

宁波亚洲浆纸业有限公司

2016年公开发行公司债券(面向合格投资者)

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2020)100424】

评级对象: 宁波亚洲浆纸业股份有限公司 2016 年公开发行公司债券(面向合格投资者)

16 亚洲浆

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/AAA/2020 年 6 月 24 日

前次跟踪: AA/稳定/AAA/2019 年 6 月 27 日

首次评级: AA/稳定/AA+/2016 年 6 月 24 日

主要财务数据及指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
金额单位:人民币亿元			
合并口径数据及指标:			
总资产	161.85	176.09	188.52
总负债	94.06	103.74	109.27
刚性债务	73.38	74.63	83.59
所有者权益	67.79	72.35	79.25
营业收入	71.32	85.28	88.43
净利润	7.22	4.59	7.61
经营性现金净流入量	12.93	27.05	28.46
EBITDA	16.59	13.27	18.29
资产负债率[%]	58.11	58.91	57.96
权益资本与刚性债务比率[%]	92.38	96.95	94.81
流动比率[%]	102.58	100.49	100.88
现金比率[%]	47.17	41.67	41.39
利息保障倍数[倍]	3.43	2.64	2.92
净资产收益率[%]	11.25	6.55	10.04
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	21.22	36.70	32.55
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	15.52	16.41	8.61
EBITDA/利息支出[倍]	4.58	4.07	3.95
EBITDA/刚性债务[倍]	0.22	0.18	0.23
担保人数据与指标:			
总资产	1582.19	1725.94	1913.78
刚性债务	756.69	961.71	961.46
所有者权益	605.80	629.14	683.81
担保比率[%]	41.28	45.49	39.92

注:根据亚洲浆纸业经审计的 2017~2019 年财务数据整理、计算。担保人金光纸业经审计的 2017~2019 年财务数据整理、计算。

分析师

王婷亚 wty@shxsj.com
贾飞宇 jfy@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对宁波亚洲浆纸业股份有限公司(简称亚洲浆纸业、发行人、该公司或公司)及其发行的 16 亚洲浆的跟踪评级反映了 2019 年以来亚洲浆在设备优化、收入保持增长方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在关联交易规模、关联担保规模、资产流动性、成本控制、安全生产和环保及内部管理等方面继续面临压力。

主要优势:

- **设备优化,收入保持增长。**跟踪期内,亚洲浆纸业通过设备优化技改,提升产品产量规模,营业收入保持增长。
- **担保增信。**金光纸业为本次债券提供的无条件不可撤销连带责任保证担保,仍可对本次债券起到有效的增信作用。

主要风险:

- **关联占款及担保风险仍突出。**亚洲浆纸业向金光纸业旗下其他关联企业提供大额委托贷款及内保外贷等支持,占用了公司大量资金,加大了公司债务风险。此外,2019 年金光纸业海外投资规模很大,并存在大量资金被关联方占用,需持续关注金光纸业资金被占用的风险及或有负债等风险。
- **关联交易规模较大。**亚洲浆纸业的采购和销售依托金光纸业的集约化体系进行,关联交易规模较大。
- **短期债务偿付压力大且受限资产规模大。**亚洲浆纸业债务结构欠佳,短期刚性债务占比进一步提高,同时受限资产规模大,资产流动性弱,面临较大的短期债务偿付压力。
- **安全生产及环保压力。**造纸行业生产过程中的半成品原纸和各类产成品均为易燃物品,跟踪

期亚洲浆纸业虽未发生重大生产事故，但公司持续面临安全生产风险。此外，公司目前的环保治理水平高于国家标准，但仍面临环保政策趋严而产生的环保压力。

➤ 未来展望

通过对亚洲浆纸业发行的 16 亚洲浆主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；考虑到金光纸业为本期债券提供的担保依然有效，认为本期公司债还本付息安全性仍极高，并维持本期公司债 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



宁波亚洲浆纸业有限公司

2016年公开发行公司债券（面向合格投资者）

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照宁波亚洲浆纸业有限公司 2016 年公开发行公司债券（面向合格投资者）的跟踪评级安排，本评级机构根据亚洲浆纸业提供的经审计的 2019 年财务报表及相关经营数据，对亚洲浆纸业的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

截至 2019 年末，该公司仍在存续期内的债券情况如图表 2 所示。根据“16 亚洲浆”设定的回售条款，债券持有人于回售登记期（2019 年 7 月 29 日至 2019 年 8 月 2 日）内对其所持有的全部或部分“16 亚洲浆”登记回售，回售价格为债券面值（100 元/张）。根据中国证券登记结算有限责任公司上海分公司对本期债券回售情况的统计，“16 亚洲浆”回售有效期登记数量为 997,387 手，回售金额为 997,387,000.00 元，公司已全额回售。截至 2020 年 3 月末，“16 亚洲浆”债券余额 2,613,000 元，票面利率 8.34%。

图表 1. 公司存续期内债券情况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	当前利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
16 亚洲浆	10.00	3+2 年	8.34	2016 年 8 月	未到期，正常付息

资料来源：Wind

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保

持中高速、高质量发展的趋势尚未改变。

2020年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至0且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR报价的下行也将带动实体融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2020年，是我国全面建成

小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

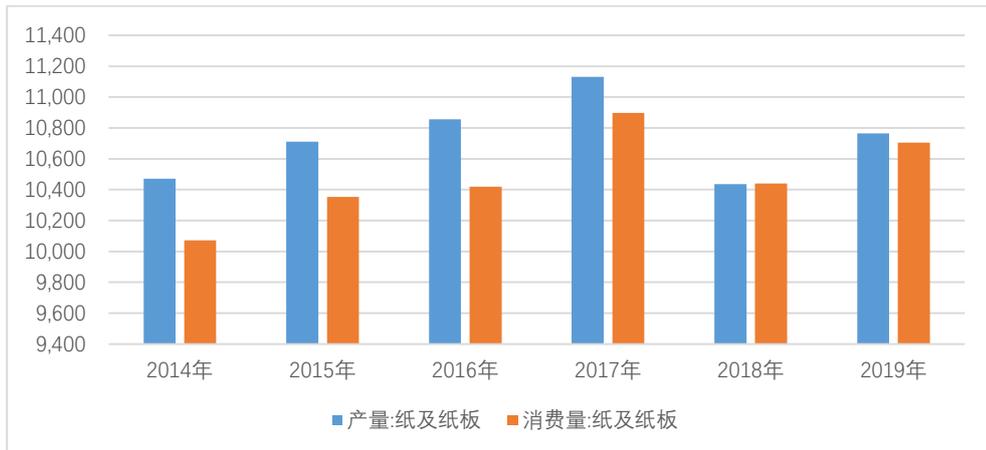
造纸行业属周期性行业，行业景气度与宏观经济趋势较一致。经过前期快速发展，我国已成为世界造纸大国。但过快发展导致行业出现结构性和阶段性产能过剩，行业面临落后产能出清和调整压力。2019年在需求无明显改善的情况下，纸价及原材料价格均较为低迷。2020年初，新冠疫情短期内对我国造纸业形成一定冲击，随着国内疫情逐渐得到控制，行业上下游逐渐实现复工复产。但是随着疫情在全球爆发，海外木浆厂出现减产、停产现象，未来或对原材料供应造成一定影响。

A. 行业概况

我国造纸业与宏观经济存在一定的相关性，宏观环境的变化会对行业整体景气程度产生一定的影响。造纸业的周期性变动与宏观经济趋势较为一致，在周期的波峰和波谷出现时间方面存在一定的重合性。2019年以来，我国经济增长压力加大、需求不振，对造纸业产生一定冲击，同时贸易摩擦、原材料供给收紧等因素叠加，造纸行业整体运行情况延续上年趋势，经济效益同比进一步下滑。根据国家统计局数据显示，2019年我国造纸及纸制品业实现主营业务收入1,3370.1亿元，同比减少3.0%；利润总额689.1亿元，同比减少9.1%。

我国造纸行业发展速度较快，目前纸及纸板产销量位居世界首位。2010-2019年，纸及纸板生产量年均增长率1.68%，消费量年增长率1.73%。其中，2019年我国纸及纸板生产量10,765万吨，同比增长3.16%，消费量10,704万吨，同比增长2.54%。细分产品来看，2019年除新闻纸和涂布印刷书纸产量下降外，其余产品均有不同程度增长；瓦楞原纸、箱纸板、非涂布印刷书写纸及白板纸仍占据主要生产地位，占比分别为20.62%、20.34%、16.54%和13.10%。由于前期产能扩张过快，我国造纸行业仍存在结构性和阶段性产能过剩情况，2011年以来在国家淘汰落后产能政策下，环保监管力度加大，重污染的小型纸企加速淘汰，同时部分纸企因环保问题出现亏损。根据国家统计局统计数据，2019年2,524家造纸企业中，亏损企业560家，占比22.19%，同比增加1.75个百分点。预计未来我国环保监管力度仍将持续，行业内中小型造纸企业仍面临环保压力，或有助于落后产能加速出清。

