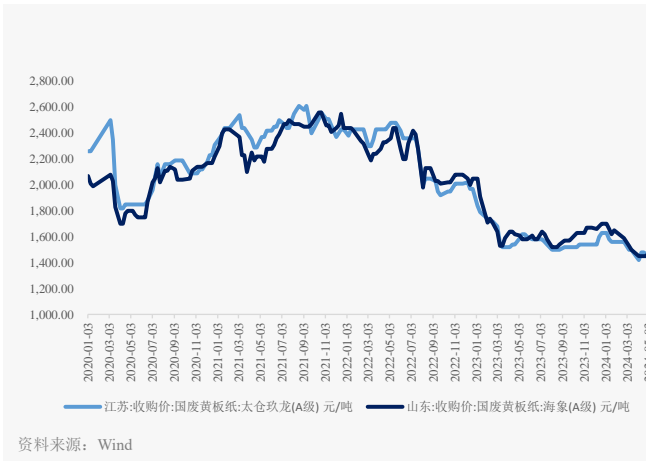
（1）原材料供应

我国木浆进口在总消耗量中占比较高，近年来，进口木浆价格波动较大，2023年下半年开始随着海外补库拉动需求，纸浆价格偏高运行，对造纸企业成本控制带来较大压力，林浆纸一体化企业具有一定的成本优势。

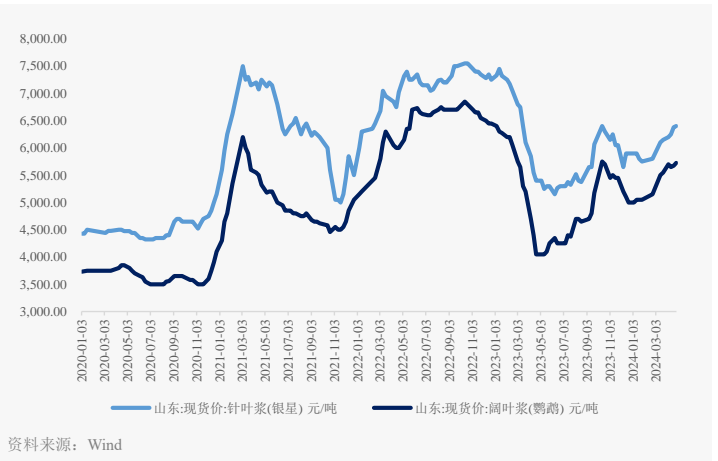
我国造纸工业纸浆主要包括木浆、废纸浆、非木浆三种，已逐步形成以木纤维、废纸为主、非木浆纤维为辅的造纸原料结构。木浆主要用来生产档次较高的白卡纸、办公文化用纸和生活用纸；废纸用来生产新闻纸和包装用纸；非木浆可以用来生产包装用纸和生活用纸，但总体占比较小。

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%。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，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。废纸原材料方面，2023年开始国内废纸价格整体处于低位运行态势；木浆原材料方面，2023年上半年，因下游需求走弱，纸浆价格大幅下降，2023年下半年开始，随着海外补库拉动需求，纸浆价格偏高运行。

图表 2 • 近年来国内废纸价格走势



图表 3 • 近年来木浆价格走势



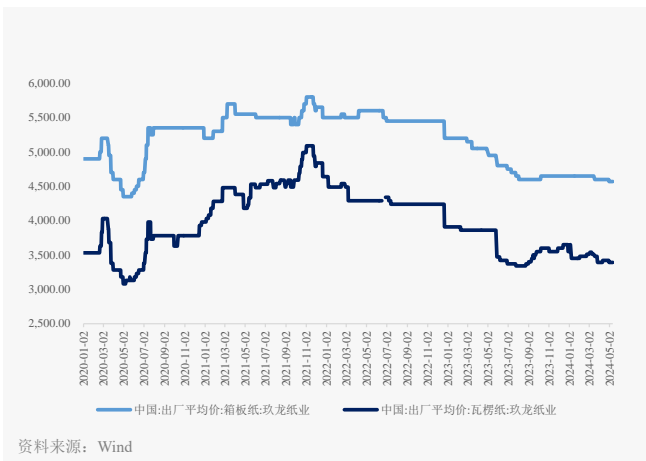
(2) 下游销售

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较为明显的波动趋势，受下游需求差异影响，各纸种的市场表现有所分化。

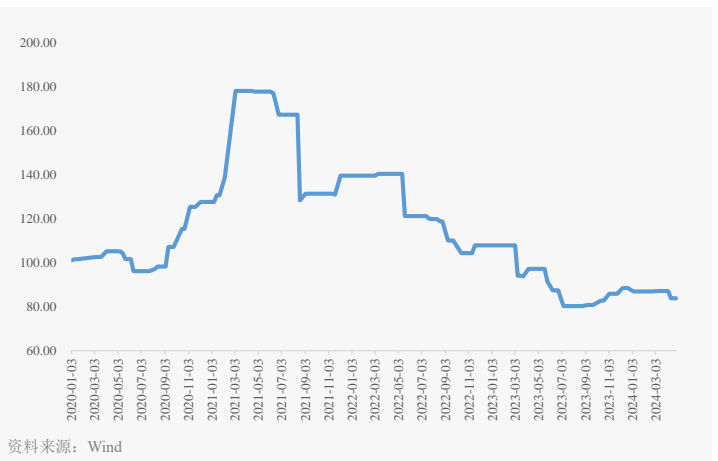
造纸产品按产品用途，主要分为文化用纸、包装用纸、生活用纸以及特种纸四类。文化用纸指用于资讯传递、文化传承为目的的一类纸的统称，故与印刷业有密切关系，常见的文化用纸如铜版纸、新闻用纸、双胶纸等。包装用纸指用于包装目的的一类纸的统称，具体包括白板纸、白卡纸、瓦楞原纸等。生活用纸指为照顾个人居家、外出等所使用的各类卫生擦拭用纸，包括卫生纸、抽取式卫生纸、纸巾、湿巾、厨房纸等。特种纸主要是指具有特殊用途的、附加值较高且产量比较小的纸张。

