

# 远东资信评估有限公司

远东信评（2022）0302 号

## 广西金桂浆纸业有限公司 主体信用评级信用等级通知书

广西金桂浆纸业有限公司：

远东资信评估有限公司对贵公司进行了信用评级。经远东资信信用评级委员会审定，贵公司主体信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

特此通知

远东资信评估有限公司

二〇二二年十二月十五日

# 广西金桂浆纸业有限公司 主体信用评级报告

远东信评（2022）0302 号



远东资信评估有限公司  
Fareast Credit Rating Co.,Ltd.

二〇二二年十二月

# 广西金桂浆纸业有限公司 主体信用评级报告

远东信评（2022）0302 号

## 评级结果

主体信用等级：AA<sup>+</sup>

评级展望：稳定

评级时间：2022 年 12 月 15 日

## 主要财务数据

人民币：亿元	2019	2020	2021	2022.9
资产总额	233.35	285.38	316.75	365.36
所有者权益	112.75	130.85	161.09	172.00
总债务	50.23	86.50	111.96	140.11
营业收入	132.67	140.41	142.56	123.24
净利润	6.42	15.95	16.62	6.48
EBITDA	15.31	25.58	28.56	-
营业利润率(%)	5.50	12.97	13.52	6.16
净资产收益率(%)	5.89	13.10	11.39	-
资产负债率(%)	51.68	54.15	49.14	52.92
总债务资本化比率(%)	30.82	39.80	41.00	44.89
流动比率(%)	90.22	125.82	151.42	155.28
EBITDA 利息保障倍数(倍)	6.23	11.41	6.78	-
总债务/EBITDA (倍)	3.28	3.38	3.92	-

数据来源：公司 2019~2021 年审计报告及 2022 年 9 月未经审计财务报表。

分析师：刘广华 liuguanghua@fecr.com.cn

石佳 shijia@fecr.com.cn

电话：010-57277666 021-65100651

网址：www.sfecr.com

地址：北京市东直门南大街 11 号中汇广场 B 座 11 层  
上海市大连路 990 号海上海新城 9 层

## 评级观点

远东资信评估有限公司（以下简称“远东资信”）对广西金桂浆纸业有限公司（以下简称“广西金桂”或“公司”）的评级，反映了公司作为金光纸业（中国）投资有限公司（以下简称“金光纸业”）在中国布局的浆纸一体化重要生产基地之一，主营纸浆和白卡纸的生产与销售，公司生产设备先进、自动化水平较高，白卡纸产能位居国内前列，其生产的白卡纸产品在国内具备较高品牌知名度；同时公司依托 APP China Holding Ltd 以及金光纸业进行统一采购、集中销售，一定程度上可控制采购和销售成本。得益于 2020 年下半年以来国内白卡纸单价上涨及消费复苏，公司自营白卡纸制造业务毛利率明显上升，公司整体盈利能力得以改善。随着白卡纸产能的扩大，未来公司产销量有望进一步提升。

远东资信同时关注到，公司关联交易规模较大，原材料价格波动性较强，在建产能扩建项目待投资金额仍较大，应收及预付款项规模进一步增长，公司债务负担不断增长、面临一定短期集中偿付压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

综上，远东资信评定广西金桂浆纸业有限公司的主体信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

## 优势

- 公司作为金光纸业在中国布局的浆纸一体化重要生产基地之一，主营纸浆和白卡纸的生产与销售，其生产的白卡纸产品在国内具备较高市场知名度。
- 得益于 2020 年下半年以来国内白卡纸单价上涨及消费复苏，2020 年以来公司自营白卡纸制造业务毛利率明显上升，推动公司整体盈利能力有所改善。
- 公司依托 APP China Holding Ltd 及金光纸业在国内外的销售网络及统一采购体系进行销售和采购，可一定程度节约公司销售、采购成本。



## 评级模型

### 本次评级适用评级方法与模型

工商企业通用信用评级方法与模型 (FECR-GSTY-V01-202208)

外部支持专项评价方法 (FECR-WBZC-V01-202204)

评级要素	指标名称	权重	档位
规模	净资产	10.00%	1
	营业收入	10.00%	1
业务状况	市场地位及竞争力	25.00%	3
	业务多样性	15.00%	2
盈利能力	EBIT 利润率	10.00%	1
财务杠杆 与偿债能力	资产负债率	10.00%	2
	总债务/EBITDA	10.00%	1
	EBITDA 利息保障倍数	10.00%	2
基本信用状况评价 (BACP)			aa
评价调整 (AM)			-
个体信用状况 (ASCP)			aa
外部支持调整			+1
评级模型级别			AA <sup>+</sup>

### 模型评估与调整说明:

受评企业的评级模型级别在个体信用状况的基础上考虑外部支持调整得到。其中,个体信用状况综合反映了基本信用状况评价以及个体相关的评价调整因素,外部支持主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定,可能与评级模型级别存在差异。

- 公司白卡纸产能居国内前列,随着金桂二期第一台纸机 PM2 于 2021 年底投产,公司白卡纸产能提升至 190 万吨/年,未来产销量有望进一步提升。

## 关注

- 受公司业务模式影响,公司销售及采购以关联交易为主,关联应收账款增长较多,需关注关联交易定价及款项回收风险。
- 为应对原材料价格波动以及金桂二期 PM2 纸机投产,公司增加原材料储备,预付账款及存货规模进一步增长,近年经营性及投资性现金净流出较多,存在一定的资金压力。
- 近年公司产能扩建以及原材料储备需求的增加,导致公司债务负担不断增长,且以短期债务为主,面临一定短期集中偿付压力。
- 公司在建扩产项目待投资金额仍较大,面临较大的资本支出压力。

## 评级报告声明

- 一、除因本次评级事项远东资信评估有限公司与广西金桂浆纸业有限公司构成受托委托关系外，远东资信评估有限公司、本次评级分析师与广西金桂浆纸业有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 二、远东资信评估有限公司与本次评级分析师已履行尽职调查与诚信尽责的义务，保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了合理审慎的核查，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述及担保。
- 三、远东资信评估有限公司出具的评级结论是根据远东资信评估有限公司信用评级标准和程序做出的独立判断，未因被评对象和其他任何组织及个人的影响改变评级意见。
- 四、本报告信用等级在本报告出具之日起一年内有效，在有效期限内，远东资信评估有限公司拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。
- 五、本评级报告观点仅为远东资信评估有限公司对评级对象信用状况的个体意见，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议，投资者应审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。
- 六、本评级报告反映被评对象主体信用水平，版权归远东资信评估有限公司所有，未经远东资信评估有限公司书面授权与许可，任何单位与个人不得复制、转载、散发和出售报告的信息。



## 一、公司概况

广西金桂浆纸业有限公司（以下简称“广西金桂”或“公司”）成立于2003年9月，系由金光纸业（中国）投资有限公司（以下简称“金光纸业”）和钦州市林业开发公司（以下简称“钦州林业”）共同出资设立的中外合资企业，初始注册资本1,000.00万元，其中金光纸业持股95.00%，钦州林业持股5.00%。2004年3月，钦州林业将其持有的5.00%股权转让予钦州市华晖林业有限责任公司（以下简称“华晖林业”）。后经多次增资和注册资本变更，截至2022年9月末，公司注册资本为144.52亿元，实收资本124.70亿元，其中金光纸业持股比例为97.63%，华晖林业持股比例为2.37%，金光纸业系公司控股股东，自然人黄志源先生通过境外设立的信托对公司行使控制权（见附录1），系公司实际控制人。

金光纸业为我国综合性造纸龙头企业，由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”）<sup>1</sup>于1999年2月成立，成立以来陆续投资建设了金东纸业（江苏）股份有限公司（以下简称“金东纸业”）、宁波中华纸业有限公司（以下简称“宁波中华”）、宁波亚洲浆纸业有限公司（以下简称“宁波亚洲”）、金红叶纸业集团有限公司（以下简称“金红叶纸业”）、海南金海浆纸业有限公司（以下简称“金海浆纸业”）、金华盛纸业（苏州工业园区）有限公司（以下简称“金华盛纸业”）等多家浆纸生产型子公司<sup>2</sup>；根据公开数据截至2020年末，金光纸业在全国6个省拥有林地416.7万亩，其中已种植面积384.1万亩，林、浆、纸产业一体化程度较高。2021年金光纸业生产纸浆和纸产品合计1,455.33万吨，其中包括纸浆251.46万吨、各类纸产品1,203.87万吨，产量居行业领先地位，规模化生产优势显著。金光纸业对旗下生产型子公司的大宗原材料、备件及燃料（包括原木、木片、纸浆、试剂、煤炭等）统一采购，产品实行统一销售，可有效控制各生产子公司业务成本。截至2022年9月末，金光纸业旗下白卡纸生产的子公司包括2020年初收购的山东博汇集团有限公司的核心子公司山东博汇纸业股份有限公司（以下简称“博汇纸业”）、宁波亚洲及广西金桂三家。

表 1：金光纸业主要生产型子公司情况

子公司名称	主要产品	单位：万吨、亿元、%						
		2021 年纸品产量	2021 年浆产量	总资产	资产负债率	营业收入	净利润	毛利率
博汇纸业	白纸板、文化纸、箱板纸等	313.52	-	199.14	63.51	162.76	17.06	22.79
宁波亚洲	包装类、食品级白卡纸等工业用纸	198.85*	-	239.29	61.35	97.44	13.27	32.77
金东纸业	铜版纸	184.00*	-	699.94	60.54	337.49	20.00	18.38
金红叶纸业	卫生纸、面巾纸、厨房用纸、湿纸巾等生活用纸	178.00	-	295.82	64.41	98.02	2.78	-
金海浆纸业	铜版纸、木浆	154.43	157.50*	290.08	54.32	110.30	9.60	-
广西金桂	纸浆、白卡纸	111.70	100.85	316.75	49.14	142.56	16.62	22.19

注 1：各子公司财务数据为 2020 年年末数据；

注 2：宁波亚洲纸品产量为 2020 年度数据；

<sup>1</sup>根据公开信息，金光集团（英文名：Sinar Mas Group）由印尼知名华人黄奕聪先生于 1962 年创立，2021 年被世界著名财经杂志《福布斯》评为印尼第二大财团，核心产业包括浆纸业、金融业、房地产业、农业与食品加工业等四大核心产业，亚洲浆纸业有限公司（英文名：Asia Pulp & Paper Co., Ltd.）为金光集团制浆造纸板块运营主体，自 1992 年起开始中国区的投资，并于 1998 年成立 APP China Holding。

<sup>2</sup> 宁波中华本部原厂址于 2021 年 5 月关停，金华盛纸业和金红叶纸业均于 2022 年 4 月原厂址关停搬迁。



注 3：金红叶纸业及金海浆纸业为金东纸业子公司，金东纸业 2021 年纸产品产量仅统计本部口径；

注 4：金海浆纸业浆产量为 2020 年度数据；

资料来源：公开资料，远东资信整理

公司系金光纸业在中国布局的浆纸一体化生产基地之一，主营纸浆和白卡纸的生产与销售业务，其生产的“金蝶兰”、“帝王松”和“富桂”品牌的白卡纸产品及“金钱豹”品牌的纸浆产品在国内具备较高市场知名度。截至2022年9月末，公司拥有3条纸浆生产线及2条白卡纸生产线，其中纸浆年产能75万吨，随着年产180万吨高档纸板扩建项目第一台纸机PM2于年初投产，公司白卡纸年产能增至190万吨，白卡纸产能位居国内前列。同时，APP China Holding为广西金桂生产基地配套建设原料林基地140万亩，位于南宁、钦州、玉林、防城港、柳州、百色等市共10个林场和1个中心苗圃<sup>3</sup>。

截至2022年9月末，公司纳入合并范围的一级子公司共2家，系金桂贸易（香港）有限公司（以下“金桂香港”）以及新增设立的广西金桂物流有限公司。

截至2021年末，广西金桂总资产316.75亿元，同比增加10.99%；所有者权益合计161.09亿元，同比增加23.11%。2021年，广西金桂实现营业收入142.56亿元，同比增加1.53%；净利润16.62亿元，同比增加4.21%。