图表 2. 我国纸及纸板产销量情况（万吨）



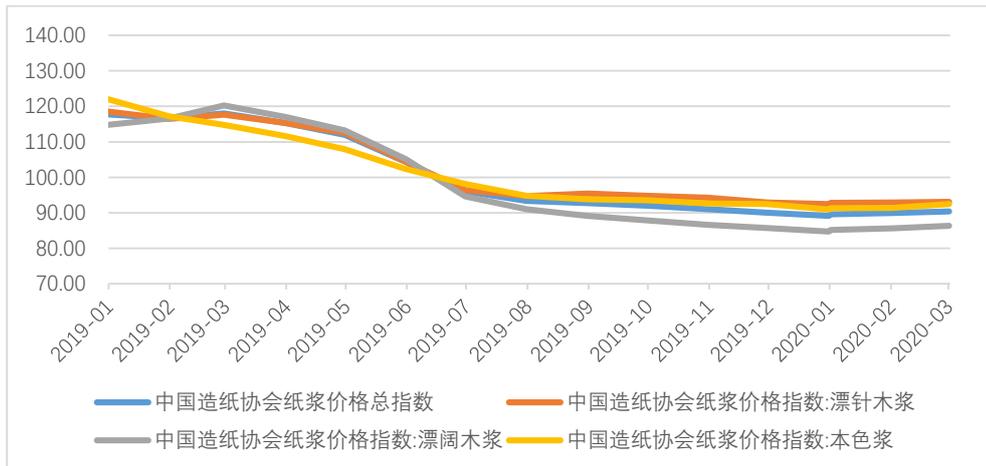
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

木浆为造纸主要原材料，一般占生产成本的 50%-60%。受制于全球林木资源不均影响，以巴西、加拿大、美国和印尼等林木资源丰富的国家掌握了主要的木浆产能。我国大型造纸企业多采购进口木浆，因而国际木浆价格波动对企业经营业绩影响较大。目前全球木浆主要消费地区为中国、西欧及北美¹，2019 年西欧纸浆消费量大幅收缩、美国基本持平、中国小幅增长，整体木浆消费不佳，导致全年价格持续走低。2020 年新冠疫情全球爆发，目前暂未对木浆生产供应产生明显影响，但已有海外浆厂因疫情出现减产、停产现象，若未来海外疫情仍无法有效缓解，或将对木浆供应形成干扰，进而影响价格走势。

废纸方面，受制于废纸回收体系不完整以及造纸用林木资源工业的不足，我国废纸长期依靠进口。2017 年 7 月《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》出台后，我国废纸进口量逐年收缩，2017-2019 年分别为 2,572 万吨、1,703 万吨和 1,036 万吨。上述政策影响下，国内废纸缺口扩大，我国已逐步加大废纸回收力度，2019 年全国废纸回收总量 5,244 万吨，同比增长 5.64%，废纸回收率 49.0%，同比增加 1.4 个百分点。价格方面，2019 年前三季度国废价格波动下行，第四季度进入包装纸需求旺季后价格有所回调。2020 年第一季度，国废价格波动较大，前期主要受春节假期叠加疫情影响，国内物流不畅，导致废纸供应紧俏，价格快速上涨；但随后废纸产业链陆续复工复产，供应增加，废纸价格快速下调；近期随供需情况变化，废纸价格又有所回调。

¹ 根据 PPPC 数据，2018 年上述地区消费占比分别为 33.6%、22.5%和 12.1%。

图表 3. 我国纸浆价格指数变化情况

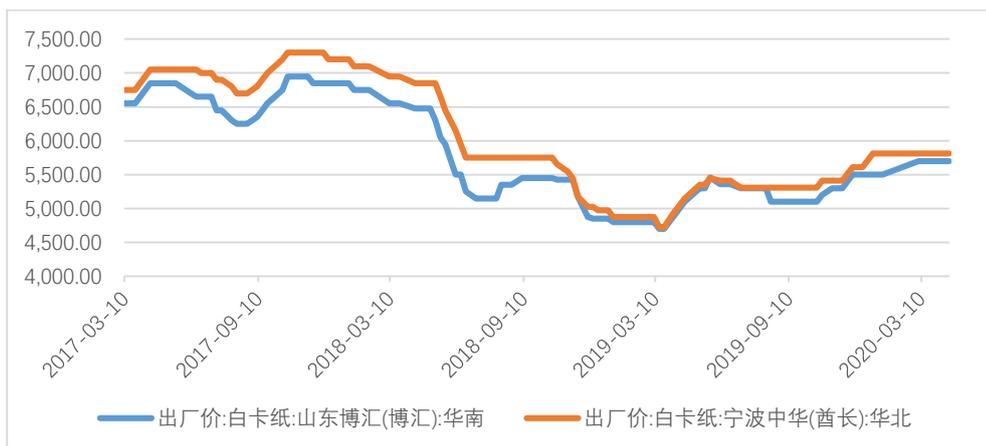


数据来源：Wind，新世纪评级整理

包装纸根据主要原材料的不同，产品一般分为废纸系包装纸和木浆系包装纸。其中废纸系包装纸以箱板纸、瓦楞纸为代表，木浆系包装纸以白卡纸为代表。该公司主要生产木浆系白卡纸。

白卡纸属于较为高档的包装用纸，可进一步细分为社会卡、食品卡和烟卡等品种。白卡纸主要应用于日常消费紧密相关的行业，其下游需求集中在食品、烟酒类、医药、服装和化妆品行业等。同时由于白卡纸硬度和挺度较高，多用于上述行业的精细包装。价格方面，2017年造纸行业景气度回升，白卡纸价格跟随上涨，但2018年以来龙头企业纷纷抢占市场份额，行业竞争加剧，叠加宏观经济环境影响，白卡纸价格在波动中整体下跌，至2019年1月跌破5,000元/吨，此后白卡纸价格触底反弹，呈现波动回升。

图表 4. 白卡纸平均价格情况（元/吨）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

B. 政策环境

造纸业属于高耗能、高污染行业，对原材料、水、煤炭、电力的消耗较大，是我国污染较严重的行业之一。根据环保部统计，目前造纸工业废水排放量占全国工业废水排放总量的20%左右，排放废水中化学需氧量（COD）占全国工

业 COD 排放总量的 20%-25%。针对行业发展面临的资源、能源和环境问题，我国政府在政策上大力支持产业结构调整，鼓励行业由传统造纸工业向可持续发展的现代造纸工业转变。

2019 年，生态环境部、国家市场监督管理总局等部门接连出台措施，对造纸行业的未来发展提供指引，并对行业技术、环保等提出具体指标。如 2019 年 3 月，生态环境部发布了《2019 年环境影响评价与排放管理工作要点》，继续加强重污染行业的环境治理，造纸行业环保压力持续加大；2019 年 12 月 23 日，国务院关税税则委员会发布了《关于 2020 年进口暂定税率等调整方案的通知》，文件指出自 2020 年 1 月 1 日起，调整部分商品进口关税。其中提出，为鼓励国内有需求的资源性产品进口，或将降低 150 多项木材和纸制品的进口关税，平均税率水平从 5.3% 左右降至 3.2% 左右。通过这次调整后，进口原纸将实施最惠国关税，产品价格会变得更具有竞争力，大量进口纸引进之后，国内纸企或将面临激烈的竞争而不得不下调纸产品价格的局面。废纸方面，2019 年以来生态环境部会同海关总署等有关部门继续落实禁止“洋垃圾”进口举措，平稳推进各项改革工作。整体看，2019 年相关政策持续推进造纸行业的转型升级发展，产业结构得以进一步优化。

图表 5. 2019 年国家对于造纸行业出台的相关政策情况

发布时间/颁布单位	文件/政策名称	主要内容
2019/3 生态环境部	《2019 年环境影响评价与排放管理工作要点》	全面推进“三线一单”和规划环评宏观管控，推动经高质量发展；建立健全排污许可管理核心制度；持续深化环评“放管服”改革；加强重点区域、重点行业环评管理。
2019/5 国家市场监督管理总局	《绿色包装评价方法与准则》	针对绿色包装低碳、节能、环保、安全的要求，规定了绿色包装评价准则、方法、报告内容及格式。
2019/6 生态环境部	《重点行业挥发性有机无综合治理方案》	到 2020 年，建立健全 VOCs 污染防治管理体系，重点区域、重点行业 VOCs 治理取得明显成效。
2019/7 国务院	修订《中华人民共和国固体废物污染环境防治法(修订草案)(征求意见稿)	明确“国家逐步实现固体废物零进口”
2019/8 国家市场监督管理总局	《纸浆、纤维湿重的测定》等 4 项造纸国家标准批准发布	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。
2019/9 生态环境部	《关于实施固定五日源排污许可登记管理的通知(征求意见稿)》	对污染产生和排放量很小，依法不需申请排污许可证的排污单位实施登记管理，范围由《固定污染源排污许可分类管理名录》规定。
2019/12 国务院关税税则委员会	《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税，平均税率水平从 5.3% 降至 3.2%。

资料来源：Wind

C. 竞争格局/态势

造纸行业属于传统行业，各企业在原材料、生产设备和工艺等方面差别不大，导致产品同质化严重，行业竞争激烈。我国造纸行业相对分散、企业规模整体偏小。根据国家统计局数据，2019 年全国规模以上纸制品生产企业 4,119 家，生产量 7,219 万吨。由于造纸业具有规模效益显著特征，规模大小对政策监管与支持、成本控制、议价能力、资源利用、污染治理、技术研发等方面产生较大影响。近年来我国实施供给侧改革，不断加大造纸行业淘汰落后产能的

力度。加之行业新建、扩建产能准入门槛的提升，以及国家环保政策的加强，中小企业环保成本提升，经营压力增大，大型企业资本实力强，技术装备先进，迎来较好的发展空间。根据中国造纸协会数据，2019年我国造纸行业CR30%约为68%，同比增加2.8个百分点，行业集中度呈现上升趋势。