纸品销售价格方面，自 2023 年初，受国内经济下行压力加大和市场消费需求减弱影响，包装用纸价格呈持续回落态势，2023 年下半年开始价格企稳；白卡纸由于行业大型企业产能逐步投产，销售价格出现明显回落，也于 2023 年下半年保持低位运行状态。

图表 4 • 近年来包装用纸价格情况（单位：元/吨）



图表 5 • 白卡纸价格指数



3 行业政策

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，包括加大废纸进口限制力度等以重点推进污染防治和废纸回收利用，目前国内主要造纸企业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；同时，部分纸品的零关税政策或在一定程度上提高东南亚低价再生箱板瓦楞的进口量。

从行业政策来看，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》等。

同时，造纸企业发展也受到原材料及下游销售方面政策的影响。具体来看，原材料方面，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

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，国内主要造纸企业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的风险。

进口关税政策方面，2022 年 12 月 29 日，国务院关税税则委员会办公室调整我国部分商品进出口关税，2023 年 1 月 1 日起降低部分木材与林浆纸产品的关税政策正式施行。除牛皮箱板纸、新闻纸之外，新的关税政策将绝大部分成品纸的进口关税从旧版的最惠国税率 5%~6% 下降至零，林浆纸产业链上的主要产品——木片、针叶浆和成品纸制品基本上实现了全部进口零关税。目前与中国有直接林浆纸进出口往来的国家基本都在中国最惠国名单中，享受最惠国关税待遇。考虑到纸品国内外价差及东南亚产销结构，关税政策或在一定程度上提高中国对东南亚低价纸制品的进口量。

4 行业竞争

受废纸进口限制政策等多种因素影响，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，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。

从行业竞争来看，近年来，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和行业优胜劣汰洗牌的进程。包装纸方面，对比发达国家，国内包装纸行业集中度仍然偏低，2023 年国内箱板纸 CR4（行业最大 4 家企业市场占有率）约为 50%，美国箱板纸 CR4 常年稳定在 70% 以上。瓦楞纸方面，根据卓创资讯数据，2023 年，国内瓦楞纸 CR4 为 20.87%，美国为 40% 左右。造纸龙头企业扩张和行业集中度仍有很大的提升空间。另外，国内包装纸市场整体产能过剩，落后产能的淘汰速度也在加快。2023 年，国内箱板瓦楞纸新增产能合计 322 万吨，2024 年预计新增产能 90 万吨。白卡纸方面，以金光纸业（包括山东博汇纸业股份有限公司）、山东晨鸣纸业集团股份有限公司（以下简称“晨鸣纸业”）、山东太阳纸业股份有限公司产能为主。2023 年，白卡纸行业新增产能约为 230 万吨，主要为亚太森博（广东）纸业有限公司、联盛纸业（龙海）有限公司和仙鹤股份有限公司¹ 投产；2024 年预计投放产能 420 万吨，白卡纸行业整体供过于求。

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，根据国内造纸行业生产、造纸行业原材料供应等因素分析，未来具有原料供给及产业链优势的大型纸企将具备较强的竞争优势。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

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；跟踪期内，股权结构无重大变化；过往债务履约情况良好。

跟踪期内，截至 2023 年底，公司注册资本为 538000.00 万美元，公司控股股东为富龙投资；黄志源先生为公司实际控制人。截至 2023 年底，公司控股股东所持公司股权未质押。

企业规模和竞争力方面，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及无碳复写纸生产企业，宁波亚洲浆纸业有限公司是中国大型的工业用纸企业，金红叶纸业（南通）有限公司（以下简称“南通金红叶”）是大型生活用纸企业，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。截至 2023 年底，公司拥有纸浆产能 515 万吨、各类纸产品产能 1470 万吨。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、市场影响力和议价能力等诸多方面。行业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。

¹ 上述企业包含其关联方。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：91310000710920434A），截至2024年4月29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笔关注类短期借款，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；公司在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统上均无重大不利记录。

（二）管理水平

跟踪期内，公司管理层稳定，主要管理制度未发生重大变化，管理运作正常。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2023年，随着白卡纸下游需求及市场价格步入下行区间，公司营业总收入有所下降，但文化用纸的需求释放带动公司毛利率企稳。

跟踪期内，公司仍主要从事林业营造、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。2023年，公司营业总收入和利润总额均有所下降，其中利润总额同比下降38.79%至49.62亿元。

2023年，随着教辅教材及党政类用纸需求释放，下游印刷企业补库需求增加，文化用纸销售收入增长；生活用纸销售收入略有增长但变化不大。2023年，白卡纸市场整体产能增加，供给宽松，以及受到下游需求不振、出口市场受阻的影响，工业用纸和纸浆收入和毛利率同比下降，并带动公司营业总收入下降。毛利率方面，2023年，文化用纸因产品结构变化而毛利率同比大幅上升，同期，公司综合毛利率保持相对稳定。

图表6·2022—2023年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022年			2023年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
纸浆	145.64	15.44%	13.65%	122.52	13.23%	8.37%
文化用纸	247.62	26.24%	12.49%	299.07	32.30%	18.05%
工业用纸	371.36	39.37%	16.50%	347.52	37.53%	14.03%
生活用纸	115.32	12.22%	16.57%	119.68	12.93%	16.57%
其他	63.58	6.73%	4.71%	37.11	4.01%	6.57%
合计	943.32	100.00%	14.22%	925.91	100.00%	14.61%