截至2022年9月末，广西金桂总资产365.36亿元，所有者权益合计172.00亿元；2022年1~9月广西金桂实现营业收入123.24亿元，净利润6.48亿元。

## 二、运营环境

**新冠病毒不断变种导致全球防疫形势依然严峻，2021 年中国作为全球主要经济体中最先恢复正常生产生活秩序的国家之一，实现了良好的经济增长，完整的工业体系和庞大的国内市场需求，为后疫情时代国内经济复兴奠定了基础；但当前国际局势下，地缘政治矛盾冲突不断、大国博弈持续，对今后数十年的世界格局产生深远影响，增加国内经济发展的不确定性**

根据国家统计局公布的数据，2021年国内生产总值114.37万亿元，按不变价格计算，比上年增长8.1%，与市场预期数据基本相符。其中，最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口对经济增长的贡献率分别为65.4%、13.7%、20.9%。从投资方面来看，2021年固定资产投资54.45万亿元，较上年增长4.9%。其中上半年固定资产投资增速稳步恢复，同比增长12.6%，两年平均增速4.5%，但下半年投资增速出现下滑，两年增速下降至3.9%，且固定资产投资结构分化明显。房地产投资方面，2021年一季度房地产开发景气度较高，但自6月受到恒大事件影响，叠加融资“三条红线”、房地产贷款“两个上限”、土地供应“两集中”管理体系的政策监管落地，房地产行业企业融资环境收紧，房地产投资明显走弱，2021年房地产开发投资同比增长4.4%。基建投资方面，上半年基建投资增速7.8%，增速相对温和；7月银保监会出台“15号文”，基建投资增速明显放缓，2021年增长仅0.4%。基建投资在疫情时期作为经济托底手段，随着城镇化率的提高及政府债务的约束，未来整体将保持平稳，面向重点区域和重点领域投资，不再以城镇和土地为核心，将由老基建向新

<sup>3</sup> 入账公司为广西金钦州丰产林有限公司、广西金桂林业有限公司等 APP 集团旗下造林子公司。





基建领域倾斜。制造业投资方面，2021年制造业投资同比增长13.5%，成为推动固定资产投资增长的主要驱动力。一方面受益于工业经济持续稳定恢复，企业盈利的稳步积累。2021年全国规模以上工业企业利润总额同比增长34.3%，两年平均增长18.2%；在41个工业大类行业中，有21个行业利润两年平均增速超过10%。另一方面受益于2021年我国加大对制造业的政策支持，减税降费、融资等政策向制造业倾斜，支持企业科技创新和传统产业改造升级。但分行业来看，制造业投资内部结构有所分化。其中，装备制造业、医药、能源、钢铁、化工等行业得益于出口持续强劲影响，投资景气度较高。中游制造业受原材料成本挤压压力，加之三季度以来能耗双控措施升级，投资景气度相对较低。

从消费方面来看，2021年社会消费品零售总额增长12.5%，较2020年-3.9%的负增长明显好转，但消费整体复苏仍为缓慢。直观来看，消费的疲软来自于局部反复的疫情冲击，包括线下接触式消费的明显减少，特别是服务消费。相较于商品消费，服务消费更易受疫情和宏观形势的影响，服务消费的恢复很大程度影响了消费的复苏。从深层次来看，居民可支配收入是决定消费的重要因素。2021年四个季度全国居民人均可支配收入的两年平均增速分别为7.0%、7.9%、6.6%和6.2%，下半年以来居民收入增速明显放缓。可支配收入转弱后，居民防御性储蓄增加、未来收入预期的减弱，居民收入增长放缓和消费意愿偏弱共同导致消费疲软。

从出口方面来看，2021年我国进出口总值达6.05万亿美元，年内跨过5万亿、6万亿美元两大门槛，达到历史新高。其中出口同比增长21.2%，进口同比增长21.5%。分季度来看，2021年上半年进出口总额同比增长27.1%，两年平均增速达到10%以上。出口的快速增长一方面来自于替代效应，外部经济体受疫情影响大规模的经济刺激政策，但供给端的修复落后于需求端，而我国由于疫情防控得力供应链在全球复苏背景下尽显优势；另一方面主要受益于大宗商品价格上涨所带来的价格红利。但下半年以来，随着全部生产能力的逐步恢复，我国的供应链优势开始减弱。扣除价格因素，出口量的增长明显下滑。根据海关总署公布的数据，8月以来出口货运量增速不断下降至负增长，出口数量对出口总额的贡献度不断减弱。

2021年是中国经济受到疫情冲击后的持续复苏之年，整体来看，2021年经济增速呈现上半年高、下半年低的态势，下半年经济复苏进程开始放缓，投资领域出现明显分化，消费尚未恢复到疫情前水平，出口的高增长也将难以持续，而且受全球其他地区疫情状况持续反复的拖累，俄乌冲突引发的各种制裁和领空限制，导致人员流动和货物流动大受影响，成本也显著提高。而疫情常态化下新增了巨大的社会运行成本，中国经济的复苏在不同行业 and 不同区域之间存在明显的差异性，复苏力道也远非强劲，当前经济的复苏呈现不稳定和不均衡的特点，宏观经济面临较大不确定性。虽然中央政府将2022年的经济增长目标定为5.5%，是高基数上的中高速增长，仍需要付出艰苦努力才能实现。刚结束的2022年“两会”上，经济工作的主要任务仍是着力稳定宏观经济大盘，继续做好“六稳”、“六保”工作，“稳”字是未来中国经济发展的总基调。去年以来的主动调结构，着眼于提升制造业核心竞争力，进一步实现产业升级，在落实“双碳”战略的同时，增强供应链韧性，通过扩大内需战略，推进区域协调发展和新型城镇化，畅通国民经济循环，增强内需对经济增长的拉动力，发展是在应对挑战中持续前进。





受环保法律法规不断完善，叠加碳中和等因素影响，造纸行业生产成本增加，成本端压力迫使落后产能退出市场，中小企业在限电、禁废令等政策影响下生存压力进一步加大，龙头企业依托兼并重组及新增投入扩张产能优势，市场地位愈发稳固，行业集中度或将持续上升

作为我国重要的基础原材料工业之一，造纸行业主要产品包括文化用纸（未涂布印刷纸、涂布印刷纸和新闻纸等）、包装用纸（白卡纸、白纸板、箱板纸和瓦楞纸等）、生活用纸（卫生纸和纸巾等）和特种纸，其中文化用纸和包装用纸的产值在造纸业总产值中占比较高，且产品涉及国民经济的各个领域，因此造纸行业景气度基本跟随宏观经济周期波动，具有较强的周期性特征。

从生产和消费情况看，2021年中国造纸行业产销量均保持增长，据中国造纸协会统计，制浆造纸及纸制品全行业2021年完成纸浆、纸及纸板和纸制品生产合计28,021万吨，同比增长9.89%；其中，纸及纸板产量12,105万吨，较上年增长7.50%；纸浆产量8,177万吨，较上年增长10.83%；纸制品产量7,739万吨，较上年增长12.81%；全行业营业收入完成1.50万亿元，同比增长14.74%；实现利润总额885亿元，同比增长6.92%。

表 2：2021 年我国纸浆、纸及纸板和纸制品生产和消费情况

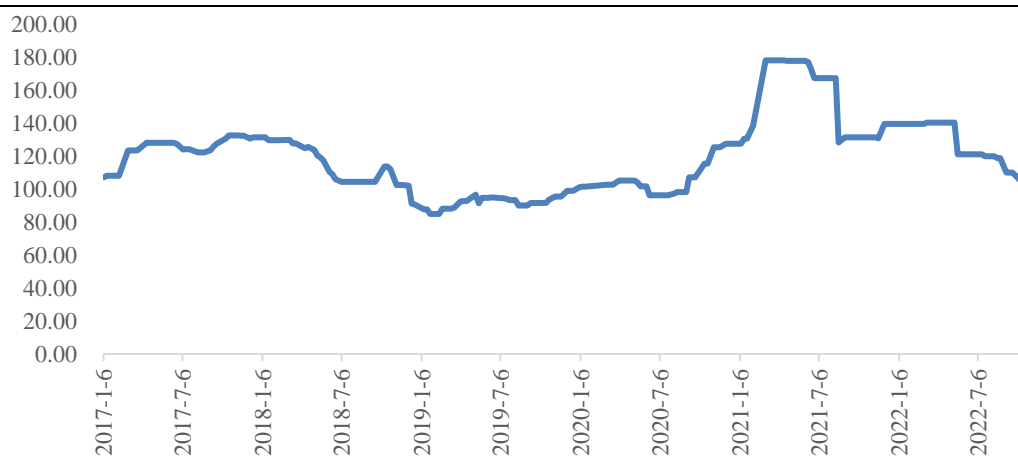
单位：万吨、%

产品	生产量		消费量	
	数值	增速	数值	增速
纸及纸板	12,105.00	7.50	12,648.00	6.94
纸浆	8,177.00	10.83	11,010.00	7.94
纸制品	7,739.00	12.81	7,383.00	12.68
<b>合计</b>	<b>28,021.00</b>	<b>-</b>	<b>31,041.00</b>	<b>-</b>

资料来源：中国造纸协会发布，远东资信整理

从具体产品看，包装纸产品在造纸业总产值中占比较高，主要包括箱板纸、瓦楞纸和白卡纸，其中，箱板纸和瓦楞纸为普通包装用纸，受消费品市场景气度影响较大。白卡纸属于较为高档的包装用纸，其下游需求集中在食品、烟酒类、医药、服装和化妆品行业等行业。2021年以来，受益于快递零售行业消费持续增长，白卡纸、箱板纸和瓦楞纸产销量均保持增长，同时，受能源双控和原材料废纸供应受限等因素影响，供给收紧，纸价呈持续上升态势。同时，限塑令的推出提供了以纸代塑的机会，白卡纸等细分纸种需求大幅增加。2020年下半年以来白卡纸价格增长速度远超其他纸种，2021年太阳纸业和金光纸业等白卡纸项目逐步投产，且行业内预期白卡纸未来投产产能规模较大，加之木浆价格下降，2021年6月以来白卡纸价格快速回归。

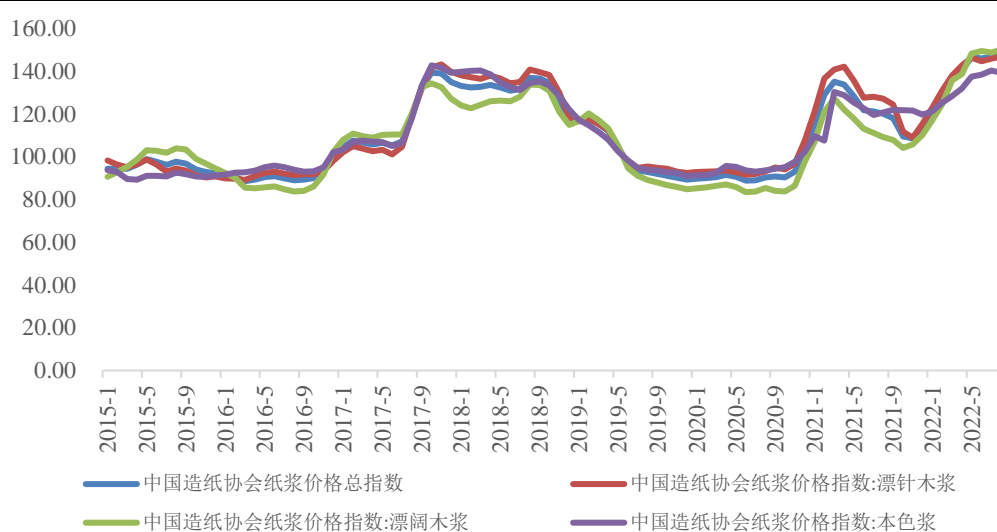
图 1：近年来我国白卡纸价格指数



资料来源：Wind，远东资信整理

从成本端来看，文化纸和白卡纸原料以木浆为主，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。我国森林覆盖率低，林木资源较少，大型造纸企业多采购进口木浆，进口依赖度高，2021年进口木浆消耗量占比56.78%，较2020年下降6.39个百分点，进口依存度小幅下降。木浆价格方面，2020年初，受疫情影响，纸浆价格回落；2020年第四季度至2021年一季度，资金面宽松，通货膨胀预期拉动大宗商品涨价，同时，文化纸及生活用纸需求旺盛，禁废令带来的长纤缺口需用木浆替代，叠加海运费上涨影响，木浆价格攀升。2021年二季度，因原材料价格高位运行，利润空间收窄，加之三季度能源双控工作开展，部分造纸企业停工停产，木浆需求持续疲弱，价格快速回落。2021年第四季度至2022年一季度，受益于传统文化纸旺季带动需求恢复，且受疫情影响，国际运力短缺、海运费上涨，加之部分海外浆厂停机，国际供给收缩，推动了纸浆价格快速回升。