白卡纸是造纸行业中集中度较高的子行业，前四大龙头分别为山东博汇纸业股份有限公司（简称“博汇纸业”）、山东晨鸣纸业集团股份有限公司、金光纸业（中国）投资有限公司（简称“金光纸业”）和万国纸业太阳白卡纸有限公司，目前CR4达到85%左右，其中金光纸业、博汇纸业分别拥有32%和20%的市场份额，呈现寡头竞争格局。2020年1月，博汇纸业实际控制人与金光纸业签署《股权转让协议》，拟转让其持有的山东博汇集团有限公司（简称“博汇集团”）（博汇纸业控股股东）100%股权²。目前金光纸业提交的经营者集中反垄断审查材料已由国家市场监督管理总局反垄断局受理，审查工作尚在进行之中，本次收购事项仍存在不确定性。

该公司为金光纸业（中国）投资有限公司（简称“金光纸业”）旗下工业用纸生产经营主体之一，截至2019年末拥有造纸产能150万吨/年，具有重要地位。

图表 6. 行业内核心样本企业基本数据概览（2019年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标（产品或业务类别）				核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	毛利率	产能（万吨/年）	产量（万吨/年）	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
晨鸣纸业	303.95	28.36	纸：577.23 浆：298.20	纸：456.72 浆：230.37	968.49	73.11	17.53	122.33
太阳纸业	227.63	22.54	纸：392 浆：240	纸：354.98 浆：202.74	340.99	54.48	21.98	46.86
亚洲浆纸业	88.43	22.19	纸：150	纸：200.68	188.52	57.96	7.61	28.46
博汇纸业	97.40	14.58	纸：373	纸：229.42	193.69	72.78	1.34	11.37

资料来源：新世纪评级整理。（晨鸣纸业产能/产量为2018年末数据）

D. 风险关注

（1）原材料价格波动对造纸企业形成的成本控制压力加大；（2）环保政策趋严，造纸企业将面临更大的经营压力；（3）海外新冠疫情发展对木浆供应产生的影响。

² 本次要约收购是金光纸业履行通过控股子公司宁波亚洲纸管纸箱有限公司（简称“宁波管箱”）已持有公司20.00%股份及受让博汇集团100.00%股权从而间接控制博汇纸业28.84%股份后拥有公司表决权的股份超过30%而触发的法定要约收购义务，向博汇纸业除收购人控股子公司宁波管箱及博汇集团之外的其他所有持有公司上市流通普通股（A股）股东发出的全面要约。截至2020年3月末，宁波管箱持有博汇纸业股权比例20%，为博汇纸业第二大股东。

2. 业务运营

该公司主业突出，生产技术装备较先进，产品市场竞争力较强。公司采购和销售均依托金光纸业的渠道进行，因此产生大量关联交易。2019年，公司营业收入保持增长，收入构成随产品结构调整有所变化。另外，随着进口废纸审批额度逐年减少及产品结构调整，木浆占公司生产成本比重持续上升，未来面临原材料价格波动带来的成本控制压力加大。

该公司仍主要从事机制纸及纸板的生产和销售，主要产品为包装类白卡纸、食品级白卡纸和铜版卡纸，均为包装用纸。2019年公司实现营业收入88.43亿元，同比小幅增长3.70%；同期毛利率22.19%，同比增加5.23个百分点。毛利率同比增加，主要是2018年木浆价格因废纸进口政策变化而大幅上涨，而产品价格则因市场竞争加剧而回落；2019年以来，木浆价格有所回落，产品价格回升。2020年第一季度，公司营业收入22.58亿元，同比增长6.93%；毛利率14.71%，同比变化不大。

图表 7. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式
白卡纸、铜版卡纸	国内	横向规模化

资料来源：亚洲浆纸业

此外，该公司还有小部分木浆贸易业务及生产过程中多余的电能、热能及原材料对外销售，可获得一定的其他业务收入，2019年其他业务收入为4.57亿元。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 8. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2017年度	2018年度	2019年度
营业收入合计	71.32	85.28	88.43
其中：核心业务营业收入（亿元）	70.72	81.65	83.86
在营业收入中所占比重（%）	99.16	95.74	94.83
其中：（1）包装类白卡纸	55.01	63.36	50.12
在核心业务收入中所占比重（%）	77.13	77.60	59.77
（2）铜版卡纸	15.71	15.47	16.46
在核心业务收入中所占比重（%）	22.03	18.94	19.63
（3）食品级白卡纸	-	2.74	17.27
在核心业务收入中所占比重（%）	-	3.36	20.60
（3）其他纸类	-	0.08	-
在核心业务收入中所占比重（%）	-	0.10	-
毛利率（%）	22.60	16.96	22.19
其中：包装类白卡纸（%）	23.24	17.09	23.38
铜版卡纸（%）	18.91	15.62	19.55

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度
食品级白卡纸	-	29.40	25.11
其他纸类 (%)	-	10.07	-

资料来源：亚洲浆纸业

具体收入构成来看，2019 年该公司食品级白卡纸收入规模大幅增长，收入占比由 2018 年的 3.36% 提升至 2019 年的 20.60%；包装类白卡纸收入占比降至 59.77%，铜版卡纸变化不大。另外，公司还经营少量的灰底白板纸和扑克牌纸，收入规模很小，且 2019 年公司根据市场情况调整产品产量，未进行这两个纸品的生产。

装备与生产

跟踪期内，该公司未进行产能扩张。截至 2019 年末，公司设计年产能 150 万吨，共有两条生产线，分别为 6 号机和 4 号机，其中 6 号机投产较早，原设计年产能 75 万吨，后经过技改，年产能已达到 100 万吨，目前为国际上单机产能最高的造纸生产线，可生产公司经营的所有纸种。公司 4 号机于 2016 年 12 月 31 日正式投产，设计产能 50 万吨/年，目前主要生产白卡纸。公司相关生产设备均由芬兰美卓公司设计，处于行业先进水平。公司实行以销定产原则，2019 年产能利用率仍保持在较好水平。另外公司通过技术提升方式加快设备车速，整体产量实现一定增长³。2019 年产品总产量为 200.68 万吨，产能利用率达 133.79%。

图表 9. 公司产能及产能利用率变化情况

主导产品或服务	2017 年末产能 (万吨)	2017 年产量 (万吨)	产能利用率 (%)
包装类白卡纸	150.00	132.43	111.16
铜版卡纸		34.32	
食品级白卡纸		-	
扑克牌纸		-	
主导产品或服务	2018 年末产能 (万吨)	2018 年产量 (万吨)	产能利用率 (%)
包装类白卡纸	150.00	150.83	126.84
铜版卡纸		32.59	
食品级白卡纸		6.68	
扑克牌纸		0.16	
主导产品或服务	2019 年末产能 (万吨)	2019 年产量 (万吨)	产能利用率 (%)
包装类白卡纸	150.00	120.90	133.79
铜版卡纸		39.29	
食品级白卡纸		40.49	
扑克牌纸		-	

资料来源：亚洲浆纸业

³ 年产量极限 220 万吨。

成本结构

该公司生产成本主要由原材料、化工产品、包装物、能源、设备折旧和人工等构成。从占比来看，原材料、化工产品和能源占比相对较高，2019年占比分别为55.36%、11.48%和12.30%，因此原材料价格波动易对公司生产成本和产品售价产生较大影响。公司拥有进口废纸审批额度，但随着政策趋严，2019年进口废纸审批额度进一步缩减⁴，公司逐渐采用木浆替代部分废纸缺口，同时因产品结构发生变化（食品级白卡纸不使用废纸），木浆占生产成本比重逐年上升，面临的原材料价格变动带来的成本控制压力加大。

图表 10. 公司生产成本构成情况⁵（单位：亿元、%）

项 目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
木浆	22.86	41.93	36.45	52.55	36.50	55.36
废纸	6.79	12.45	4.20	6.06	2.75	4.19
化工产品	7.00	12.84	9.38	13.52	7.53	11.48
包装物	2.24	4.12	2.64	3.81	2.52	3.84
能源	7.91	14.51	8.59	12.38	8.07	12.30
折旧	3.47	6.37	3.73	5.38	3.80	5.79
人工	1.33	2.44	1.46	2.10	1.54	2.35
制造费用	2.91	5.33	2.91	4.20	2.90	4.42
合 计	54.52	100.00	69.36	100.00	65.61	100.00

资料来源：亚洲浆纸业

该公司生产所需的木浆主要包括漂白针叶木浆（NBKP）、漂白阔叶木浆（LBKP）和化学机械浆（BCTMP），其中前两者根据生产的具体纸种要求进行配比添加，废纸浆则使用公司自主研发的脱墨浆技术将采购的废纸通过碎浆、净化、脱墨、浓缩、磨浆、漂白等步骤加工而成。公司木浆除部分来自金光纸业自产木浆外，其余主要为加拿大、印尼等国的进口木浆，废纸大部分从美国和日本进口。

图表 11. 公司主要原材料采购情况（单位：万吨、元/吨）

原材料	2017 年		2018 年		2019 年	
	采购量	平均单价	采购量	平均单价	采购量	平均单价
废纸	37.80	1,798.26	23.48	1,890.00	12.83	1,553.00
NBKP	9.10	4,094.11	12.20	5,611.00	9.71	5,044.00
LBKP	28.52	3,550.66	37.93	3,893.00	38.61	3,953.00
BCTMP	30.53	3,885.34	41.48	3,915.00	42.02	3,887.00
合计	105.95	--	115.09	--	103.16	--