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

跟踪期内，公司对外采购原材料仍主要为木浆、废纸、原木片和煤炭等。公司主要根据国际市场浆价决定纸浆自用或是外销，大致分布为80%自用，20%销售给其他造纸企业，并根据国际和国内市场行情对主要原材料进行动态采购。2023年，公司纸浆采购量同比增长，原木及木片采购量同比有所下降，煤炭采购量有所增加，其中国外采购比例增大，并超过国内；公司木浆自给率约为64%。公司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，结算货币为美元和人民币。

图表7·公司原材料采购情况

原材料	项目	2022年	2023年
纸浆	国内（万吨）	345.13	374.98
	国外（万吨）	395.56	446.72
	合计（万吨）	740.69	821.70
原木及木片	国内（万吨）	265.71	286.45
	国外（万吨）	456.17	391.32
	合计（万吨）	721.88	677.77

煤炭	国内（万吨）	494.27	417.72
	国外（万吨）	351.67	435.24
	合计（万吨）	845.94	852.96

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

截至 2023 年底，公司拥有纸浆产能 515 万吨、各类纸产品产能 1470 万吨。²公司生活用纸因南通生产基地 2022 年建成投产，公司生活用纸部分产能无法生产使用，当年产能处于逐步释放中，2023 年，产能利用率逐步有所回升；公司其他纸制品基本处于满产满销状态。公司纸浆产能优先用于满足自身成品纸生产需要，多余部分用于对外销售（自产短纤浆），因而产量与销量数据之间存在较大的差额。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。

从各类产品销售细分来看，公司主要造纸产品业务均为销售商品业务；纸浆、工业用纸存在部分来料加工业务和进料加工业务，生活用纸存在少量来料加工业务；转口贸易和提供劳务形成收入很低。销售区域方面，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，2023 年，公司前五名客户销售金额占当年销售总额比例为 13.77%，其中第一大客户为关联方，客户集中度较低，但对单一客户存在一定依赖。

图表 8 • 公司主要产品产销情况

产品	项目	2022 年	2023 年
纸浆	产能（万吨）	390	435
	产量（万吨）	478	528
	产能利用率（%）	122.56	121.38
	销量（万吨）	175	192
	产销率（%）	36.61	36.36
文化用纸	产能（万吨）	395	415
	产量（万吨）	381	417
	产能利用率（%）	96.46	100.48
	销量（万吨）	383	421
	产销率（%）	100.52	100.96
工业用纸	产能（万吨）	610	660
	产量（万吨）	789	805
	产能利用率（%）	129.34	121.97
	销量（万吨）	760	830
	产销率（%）	96.32	103.11
生活用纸	产能（万吨）	193	193
	产量（万吨）	123	138
	产能利用率（%）	63.73	71.50
	销量（万吨）	121	136
	产销率（%）	98.37	98.55
其他纸制品	产能（万吨）	57	52
	产量（万吨）	42	38
	产能利用率（%）	73.68	73.08
	销量（万吨）	44	38
	产销率（%）	104.76	100.00

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

² 此处为实际产能，表 8 为设计产能，数据差异系统计口径差异所致。

图表 9 • 2023 年公司主要造纸产品细分销售方式和销售区域占收入比例情况

产品细分销售方式/ 销售领域	纸浆及文化用纸 (%)	生活用纸 (%)	工业用纸 (%)	其他 (%)	合计 (%)
销售商品	87.44	97.53	85.54	98.66	88.41
来料加工	11.21	2.27	13.69	--	10.61
进料加工	0.56	--	0.75	--	0.54
提供劳务	0.76	0.04	0.01	--	0.36
其他	0.03	0.17	0.02	1.34	0.09
合计	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
中国大陆	88.34	96.53	80.62	98.39	86.82
中国香港、澳门	11.10	3.47	14.03	--	10.85
境外	0.56	--	5.35	1.61	2.33

注：尾差系四舍五入所致
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

关联交易方面，公司与关联公司金东贸易（香港）有限公司（以下简称“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，2023 年，公司来料加工业务收入为 97.37 亿元，较上年增长了 20.31 亿元。金东香港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 2023 年底，公司对金东香港的担保为 230.94 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。

图表 10 • 公司主要关联交易情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年
销售商品及提供劳务	107.54	133.29
购买商品及接受劳务	143.94	145.81
应收账款	121.67	159.05
其他应收款	72.29	142.12
预付款项	45.22	54.42
其他流动资产	39.86	40.24
应付票据	21.51	34.07
应付账款	18.90	11.68
其他应付款	14.95	16.15

资料来源：联合资信根据公司年报整理

2 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。公司主要在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。

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。

截至 2023 年底，公司重要在建项目总投资规划金额 115.92 亿元，其中已完成投资 13.29 亿元，2024 年和 2025 年各需投资 22.72 亿元和 25.25 亿元。在建项目主要围绕特种纸产能建设，兼有配套特种纸所需的纤维复合材料产能。项目建成后，公司特种纸相关产能将在一定程度增加，在公司现有纸种品类基础上有所补充。考虑到行业内特种纸产能供给近年来有所增加，联合资信将对未来在建项目建成后的产能释放、产品消纳及盈利情况保持关注。

图表 11 • 截至 2023 年底公司重要在建工程情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	项目进展安排	累计完成投资	2024 年投资计划	2025 年投资计划
海南年产 12 万吨特种纸项目	8.72	2024-2025	--	4.30	3.54
盐城纤维素项目	69.06	2023-2026	5.58	9.22	9.16
金东 6 万吨热敏原纸（PM6 单光纸项目）	6.80	2024-2026.1	--	1.45	3.81
江苏博汇建设碱回收、清水处理项目	9.02	2021-2024	4.20	2.19	1.25
江苏博汇年产 80 万吨高档特种纸项目	22.32	2022-2025	3.52	5.56	7.50
合计	115.92	--	13.29	22.72	25.25