图 2：近年来我国各类纸浆价格指数



资料来源：Wind，远东资信整理

从行业政策来看，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%。国内取消废纸进口短期内加大造纸企业的成本压力，龙头企业纷纷在欧美、东南亚等地建设废纸浆生产产能，利用当地废纸纸浆，并输送至国内，进一步增加龙头企业竞争优势。

2021年以来，造纸行业供给受到了双碳政策影响。2021年8月，国家发改委印发《2021年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》，能耗不降反升的青海、宁夏、广西、广东等9省（区）暂停国家规划布局的重大项目以外的“两高”项目节能审查，江苏、广东、广西等双“一级预警”省份发布限电、限产要求。双“一级预警”省份造纸产量占比约45%，为响应国家节能减排号召，部分造纸企业停机，以限产去库存。造纸行业虽非“两高”行业，但仍受到限电影响，供给收缩。

从行业竞争来看，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。近年随着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，行业内以下6家主要龙头企业2021年纸品产量占当年纸及纸板和纸制品总产量的26.59%，龙头企业优势明显。

**表 3：截至 2021 年末我国主要龙头造纸企业经营情况对比**

单位：万吨/年、万吨、亿元、%

公司简称	主营产品	纸品		纸浆		总资产	资产负债率	营业收入*	净利润	毛利率	经营性净现金流
		产能	产量	产能	产量						
玖龙纸业*	包装纸、文化用纸、高价特种纸产品及浆品	-	1,734.00	-	-	1,070.81	55.64	645.38	32.75	10.83	30.31
金光纸业	纸浆、文化用纸、工业用纸、生活用纸等	1,220.00	1,203.87	230.00	251.46	2,465.46	64.64	972.70	63.68	20.70	142.28
理文造纸	包装纸、卫生纸、木浆等	-	643.72	-	-	428.86	36.32	265.81	25.53	17.54	22.83
山鹰控股	箱纸板、纸箱等	-	602.13	-	-	519.94	64.81	330.33	15.54	12.19	19.69
晨鸣纸业	双胶纸、铜版纸、白卡纸、静电纸、纸浆等	681.00	550.00*	430.00	354.60	828.41	72.78	330.20	20.90	23.61	85.82
太阳纸业*	文化用纸、牛皮箱板纸、生活用纸及各类木浆	512.00	543.18	330.00	254.61	427.37	55.98	319.97	29.67	17.37	49.29

注 1：玖龙纸业和理文造纸用主营业务收入代替营业收入；

注 2：玖龙纸业财务数据年度报告期为上年 7 月初~本年 6 月末，表中财务数据采用 2022 年 6 月末及 2021 年 7 月初~2022 年 6 月末数据；



注 3: 晨鸣纸业 2021 年白卡纸产量 170 万吨;

注 4: 截至 2022 年 3 月末, 太阳纸业产能扩张到 580 万吨/年、浆产能扩张到 435 万吨/年;

资料来源: 公开信息整理, 公司提供, 远东资信整理

总体来看, 2021年以来, 受环保法律法规不断完善, 叠加碳中和等因素影响, 造纸行业生产成本上升, 成本端压力迫使落后产能退出市场, 中小企业在限电、禁废令等政策影响下生存压力进一步加大, 龙头企业依托兼并重组及新增投入扩张产能优势, 市场地位愈发稳固, 行业集中度或将持续上升。

### 三、业务运营

公司系金光纸业旗下纸浆和白卡纸产品重要的生产型企业, 在品牌、技术、渠道等方面与 APP China Holding 以及金光纸业资源共享, 依托其白卡纸的产能优势, 近年公司收入规模不断扩大; 未来, 随着扩产项目逐步达产, 公司产能及未来产销量有望进一步提高; 但鉴于在建项目投资额较大, 未来公司存在较大的资本支出压力; 盈利方面, 得益于 2020 年下半年以来国内白卡纸单价上涨及消费复苏, 2020 年以来公司自营白卡纸制造业务毛利率明显上升, 推动公司整体盈利能力有所改善, 进入 2022 年以来受白卡纸市场景气度及原材料价格波动影响, 公司盈利空间承压

公司主要从事纸浆和白卡纸的生产和销售, 2022年公司被评为2021年度中国轻工业造纸行业十强企业, 获得第四届钦州市市长质量奖。公司纸浆产品主要系品牌为“金钱豹”的闪干化机浆, 其成品规格包括D325/80、D350/75、D350/70H等, 该系列产品于2012年入选广西林业产业行业协会行业推荐产品。公司生产的白卡纸产品主要系品牌为“金蝶兰”的单面涂布白卡纸, 品牌为“富桂”的高松厚度单面涂布白卡纸, 以及品牌为“四季桂”的食品级包装系列白卡纸。依托APP China Holding以及金光纸业在国内外的销售网络, 近年来公司营业收入规模逐年增长, 2019~2021年营业收入分别为132.67亿元、140.41亿元和142.56亿元。

从收入构成来看, 公司收入主要由白卡纸、纸浆及纸浆贸易构成。具体看, 2019~2021年公司纸浆及白卡纸业务的收入合计分别为76.21亿元、82.89亿元和83.21亿元, 占营业收入比例分别为57.44%、59.03%和58.37%, 系公司重要的收入来源, 其中, 由于公司自营纸浆主要用于白卡纸生产线自用, 近年对外销售规模有所下降。白卡纸来料加工业务规模增长, 主要来自于关联公司金东贸易(香港)有限公司(以下简称“金东香港”)。公司其他业务主要为纸浆和原材料贸易, 2019~2021年该业务分别实现收入56.47亿元、57.52亿元和59.35亿元, 主要系子公司金桂香港对关联方的纸浆贸易业务, 以及广西金桂本部为PM2纸机备货的原材料因规格差异转为对外销售所形成的贸易业务, 2021年公司其他业务收入占比为41.63%。

从毛利率来看, 近年公司综合毛利率有所波动, 2019~2021年公司综合毛利率分别为15.57%、23.87%和22.19%, 呈一定波动。同期, 自营白卡纸毛利率分别为22.10%、41.80%和40.50%, 2019年白卡纸价格低迷, 2020年第二季度以来, 白卡纸单价持续上升, 且当年



原料成本略有下降，受此影响2020年公司自营白卡纸毛利率大幅提高；进入2021年以来，受疫情影响国外很多纸厂停产，且国内限塑令、限制废纸进口和环保要求淘汰小纸厂后的产能替代等原因，2021年上半年白卡纸售价达到高峰，同期纸浆价格亦于年初快速增长至年底逐渐回落，综合上述因素，当年公司自营白卡纸毛利率仍处于高位，但较2020年有所回落。此外，由于公司产品定位高端，且依托于金光纸业充足的木片原料供应也降低了其采购成本，因此公司白卡纸业务毛利率高于同类企业。公司其他业务主要系贸易业务，毛利率分别为0.49%、0.12%和-3.32%，2021年为负值，主要系广西金桂本部为PM2纸机备货的原材料因规格差异转为对外销售，不以盈利为目的导致毛利润为亏损所致。

2022年1~9月公司实现营业收入123.24亿元，其中，自营白卡纸收入64.59亿元，随着PM2纸机投产产量及收入规模已超过2021年全年。同期，综合毛利率为12.39%，受2022年以来原材料成本上升，以及白卡纸价格仍处于回落趋势影响，公司纸浆及白卡纸业务毛利率均较上年有所下降；广西金桂本部剩余的储备原材料仍于上半年对外销售，其他业务毛利率仍为负值，同时受纸浆价格上升影响，亏损幅度有所下降。

表 4：2019~2021 年及 2022 年 1~9 月公司各业务板块收入构成及毛利率情况

单位：亿元、%

业务名称		2019 年		2020 年		2021 年		2022 年 1~9 月	
		收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
<b>营业收入</b>									
纸浆	自营	18.28	13.78	16.95	12.07	14.80	10.38	6.74	5.47
	来料加工	-	-	-	-	-	-	0.15	0.12
白卡纸	自营	56.97	42.94	65.46	46.62	62.38	43.76	64.59	52.41
	来料加工	0.96	0.72	0.48	0.34	6.03	4.23	9.92	8.05
	进料加工	-	-	-	-	-	-	0.94	0.77
其他（纸浆、原材料贸易）		56.47	42.56	57.52	40.97	59.35	41.63	40.90	33.19
<b>合计</b>		<b>132.67</b>	<b>100.00</b>	<b>140.41</b>	<b>100.00</b>	<b>142.56</b>	<b>100.00</b>	<b>123.24</b>	<b>100.00</b>
<b>毛利率</b>									
纸浆	自营	39.21		34.18		30.83		17.86	
	来料加工	-		-		-		32.72	
白卡纸	自营	22.10		41.80		40.50		17.24	
	来料加工	64.75		61.53		62.53		29.93	
	进料加工	-		-		-		40.99	
其他（纸浆、原材料贸易）		0.49		0.12		-3.32		-1.16	
<b>综合毛利率</b>		<b>15.57</b>		<b>23.87</b>		<b>22.19</b>		<b>12.39</b>	

数据来源：公司提供，远东资信整理

### 制浆及造纸

公司生产基地位于广西省钦州市钦州港产业园区内，是金光纸业在中国投资建设的第17家制浆造纸企业，目前厂区实际占地3,300多亩，规划建设总规模合计为年产350万吨浆和380万吨白卡纸，分三期进行建设，规划总占地面积约9,000亩。其中，金桂一期包括年产合计75万吨的3条纸浆生产线，及1条年产100万吨的白卡纸生产线，已分别于2011年及2013年投产。生产线的设备均从国外知名造纸机械制造商进口，生产设备较为先进。其中，2条纸浆生产线自奥地利ANDRITZ公司进口，1条纸浆生产线自芬兰VALMET公司进口；白卡纸生产线自德国VOITH公司进口，纸机长度532米，设计车速1,400米/分钟，净纸宽幅8.1米，克重范围190~400克/平方米。





表 5：公司总体产能规划建设概况

单位：亿元

项目名称	主要建设内容	计划总投资	进度
金桂一期	75 万吨浆、100 万吨白卡纸产能	117.00	2011 年及 2013 年投产
金桂二期	75 万吨浆扩建、180 万吨高档纸板产能	113.51	PM2 纸机 2022 年初投产， PM3 纸机及浆线扩建项目预 计 2024 年投产
金桂三期	200 万吨浆、100 万吨涂布白卡纸产能	283.27	项目完成备案
<b>合计</b>	<b>350 万吨浆、380 万吨白卡纸产能</b>	<b>513.78</b>	-

资料来源：公司提供，远东资信整理

金桂二期工程是广西壮族自治区“双百双新”和钦州市“5+2”重大产业项目，计划总投资113.51亿元，由三个子项目组成，分别为年产180万吨高档纸板扩建项目、年产30万吨过氧化氢项目以及年产75万吨化机浆扩建项目。其中，年产30万吨过氧化氢项目，计划总投资规模4.14亿元，已于2021年1月竣工并投入运营。