资料来源：亚洲浆纸业

⁴ 2017-2019 年公司进口废纸获批额度分别 36.29 万吨、24.56 万吨和 13.11 万吨。

⁵ 2016 年生产成本未计入 4 号机的试生产成本。

该公司使用的进口木浆主要通过控股股东金光纸业进行集约化采购，结算根据市场交易价格双方协商确定，同时金光纸业为规避原材料价格上涨带来的风险，与国外浆厂建立股权关系以保证木浆资源的稳定供应。公司拥有废纸进口额度，主要采用进口废纸，其余辅料和能源采购自国内。采购结算方面，2019年公司原材料采购协议账期全部缩短至一年以内，不再有账期超过一年的采购协议。结算方式上，公司目前与国内供应商之间多以银行承兑汇票结算，与国外木浆供应商以人民币信用证结算为主，废纸及设备部件以 90 天信用证结算。

销售

销售模式上，该公司纸品的销售模式分为内销和外销两种。近三年内销模式收入占比保持在 75% 左右。公司内销渠道依托金光纸业的销售体系进行，目前金光纸业已成立了 18 家销售公司，基本实现覆盖全国的销售网络；外销则依托 APP 集团遍布全球的销售体系进行，并以来料加工方式开拓海外市场。2019 年，公司外销规模有所扩大，收入同比增长 51.40% 至 24.33 亿元。但外销客户回款周期较长，导致应收账款快速增长，需关注后续货款回收情况。

图表 12. 公司内、外销收入及占比情况（单位：万吨、万元）

销售区域	2017 年		2018 年		2019 年	
	数量	金额	数量	金额	数量	金额
内销	105.38	528,317.27	141.00	655,804.89	133.15	595,276.88
外销	58.97	178,851.46	50.52	160,718.51	68.61	243,293.66
合计	164.35	707,168.73	191.52	816,523.39	201.76	838,570.54

资料来源：亚洲浆纸业

近三年，该公司内销产品价格随行业景气度下降、市场竞争加剧及成本变动等因素呈逐年下降态势。外销方面，公司根据来料加工业务模式记账，外销产品价格均为加工费价格，而非外销产品实际销售单价，因此价格水平较低；另外来料加工模式下木浆由客户提供，不受原材料价格影响，公司依据产品生产成本和预估利润等，按比例收取加工费。

图表 13. 公司产品销售价格情况（不含税）（单位：元/吨）

产品名称	年份	内销	外销
包装类白卡纸	2017 年	5,024.18	3,031.56
	2018 年	4,586.69	3,153.16
	2019 年	4,305.42	3,545.37
铜版卡纸	2017 年	4,982.85	3,040.99
	2018 年	4,785.14	3,194.77
	2019 年	4,405.29	3,533.44
食品级白卡纸	2017 年	-	-
	2018 年	5,656.81	3,570.12
	2019 年	5,179.19	3,550.95

资料来源：亚洲浆纸业

结算方式上，该公司与各内销公司及外销客户之间主要以银行承兑汇票结算，对部分长期合作的客户，公司会给予 3-6 个月账期，同时各关联销售公司也会预付一定的货款；公司外销均以现汇结算，账期为半年以内。公司持有一定量外币资产及负债，能够一定程度上抵消人民币汇率波动带来的风险，除此之外暂无其他避险工具，需关注相关汇兑损失风险。

研发

该公司注重研发创新。在生产设备方面，近几年公司通过对设备进行一系列的技术改造及技术革新，纸机车速已超过设计的最大车速，产品产量得到大幅提升。产品方面，公司根据市场需求不断提升包装类白卡纸的产品质量、开发食品级白卡纸新产品，获得多个拥有自主知识产权的技术。目前公司研发中心已成为浙江省省级技术中心，并通过 CNAS（国家实验室）认可。截至 2019 年末公司共有核心技术人员 50 余人，研究与实验人员 100 余人。

环保及安全生产

环保方面，该公司主要环保设施包括废水处理厂、焚烧炉系统、锅炉静电除尘设备、循环流化床锅炉技术、圆形环保煤场。在废水回收利用方面，公司引进美国成熟环保处理工艺，采用芬兰、美国制造的废水处理设备，使处理后的排水指标达到或优于国家一级标准。在废水排污方面，公司每吨纸耗水量 10 吨左右，COD（化学需氧量）、BOD（生物需氧量）、SS（悬浮物）排放量比国家的环保标准低 50%，并达到欧洲标准。

图表 14. 公司主要环保指标情况

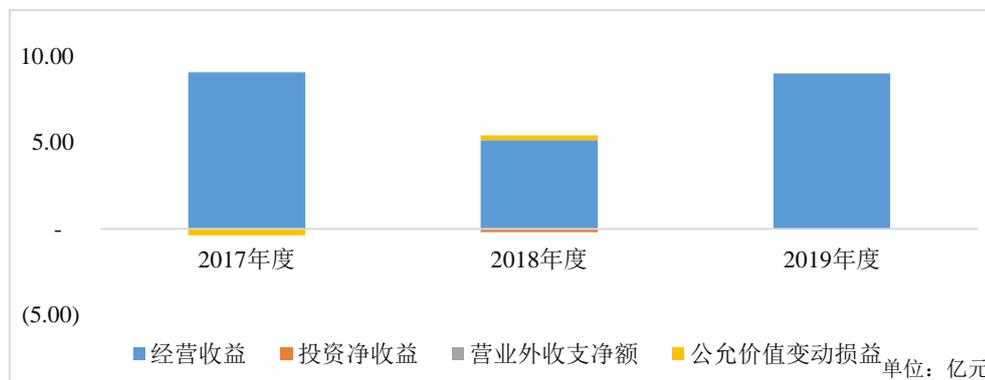
项目		2017 年		2018 年		2019 年	
		国标	公司	国标	公司	国标	公司
废水排放指标	吨纸废水排放量（吨）	--	7.40	--	6.44	20	6.18
	CODCR(化学需氧量)（毫克/升）	80	54	80	49.44	80	47.97
	BOD5(5 日生化需氧量)（毫克/升）	20	13.4	20	2.60	20	4.05
	SS（悬浮物）（毫克/升）	30	6	30	13	30	14
	PH（酸碱度）	6-9	7.55	6-9	7.32	6-9	7.16

资料来源：亚洲浆纸业

安全生产方面，造纸所需原材料木浆、主要包装材料塑料薄膜包装袋和纸盒、生产过程中的半成品原纸和各类产成品均为易燃物品。从原材料进入生产到产品出库的过程中，均需要保持大量的纸浆、包装材料、半成品和产成品库存。因此在生产过程中，一旦发生火灾，将造成巨大损失。跟踪期内，公司未发生重大安全生产事故。

(2) 盈利能力

图表 15. 公司盈利来源结构



资料来源：根据亚洲浆纸业所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司盈利主要依靠主业经营。2017-2019年，公司营业收入分别为71.32亿元、85.28亿元和88.43亿元；毛利分别为16.12亿元、14.46亿元和19.62亿元。具体构成看，包装类白卡纸为公司主要毛利来源，同期占比分别为79.28%、74.90%和59.73%，其中2019年占比有所下降主要因食品级白卡纸销量大幅增加，毛利占比提升所致。

费用方面，随着经营规模扩大，该公司期间费用逐年增长，2017-2019年分别为6.74亿元、8.86亿元和10.28亿元。公司期间费用主要由销售费用、研发费用和财务费用构成，2019年分别为2.37亿元、2.98亿元和3.55亿元。其中销售费用同比大幅增长80.39%，主要是运输费用同比增长223%至1.58元；研发费用系公司对产品和设备的技术开发支出，同比变化不大；财务费用同比小幅减少2.36%，主要是利息收入和汇兑收益增加所致，分别同比增加0.17亿元和0.20亿元。

图表 16. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度
营业收入合计 (亿元)	71.32	85.28	88.43
毛利 (亿元)	16.12	14.46	19.62
其中：包装类白卡纸	12.78	10.83	11.72
铜版卡纸	2.97	2.42	3.22
食品级白卡纸	-	0.81	4.34
期间费用率 (%)	10.04	9.45	8.74
其中：财务费用率 (%)	6.18	6.34	5.50
全年利息支出总额 (亿元)	3.61	3.26	4.63
其中：资本化利息数额 (亿元)	2.28	0.02	-

资料来源：根据亚洲浆纸业所提供数据整理。

从收益结构看，该公司利润主要来自经营收益，非经常性损益对公司营业利润影响不大。2017-2019年，公司公允价值变动净收益分别为-0.35亿元、0.28

亿元和 0.03 亿元，波动较大，主要是公司操作的衍生金融工具--外汇远期的公允价值变动。公司投资净收益、其他收益、营业外收入规模相对很小，对利润影响不大。

图表 17. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2017 年度	2018 年度	2019 年度
投资净收益（亿元）	-0.02	-0.19	0.01
远期交割产生的汇兑收益/损失（亿元）	-0.02	-0.17	0.01
营业外收入（亿元）	0.05	0.01	0.05
其他收益（亿元）	0.10	0.12	0.07
公允价值变动损益（亿元）	-0.35	0.28	0.03
其中：远期外汇的公允价值变动（亿元）	-0.35	0.28	0.03

资料来源：根据亚洲浆纸业所提供数据整理。

2017-2019 年，该公司利润总额分别为 8.84 亿元、5.35 亿元和 8.88 亿元；净利润分别为 7.22 亿元和 4.59 亿元和 7.61 亿元，呈现波动。同期营业利润率为 12.34%、6.28%和 10.07%；净利润率分别为 10.13%、5.39%和 8.60%。