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

（四）财务方面

公司提供了 2023 年财务报告，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。合并范围方面，截至 2023 年底，公司纳入合并范围内子公司 84 家，较上年底净减少 14 家，新增及减少的子公司业务规模均较小，合并范围变化对公司财务数据的可比性影响小。

1 主要财务数据变化

截至 2023 年底，公司资产规模稳中略降，应收类款项占比较高且集中度较高，对营运资金存在一定占用，关联方往来占款规模大且持续增长，或有一定的减值和回收风险；公司资产受限比例很高，影响资产流动性；负债总额和债务规模变化不大，仍以短期债务为主，债务负担较重。2023 年，公司非经常性损益对公司营业利润影响较大，对营业利润形成一定补充；经营活动现金净流入量有所增加，可以满足长期资产建设支出需求，筹资活动现金仍为净流出；公司对外担保规模较大，或有负债风险较高。

截至 2023 年底，公司资产规模稳中略降，资产结构相对均衡；公司流动资产中，货币资金和应收类款项占比较高。公司货币资金规模大，但受限比例高，截至 2023 年底，公司受限的货币资金规模为 216.72 亿元，受限比例为 62.04%。应收账款方面，公司应收账款信用期通常为 1 至 3 个月，截至 2023 年底，随着关联方无固定信用期的应收账款增加，公司整体应收账款规模随之增加；同期末，公司应收账款账龄中一年以内的占 97.60%，公司应收账款的 63.51%来源于前五大客户，集中度较高；公司其他应收款主要构成为对关联方的其他应收款，随着海外采购来料加工业务规模的增加，以及金东香港拓展海外市场团队及海外仓储的资金需求增加，截至 2023 年底，公司其他应收款规模较上年底大幅增加，公司其他应收款欠款方含金东香港（53.34 亿元）、山东海力化工股份有限公司（15.81 亿元）、江苏丰源热电有限公司（9.78 亿元）、宁波冠保码头有限公司（6.45 亿元）和广西国发林业造纸有限责任公司（6.20 亿元）等，前五名其他应收款按应收款方欠款合计 91.59 亿元，占公司其他应收款的 49.43%，集中度较高，账龄以 1 年以内（占 91.07%）为主。截至 2023 年底，公司其他流动资产 49.89 亿元，其中关联方资金往来为 40.24 亿元，系公司对关联公司金东贸易（香港）有限公司以及 APP China Holding Limited 的债权。

截至 2023 年底，公司非流动资产以固定资产为主。截至 2023 年底，公司其他权益工具投资主要由金东香港、CSI P&P Industries Ltd.、County Max Properties Limited 和宁波通商银行股份有限公司股权构成，其变动主要受所持股权的公允价值变动的影响；长期应收款规模较上年底变化不大，主要由“海通华泰-金光上海白玉兰广场资产支持专项计划”³（以下简称“白玉兰资产支持专项计划”）（138.00 亿元）和融资租赁保证金（10.73 亿元）组成⁴。

图表 12 • 公司主要资产情况

项目	2022 年底		2023 年底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	1118.29	45.74	1102.33	45.41
货币资金	367.22	15.02	349.33	14.39
应收账款	224.20	9.17	239.46	9.86
其他应收款	129.14	5.28	185.30	7.63

³ 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（以下简称“金港北外滩置业”）的人民币 138.00 亿元的长期应收款作为基础资产，并以上海金港北外滩置业有限公司所持有的上海白玉兰广场房屋所有权及建设用地使用权作为担保，以其物业收入为质押物。

⁴ 包含一年内到期的长期应收款。

非流动资产	1326.52	54.26	1325.14	54.59
其他权益工具投资	189.12	7.74	163.72	6.74
长期应收款	145.93	5.97	146.40	6.03
固定资产	563.85	23.06	628.91	25.91
资产总额	2444.81	100.00	2427.47	100.00

注：表中占比为相关科目占资产总额的比例
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2023 年底，公司资产受限比例很高。

图表 13 • 截至 2023 年底公司资产受限情况

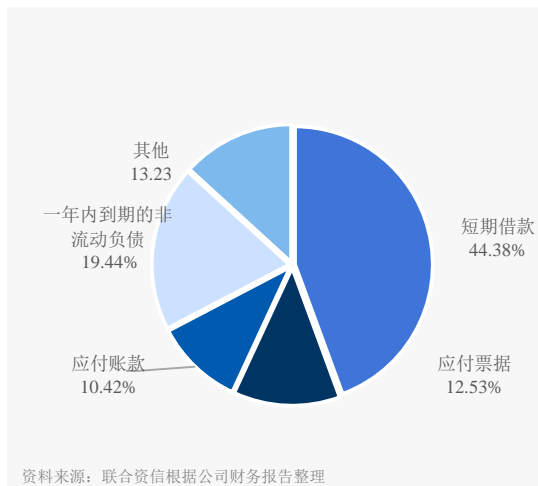
受限资产名称	账面价值（亿元）	占资产总额比例（%）	受限原因
货币资金	216.72	8.93	各类保证金、银行承兑汇票担保等
交易性金融资产	0.37	0.02	长期借款担保
应收账款	65.56	2.70	短期借款担保
应收票据	2.16	0.09	短期借款和银行承兑汇票担保
应收款项融资	2.45	0.10	开立银行承兑汇票
一年内到期的非流动资产	17.20	0.71	关联方担保及融资租赁保证金
长期应收款	146.40	6.03	白玉兰广场资产支持专项计划、融资租赁保证金
存货	1.45	0.06	短期借款质押
固定资产	275.04	11.33	长短期借款及售后回租抵押物等
在建工程	0.22	0.01	长期借款抵押
使用权资产	7.04	0.29	售后回租抵押物
无形资产	10.57	0.44	长短期借款抵押物等
投资性房地产	56.06	2.31	长期借款质押
其他非流动资产	99.70	4.11	关联方担保
合计	900.95	37.11	--