表 6：截至 2022 年 9 月末公司金桂二期在建项目情况

单位：年/月、亿元

项目名称	开工时间	计划总投资	已投资	预计投产时间
年产 180 万吨高档纸板 扩建项目	2019.9	87.79	35.00	第一条生产线：2021 年 12 月已试产 第二条生产线：2024 年
年产 75 万吨化机浆扩建 项目	2022.5	21.58	1.61	计划于 2024 年完工投入运营
<b>合计</b>	-	<b>109.38</b>	<b>36.61</b>	-

资料来源：公司提供，远东资信整理

其中，年产180万吨高档纸板扩建项目的主要建设内容包括2台纸幅净宽8.1米的白卡纸机（分别为PM2纸机和PM3纸机）、1台670吨/小时锅炉和1套90兆瓦背压汽轮发电机组、35,000立方米/天规模的给水处理站、45,000立方米/天规模的污水处理站，项目总投资约87.79亿元，截至2022年9月末已投资35.00亿元，资金来源除自有资金外，还包含中国进出口银行广西壮族自治区分行牵头的二期银团贷款46.20亿元<sup>4</sup>，截至2022年9月末，公司已提款21.80亿元，累计已投资35.00亿元，第二条纸机生产线完工后将进一步提高公司白卡纸产能。同时，随着项目建设推进，公司债务规模或将进一步上升。

年产180万吨高档纸板扩建项目的PM2纸机生产线自芬兰VALMET公司进口以及维美德（中国）有限公司配套购买，已于2021年12月建成投产，目前生产运行稳定，并于2022年8月30日车速达到1,402米/分钟。

金桂二期中的年产75万吨化机浆扩建项目于2022年5月底开工，计划总投资21.58亿元，截至2022年9月末累计已投资1.61亿元，计划于2024年完工投入运营。

截至2022年9月末，处于前期工作阶段的金桂三期工程年产300万吨林浆纸一体化项目（以下简称“金桂三期”）已完成项目备案，计划总投资约283.27亿元，主要建设内容包括1条160万吨/年漂白阔叶木浆化学浆生产线、1条40万吨/年漂白化机浆生产线和1条100万吨/年涂布白卡纸生产线。项目进度将根据行业景气度的变化灵活推进。

<sup>4</sup>该笔银团贷款到期日为 2032 年，根据合同约定，由公司母公司金光纸业提供担保，抵押物包括但不限于公司年产 180 万吨高档纸板项目的土地、厂房及机器设备，其他抵押物明细尚未确定。



生产流程方面，公司制浆造纸从原木的切片、筛选等原材料处理开始，至洗涤、漂白、磨浆、闪干等制浆环节，原料浆液通过管道或输送带直接进入制浆和造纸生产线，至干燥、施胶、涂布、压光等造纸环节，最后至卷纸、裁切、包装等打包环节，产生的污水也直接通过管道进入污水处理厂，整个生产流程已基本实现全自动化。

截至2022年9月末，公司纸浆产能为75万吨/年，公司生产的纸浆部分用于白卡纸的生产自用，剩余部分对外销售；近年自营产能利用率均维持在100%以上的较高水平，但受国内限塑令、限制废纸进口和环保要求淘汰小纸厂后的产能替代等影响，下游需求减少，销售均价持续下降，进入2022年以来受需求和大宗商品价格上涨影响，公司纸浆销售价格回升。同期末，随着PM2纸机于2022年初正式投产，公司白卡纸产能由2021年的100万吨/年增至190万吨/年，白卡纸产能居国内前列，近年产能利用率均维持在100%以上的较高水平，其中，2021由于来料加工业务增加占用产能影响，公司自营白卡纸产能利用率有所下降。白卡纸销售均价受环保要求落后产能减少、废纸进口限制、疫情关停纸厂等影响近年持续上升，进入2022年以来受市场回暖影响价格有所回落。公司纸浆及白卡纸产量超过设计产能主要系公司技术和管理领先，纸机车速较快，因此连续多年产量实现了设计产能的突破。

**表 7：2019~2021 年及 2022 年 1~9 月公司自营纸浆和白卡纸业务产销情况**

单位：万吨/年、万吨、%、元/吨

纸浆	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1~9 月
全年设计产能	75.00	75.00	75.00	75.00
产量	102.46	105.26	100.85	79.12
产能利用率	136.61	140.35	134.47	140.66
销量	48.31	50.28	44.90	18.75
销售均价	3,793.00	3,371.00	3,280.00	3,592.00
白卡纸	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1~9 月
全年设计产能	100.00	100.00	100.00	190.00
产量	132.34	132.49	111.70	135.50
产能利用率	132.34	132.49	111.70	95.09
销量	133.82	129.85	112.57	128.56
销售均价	4,221.00	5,041.00	5,541.00	5,024.00
产销率	101.12	98.01	100.78	94.88

资料来源：公司提供，远东资信整理

注：1、售价均为不含税单价。

2、纸浆及白卡纸业务产销量数据均为不包含来料加工及进料加工。

公司采取订单生产的方式来安排生产计划，近年在下游需求下降的情况下，公司还依托金光纸业的渠道，积极开展用于出口的来料加工和进料加工业务。来料加工客户主要为金东香港，业务模式为：金东香港境外采购原材料，并委托公司加工，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公司，加工费根据加工量以及即期市场行情来确定。

纸浆来料加工业务量尚小，其中2022年1~9月，纸浆来料加工产量为13.38万吨，受大部分转为白卡纸业务的来料加工影响，销量仅为0.61万吨。白卡纸来料加工业务2021年及2022年1~9月销量分别为11.87万吨和36.12万吨。2022年公司新增白卡纸进料加工业务销量1.06万吨，进料加工业务模式为：受境外客户委托，公司以自有外汇采购原材料并加工，加工完成后，直接销售给境外客户。



表 8：近年公司纸浆和白卡纸来料加工及进料加工业务产销情况

单位：万吨、元/吨

纸浆	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1~9 月
来料加工	产量	-	-	1.14	13.38
	销量	-	-	1.14	0.61
	销售均价	-	-	2,360.38	2,404.97
白卡纸	白卡纸	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1~9 月
来料加工	产量	3.04	1.63	14.06	35.65
	销量	3.09	1.75	11.87	36.12
	销售均价	3,094.48	2,734.30	5,076.15	2,745.93
进料加工	产量	-	-	-	1.35
	销量	-	-	-	1.06
	销售均价	-	-	-	8,912.25

资料来源：公司提供，远东资信整理

### 其他业务

公司其他业务主要为纸浆和原材料贸易，2019~2021年分别实现其他业务收入56.47亿元、57.52亿元和59.35亿元，2020年之前主要系子公司金桂香港对关联方的纸浆贸易业务收入，2021年以来广西金桂本部贸易业务大幅增长，主要系公司为PM2纸机投产储备原材料，但因规格差异无法使用，转为对外销售所形成。因此，公司本部业务的毛利率近年均为负值。子公司金桂香港的业务均为贸易，近年销售规模有所下降，毛利率较低。广西金桂本部剩余的储备原材料于2022年上半年对外销售，其他业务毛利率仍为负值，同时受纸浆价格上升影响，亏损幅度有所下降。

表 9：2019~2021 年及 2022 年 1~9 月公司其他业务构成及毛利率情况

单位：亿元、%

类型	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年 1~9 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
公司本部其他业务	56.47	0.49	4.88	-0.73	20.85	-9.71	19.96	-2.54
金桂香港			52.64	0.20	38.50	0.15	20.94	0.15
<b>合计</b>	<b>56.47</b>	<b>0.49</b>	<b>57.52</b>	<b>0.12</b>	<b>59.35</b>	<b>-3.32</b>	<b>40.90</b>	<b>-1.16</b>

注：公司未提供 2019 年分类明细

资料来源：公司提供，远东资信整理

### 原材料采购

公司制浆造纸所需要的原料主要包括原木、木片、各类化学辅料、木浆以及自发电所需的动力煤等，同时公司本部及子公司金贵香港还从事造纸纸浆原材料贸易业务。公司生产及贸易所需原料依托金光纸业统一进行采购，在确定各类原料用量后，由金光纸业与供应商确定采购价格，公司根据以上确定采购价格与供应商签订采购合同。

其中生产纸浆所需的原木、木片主要自金光纸业广西林业事业部以及广西当地林场采购，APP China Holding于广西钦州、防城港、南宁等桉树适生区营造，为广西金桂生产基地配套建设原料林基地140万亩，包括位于南宁、钦州、玉林、防城港、柳州、百色等市共10个林场和1个中心苗圃，截至2021年末面积为133万亩，保障了公司纸浆造纸生产对木材的需求。公司生产白卡纸，除自己的制浆生产线提供外，还需要其他种类木浆作为原料，主要采购自关联公司金海浆纸业，以及通过关联公司金东贸易（香港）有限公司（以下简称“金东香港”）等境外采购。公司生产所需能源主要为电和煤。公司拥有自备热电厂，目



前拥有2台汽轮发电机组，装机容量为300MW，另有15MW应急柴油发电机组。公司的发电厂与公用电网直接连通，在有需要的时候可以从外网直接接入生产所需用电。公司各类化学辅料、发电用动力煤主要采购自与金光纸业长期合作的供应商。

2021年6月份开始，公司除了为金桂一期正常生产的第一台纸机（PM1）的生产正常备原材料（浆）外，也同时着手为年产180万吨高档纸板扩建项目的第一台纸机（PM2）建成投产提前储备原材料，主要原材料采购量有所增长，尤其是木浆的采购量较上年增长75.24%。近年，受原材料价格波动增长影响，公司主要原材料采购成本有所上升，利润空间收窄；原材料结构上来看，公司近年减少了对木片的采购量，相应增加了木浆及原木的采购量，煤炭的采购量相对较稳定。

表 10：2019~2021 年及 2022 年 1~9 月公司主要原材料采购情况

单位：万吨、元/吨、亿元

产品名称	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1~9 月	
原木	采购量	46.55	58.69	68.22	47.50
	采购均价	478.41	550.00	642.54	700.00
	采购总额	2.23	3.23	4.38	3.33
木片	采购量（万湿吨）	191.94	165.40	140.79	130.84
	采购均价	508.74	464.12	445.29	612.34
	采购总额	9.76	7.68	6.27	8.01
木浆	采购量	63.91	43.48	76.19	86.90
	采购均价	3,993.30	3,457.23	4,295.55	4,966.40
	采购总额	25.52	15.03	32.73	43.16
煤	采购量	129.82	118.40	120.29	109.18
	采购均价	427.02	430.45	656.01	912.40
	采购总额	5.54	5.10	7.89	9.96

资料来源：公司提供，远东资信整理

结算方面，公司与供应商之间主要以公司开具银行承兑汇票和客户支付的银行承兑汇票背书方式结算，少量货款以现金结算，账期一般在6个月左右。受金光纸业统一采购模式影响，公司向关联方采购占比较高，从前五大供应商情况看，2021年及2022年1~9月，公司向前五大供应商采购金额合计分别为75.92亿元和49.90亿元，占采购总额比例分别为61.44%和52.43%，前五大供应商集中度较高。其中，2022年1~9月的供应商五的机器设备采购款5.16亿元，系公司支付的PM3纸机和年产75万吨化机浆扩建项目的设备采购款。

表 11：2021 年及 2022 年 1~9 月公司前五大供应商情况

单位：万元、%

供应商名称	供应产品	2021 年		
		采购金额	采购金额占比	是否为关联方
供应商一	木浆	354,198.38	28.66	关联方
供应商二	木浆	149,383.96	12.09	关联方
供应商三	木浆、木片	96,127.95	7.78	非关联
供应商四	木浆	81,108.32	6.56	非关联
供应商五	木浆	78,395.91	6.34	关联方
合计	--	759,214.52	61.44	--
供应商名称	供应产品	2022 年 1~9 月		
		采购金额	采购金额占比	是否为关联方
供应商一	木浆、木片	171,759.53	18.05	非关联
供应商二	木浆	142,037.25	14.92	非关联
供应商三	木浆	81,442.83	8.56	关联方



供应商四	木浆、煤炭	52,191.10	5.48	关联方
供应商五	机器设备	51,584.59	5.42	非关联
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>499,015.30</b>	<b>52.43</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供，远东资信整理  
注：分母为公司总采购金额（含税）