(3) 运营规划/经营战略

该公司现阶段在建工程主要围绕现有业务开展，包括年产 30 万吨化学机械浆项目、码头白纸板配套仓储堆场项目及电厂改造项目，预计投资金额分别约 8.95 亿元、4.30 亿元和 1.85 亿元。

年产 30 万吨化学机械浆项目实施地点在现有厂区内，主要用于置换现有的 43 万吨废纸脱墨线，预计将于 2021 年 2 月完工投产。截至 2020 年 3 月末，该项目已完成投资金额 0.58 亿元。根据《武汉中轻工程设计股份有限公司》编制的可行性研究报告，该项目建成后可实现年产值 7.90 亿元，年净利润 1.14 亿元，内部收益率 13%。

码头白纸板配套仓储堆场项目主要是依托关联方宁波冠保码头有限公司（简称“宁波冠保码头”）5 万吨级通用码头工程建设。宁波冠保码头在该项目对岸线投资建设“宁波冠保码头有限公司 5 万吨级通用码头工程”，建成后除满足公司生产所需原材料的运输外，还将承担北仑港区部分散杂货的运输业务，预计将在 2020 年 12 月完工。截至 2020 年 3 月末，该项目已完成投资金额 0.14 亿元。

电厂改造项目针对厂区现有自备电厂进行提效节能改造，并响应国家节能、降耗、减污的产业政策，利用背压式汽轮发电机组代替原有减温减压站，降低该公司热电厂的供热、供电能耗，提高其供热的稳定性和经济性。根据浙江德邻联合工程有限公司的可行性分析报告，该项目含税外购电价 0.523 元/MWh、含税供汽价 122.06 元/t 的情况下，项目年均税前利润额为 1.13 亿元，全部投资所得税后内部收益率为 62.71%，资本金投资回收期 2.04 年。

上述项目建设资金来源主要是银行借款，未来公司将面临一定的投融资压力，且负债规模或有所提升。

图表 18. 截至 2020 年 3 月末公司主要在建工程情况（单位：万吨/年，亿元）

主要项目	产能	总投资额	计划起止年限	资金来源	截至 2020 年 3 月末累计投资额	投资计划	
						2020 年 4-11 月	2021 年
年产 30 万吨化学机械浆项目	30	8.95	2019.09-2021.02	银行借款、自有资金	0.58	6.07	暂未提供
码头白板配套仓储堆场项目（木片、煤炭）	-	5.50	2019.12-2020.12		0.14	1.96	暂未提供
电厂改造项目	-	1.85	2019.06-2021.05		0.07	0.38	暂未提供
合计	30	16.30	-	-	0.79	8.41	-

资料来源：亚洲浆纸业

管理

该公司为金光纸业下属子公司，股权结构较为稳定。跟踪期内，公司管理人员稳定性较好，为公司良好发展提供基础。但公司关联交易规模很大，且为关联方提供较大规模的内保外贷及委托贷款，占用了大量资金，面临的风险管控压力大。

截至 2019 年末，金光纸业直接持有该公司 16.63% 的股份，通过中华纸业间接持有公司 50.00% 的股份，黄志源（新加坡国籍）通过 APP（中国）集团有限公司、亚洲浆纸业股份有限公司、亚洲浆纸业中国控股有限公司、富龙投资集团有限公司及金光纸业等一系列公司间接持有公司的股权，为公司实际控制人。

截至 2019 年末，金光纸业合并口径资产总额达到 1,913.78 亿元，负债总额为 1,229.98 亿元，净资产为 683.81 亿元，资产负债率为 64.27%。2019 年金光纸业实现营业收入 651.10 亿元，营业利润为 46.82 亿元，净利润为 39.20 亿元。总体上看，金光纸业是我国目前规模最大的制浆造纸集团，具有很强的综合实力，可为该公司一定的支持。

该公司日常经营中的关联交易包括原材料采购和销售商品等，均借助金光纸业统一的购销体系进行，因此公司与关联企业之间的关联交易金额很大。公司与关联企业之间的交易均按市场价格计价。2019 年，公司向关联方销售产品 84.93 亿元，同比变化不大，主要向宁波金光纸业贸易公司和金东贸易（香港）有限公司销售产品，发生额分别为 57.83 亿元和 24.33 亿元；向关联方购买原材料 14.28 亿元，同比减少 22.17%，系公司当年原材料采购量减少，且木浆价格回落，以及向外部采购增加所致。

图表 19. 公司主要关联交易（单位：万元）

关联方名称	与公司关系	2019 年	2018 年
销售环节关联交易金额合计	—	849,370.69	822,993.27
金东贸易（香港）有限公司	同一实际控制人	243,293.66	160,718.51
宁波金光纸业贸易有限公司 ⁶	同一实际控制人	578,334.64	259,849.22
金光纸业（广州）有限公司	同一实际控制人	-	49,350.17
金光纸业（无锡）有限公司	同一实际控制人	-	70,278.79
金光纸业（深圳）有限公司	同一实际控制人	-	33,296.15
上海金光纸业产品服务有限公司	同一实际控制人	-	52,195.69
金光纸业（东莞）有限公司	同一实际控制人	-	22,831.24
杭州金光纸业产品服务有限公司	同一实际控制人	-	26,004.23
金光纸业（成都）有限公司	同一实际控制人	-	17,959.81
湖北金光纸业产品服务有限公司	同一实际控制人	-	24,859.59
金光纸业（郑州）有限公司	同一实际控制人	-	25,435.95
金光纸业（厦门）有限公司	同一实际控制人	-	13,663.29
金光纸业（大连）有限公司	同一实际控制人	-	11,785.24
金光纸业（青岛）有限公司	同一实际控制人	-	15,110.04
金光纸业（天津）有限公司	同一实际控制人	-	13,266.08
其他	—	27,742.39	26,389.27
采购环节关联交易金额合计	—	142,768.73	183,442.68
金东贸易（香港）有限公司	同一实际控制人	32,954.09	67,568.49
宁波中华纸业有限公司	同一实际控制人	51,946.48	46,487.93
海南金海贸易（香港）有限公司	同一实际控制人	17,304.94	18,608.62
宁波亚洲纸管纸箱有限公司	同一实际控制人	10,742.68	18,261.61
金笠贸易（上海）有限公司	同一实际控制人	7,604.85	10,691.93
其他	—	22,215.70	21,824.10

资料来源：根据亚洲浆纸业所提供数据整理。

委托贷款方面，2019 年末该公司向股东金光纸业提供委托贷款 8.25 亿元，较上年末减少 4.64 亿元，期限为一年以内，未约定利率。关联担保方面，年末公司为关联企业提供内保外贷形成的或有负债 30.66 亿元，同比增长 42.06%，占净资产的比重为 38.68%，被担保方主要是金光纸业及关联方金东贸易（香港）有限公司。整体看，公司或有负债金额较大，形成了较大规模的资金占用以及或有损失风险。同时，仍需关注担保企业经营及财务质量情况。

跟踪期内，根据公开市场及该公司提供的资料显示，该公司未发生欠息欠贷事件，存续债券付息正常；未发生重大工商、质量、安全事故。截至 2019 年末，公司不存在重大诉讼事件。

⁶ 2019 年宁波金光纸业贸易有限公司提升为贸易总公司，该公司统一与宁波金光纸业贸易有限公司进行结算。

图表 20. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2020.5.13	未提供	正常	不涉及	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2020.5.13	正常	正常	不涉及	不涉及
诉讼	公司年报及公开信息	—	无	无	不涉及	不涉及
工商	公司年报及公开信息	—	无	无	不涉及	不涉及
质量	公司年报及公开信息	—	无	无	不涉及	不涉及
安全	公司年报及公开信息	—	无	无	不涉及	不涉及

资料来源：根据亚洲浆纸业所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

财务

跟踪期内，该公司短期刚性债务占比进一步增长，公司受限资产规模仍高，且可动用的货币资金有限，资产流动性弱，存在较大的即期债务偿付压力。公司外销业务规模扩大导致应收账款快速增长，需关注后续货款回收情况。公司经营性现金净流量情况较好，可为即期债务偿付提供缓冲。

1. 数据与调整

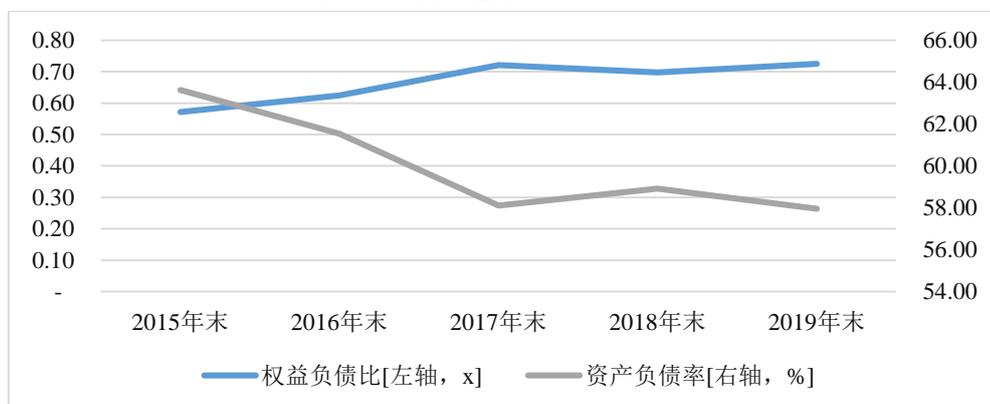
安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2019 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则（2006 版）》。