注：尾差系四舍五入所致
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

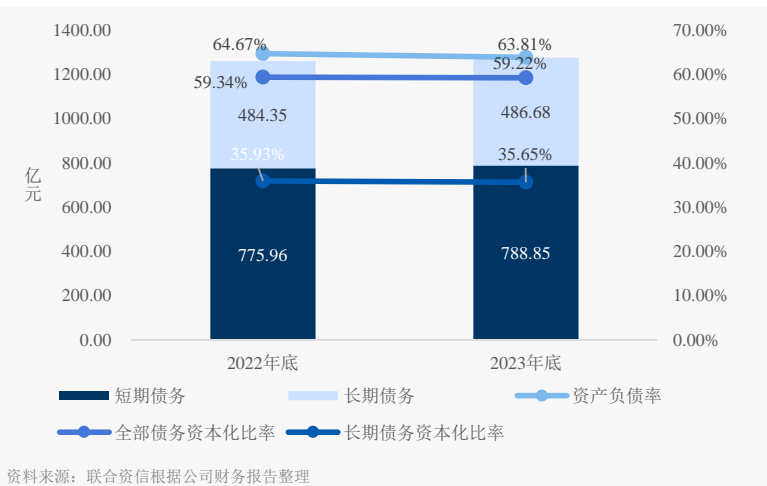
截至 2023 年底，公司其他综合收益为-52.67 亿元，较上年底大幅减少，主要系人民币对美元汇率变化对公司的权益类投资的公允价值影响所致；公司未分配利润较上年底增长 8.97%至 414.21 亿元，利润的积累在一定程度上补充其他综合收益变动给权益规模带来的影响；综上，公司所有者权益规模小幅增长。截至 2023 年底，公司归属母公司所有者权益中，未分配利润占 55.44%，实收资本占 47.38%，公司未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

截至 2023 年底，公司负债总额有所下降，但降幅不大；公司负债中，以短期借款和一年内到期的非流动负债为主的流动负债占比较高，非流动负债以长期借款为主。公司经营负债主要为应付账款，截至 2023 年底，公司前五名应付账款方合计金额为 18.55 亿元，占应付账款账面价值的 17.36%，集中度较低。公司负债以有息债务为主，截至 2023 年底，公司长期借款中，1~5 年的为 324.36 亿元，5 年以上的为 157.12 亿元；公司受限货币资金中，98.69 亿元系为关联方担保受限，因而公司在保有较大规模的货币资金的同时，维持较大规模的债务；公司债务结构仍以短期债务为主，债务负担较重。

图表 14 • 2023 年底公司流动负债构成



图表 15 • 2022—2023 年底公司有息债务情况（单位：亿元）



公司营业总收入和毛利率变化见经营分析部分。从期间费用看，2023 年，公司期间费用规模有所增长；从构成看，公司销售费用占 17.11%，管理费用占 24.24%，研发费用占 28.09%，财务费用占 30.56%；汇兑损失规模增加导致公司财务费用大幅增长，因而带动公司期间费用总额增长；与公司营业利润率相比，期间费用率呈现一定的刚性，期间费用仍对利润有所侵蚀。

2023 年，公司营业利润受非经常性损益影响较大，非经常性损益具有较大的波动性，可持续性弱，公司经营性业务利润相对稳定，系公司利润的基础。2023 年，公司投资收益中，金东香港分红的股利收入为 16.80 亿元，较上年增加 16.14 亿元，联营企业投资损失 8.46 亿元，较上年 0.93 亿元的损失规模有所扩大，整体看，投资收益对营业利润仍形成一定补充。

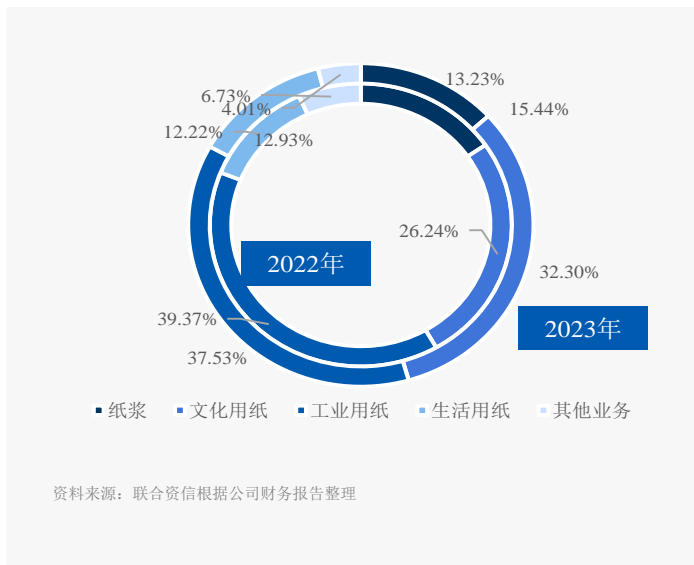
图表 16 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年
营业总收入	943.32	925.91
营业成本	809.16	790.63
资产处置收益	62.28	4.16
其他收益	2.05	6.23
投资收益	-0.47	12.73
利润总额	81.06	49.62
期间费用率	9.57	11.57
营业利润率 (%)	13.64	14.07
总资本收益率 (%)	5.46	4.56
净资产收益率 (%)	7.03	4.85

注：期间费用率=期间费用/营业总收入*100

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 17 • 2022—2023 年公司营业总收入构成



2023 年，公司经营获现能力较好；投资活动方面，随着公司固定资产投建规模减少，2023 年投资活动现金净流出量有所下降。筹资活动方面，2023 年，公司筹资活动现金净流出量大幅增加，主要系公司对联营企业的借款增加所致。