总体上看，依托金光纸业乃至APP China Holding的采购渠道和完整的林浆纸一体化产业链，公司主要原料供应充足，且具有成本优势，而原辅料和能源供应渠道畅通，为公司的稳定生产奠定了良好基础。

## 产品销售

公司生产的纸浆在满足自用的基础上对外进行销售，销售对象主要系金光纸业旗下其他生产公司。近年来公司纸浆销售相对稳定，2021年公司纸浆销量为44.90万吨，较上年有所减少，销售均价为3,280元/吨。2022年1~9月自营纸浆销售均价为3,592元/吨，销售价格有所增长。

2021年公司白卡纸（不含来料加工）销售量为112.57万吨，受益于2020年来白卡纸产品市场景气度提升，公司白卡纸产品均价近年持续增长，2021年销售均价为5,541元/吨，同比上涨9.92%。2021年下半年以来白卡纸价格有所回落，2022年1~9月，公司自营白卡纸销售均价为5,024元/吨。此外，2021年及2022年1~9月，公司白卡纸来料加工业务销量分别为11.87万吨和36.12万吨。总体看，2022年随着PM2纸机的投产，公司白卡纸销量大幅增长。

公司自营白卡纸主要依托APP China Holding在国内外的销售网络进行销售，其国内主要依托金光纸业旗下销售公司进行销售。公司股东金光纸业在国内拥有包括广西金桂、金海浆纸业等多家生产子公司，产品种类涵盖白卡纸、铜板卡纸、文化用纸等各类工业用纸和生活用纸等。为统筹各子公司的销售，避免同业竞争，金光纸业建立了覆盖全国的销售体系。各销售公司主要负责收集客户信息，维护地区市场，并根据客户需求下达生产订单给各生产子公司；各生产子公司产品制造完毕后，先销售给各销售公司，再由销售公司直接面向经销商或客户销售。通过上述体系，可以较好解决市场信息不对称和同业竞争问题，有效降低生产子公司库存，成本也可以得到较好控制。

从具体销售流程来看，公司每月按照市场价格情况于集团内部系统发布产品价格，各销售公司以上述发布的产品价格为基础与终端客户沟通、谈判，在与终端客户达成初步意向后于集团内部系统发送意向订单，若公司认可上述意向订单的各项条款即可接受订单，销售公司在收到接单信息后，分别与公司、终端客户签署销售合同，公司按照订单需求进行生产，生产完成后先将产品销售给各销售公司，再由各销售公司最终销售给终端客户。销售合同定价方面，公司通常将产品销售价格的3%~5%让渡给销售公司，作为其为公司提供销售服务的报酬。国内销售结算方面，公司主要以现金、银行承兑汇票方式进行结算；出口销售结算方面，公司主要以信用证方式进行结算。

纸浆来料加工业务销售规模尚小，其中2022年1~9月销量为0.61亿元。白卡纸来料加工业务2021年及2022年1~9月销量分别为11.87万吨和36.12万吨。2022年公司新增白卡纸进料加工业务销量1.06万吨。主要依托金光纸业及APP China Holding的境外销售网络。受



APP集团以及金光纸业统一销售安排的业务模式影响，公司关联方销售占比很高。从前五大客户来看，2021年及2022年1~9月，公司前五大客户销售金额合计分别为103.28亿元和78.30亿元，分别占当期公司营业收入的72.45%和63.53%，前五大客户集中度较高，其中主要系对宁波金光纸业贸易有限公司（以下简称“宁波金光贸易”）的销售。

表 12：2021 年及 2022 年 1~9 月公司前五大客户销售情况

单位：万吨、万元、%

2021 年					
客户名称	销售产品	销售量	销售金额	销售金额占比	是否为关联方
客户一	工业用纸	110.18	607,452.20*	42.61	是
客户二	纸浆	36.75	162,766.60	11.42	否
客户三	纸浆	32.04	122,700.36	8.61	否
客户四	纸浆	22.36	74,188.11	5.20	否
客户五	纸浆	12.95	65,694.30	4.61	否
合计	--	214.27	1,032,802.00	72.45	--
2022 年 1~9 月					
客户名称	销售产品	销售量	销售金额	销售金额占比	是否为关联方
客户一	白卡纸	125.26	629,993.43	51.12	是
客户二	加工费	36.12	99,182.88	8.05	是
客户三	纸浆	7.83	28,069.89	2.28	否
客户四	纸浆	3.62	13,023.64	1.06	否
客户五	白卡纸	2.73	12,709.57	1.03	是
合计	--	175.55	782,979.42	63.53	--

注：1、销售金额占比=对客户销售金额/当期公司营业收入。

2、宁波金光纸业贸易有限公司 2021 年销售金额不包括年产 180 万吨高档纸板扩建项目第一台纸机 PM2 的销量。

资料来源：公司提供，远东资信整理

结算方面，公司浆制品、纸制品日常结算方式大部分以即期结算方式，国内销售以现金、银行承兑汇票等形式为主，出口销售结算形式以信用证为主。

整体看，受公司业务模式影响，近年来公司向关联方销售、采购商品金额较大，未来需对其关联交易风险保持关注。

从经营效率指标看，公司应收账款周转次数随着应收账款规模增加有所下降，2021 年为 5.31 次；存货周转次数受公司为 PM2 纸机投产储备原料的增加 2021 年大幅下降至 11.95 次；总资产周转次数整体较为稳定，2021 年随着部分金桂二期项目投建完成有所下降。

表 13：近年公司资产周转情况

单位：次/年

指标	2019	2020	2021 年
应收账款周转次数	6.50	7.22	5.31
存货周转次数	25.07	21.36	11.95
总资产周转次数	0.56	0.54	0.47

资料来源：公司提供，远东资信整理

研发方面，截至2021年末公司研发人员共20多人，2019~2021年公司研发费用分别为3.24亿元、3.50亿元和3.80亿元，占比营业收入分别为2.44%、2.49%和2.67%，研发投入力度逐年提升。2018年，广西金桂获得科技部火炬高技术产业开发中心认定为广西壮族自治区





区2017年第三批高新技术企业。2014年,公司“化机浆湿浆闪急干燥技术开发与应用示范”作为钦州市重大项目,获得了“钦州市科学技术进步奖一等奖”的荣誉称号。

环保方面,截至2021年末,公司在设备选用、工艺流程和工程设计等多个环节环保投入合计约8.10亿元,以确保各项污染物排放大搞国家标准。其中废水处理方面,建设碱回收车间、自建的污水处理厂,投入资金合计4.20亿元,可满足自身生产过程中污水处理所需。废气处理方面,建设锅炉、碱炉废气治理设施,投入2.10亿元,锅炉燃气脱硫脱硝项目投入1.45亿元。噪声处理方面,公司厂房采用密闭式结构,能有效降低周边噪音污染,此外采取消音器、减振噪等投入0.25亿元。在线检测设备、绿化水土保持等投入0.11亿元。

从公司主要排放指标来看,公司实际排放情况均优于制浆造纸行业废水排放指标。金桂一期项目建成了国内首套化机浆碱回收系统,该化机浆碱回收系统改变了污水处理的传统工艺,将生产废水中的废物浓缩燃烧生产蒸汽,同时回收利用污染物中的碱。

表 14: 公司主要排放指标情况

废水排放指标	单位: mg/L		
	CODcr (化学耗氧量)	BODs (生物耗氧量)	SS (固体悬浮物)
造纸工业污染物排放标准 (GB3544-2001)	≤400	≤70	≤100
制浆造纸工业水污染物排放标准 (GB3544-2008)	≤90	≤20	≤30
公司实际排放指标	40~60	5~8	10~15

资料来源: 公司提供, 远东资信整理

## 四、管理及战略

广西金桂组织架构合理, 内部管理制度相对健全, 高管具备较为丰富的行业和管理经验, 为各项业务发展奠定了基础

### 公司治理

股东会是公司的最高权力机构, 决定公司一切重大事宜, 股东会会议由董事会召集, 并由股东按照出资比例行使表决权。公司董事会由九名董事组成, 董事由股东会选举产生, 董事长、副董事长由董事会选举产生, 任期三年, 期满可连选连任。公司设一名监事, 由股东会选举产生, 负责监察公司的财务情况, 公司高级管理人员的职务执行情况, 任期三年, 可连选连任。公司设总经理一人, 由董事会聘任和解聘。

### 人员素质

公司现任董事长黄志源先生, 1944年12月出生, 新加坡国籍, 1968年毕业于北京大学数学力学系。兼任金光纸业董事长、总裁, 亚洲浆纸业有限公司总裁和APP China Holding 总裁。

公司现任副董事长、财务副总监翟京丽女士, 1958年4月出生, 中国国籍, 大学学历。1996年至1998年任金光置地 (Sinarmas Land) 北京项目负责人, 1999年至2007年任金光纸业财务部总经理, 2007年任金光纸业财务副总监, 2011年1月任APP China Holding中国区副总裁至今。2016年3月至今, 任公司副董事长。





公司现任副董事长朱红宝先生，1948年7月出生，中国国籍，大学学历。1994年至1999年任金光外滩置地有限公司董事副总经理，1999年至2002年任上海金光纸业产品服务有限公司总经理，2002年至2003年任金光纸业林务部副总经理，2003年至今任金光纸业房地产部总经理特别助理，目前任公司副董事长。

公司现任总经理黄俊彦先生，1960年11月出生。曾任金华盛纸业有限公司副总经理，金海浆副总经理，宁波中华副总经理，2016年8月至今任公司总经理，2019年5月至今任公司董事。

公司管理团队主要来自于金光纸业，具有多年的项目建设、管理运营经验，造纸行业运营及管理经验较为丰富。

截至2022年9月末，公司员工总数为1,875人，其中本科及以上学历为450人，中专、大专学历为1,070人，高中及以下学历为355人。公司员工中，拥有高级职称1人，中级职称25人，初级职称300人。总体上看，公司员工的基本素质尚可，除一线生产员工外，管理人员流动性较低，目前公司员工素质能够满足公司目前生产及经营所需。

### 内部管理

部门设置方面，广西金桂根据自身定位、业务特点以及经营需要，设置有总经理办公室、项目部、环安部、能源部、浆工务部、浆生产部、纸工务部、财务部和人力资源暨行政部等职能部门（见附录3），其中会计部、人力资源部、财务部、物流部、信息技术处、法务处、文宣处等后台运营部门为总部直接派驻人员管理。此外，公司的企业管理信息化程度较高，借助SAP企业管理软件，实现了金光纸业整个中国系统的生产、采购、销售、财务、人事等关键业务流程线上化。

公司结合自身特点和管理需要，在财务管理、融资与担保管理、对外投资管理和产品质量管理等方面制定了较为完善的内部管理制度，以加强风险管理，确保公司的正常运营。

财务管理方面，公司依据中国人民银行及外汇管理局等监管部门的法律法规要求，制定了《广西金桂浆纸业有限公司资金管理办法》，以规范公司内资金使用、管理等行为，确保公司整体资金运作的流动性、安全性和有效性。公司按预算管理、收支分离、集中调度、按需拨付的管理原则，对资金（包括库存现金、银行存款、其他货币资金及应收票据）实行统一集中管理。

融资与担保管理方面，依据发展战略要求和整体融资规划，公司制定了《内部融资管理制度》，由公司财务部统一负责公司的融资申请，并对该事项进行初步审核后，按本制度所规定的权限报公司有权部门审批。此外，公司担保实行统一管理，财务部作为对外担保的职能管理部门，对事项进行初步审核，后按本制度规定，由公司财务部提出申请，相关部门核准。对于单笔金额超过5.00亿元的对外担保、资产抵押等融资、担保事项，由股东会作出决定，并由全体股东在决定文件上签名、盖章；单笔金额不超过5.00亿元的，由全体董事半数以上（含半数）董事决议通过，并在决议文件上签名、盖章。