跟踪期内，该公司仍为单体公司，合并范围无其他子公司。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 21. 公司财务杠杆水平变动趋势

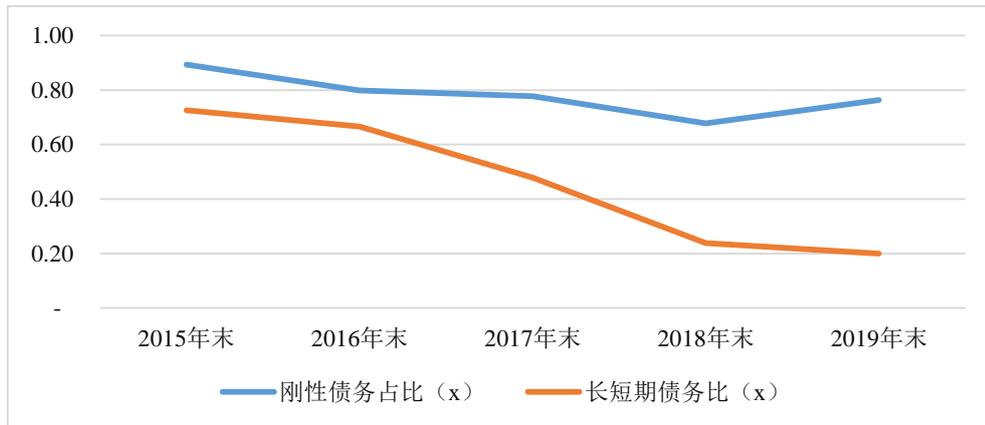


资料来源：根据亚洲浆纸业所提供数据绘制。

2017-2019 年末, 该公司负债总额分别为 94.06 亿元、103.74 亿元和 109.27 亿元; 资产负债率分别为 58.11%、58.91% 和 57.96%, 呈现小幅波动。权益资本方面, 依托主业经营积累, 公司所有者权益保持增长, 同期末分别为 67.79 亿元、72.35 亿元和 79.25 亿元。公司所有者权益主要由实收资本和未分配利润构成, 其中实收资本近年来未发生变化, 增长均来自未分配利润, 2017-2019 年末分别为 18.82 亿元、23.38 亿元和 30.28 亿元, 关注利润分配对公司所有者权益产生的影响。

(1) 债务结构

图表 22. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末
刚性债务 (亿元)	90.83	77.76	73.38	74.63	83.59
应付账款 (亿元)	7.97	14.86	11.48	13.01	16.02
预收账款 (亿元)	1.55	3.15	3.71	8.30	0.17
其他应付款	0.41	0.53	1.49	0.35	0.54
刚性债务占比 (%)	89.54	80.20	78.02	71.94	76.49
应付账款占比 (%)	7.86	15.32	12.21	12.54	14.66
预收账款占比 (%)	1.53	3.25	3.95	8.00	0.15
其他应付款	0.40	0.55	1.58	0.34	0.49

资料来源: 根据亚洲浆纸业所提供数据绘制。

2017-2019 年末, 该公司长短期债务比分别为 47.80%、23.87% 和 19.91%, 债务逐年趋于短期, 即期债务偿付压力逐渐增大。

该公司负债主要以刚性债务、应付账款、预收账款、其他应付构成, 2019 年末分为 83.59 亿元、16.02 亿元、0.17 亿元、5.38 亿元, 合计占比超过 95%。应付账款主要包括应付设备款和原材料采购款, 较上年末增长 23.16%, 主要是 2019 年原材料采购协议账期整体缩短所致; 预收款项主要为预收关联方货款, 年末占比为 95.15%, 2019 年金光纸业将多家内贸公司整合为宁波金光纸业贸易有限公司统一交易, 由于上述主体前期运营还在进行调整, 导致年末预收款项大幅减少 8.13 亿元, 后续随着相关主体运营逐步进入正轨, 公司预收账款将逐渐回升; 其他应付款为与关联方的往来款, 较上年末增加 4.33 亿

元，其中宁波冠保仓储有限公司和宁波华冠燃料有限公司年末余额分别为 2.65 亿元和 1.55 亿元。

(2) 刚性债务

图表 23. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末
短期刚性债务合计	49.63	38.36	45.02	59.88	67.97
其中：短期借款	23.32	14.46	19.30	19.55	35.41
一年内到期的长期借款	4.54	6.24	5.69	3.91	0.46
应付短期债券	-	-	-	-	-
应付票据	12.48	7.63	15.25	22.20	23.76
交易性金融负债	-	-	0.31	0.03	-
其他短期刚性债务	9.29	10.03	4.46	14.19	8.34
中长期刚性债务合计	41.20	39.40	28.36	14.75	15.62
其中：长期借款	18.22	13.62	10.06	6.87	-
应付债券	5.59	9.86	9.89	-	0.03
其他中长期刚性债务	17.39	15.92	8.41	7.88	15.59
综合融资成本（年化，%）	5.28	5.06	4.93	4.63	4.95

资料来源：根据亚洲浆纸业所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算。

2017-2019 年末，该公司刚性债务分别为 73.38 亿元、74.63 亿元和 83.59 亿元，2019 年末因在建项目投入及日常运营资金需求增加等原因，短期借款及融资租赁款均有所增长。公司刚性债务占负债总额的比重较高，2019 年末为 76.49%。公司刚性债务主要由银行借款、应付票据和融资租赁等构成。年末公司银行借款合计 35.87 亿元，较上年末增长 18.26%。公司银行借款大部分为短期借款，年末余额 35.41 亿元，借款方式包括抵押借款、质押借款和保证借款，比例分别约为 24%、31%和 45%，其中抵、质押借款以房屋建筑物和应收账款作为抵、质押物⁷；应付票据系公司经营采购形成，较上年末增长 7.01%；应付债券余额 0.03 亿元，为“16 亚洲浆”未回售余额；公司采取售后回租形式出售了 6 号纸机和电厂的发电设备，形成对国银租赁、浦银租赁和平安租赁等的融资租赁款合计 23.78 亿元，较上年末增长 100.67%，其中一年内到期的为 8.19 亿元。

此外，2019 年末该公司因向关联企业提供内保外贷及担保形成的或有负债 30.66 亿元，或有负债金额仍较大，形成了较大规模的资金占用以及或有损失风险。

2017-2019 年该公司综合融资成本区间为 4.42%-4.95%，水平处于合理范围。从债务期限结构和融资成本来看，截至 2019 年末，公司 1 年以内、1~2

⁷ 2019 年 12 月 31 日，公司账面价值为人民币 11.66 亿元的房屋及建筑物、账面价值为人民币 13.91 亿元的应收账款已被抵押/质押，作为取得短期借款的担保。

年（不含 2 年）、2~3 年（不含 3 年）、3~5 年（不含 5 年）和 5 年及以上刚性债务占比分别为 72.04%、14.80%、10.22%和 2.94%，债务期限集中在短期内，公司面临的即期债务偿付压力较大。

图表 24. 公司 2019 年末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年（不含 2 年）	2~3 年（不含 3 年）	3~5 年（不含 5 年）
3%以内	0.14	-	-	-
3%~4%（不含 4%）	0.11	-	-	-
4%~5%（不含 5%）	36.48	1.22	1.28	0.89
5%~6%（不含 6%）	2.35	2.00	2.11	-
6%~7%（不含 7%）	5.71	5.99	2.95	0.94
7%以上	-	0.03	-	-
合计	44.78	9.23	6.35	1.83

资料来源：亚洲浆纸业

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 25. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
营业周期（天）	202.57	206.89	126.96	130.04	142.70
营业收入现金率（%）	153.92	137.87	104.94	113.43	85.29
业务现金收支净额（亿元）	-1.45	20.25	11.25	32.17	24.32
其他因素现金收支净额（亿元）	2.75	-3.35	1.68	-5.13	4.14
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	1.30	16.90	12.93	27.05	28.46
EBITDA（亿元）	5.18	8.15	16.59	13.27	18.29
EBITDA/刚性债务（倍）	0.06	0.10	0.22	0.18	0.23
EBITDA/全部利息支出（倍）	1.33	1.96	4.58	4.07	3.95

资料来源：根据亚洲浆纸业所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2017-2019 年，该公司营业周期分别为 126.96 天、130.04 天和 142.70 天，逐年拉长，主要是应收账款规模持续扩大所致；营业收入现金率分别为 104.94%、113.43%和 85.29%。公司经营活动现金流量主要与主业经营活动有关，其他因素现金收支净额主要是与关联方往来款，规模相对较小，影响有限。2017-2019 年公司经营性现金流量净额分别为 12.93 亿元、27.05 亿元和 28.46 亿元，呈一定规模的净流入，可为即期债务偿付提供缓冲。

该公司 EBITDA 主要来自利润总额、列入财务费用的利息支出和固定资产折旧，2019 年合计占比超过 98%。受利润总额波动影响，近三年 EBITDA

呈现波动，分别为 16.49 亿元、13.27 亿元和 18.29 亿元，对刚性债务覆盖程度亦呈现波动；但 2019 年公司银行借款及融资租赁增长较多，列入财务费用的利息支出增速高于 EBITDA，因此对利息支出的保障程度呈逐年下降态势。

(2) 投资环节

图表 26. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
回收投资与投资支付净流入额	0.55	0.63	0.30	-12.48	-7.73
其中：与主业有关的投资净额	0.55	0.63	0.30	-12.48	-7.73
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-3.97	-0.72	-0.92	-0.16	-1.33
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.84	0.75	2.51	1.82	-10.23
投资环节产生的现金流量净额	-4.27	0.66	1.90	-10.82	-19.29