图表 18 • 公司现金流情况（单位：亿元）

指标	2022 年	2023 年
经营活动现金流入小计	877.51	1078.48
经营活动现金流出小计	808.78	960.41
经营活动现金流量净额	68.73	118.07
投资活动现金流入小计	66.94	47.41
投资活动现金流出小计	115.30	84.47
投资活动现金流量净额	-48.36	-37.07

筹资活动前现金流量净额	20.38	81.01
筹资活动现金流入小计	731.14	898.55
筹资活动现金流出小计	751.53	950.71
筹资活动现金流量净额	-20.40	-52.15
现金收入比 (%)	87.97	109.25

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2 偿债指标变化

公司短期偿债能力指标表现偏弱，存在一定的短期偿债压力，长期偿债能力指标较强，或有负债风险较高，未使用授信额度大。

由于 2022 年公司经营活动现金净流入量减少，公司当年经营现金/流动负债、经营现金/短期债务相关短期偿债指标有所下降，2023 年经营现金回流情况转好，经营现金净流量对流动负债和短期债务的覆盖水平回升至 2021 年水平，但短期偿债指标表现仍属偏弱。2021—2023 年底，公司现金类资产规模相对稳定，现金类资产对公司短期债务的覆盖程度稳定，但考虑到公司现金类资产受限规模较大，非受限现金类资产对短期债务覆盖仍有一定压力。2023 年，公司 EBITDA 主要由折旧（占 28.90%）、计入财务费用的利息支出（占 35.39%）和利润总额（占 31.58%）构成；2021—2023 年，随着盈利水平下降，公司长期偿债指标有所弱化但仍属较强。

图表 19 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年
短期偿债指标	流动比率 (%)	106.84	107.46
	速动比率 (%)	93.38	98.95
	经营现金/流动负债 (%)	6.57	11.51
	经营现金/短期债务 (倍)	0.09	0.15
	现金类资产/短期债务 (倍)	0.55	0.53
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	188.52	157.13
	全部债务/EBITDA (倍)	6.69	8.12
	经营现金/全部债务 (倍)	0.05	0.09
	EBITDA/利息支出 (倍)	3.26	2.72
	经营现金/利息支出 (倍)	1.19	2.05

注：经营现金指经营活动现金流量净额

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

对外担保方面，截至 2023 年底，公司对外担保 370.49 亿元，占当年净资产的比重为 42.18%，对外担保比例较高，主要为公司对关联公司金东香港担保，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。

图表 20 • 截至 2023 年底公司担保情况

被担保方	担保金额 (万元)	担保起始日	担保结束日	担保种类	关联担保
金东贸易 (香港) 有限公司	2309423	2021/12/15	2026/11/13	内保外贷担保	是
海南金海贸易 (香港) 有限公司	327566	2022/06/22	2025/11/16	内保外贷担保	是
广西金钦州丰产林有限公司	8000	2023/03/29	2024/09/17	一般融资性担保	是
广西金桂林业有限公司	11200	2022/05/13	2025/02/23	一般融资性担保	是
鑫玖林业有限公司	21000	2023/03/29	2030/06/05	一般融资性担保	是
鑫玖林业 (广东) 有限公司	4800	2023/04/04	2026/03/29	一般融资性担保	是
金清远丰产林 (纸材) 基地有限公司	3000	2023/11/30	2026/11/23	一般融资性担保	是
山东海力化工股份有限公司	134041	2022/11/04	2026/12/04	一般融资性担保	是
山东海江化工有限公司	91334	2021/06/23	2026/11/10	一般融资性担保	是
江苏海力化工有限公司	71610	2022/03/03	2026/09/15	一般融资性担保	是

江苏海兴化工有限公司	53596	2022/03/03	2025/07/08	一般融资性担保	是
宁波亚洲绿色纸品有限公司	9603	2022/10/10	2028/02/03	一般融资性担保	是
山东天源热电有限公司	117003	2021/04/09	2026/10/30	一般融资性担保	是
青岛广联六合国际贸易有限公司	50913	2023/03/14	2024/12/29	一般融资性担保	是
海南领明国际贸易有限公司	32462	2022/09/07	2026/08/30	一般融资性担保	否
玛可木贸易（杭州）有限公司	29901	2021/10/27	2026/10/26	一般融资性担保	否
金纸源贸易（上海）有限公司	99278	2023/02/14	2025/02/13	一般融资性担保	否
宁波冠保仓储有限公司	105288	2020/12/31	2028/03/30	一般融资性担保	否
环新贸易（深圳）有限公司	23877	2022/08/30	2024/08/25	一般融资性担保	否
无锡思尔福贸易有限公司	19639	2022/08/25	2024/09/10	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	9795	2021/01/11	2026/06/30	一般融资性担保	否
宁波华冠燃料有限公司	23730	2021/07/21	2028/07/27	一般融资性担保	否
海南仲盛国际贸易有限公司	2445	2023/08/24	2024/12/31	一般融资性担保	否
镇江天勤国际贸易有限公司	8954	2023/07/31	2025/07/31	一般融资性担保	否
镇江市汇源金属贸易有限公司	5016	2022/08/08	2025/12/12	一般融资性担保	否
镇江联泰国际贸易有限公司	10431	2023/01/29	2025/01/29	一般融资性担保	否
苏州冠宝贸易有限公司	37814	2021/08/23	2024/12/05	一般融资性担保	否
青岛恒源嘉贸易有限公司	14483	2022/12/19	2024/08/21	一般融资性担保	否
宁波海利得进出口有限公司	28843	2022/07/27	2024/07/27	一般融资性担保	否
浙江省纺织品进出口集团有限公司	4400	2023/07/17	2024/07/17	一般融资性担保	否
广西钦港信贸易有限公司	14570	2020/12/16	2025/04/27	一般融资性担保	否
江苏泛华进出口有限公司	16870	2023/01/29	2026/01/28	一般融资性担保	否
南京澎湃动力科技实业有限公司	4038	2023/07/28	2024/04/16	一般融资性担保	否
合计	3704924	--	--	--	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