对外投资管理方面，公司制定了《对外投资管理办法》。公司在进行对外投资前，需申报董事会，并报经母公司金光纸业同意后，方可实施。

产品质量管理方面，公司按照GB/T19001-2008/ISO9001:2008《食品容器、包装材料用添加剂使用卫生标准》、GB11680-89《食品包装用原纸卫生标准》及GB/T10335.3-2004《涂布纸和纸板涂布白卡纸》等相关行业标准要求建立了质量管理体系。技术部为质量系统归口管理部门，负责公司质量体系的规划与建设，监控各生产线质量体系运行情况。

关联交易管理方面，公司关联交易的管理遵循“公平、公正、公开”的原则，确保关联交易行为不损害公司及全体股东的利益。公司规定关联交易的价格遵循“市场价格”的原则，如没有市场价格的，严格按照相关合同或协议定价，并且公司对关联交易的决策权限及其批准程序均由母公司垂直管理和严格限制。公司采购原料时，通过公司程序在市场上询价、比价，在综合考虑性价比及物流运输方便的情况下，公司考虑从关联方采购货物。公司采购价格以市场公允价格为基础，随行就市。采购价格确定后，由公司生产部门进行采购预算，按照自身需求确定采购量签署订货合同。合同签署后，公司即按照合同约定的付款方式（主要是开立信用证）支付货款。公司与所有的国内关联公司的交易都按照正常采购、销售流程操作，统一按市场价进行结算。公司从关联方采购货物时同样遵循公司的比价制度、验货制度、付款支付制度等内部既定程序。

总体看，广西金桂内部管理制度相对健全，为其业务进一步开展奠定了基础。

## 发展战略

发展战略方面，公司将继续实施“浆纸一体化”战略，积极推动产品创新与服务创新，提升产品附加值，实现效益最大化；在产品拓展方面，公司将积极研发高端、高附加值产品，增加食品级白卡纸在产品中的比重；销售结构方面，公司将继续依托APP China Holding的海外销售网络，增加产品出口额；在设备技改方面，公司将利用金光纸业多年的纸机运营及技术改造上的积累，不断提升生产线的生产效率；产能扩建方面，继续推动金桂二期项目的投资建设，并根据行业景气度的变化灵活推进金桂三期的建设，通过扩大产能实现规模效益。

## 五、财务分析

本次评级以广西金桂提供的2019~2021年经审计的合并财务报表以及2022年9月未经审计的合并财务报表作为财务分析基础。广西金桂2019~2021年合并财务报表由安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计，且均出具了标准无保留意见的审计报告。

得益于股东增资及利润的积累，公司近年资本实力持续增强；近年来随着金桂二期建设的推进，公司总债务规模大幅增加，面临一定短期集中偿付压力；为应对原材料价格波动以及年产180万吨高档纸板扩建项目PM2纸机投产，公司增加原材料储备，预付账款及存货规模进一步增长，近年经营性及投资性现金净流出较多，存在一定的资金压力；受白卡纸市场景气度变化以及原材料



## 价格波动影响，公司盈利能力呈一定波动性

### 资本结构

2019~2021年末公司所有者权益规模分别为112.75亿元、130.85亿元和161.09亿元，主要由实收资本及未分配利润构成，近年来得益于股东增资及利润的积累，公司资本实力逐年增强。2021年末公司所有者权益为161.09亿元，同比增长23.11%，其中，实收资本增至120.34亿元，同比增长12.90%，系控股股东金光纸业注资13.75亿元所致。同时，受益于利润累积，2022年9月末未分配利润增至34.26亿元。2022年9月末，随着股东的进一步注资，以及利润的累计，公司实收资本和未分配利润（含当年利润）分别增至124.70亿元和40.73亿元，所有者权益增至172.00亿元。

2019~2021年末公司负债总额分别为120.60亿元、154.53亿元和155.67亿元，近年来规模有所波动，负债结构以流动负债为主，其中2021年末公司流动负债占比66.46%，较上年末有所下降。近年来，受应付票据增加及新增银行借款和发行债券的综合影响，公司负债总额持续增长。

公司流动负债主要由短期借款、应付票据及应付账款、预收款项、合同负债、其他应付款及一年内到期的非流动负债构成。近年公司短期借款规模持续增长，2021年末为27.99亿元，其中由金光纸业提供担保的保证借款17.66亿元，以应收账款、应收票据、信用证以及关联方资产作为质押物的质押借款6.90亿元，以及信用借款3.43亿元。公司以银行承兑汇票、信用证为主要结算方式，近年来，随着金桂二期的投资建设，以及为PM2纸机投产储备原材料，公司应付票据及应付账款合计数规模整体持续增长，2021年末为43.54亿元。2019~2020年末公司预收账款分别为13.88亿元和10.62亿元，2021年末公司预收账款重分类至合同负债，金额为12.02亿元，主要系预收的关联公司宁波金光贸易的纸产品销售货款，主要集中在1年以内。公司其他应付款（合计）主要包括应付股利及往来款，其中2019~2021年末，公司应付股利分别为20.00亿元、24.94亿元和0亿元，公司2020年首次向股东支付股利12.05亿元，同时计提了16.99亿元的应付股利；2021年向股东支付现金股利24.94亿元，即将计提的股利支付完毕；其他应付款主要系公司与关联方的往来款，以及质保金等款项，2021年末为6.66亿元，账龄主要集中于1年以内。2021年末，公司一年内到期的非流动负债9.69亿元，其中一年内到期的长期借款、长期应付款、租赁负债分别为3.24亿元、2.68亿元和3.30亿元。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、租赁负债、长期应付款和递延所得税负债构成。2021年末，公司长期借款余额18.10亿元，其中项目借款账面原值18.32亿元（含一年内到期），主要系公司于2020年4月与中国进出口银行广西区分行、钦州市区农村信用合作联社和中信银行股份有限公司钦州分行等银行签订的总额为46.20亿元的银团贷款，2021年末公司已从上述银团贷款取得借款18.30亿元，以及将于2022年到期的抵押借款3.01亿元；2021年末，公司长期借款利率区间为4.45%~4.70%。2021年末，公司应付债券为19.61亿元，系公司于2020年4月及12月发行的“20金桂01”和“20金桂02”，以及2021年11月发行的“21金桂01”。2019~2021年末公司长期应付款分别为2.52亿元、7.97亿元和3.63亿元，主要系应付融资租赁款以及应付股东金光纸业借款，2021年较上年减少主要系根据新



会计准则，将其中4.74亿元融资租赁款计入租赁负债所致。递延所得税负债主要系固定资产折旧形成，近年变化不大。

表 15：2019~2021 年末及 2022 年 9 月末公司负债及权益构成情况

单位：亿元、%

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 9 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	18.59	15.42	21.03	13.61	27.99	17.98	30.47	15.76
应付票据及应付账款	36.91	30.61	39.93	25.84	43.54	27.97	58.12	30.06
应付票据	19.26	15.97	21.64	14.00	28.19	18.11	44.80	23.17
应付账款	17.65	14.64	18.29	11.84	15.35	9.86	13.32	6.89
预收款项	13.88	11.51	10.62	6.87	-	-	-	-
合同负债	-	-	-	-	12.02	7.72	17.89	9.25
其他应付款（合计）	29.95	24.84	28.70	18.57	6.66	4.28	8.45	4.37
一年内到期的非流动负债	4.76	3.95	6.11	3.95	9.69	6.23	10.75	5.56
<b>流动负债合计</b>	<b>109.59</b>	<b>90.87</b>	<b>116.01</b>	<b>75.08</b>	<b>103.45</b>	<b>66.46</b>	<b>133.13</b>	<b>68.85</b>
长期借款	1.56	1.29	8.61	5.57	18.10	11.63	24.80	12.82
应付债券	-	-	15.62	10.11	19.61	12.60	20.61	10.66
租赁负债	-	-	-	-	4.74	3.05	-	-
长期应付款	2.52	2.09	7.97	5.16	3.63	2.33	8.69	4.49
递延所得税负债	6.93	5.75	6.31	4.09	6.13	3.94	6.13	3.17
<b>非流动负债合计</b>	<b>11.01</b>	<b>9.13</b>	<b>38.51</b>	<b>24.92</b>	<b>52.21</b>	<b>33.54</b>	<b>60.23</b>	<b>31.15</b>
<b>负债合计</b>	<b>120.60</b>	<b>100.00</b>	<b>154.53</b>	<b>100.00</b>	<b>155.67</b>	<b>100.00</b>	<b>193.36</b>	<b>100.00</b>
实收资本	87.37	77.49	106.59	81.45	120.34	74.70	124.70	72.50
盈余公积	3.10	2.75	4.68	3.57	6.32	3.92	6.32	3.67
未分配利润（含当年利润）	22.05	19.56	19.40	14.83	34.26	21.27	40.73	23.68
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>112.60</b>	<b>99.87</b>	<b>130.69</b>	<b>99.87</b>	<b>160.92</b>	<b>99.89</b>	<b>171.82</b>	<b>99.90</b>
<b>所有者权益合计</b>	<b>112.75</b>	<b>100.00</b>	<b>130.85</b>	<b>100.00</b>	<b>161.09</b>	<b>100.00</b>	<b>172.00</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司 2019~2021 年审计报告及 2022 年 9 月未经审计的财务报表，远东资信整理

2022 年 9 月末，公司负债合计 193.36 亿元，较年初增长 24.22%，主要系应付票据、合同负债以及往来款的增加。2022 年随着 PM2 纸机投产，公司原材料采购规模增加，应付票据及应付账款合计数增至 58.12 亿元，较上年末增长 33.49%，以及预收纸产品销售货款的增加，合同负债增至 17.89 亿元；长期应付款仍为融资租赁款，2022 年 9 月末增至 8.69 亿元。

随着新增产能的建设及投产，近年公司有息负债快速增长，2019~2021 年末及 2022 年 1~9 月公司总债务规模分别 50.23 亿元、86.50 亿元、111.96 亿元和 140.11 亿元，融资来源主要系银行借款、票据融资、债券融资以及融资租赁。总体债务期限结构偏短期，近年随着公司长期银行借款及应付债券规模的增加，公司债务期限结构有所改善，2021 年末及 2022 年 9 月末公司长短期债务比（长期债务/短期债务）分别为 0.70 倍和 0.63 倍，仍以短期债务为主，短期借款 86.02 亿元中因贸易业务以及原材料采购形成的应付票据 44.80 亿元，总体看面临一定短期集中偿付压力。

截至 2022 年 9 月末，公司总债务资本化比率和资产负债率分别为 44.89% 和 52.92%，债务负担水平较年初明显上升，未来随着金桂二期项目建设的推进，公司债务负担或将进一步加重。





表 16: 2019~2021 年末及 2022 年 9 月末公司负债构成情况

单位: 亿元、倍、%

科目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 9 月末
短期债务	46.15	54.30	65.88	86.02
长期债务	4.08	32.20	46.08	54.09
总债务	50.23	86.50	111.96	140.11
长短期债务比	0.09	0.59	0.70	0.63
总债务资本化比率	30.82	39.80	41.00	44.89
资产负债率	51.68	54.15	49.14	52.92

资料来源: 公司 2019~2021 年审计报告及 2022 年 9 月未经审计的财务报表, 远东资信整理

### 资产质量

2019~2021 年末公司总资产分别为 233.35 亿元、285.38 亿元和 316.75 亿元, 近年资产规模持续增长。随着在建工程建设的推进, 资产结构转为以非流动资产为主。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款及存货构成。具体看, 近年公司货币资金波动较大, 2021 年末为 36.98 亿元, 其中受限货币资金 23.56 亿元, 主要系用于开立信用证、银行承兑汇票、保函的保证金。2019~2021 年末公司应收票据及应收账款合计数分别为 12.70 亿元、26.21 亿元和 27.49 亿元, 整体有所增长, 主要为应收货款, 账龄主要集中在 1 年以内, 其中应收关联方合计占比分别 49.17%、34.52% 和 43.07%。公司预付账款主要系预付关联方及其他供应商对原木、木浆等原材料的采购款, 近年规模持续增长, 2021 年末为 37.40 亿元, 账龄以 1 年以内为主; 公司存货主要为原木、木浆等原材料, 以及制浆造纸的半成品和产成品, 2021 年末为 13.46 亿元, 较上年增长 164.02%, 其中原材料 10.66 亿元 (上年同期为 3.55 亿元), 半成品 1.27 亿元, 产成品 1.59 亿元。受年产 180 万吨高档纸板扩建项目第一条生产线 (PM2) 将投产, 2021 年公司增加原材料储备, 预付账款及存货规模均大幅增长。公司其他应收款主要系应收关联方 Moral Finance Limited (以下简称“MFL”) 的委托投资款及与股东金光纸业等关联方的往来款, 2021 年末为 39.02 亿元, 账龄集中于 1 年以内, 其中 2020 年末原应收关联公司 MFL 的 11.49 亿元投资款于 2021 年通过签订三方协议转为了对其他关联公司的往来款<sup>5</sup>, 前五大债务人合计 38.98 亿元, 集中度 99.90%, 全部为关联方, 存在一定的回收风险。