资料来源：根据亚洲浆纸业所提供数据整理。

近几年，该公司投资环节现金流除少部分购建机器设备等固定资产支出外，主要是内保外贷/委托贷款质押金的收支。2018-2019 年公司向金光纸业分别提供委托贷款 12.89 和 8.25 亿，导致投资活动现金流出额较大；另外 2019 年公司购买可供出售金融资产⁸，形成支付其他与投资活动有关的现金 8.00 亿元。2017-2019，公司投资活动产生的现金流量净额为分别为 1.90 亿元、-10.82 亿元和-19.29 亿元。

(3) 筹资环节

图表 27. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
权益类净融资额	-	-	-	-	-
债务类净融资额	0.10	-24.83	-8.40	-13.19	-13.51
其中：现金利息支出	4.77	5.93	3.83	3.49	4.08
筹资环节产生的现金流量净额	5.50	-16.66	-12.17	-11.38	-17.05

资料来源：根据亚洲浆纸业所提供数据整理。

该公司主要通过银行借款和融资租赁的方式融资，近几年筹资活动主要是债务偿付与举措产生的现金流入与流出。2017-2019 年，公司债务偿付规模较大，筹资活动产生的现金流量呈大额净流出，分别为-12.17 亿元、-11.38 亿元和-17.05 亿元。现阶段，公司计划发行公司债券补充流动资金、替换短期债务，另外未来拟建项目投资规模较大，仍需通过银行借款等方式弥补资金缺口，后续财务杠杆将进一步上升。

⁸ 2019 年度，该公司新增购买基金份额 800,000,000.00 份。于 2019 年 12 月 31 日，公司对该基金持有份额合计 800,000,000.00 份，账面价值为 1 元每份。

4. 资产质量

图表 28. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	58.81	58.35	65.28	84.16	91.93
	36.89%	37.03%	40.33%	47.79%	48.76%
其中：货币资金（亿元）	25.54	24.90	26.27	31.90	34.85
应收票据（亿元）	6.11	6.17	3.75	3.00	2.87
应收账款（亿元）	14.72	10.58	18.42	18.66	30.04
存货（亿元）	6.70	5.77	10.18	9.48	6.43
其他应收款	2.64	4.95	1.75	6.15	6.95
委托贷款	-	-	-	12.89	8.25
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	100.61	99.22	96.56	91.93	96.59
	63.11%	62.97%	59.66%	52.21%	51.24%
其中：固定资产（亿元）	31.16	80.25	81.52	79.60	77.35
在建工程（亿元）	57.06	6.25	3.01	0.66	1.33
可供出售金融资产（亿元）	3.70	3.57	3.44	3.29	8.20
其他非流动资产（亿元）	8.33	8.77	8.22	7.99	6.37
期末全部受限资产账面金额（亿元）	27.88	27.06	24.93	77.51	66.50
期末抵押融资余额（亿元）	53.78	47.92	45.72	31.16	45.61
受限资产账面余额/总资产（%）	17.49	17.17	15.40	44.02	35.28

资料来源：根据亚洲浆纸业所提供数据整理。

2017-2019 年末，该公司资产总额分别为 161.85 亿元、176.09 亿元和 188.52 亿元，逐年增长。2019 年末公司流动资产占比为 48.76%，主要由货币资金、应收票据、应收账款、存货、其他应收款和委托贷款构成，余额分别 34.85 亿元、2.87 亿元、30.04 亿元、6.43 亿元、6.95 和 8.25 亿元。其中货币资金较上年末增长 9.26%，其中 29.44 亿元用于银行借款质押、信用证担保等，受限规模较大，扣除受限部分后现金比率为 9.90%，相较于较大规模的短期刚性债务而言，可动用的货币资金存量不足。应收票据和应收账款为公司日常经营形成，其中应收账款较上年末大幅增长 60.93%，一方面因外销规模扩大（年末外销形成的应收账款占比 73.01%），另一方面因科目调整所致（2019 年末公司将原计入其他应收款的贸易业务相关的木浆应收款项 4.50 亿元调整至应收账款）；年末公司根据账面价值计提坏账准备 16.19 万元。应收票据较上年末变化不大。存货主要由原材料、库存商品和产成品构成，占比分别约为 44%、17% 和 27%，年末存货规模较上年末减少 32.22%，主要是原材料大幅减少 46.46%，公司存货计提跌价准备 0.20 亿元。其他应收款为公司与关联方的往来款，其中前五名⁹合计占其他应收款的 58.53%。委托贷款较上年末减少 35.98%，系公司通过中国银行上海市分行贷予金光纸业的委托贷款，期限 1 年，不计利息。

⁹ 前五名为宁波中华纸业、宁波纸业发展投资有限公司、宁波亚洲纸管纸箱有限公司、金翌贸易（上海）有限公司和富龙投资集团有限公司。

2017-2019 年末, 该公司非流动资产分别为 96.56 亿元、91.93 亿元和 96.59 亿元。公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、可供出售金融资产和其他非流动资产构成, 2019 年末余额分别为 77.35 亿元、1.33 亿元、8.20 亿元和 6.37 亿元。其中固定资产主要是机器设备、房屋及建筑物等, 较上年末减少 2.35%。在建工程较上年末增长 101.02%, 主要是年产 30 万吨化机浆等项目的不断推进所致。无形资产主要是土地使用权, 较上年末变化不大。其他非流动资产主要是融资租赁售后回租的递延损失, 较上年末减少 20.33%。可供出售金融资产年末新增 8 亿元, 系公司持有的私募基金份额。

2019 年末, 该公司受限资产规模 66.50 亿元, 占资产总额比重的 35.28%, 主要用于信用证保证金、银行借款质押和担保。

图表 29. 2019 年末公司受限资产构成情况 (亿元)

项目	金额	受限原因
货币资金	29.44	信用证保证金、借款担保
应收账款	22.84	借款质押
固定资产	11.66	借款担保
无形资产	2.57	借款担保
合计	66.50	-

资料来源: 根据亚洲浆纸业所提供数据整理。

5. 流动性/短期因素

图表 30. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末
流动比率 (%)	100.09	100.28	102.58	100.49	100.88
速动比率 (%)	83.75	85.84	82.69	87.83	91.35
现金比率 (%)	53.87	53.47	47.17	41.67	41.39

资料来源: 根据亚洲浆纸业所提供数据整理。

跟踪期内, 该公司资产流动性指标水平尚可, 但公司受限资产规模较大, 尤其货币资金受限占比较高, 实际资产流动性弱。

6. 表外事项

截至 2019 年末, 该公司无重大未决诉讼或仲裁形成的或有负债。

截至 2019 年末, 该公司因向关联企业提供内保外贷及担保形成的或有负债 30.66 亿元, 或有负债金额仍较大, 形成了较大规模的资金占用以及或有损失风险。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司为单体公司, 合并范围内无子公司。

外部支持因素

该公司与多家银行仍保持较好的合作关系，截至 2019 年末从各家银行获得的综合授信总额为 78.06 亿元，公司已使用 56.79 亿元，后需仍有一定的融资空间。

图表 31. 来自金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	放贷余额	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	78.06	56.79	2.56%-5.23%	固定资产抵押、金光担保
其中：国家政策性金融机构（亿元）	21.49	17.86	3.4%-4.57%	固定资产抵押、金光担保
工农中建交五大商业银行（亿元）	31.49	22.81	4.35%-5.23%	固定资产抵押、金光担保
其中：五大商业银行占比（%）	40.34	40.17	-	-

资料来源：根据亚洲浆纸业所提供数据整理（截至 2019 年 12 月 31 日）。

附带特定条款的债项跟踪分析

1、16 亚洲浆：回售，调整票面利率

本次债券设置提前回售、调整票面利率特殊条款。回售：投资者回售选择权：该公司发出关于是否调整本期债券票面利率及调整幅度的公告后，债券持有人有权选择在公告的投资者回售登记期内进行登记，将持有的本期债券按面值全部或部分回售给公司；若债券持有人未做登记，则视为继续持有本期债券并接受上述调整；调整票面利率：公司调整票面利率选择权：公司有权决定在本期债券存续期的第 3 年末调整本期债券后 2 年的票面利率，公司将于本期债券第 3 个计息年度付息日前的第 20 个工作日刊登关于是否调整本期债券票面利率以及调整幅度的公告。若公司未行使利率调整权，则本期债券后续期限票面利率仍维持原有票面利率不变。

根据“16 亚洲浆”设定的回售条款，债券持有人于回售登记期（2019 年 7 月 29 日至 2019 年 8 月 2 日）内对其所持有的全部或部分“16 亚洲浆”登记回售，回售价格为债券面值（100 元/张）。根据中国证券登记结算有限责任公司上海分公司对本期债券回售情况的统计，“16 亚洲浆”回售有效期登记数量为 997,387 手，回售金额为 997,387,000.00 元，公司已全额回售。截至 2020 年 3 月末，“16 亚洲浆”债券余额 2,613,000 元，票面利率 8.34%。

2、外部担保

金光纸业为本次债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，跟踪期内该担保依然有效，可为本次债券本息偿付提供进一步保障。

截至 2019 年末，金光纸业合并口径资产总额达到 1,913.78 亿元，负债总

额为 1,229.98 亿元，净资产为 683.81 亿元，资产负债率为 64.27%。2019 年金光纸业实现营业收入 651.10 亿元，营业利润为 46.82 亿元，净利润为 39.20 亿元。总体上看，金光纸业是我国目前规模最大的制浆造纸集团，具有很强的综合实力，可为该公司一定的支持。