未决诉讼方面，截至 2023 年底，公司无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至 2024 年 3 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合计 1338.77 亿元，其中未使用额度为 666.04 亿元，间接融资渠道畅通。

3 公司本部主要变化情况

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；负债以流动负债为主，债务负担较重。公司本部收入规模很小，利润主要来自投资收益；筹资前现金呈净流入状态，仍具有一定的对外筹资需求。

公司本部主要承担管理和融资职能，仅通过部分销售业务获得收入，利润主要来自子公司及联营企业分红等投资收益。2023 年，公司利润总额为 19.18 亿元，筹资前现金流量净额为 6.44 亿元，筹资活动现金净流入 9.36 亿元。

截至 2023 年底，公司本部资产主要由其他应收款（占资产总额的 34.40%）、长期应收款（占 11.41%）和长期股权投资（占 45.78%），本部货币资金 30.03 亿元，保有量较小。公司本部 2023 年底其他应收款主要为对 Moral Finance Limited、山东博汇集团有限公司、金东香港等子公司及其他关联方的往来款项；公司本部对金港北外滩置业的长期应收款规模为 138.00 亿元，即前述合并范围的“海通华泰-金光上海白玉兰广场资产支持专项计划”；公司长期股权投资主要为对控股子公司的投资，2023 年，公司长期股权投资股利收入为 33.55 亿元，较上年增长 84.03%。截至 2023 年底，公司本部负债主要由其他应付款（占负债总额的 39.07%）、其他流动负债（占 17.56%）和长期借款（占 27.75%）构成，流动负债占比较高，债务以长期借款为主，相对于本部的货币资金保有量、利润总额及筹资前现金流量净额情况，本部债务负担较重；公司本部对子公司合计提供担保 832.94 亿元，对其他关联方提供的担保规模为 90.25 亿元。

（五）ESG 方面

公司注重安全生产与环保投入，履行作为行业头部企业的社会责任，治理结构和内控制度较为完善。整体来看，目前公司 ESG 表现较好。

环境方面，公司及子公司现有项目各项污染治理设施均保持正常运行并达标排放。制度及流程方面，公司及各生产基地设立了 EHS 部门，编制环境管理手册，明确各部门的职责与权限，并在各生产基地常态化组织环保法规相关培训和环境保护教育活动，加强员工对环境体系、环保相关标准的理解。公司及各工厂编制突发环境事件应急预案明确突发环境事件的预防、预警、应急处置程序及应对措施，为有效保障环境安全提供科学的应急机制。各工厂定期开展环境应急演练，并将应急演练开展情况纳入公司安卫环（安全、卫生、环境）月度考核。海南金海浆纸和广西金桂浆纸建立了环境风险预警系统，当排放指标达到设置的限值（低于国家排放标准）时，将通过手机及时通知相关人员，提前预判环保异常，降低环保事故发生的可能性。环保处理与排放技术方面，公司针对生产废水、生产废气、生产废弃物、生产噪音的排放，各工厂制定相关的控制程序，并定期开展工厂环境监测，确保达标排放。公司子公司海南金海浆从硬件与软件两个方面对污染源监测系统升级改造，采购污染源在线系统新设备，并将 2G 移动卡更换为 4G 物联网卡的同时，使用最新的污染源在线监测系统，并对相关负责人开展培训，确保新监测系统的顺畅使用。2023 年，公司未因环境问题受到重大行政处罚。

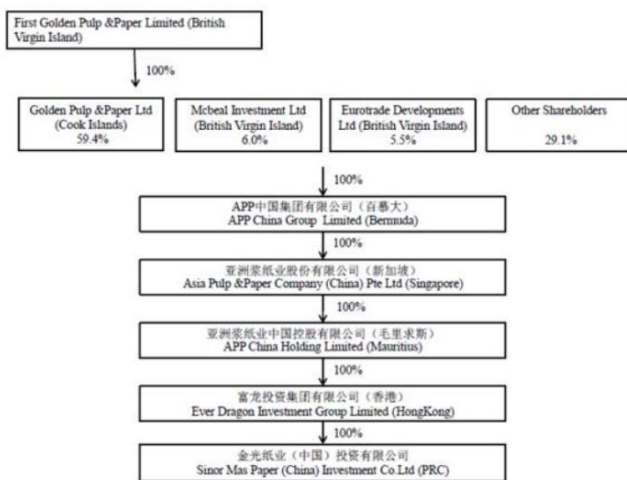
社会责任方面，公司员工激励机制、培养体系健全，人员稳定性高。员工晋升与培养方面，公司设立了人员晋升专业技术等级评定发展通道，与管理发展通道共同形成“双通道”的职业发展；公司整合内外部培训资源，发挥内部榜样、管理者引领作用的同时，加强与外部专业机构和专家的合作，开展了“大咖来分享”“管理者文化领航行动”等多种形式的培训和分享活动。