表 17: 2019~2021 年末及 2022 年 9 月末公司资产主要构成情况

单位: 亿元、%

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 9 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	20.97	8.99	44.06	15.44	36.98	11.67	39.19	10.73
应收票据及应收账款	12.70	5.44	26.21	9.18	27.49	8.68	37.39	10.23
应收票据	2.22	0.95	9.75	3.42	4.17	1.32	1.00	0.27
应收账款	10.48	4.49	16.46	5.77	23.32	7.36	36.39	9.96
预付款项	19.16	8.21	24.71	8.66	37.40	11.81	55.06	15.07
其他应收款	40.85	17.51	44.36	15.55	39.02	12.32	51.26	14.03
存货	4.91	2.10	5.10	1.79	13.46	4.25	20.17	5.52
<b>流动资产合计</b>	<b>98.87</b>	<b>42.37</b>	<b>145.97</b>	<b>51.15</b>	<b>156.65</b>	<b>49.45</b>	<b>206.73</b>	<b>56.58</b>
固定资产	125.29	53.69	116.30	40.75	100.35	31.68	96.68	26.46

<sup>5</sup> 该笔资金初始为子公司金桂香港的投资收益款, 受限于境外资金不易收回影响在金光纸业体系内流转。



科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 9 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
使用权资产	-	-	-	-	13.14	4.15	13.14	3.60
在建工程	0.56	0.24	15.13	5.30	37.94	11.98	36.81	10.08
<b>非流动资产合计</b>	<b>134.48</b>	<b>57.63</b>	<b>139.41</b>	<b>48.85</b>	<b>160.10</b>	<b>50.55</b>	<b>158.62</b>	<b>43.42</b>
<b>资产总计</b>	<b>233.35</b>	<b>100.00</b>	<b>285.38</b>	<b>100.00</b>	<b>316.75</b>	<b>100.00</b>	<b>365.36</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司 2019~2021 年审计报告及 2022 年 9 月未经审计的财务报表，远东资信整理

公司非流动资产主要系固定资产、使用权资产和在建工程。2019~2021 年末固定资产账面价值分别为 125.29 亿元、116.30 亿元和 100.35 亿元，主要包括金桂一期厂房及相关配套生产设备，2021 年末同比减少 13.72%，主要系根据新会计准则调整 13.14 亿元融资租赁（回租）资产至使用权资产所致。在建工程主要系公司在建的金桂二期项目，2021 年末为 37.94 亿元，较上年增加 26.20 亿元，主要系年产 180 万吨高档纸板扩建项目建设投入增加，同期结转固定资产 3.40 亿元主要系年产 30 万吨过氧化氢项目的结转。

2022 年 9 月末，随着 PM2 纸机投产公司业务规模增加，公司总资产增至 365.36 亿元，较年初增长 15.34%。其中预付款项增至 55.06 亿元，系考虑到原材料价格波动，为保障市场价格及供应稳定，公司为 PM1 及 PM2 纸机储备原材料增加所致；随着原材料采购的增加，存货增至 20.17 亿元；应收账款增至 36.39 亿元，较上年末增长 56.04%；其他应收款增至 51.26 亿元，账龄集中于 1 年以内，仍主要系关联方往来款，前五大债务人合计 51.12 亿元，占比 99.74%，集中度很高。

受限资产方面，截至 2022 年 9 月末公司受限资产规模合计 103.67 亿元，受限比例为 28.37%，主要为货币资金和应收票据。此外，公司为获取中国进出口银行广西壮族自治区分行牵头的二期银团借款 46.20 亿元，将年产 180 万吨白卡纸项目的土地使用权、厂房及机器设备作为该银团贷款的抵押物。

表 18：截至 2022 年 9 月末公司受限资产情况

单位：万元

受限资产	金额	原因
货币资金	248,260.46	开证、开票、内保外贷保证金
应收票据	2,150.00	质押票据
使用权资产	131,368.31	融资租赁回租业务
在建工程	61,093.70	二期项目银团贷款抵押物
固定资产	591,366.82	融资租赁回租业务和二期银团
无形资产	2,418.53	土地抵押二期银团
<b>合计</b>	<b>1,036,657.82</b>	--

资料来源：公司提供，远东资信整理

## 盈利能力

2019~2021 年公司营业收入分别为 132.67 亿元、140.41 亿元和 142.56 亿元，收入规模近年有所增长。2019~2021 年公司综合毛利率分别为 15.57%、23.87%和 22.19%，2020 年综合毛利率大幅提升主要系当年第二季度以来，白卡纸单价持续上升，且 2020 年原材料采购成本略有下降所致；2021 年毛利率有所下降主要系原材料成本上升，以及根据新收入准则，公司将部分销售费用调整计入营业成本所致。受此影响，2021 年销售费用降至 0.48 亿元。2019~2021 年公司期间费用分别为 12.88 亿元、14.80 亿元和 11.90 亿元，





同期期间费用率分别为 9.71%、10.54% 和 8.35%。公司期间费用主要由销售、研发及财务费用构成，2021 年财务费用 5.68 亿元，近年受公司融资规模的增加有所增长；公司研发投入力度逐年增加，近年研发费用规模亦有所增长。

期间费用对公司利润形成了一定侵蚀，2019~2021 年公司利润总额分别为 7.51 亿元、18.23 亿元和 19.51 亿元。盈利指标方面，2019~2021 年公司总资产报酬率分别为 4.23%、7.79% 和 7.65%，同期净资产收益率分别为 5.89%、13.10% 和 11.39%，得益于 2020 年白卡纸产品市场景气度持续提升，以及原材料采购成本有所下降，公司盈利能力明显提升。

2022 年 1~9 月，公司实现营业收入 123.24 亿元，综合毛利率为 12.39%，受原材料价格上升以及公司本部贸易业务亏损影响，较上年大幅下降；同期实现净利润 6.48 亿元。

表 19：近年公司盈利情况

单位：亿元、%

科目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1~9 月
营业收入	132.67	140.41	142.56	123.24
营业成本	112.02	106.89	110.93	107.98
销售费用	3.38	3.62	0.48	0.57
管理费用	1.90	1.87	1.94	1.54
研发费用	3.24	3.50	3.80	3.58
财务费用	4.34	5.81	5.68	1.82
营业利润	7.30	18.21	19.27	7.59
利润总额	7.51	18.23	19.51	7.62
净利润	6.42	15.95	16.62	6.48
毛利率	15.57	23.87	22.19	12.39
期间费用率	9.71	10.54	8.35	6.09
总资产报酬率	4.23	7.79	7.65	-
净资产收益率	5.89	13.10	11.39	-

资料来源：公司 2019~2021 年审计报告及 2022 年 9 月未经审计的财务报表，远东资信整理

## 现金流

2019~2021 年，公司经营净现金流分别为 30.76 亿元、7.70 亿元和 -6.85 亿元，受销量快速增长，2020 年 12 月的部分订单所开具发票未能及时送达客户，致使当年末与非关联企业部分销售额未能及时结算，部分货款未及及时回笼，此外公司当年采用银行承兑汇票结算的订单亦有所增加。综合以上因素影响，公司 2020 年经营净现金流入大幅减少；2021 年，公司提前为年产 180 万吨高档纸板扩建项目第一台纸机 PM2 投产储备原材料，且因全球大宗商品价格上涨，为保证木材、木浆、煤等为两台纸机生产的供应保障，提前采购了原辅材料，故预付账款增加，购买商品支付的现金增加，经营净现金流转为净流出 6.85 亿元。2019~2021 年，公司现金收入比分别为 116.91%、74.93% 和 93.39%，2020 年受上述因素影响公司业务获现能力有所下降。

2019~2021 年公司投资性净现金流分别为 -4.93 亿元、-18.32 亿元和 -26.44 亿元，主要系公司对金桂二期工程投资建设支出，以及委托 MFL 进行的投资理财支出，近年投资性现金流净流出规模持续增长。



筹资性现金流活动方面，2019年筹资活动现金净流出49.14亿元，主要系与股东金光纸业资金往来规模增加所致；2020年以来，随着在建项目投资需求的增加以及原材料储备，公司外部融资规模增加，以及股东注入资本金，筹资性净现金流转为净流入32.22亿元；2021年公司分配股利24.94亿元，以及分配利润、利息支付规模的增长，筹资活动现金流出规模亦大幅增长，筹资活动净现金流规模有所下降。

表 20：近年来公司现金流情况

单位：亿元

科目	2019年	2020年	2021年	2022年1~9月
销售商品、提供劳务收到的现金	155.11	105.20	133.13	113.67
收到其他与经营活动有关的现金	0.58	4.45	0.35	3.52
经营活动现金流入小计	155.70	109.66	133.49	117.35
经营活动现金流出小计	124.93	101.96	140.34	115.03
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>30.76</b>	<b>7.70</b>	<b>-6.85</b>	<b>2.31</b>
投资活动现金流入小计	0.82	0.24	1.40	1.05
投资活动现金流出小计	5.74	18.56	27.84	25.10
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-4.93</b>	<b>-18.32</b>	<b>-26.44</b>	<b>-24.06</b>
筹资活动现金流入小计	23.66	80.80	106.34	136.86
筹资活动现金流出小计	72.79	48.58	87.46	114.17
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-49.14</b>	<b>32.22</b>	<b>18.87</b>	<b>22.69</b>

资料来源：公司 2019~2021 年审计报告及 2022 年 9 月未经审计的财务报表，远东资信整理

2022年1~9月公司经营活动产生的现金流量净额2.31亿元，随着PM2纸机投产，现金流情况有所改善；投资活动现金净流出24.06亿元，其中投资支付的现金16.66亿元，主要系公司委托华泰证券（上海）资产管理有限公司的投资理财支出，以及金桂二期后续项目的支出7.33亿元；因而仍需依赖外部融资，筹资活动现金流为净流入22.69亿元，主要系对外融资规模的增加，因贷款回笼大部分为银行承兑汇票并办理贴现，以及股东继续注入资本金4.36亿元。

### 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2019~2021年末，公司流动比率、速动比率均呈增长态势，从指标上看，近年来公司流动资产对流动负债的覆盖程度持续增强，但考虑到近年来公司应收票据及应收账款规模持续增长，需对其回款情况保持关注。同期，货币资金/短期债务分别为0.45倍、0.81倍和0.56倍，面临一定短期集中偿付压力。由于公司金桂二期项目的投资建设推进，近年公司经营现金流动负债比逐年下降，2022年随着PM2纸机投产，现金流情况有所改善。

从长期偿债能力指标来看，2019~2021年公司EBITDA分别为15.31亿元、25.58亿元和28.56亿元，同期EBITDA利息保障倍数分别为6.23倍、11.41倍和6.78倍，公司总债务规模较大，总债务/EBITDA分别为3.28倍、3.38倍和3.92倍，公司长期偿债能力尚可。

表 21：近年来公司偿债能力指标情况

单位：亿元、%、倍

科目	2019年	2020年	2021年	2022年9月
总债务	50.23	86.50	111.96	140.11



科目	2019年	2020年	2021年	2022年9月
EBITDA	15.31	25.58	28.56	10.31
流动比率	90.22	125.82	151.42	155.28
速动比率	68.25	100.12	102.26	98.78
经营现金流动负债比	28.07	6.64	-6.63	1.74
EBITDA 利息保障倍数	6.23	11.41	6.78	-
总债务/EBITDA	3.28	3.38	3.92	-