截至 2019 年末，金光纸业可供出售金融资产规模为 170.11 亿元，较上年末增长 22.19 元，其中持有关联方金东贸易（香港）有限公司、Country Max Properties Limited 股权形成可供出售权益工具余额合计 135.91 亿元¹⁰；新增购买基金份额 15.00 亿元；购买博汇纸业 20% 股权形成公允价值变动 14.20 亿元。同年末，金光纸业其他应收款 141.16 亿元（其中应收关联方为 124.53 亿元）、委托贷款 7.54 亿元（全部为向关联方提供的委托贷款）和对外担保 272.96 亿元（其中向关联方提供担保为 223.19 亿元）。总体看，通过直接投资、提供往来款、贷款、担保等多种方式，金光集团存在大量资金向关联企业外流的情况，需关注相关的资金占用、资金回收及或有负债等风险。

跟踪评级结论

跟踪期内，该公司股权结构较为稳定，实际控人仍为黄志源。公司母公司金光纸业是我国目前规模最大的制浆造纸集团，具有很强的综合实力，可为公司一定的支持。此外，公司管理人员稳定性较好，高管人员无重大变动，为公司良好发展提供基础。

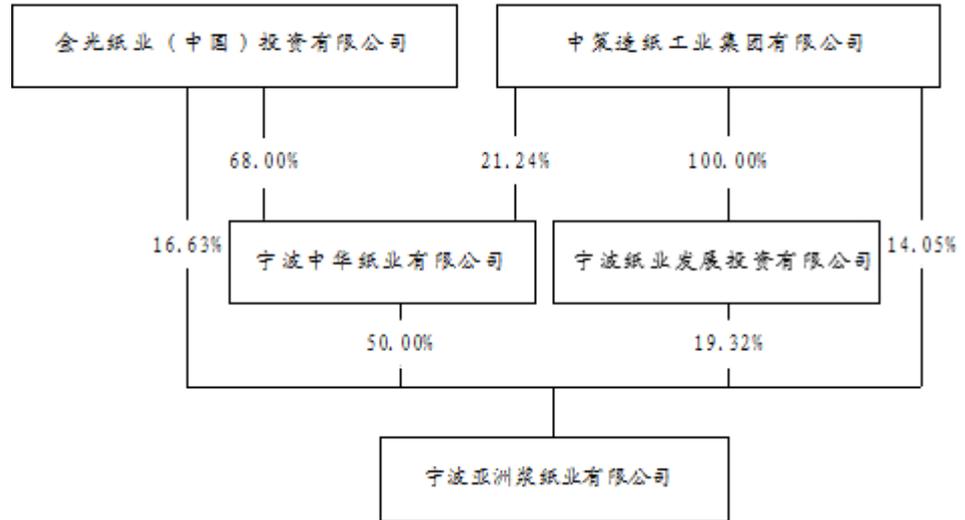
该公司主业突出，生产技术装备较先进，产品市场竞争力较强。公司采购和销售均依托金光纸业的渠道进行，但也因此产生大量关联交易。2019 年公司营业收入保持增长，收入构成随产品结构调整有所变化。另外，木浆占公司生产成本比重进一步上升，未来面临原材料价格波动带来的成本控制压力加大。

该公司短期刚性债务占比进一步增长，且可动用的货币资金有限，资产流动性弱，存在较大的即期债务偿付压力。公司外销业务规模扩大导致应收账款快速增长，需关注后续货款回收情况。公司经营性现金净流量情况较好，可为即期债务偿付提供缓冲。

¹⁰ 2019 年末分别持有上述公司股比 45.67% 和 49%。

附录一：

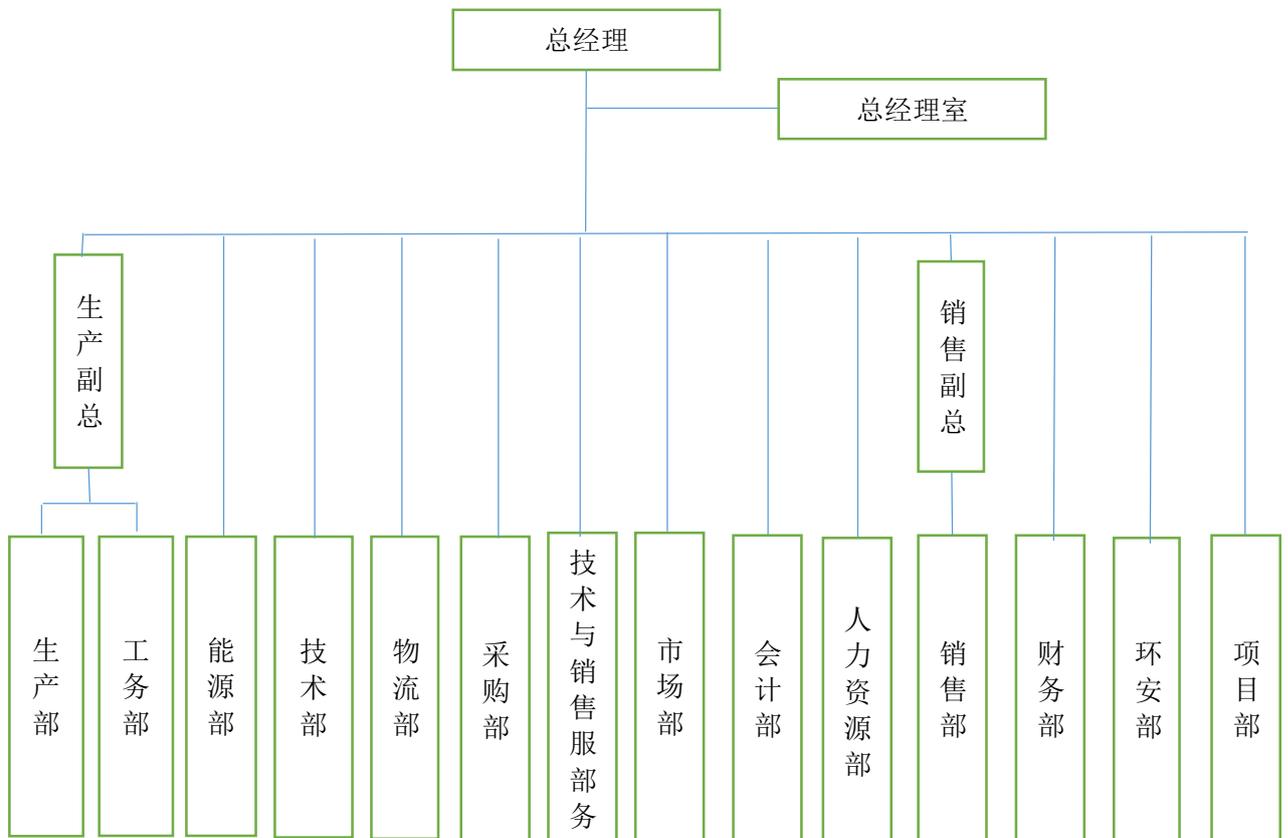
公司与实际控制人关系图



注：根据亚洲浆纸业提供的资料绘制（截至 2019 年末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据亚洲浆纸业提供的资料绘制（截至 2019 年末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2019年(末)主要财务数据(亿元)					备注
					刚性债务余额(亿元)	所有者权益(亿元)	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	经营环节现金净流量(亿元)	
金光纸业(中国)投资有限公司	金光纸业	公司之控股股东	—	纸及纸浆生产、销售	133.15	683.81	651.10	39.20	79.27	
宁波亚洲浆纸业有限公司	亚洲浆纸业	本级	—	工业纸生产、销售	83.59	79.25	88.43	7.61	28.46	

注：根据亚洲浆纸业 2019 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2017年	2018年	2019年
资产总额 [亿元]	161.85	176.09	188.52
货币资金 [亿元]	26.27	31.90	34.85
刚性债务[亿元]	73.38	74.63	83.59
所有者权益 [亿元]	67.79	72.35	79.25
营业收入[亿元]	71.32	85.28	88.43
净利润 [亿元]	7.22	4.59	7.61
EBITDA[亿元]	16.59	13.27	18.29
经营性现金净流入量[亿元]	12.93	27.05	28.46
投资性现金净流入量[亿元]	1.90	-10.82	-19.29
资产负债率[%]	58.11	58.91	57.96
权益资本与刚性债务比率[%]	92.38	96.95	94.81
流动比率[%]	102.58	100.49	100.88
现金比率[%]	47.17	41.67	41.39
利息保障倍数[倍]	3.43	2.64	2.92
担保比率[%]	26.33	29.83	38.68
营业周期[天]	126.96	130.04	142.70
毛利率[%]	22.60	16.96	22.19
营业利润率[%]	12.34	6.28	10.07
总资产报酬率[%]	7.79	5.09	7.41
净资产收益率[%]	11.25	6.55	10.04
净资产收益率*[%]	11.25	6.55	10.04
营业收入现金率[%]	104.94	113.43	85.29
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	21.22	36.70	32.55
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	15.52	16.41	8.61
EBITDA/利息支出[倍]	4.58	4.07	3.95
EBITDA/刚性债务[倍]	0.22	0.18	0.23

注：表中数据依据亚洲浆纸业经审计的 2017~2019 年度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]}+365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出(倍)=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务(倍)=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性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券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、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。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《造纸行业信用评级方法》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。