公司治理方面，跟踪期内，公司管理层稳定，主要管理制度未发生重大变化，管理运作正常。

七、跟踪评级结论

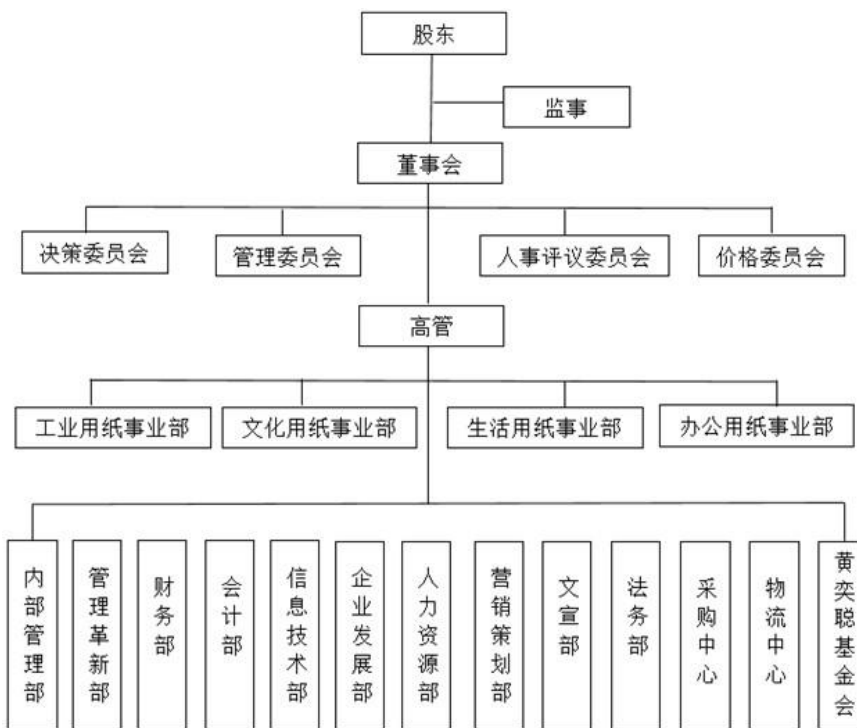
基于对公司经营风险及财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“21 金光 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2023 年底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2023 年底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2023 年底）

子公司名称	注册资本金（亿元）	业务性质	持股比例		注册地
			直接	间接	
金东纸业（江苏）股份有限公司	159.23	生产加工	97.42%	--	镇江
广西金桂浆纸业有限公	144.52	生产加工	97.63%	--	钦州
宁波亚洲浆纸业有限公	6.99	生产加工	16.63%	38.13%	宁波
江苏博汇纸业有限公	17.20	生产加工	--	52.79%	盐城

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年
财务数据		
现金类资产（亿元）	430.13	415.45
应收账款（亿元）	224.20	239.46
其他应收款（亿元）	129.14	185.30
存货（亿元）	140.88	87.31
长期股权投资（亿元）	20.47	12.50
固定资产（亿元）	563.85	628.91
在建工程（亿元）	84.92	60.01
资产总额（亿元）	2444.81	2427.47
实收资本（亿元）	354.01	354.01
少数股东权益（亿元）	124.72	131.20
所有者权益（亿元）	863.70	878.38
短期债务（亿元）	775.96	788.85
长期债务（亿元）	484.35	486.68
全部债务（亿元）	1260.31	1275.52
营业总收入（亿元）	943.32	925.91
营业成本（亿元）	809.16	790.63
其他收益（亿元）	2.05	6.23
利润总额（亿元）	81.06	49.62
EBITDA（亿元）	188.52	157.13
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	829.88	1011.55
经营活动现金流入小计（亿元）	877.51	1078.48
经营活动现金流量净额（亿元）	68.73	118.07
投资活动现金流量净额（亿元）	-48.36	-37.07
筹资活动现金流量净额（亿元）	-20.40	-52.15
财务指标		
销售债权周转次数（次）	4.16	3.56
存货周转次数（次）	6.05	6.93
总资产周转次数（次）	0.38	0.38
现金收入比（%）	87.97	109.25
营业利润率（%）	13.64	14.07
总资本收益率（%）	5.46	4.56
净资产收益率（%）	7.03	4.85
长期债务资本化比率（%）	35.93	35.65
全部债务资本化比率（%）	59.34	59.22
资产负债率（%）	64.67	63.81
流动比率（%）	106.84	107.46
速动比率（%）	93.38	98.95
经营现金流动负债比（%）	6.57	11.51
现金短期债务比（倍）	0.55	0.53
EBITDA 利息倍数（倍）	3.26	2.72
全部债务/EBITDA（倍）	6.69	8.12

注：公司长期应付款中有息债务部分计入长期债务
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年
财务数据		
现金类资产（亿元）	35.17	30.83
应收账款（亿元）	3.79	10.44
其他应收款（亿元）	477.82	416.05
存货（亿元）	1.47	0.42
长期股权投资（亿元）	552.66	553.62
固定资产（亿元）	0.35	0.32
在建工程（亿元）	0.00	0.09
资产总额（亿元）	1267.69	1209.35
实收资本（亿元）	354.01	354.01
少数股东权益（亿元）	--	--
所有者权益（亿元）	524.77	543.22
短期债务（亿元）	143.88	85.48
长期债务（亿元）	273.80	185.01
全部债务（亿元）	417.68	270.49
营业总收入（亿元）	73.33	56.66
营业成本（亿元）	63.68	57.38
其他收益（亿元）	0.30	0.21
利润总额（亿元）	3.80	19.18
EBITDA（亿元）	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	63.79	25.80
经营活动现金流入小计（亿元）	64.97	26.95
经营活动现金流量净额（亿元）	1.66	-28.47
投资活动现金流量净额（亿元）	24.07	34.91
筹资活动现金流量净额（亿元）	-31.96	9.36
财务指标		
销售债权周转次数（次）	5.57	6.80
存货周转次数（次）	44.09	60.79
总资产周转次数（次）	0.06	0.05
现金收入比（%）	87.00	45.54
营业利润率（%）	13.02	-1.45
总资本收益率（%）	2.39	4.77
净资产收益率（%）	0.72	3.53
长期债务资本化比率（%）	34.29	25.41
全部债务资本化比率（%）	44.32	33.24
资产负债率（%）	58.60	55.08
流动比率（%）	138.72	101.69
速动比率（%）	138.35	101.61
经营现金流动负债比（%）	0.42	-5.95
现金短期债务比（倍）	0.24	0.36
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
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	
总资产收益率	(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