资料来源：公司 2019~2021 年审计报告及 2022 年 9 月未经审计的财务报表，远东资信整理

从银行授信来看，公司与多家金融机构保持了良好的合作关系。截至 2022 年 9 月末，公司已获得银行等金融机构授信合计为 140.86 亿元，其中已使用授信额度为 95.31 亿元，尚未使用授信额度为 45.55 亿元。

### 或有事项

对外担保方面，截至 2022 年 9 月末，公司对外担保余额为 4.24 亿元，对外担保比率为 2.46%，均为关联担保，主要系对关联方金东香港的银行借款提供担保。

表 22：2022 年 9 月末公司对外担保情况

单位：万元		
担保对象	担保金额	担保方式
广西金钦州丰产林有限公司	3,000.00	信用担保
金东（香港）贸易有限公司	39,396.00	保函
合计	42,396.00	--

资料来源：公司提供，远东资信整理

### 债务履约情况

根据中国人民银行征信中心查询的《企业信用报告》（统一社会信用代码：9145070075124492X7），截至 2022 年 11 月 2 日，公司无不良信用记录。

直接融资方面，截至本报告出具日，公司公开市场发行债券均正常付息。

## 六、外部支持

广西金桂母公司金光纸业为我国综合性造纸龙头企业之一，造纸产能、产量均居行业领先地位，规模化生产优势显著，林、浆、纸产业一体化程度较高，拥有完善的营销网络系统。广西金桂作为金光纸业在中国布局的浆纸一体化生产基地之一，可获得金光纸业在注资、股东借款、对外担保等方面的支持，以及金光纸业体系内统采统销的成本控制优势和议价能力。

注资方面，2019~2021 年及 2022 年 1~9 月，金光纸业向公司实缴资本分别为 0.95 亿元、19.22 亿元、13.75 亿元和 4.36 亿元。股东借款方面，2018 年从金光纸业获得股东借款 3.70 亿元<sup>6</sup>，近年公司压降了非经营性业务往来。股东对公司担保方面，2019~2021 年末公司从金光纸业获得担保的余额分别为 56.63 亿元、58.65 亿元和 95.86 亿元。

广西金桂的采购和销售依托金光纸业的集约化体系进行，在一定程度上降低了公司

<sup>6</sup> 年利率为 7.50%，公司于 2019 年归还该笔借款。



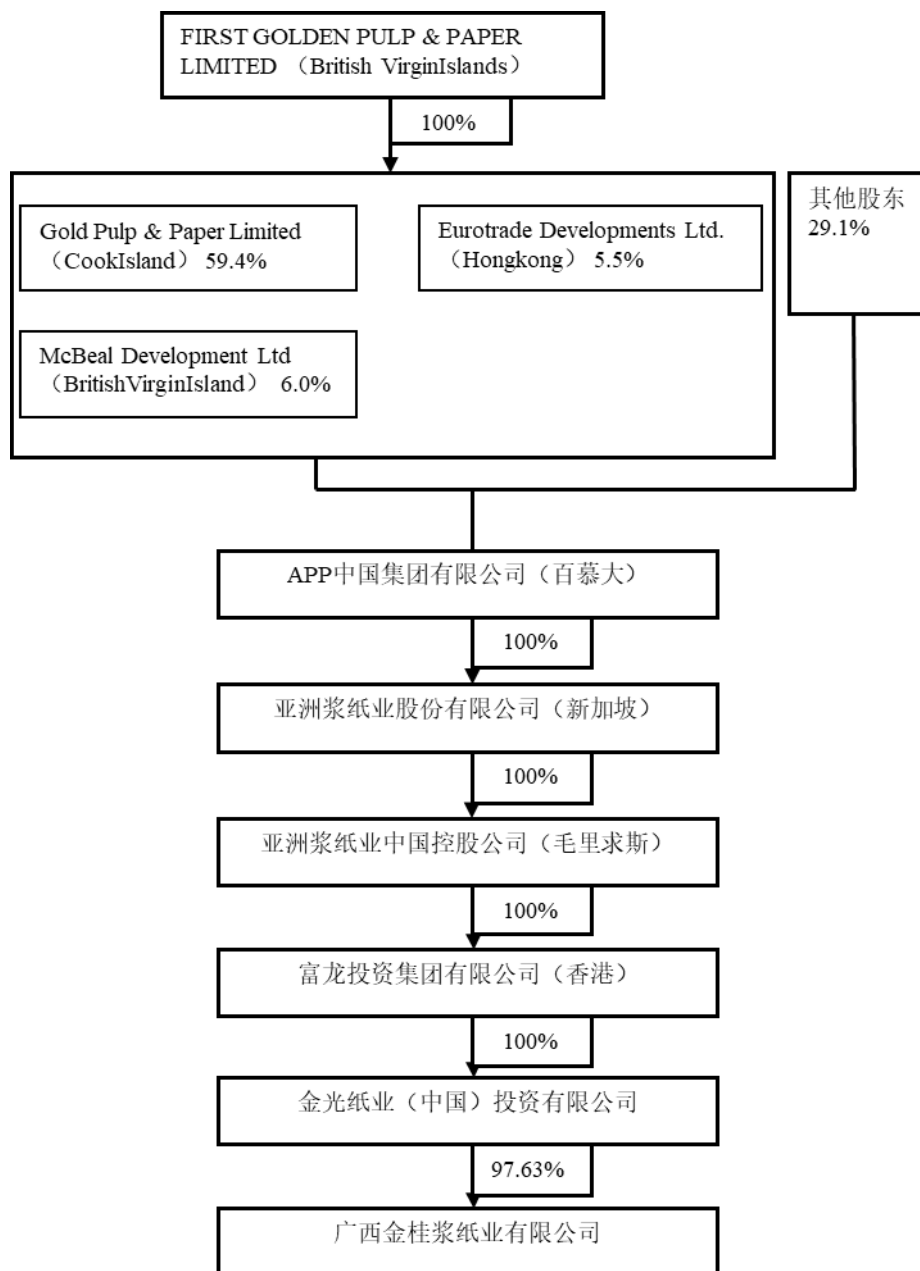
的采购和销售成本，拓展了公司的市场空间。

总体看，广西金桂作为金光纸业在中国布局的浆纸一体化生产基地之一，获得了股东在注资、股东借款、对外担保等方面的支持。截至 2021 年末，金光纸业持有公司 97.63% 股权，为公司控股股东，公司董事会和监事会成员均由股东会选举产生，总理由董事会指定聘任或解聘。公司生产的纸浆除自用外主要用于金光纸业体系内其他子公司生产，公司生产的高档白卡纸在金光纸业体系内产量占比较高，公司主营业务与股东业务高度融合。考虑到公司若发生信用违约事件，将会对股东的声誉、品牌形象影响较大，会使股东面临较大风险，股东支持意愿较强。

## 七、评级结论

综上，远东资信评定广西金桂浆纸业有限公司的主体信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

## 附录 1 公司股权结构图（截至 2022 年 9 月末）



注：黄志源先生及其家族成员于境外设立信托，系该信托的委托人并且为该信托的最终受益人。该信托的受托人为第三方管理机构 Best Reliance Management (L) Berhad，该机构依照委托人在信托文件中确定的宗旨和原则依法由其管理、使用及处置信托财产，基于信托财产所产生的全部收益均归属于信托的最终受益人，即黄志源先生及其家族成员。First Golden Pulp & Paper Limited 及其下属公司属于该信托财产的组成部分，黄志源先生经该信托受托人任命，管理 First Golden Pulp & Paper Limited 及其下属公司并控制该公司的 100%投票权。通过 First Golden Pulp & Paper Limited 间接持有 Golden Pulp & Paper Limited 100% 的股权；Golden Pulp & Paper Limited 持有 APP 中国集团有限公司（百慕大）59.4% 的股权，是单一最大的股东，可以控制 APP 中国集团有限公司（百慕大），其余股东的股权较为分散，且一致行动的可能性较小；APP 中国集团有限公司（百慕大）持有亚洲浆纸业股份有限公司（新加坡）100% 的股权；亚洲浆纸业股份有限公司（新加坡）持有亚洲浆纸业中国控股公司（毛里求斯）100% 的股权；亚洲浆纸业中国控股公司（毛里求斯）持有富龙投资集团有限公司（香港）100% 的股权；富龙投资集团有限公司（香港）持有金光纸业（中国）投资有限公司 100% 的股权，基于上述控制关系，黄志源先生为公司的实际控制人。





## 附录 2 2022 年 9 月末公司合并范围主要子公司情况

子公司名称	注册地	注册资本(万元)	持股比例(%)	表决权比例(%)
金桂贸易(香港)有限公司	香港	7,000.00(港币)	80.00	80.00
广西金桂物流有限公司	钦州市	2,000.00	75.00	75.00

资料来源：公司提供，远东资信整理





## 附录 4 公司主要财务数据及指标

单位：亿元、%

财务数据	2019	2020	2021	2022.9
资产总额	233.35	285.38	316.75	365.36
所有者权益	112.75	130.85	161.09	172.00
短期债务	46.15	54.30	65.88	86.02
长期债务	4.08	32.20	46.08	54.09
总债务	50.23	86.50	111.96	140.11
营业收入	132.67	140.41	142.56	123.24
利润总额	7.51	18.23	19.51	7.62
净利润	6.42	15.95	16.62	6.48
EBITDA	15.31	25.58	28.56	10.31
经营性净现金流	30.76	7.70	-6.85	2.31
财务指标	2019	2020	2021	2022.9
应收账款周转率(次)	6.50	7.22	5.31	--
存货周转次数(次)	25.07	21.36	11.95	--
总资产周转次数(次)	0.56	0.54	0.47	--
现金收入比	116.91	74.93	93.39	92.23
营业利润率	5.50	12.97	13.52	6.16
总资产报酬率	4.23	7.79	7.65	--
净资产收益率	5.89	13.10	11.39	--
长期债务资本化比率	3.49	19.75	22.24	23.93
总债务资本化比率	30.82	39.80	41.00	44.89
资产负债率	51.68	54.15	49.14	52.92
流动比率	90.22	125.82	151.42	155.28
速动比率	68.25	100.12	102.26	98.78
经营现金流动负债比	28.07	6.64	-6.63	1.74
EBITDA 利息保障倍数(倍)	6.23	11.41	6.78	--
总债务/EBITDA(倍)	3.28	3.38	3.92	--

资料来源：公司 2019~2021 年度审计报告及 2022 年 9 月未经审计财务报表，远东资信整理



## 附录 5 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产及长期待摊费用摊销
短期债务	短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他短期有息债务
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期有息债务
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据
长短期债务比	长期债务/短期债务
毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入×100%
期间费用率	(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业收入×100%
应收账款周转次数	营业收入/[ (期初应收票据及应收账款净额+期末应收票据及应收账款净额)/2]
存货周转次数	营业成本/[ (期初存货净额+期末存货净额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[ (期初资产总额+期末资产总额)/2]
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
营业利润率	营业利润/营业收入×100%
总资产报酬率	EBIT/[ (期初资产总额+期末资产总额)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[ (期初净资产余额+期末净资产余额)/2]×100%
长期债务资本化比率	长期债务/[长期债务+所有者权益(包括少数股东权益)]×100%
总债务资本化比率	总债务/[总债务+所有者权益(包括少数股东权益)]×100%
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
流动比率	流动资产/流动负债×100%
速动比率	(流动资产-存货-预付账款)/流动负债×100%
现金短债比	现金类资产/短期债务
现金比率	现金类资产/流动负债×100%
经营现金流动负债比	经营性现金净流入/流动负债×100%
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/(计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
担保比率	担保余额/所有者权益×100%



## 附录 6 级别释义

远东资信主体信用评级是对受评对象违约风险的综合评价，根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发[2006]95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，远东资信主体信用等级划分成三等九级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA、CCC（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。各主体等级含义如下：

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，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	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	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	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。