

山东太阳纸业股份有限公司
2016 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)
跟踪评级报告

主体信用等级： AA 级

债项信用等级： AA 级

评级时间： 2016 年 6 月 12 日



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.

山东太阳纸业股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告 概要

编号：【新世纪跟踪[2016]100198】

存续期间 3 年期债券 10 亿元人民币，2016 年 3 月 31 日-2019 年 3 月 31 日

主体信用等级	AA 级	评级展望	稳定	债项信用等级	AA 级	评级时间	2016 年 6 月
本次跟踪：	AA 级				AA 级		
首次评级：	AA 级				AA 级		2015 年 12 月

主要财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
母公司数据：				
货币资金	8.28	3.70	7.19	8.08
刚性债务	54.57	51.50	59.02	78.82
所有者权益	50.74	52.35	64.53	65.43
经营性现金净流入量	3.42	18.35	5.78	0.45
合并数据及指标：				
总资产	158.90	162.93	197.18	207.72
总负债	103.68	104.68	123.24	132.35
刚性债务	86.60	86.39	94.05	102.80
所有者权益	55.22	58.25	73.94	75.37
营业收入	108.95	104.58	108.25	28.93
净利润	3.18	5.47	7.55	1.45
经营性现金净流入量	14.36	26.08	6.85	4.28
EBITDA	17.32	19.76	23.14	—
资产负债率[%]	65.25	64.25	62.50	63.71
权益资本与刚性债务 比率[%]	63.77	67.43	78.62	73.32
流动比率[%]	74.49	62.28	76.88	78.46
现金比率[%]	39.74	32.30	45.01	17.41
利息保障倍数[倍]	1.83	2.21	2.78	—
净资产收益率[%]	6.37	9.64	11.42	—
经营性现金净流入量与 负债总额比率[%]	13.62	25.03	6.01	—
非筹资性现金净流入量与 负债总额比率[%]	5.21	6.09	-13.29	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.18	3.57	4.10	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.19	0.23	0.26	—

注：根据太阳纸业经审计的 2013-2015 年及未经审计的 2016 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

熊梓
Tel: (021) 63501349-894
E-mail: xh@shxsj.com

王婷亚
Tel: (021) 63501349-655
E-mail: wty@shxsj.com

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
Tel: (021)63501349 63504376
Fax: (021)63500872
E-mail: mail@shxsj.com
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

跟踪期内，该公司积极实施品牌战略，不断开发技术含量高的新产品，品牌认可度高，市场竞争力明显，通过非公开发行股票，资本势力有所增强。但公司在建项目投入规模较大、建设周期长，将面临较大的资本性支出压力。公司负债经营程度较高，债务结构不尽合理。

- 跟踪期内，太阳纸业产能、产量、收入等指标仍然位于国内造纸行业前列，保持较好的规模优势。
- 跟踪期内，太阳纸业通过持续的工艺技术创新和自身对先进设备的消化吸收，保证产品较高的质量。
- 跟踪期内，太阳纸业积极实施品牌战略，在产品总体趋同的环境下，公司坚持差异化竞争理念，不断研发科技含量高、市场需求量大的新产品，保持较好的品牌认可度。
- 太阳纸业原材料木浆仍主要依赖进口，国际浆价波动持续对公司成本控制产生影响。
- 跟踪期内，太阳纸业非公开发行普通股股票 2.38 亿股，公司目前总股本达 25.37 亿股，公司资本实力有所增强。
- 跟踪期内，太阳纸业刚性债务负担仍较重，负债经营程度较高，且债务结构不尽合理，公司流动性较弱。
- 跟踪期内，太阳纸业在建项目的后续投资额仍较大，且部分项目停滞或缓建，项目进展受公司资金状况及项目所在地政策变化影响而具有不确定性，或将给公司带来一定的资金压力和运营风险。
- 截至 2016 年 5 月末，太阳纸业控股股东质押的股份数量占其所持股份总数的 57.26%，关注后续质押比例变换及相关风险。
- 跟踪期内，太阳纸业外币交易仍以美元计价，原材料进口、产品出口及美元借款等业务都将面临一定的汇率变动风险。
- 跟踪期内，国家进一步提高造纸行业的环保标准，太阳纸业在环保方面将面临更严格的监管。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

本报告表述了新世纪评级对太阳纸业及其发行的本期债券的评级观点，并非引导投资者买卖或持有太阳纸业发行的金融产品或债权人向太阳纸业授信、放贷、赊销的一种建议。报告中引用的资料主要由太阳纸业提供，所引用资料的真实性由太阳纸业负责。

跟踪评级报告

按照山东太阳纸业股份有限公司（以下简称“太阳纸业”、“该公司”或“公司”）2016年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（以下简称“16太阳01”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据山东太阳纸业股份有限公司提供的经审计的2015年财务报表、未经审计的2016年第一季度财务报表及相关经营数据，对太阳纸业的财务状况、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，得出跟踪评级结论。¹

一、债券发行情况

经中国证监会证监许可【2016】295号文核准，该公司获准面向合格投资者公开发行面值总额不超过20亿元的公司债券，采用分期发行方式，首期发行规模为10亿元。公司于2016年3月公开发行了10亿元人民币公司债券，期限为3年。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

截至2016年3月末，该公司已发行但尚未到期的债券本金为15亿元。

图表 1. 截至2016年3月末公司已发行尚未到期债券情况

债券名称	种类	起息时间	发行金额	票面利率	到期日
15太阳MTN001	中期票据	2015.3.19	5亿元	6.30%	2018.3.19
16太阳01	公司债券	2016.3.31	10亿元	4.70%	2019.3.31

资料来源：Wind 资讯

二、跟踪评级分析

（一）公司管理

2015年2月，该公司控股股东山东太阳控股集团有限公司（简称“太阳控股集团”）减持公司股票8.04万股；2015年3月，公司根据“证监许可[2015]170号”文核准，非公开发行普通股股票2.38

¹ 本评级报告中，部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于

亿股，此次非公开发行后，公司总股本为 253,663.52 万股，太阳控股集团的持股比例下降至 55.88%。截至 2016 年 5 月末，太阳控股集团持股总数为 141,735.57 万股，其中质押的股份数量为 81,160.00 万股，占总股数的 57.26%。截至 2016 年 3 月末，太阳控股集团仍为公司的控股股东，公司实际控制人仍为李洪信先生，股权结构图详见附录一。

该公司在日常经营中的关联交易主要为向关联公司购买材料、销售产品以及提供水处理、保安服务等综合服务以及向关联公司采购材料等。2015 年公司向关联方采购商品及接受劳务 2.58 亿元，向关联方销售商品及提供劳务金额 14.36 亿元，土地租赁金额 117.18 万元，均较上年变化不大。另母公司及实际控制人为公司及子公司对外借款提供多笔担保²；公司委托兴业银行向山东国际纸业太阳纸板有限公司(简称“山东国际纸业”)发放委托贷款 4950.00 万元。

此外，该公司于 2015 年将持有的山东国际纸业、山东万国太阳食品包装材料有限公司(简称“万国包材”)及万国纸业太阳白卡纸有限公司各 45% 股权分别以 4.17 亿元、2.32 亿元和 199.32 万元转让给母公司。以上公司与公司的关联关系由联营企业变为同一母公司。截至 2016 年 3 月末，公司已收到转让价款 5.77 亿元，剩余 0.74 亿元最晚将于 2016 年 9 月收回。

图表 2. 公司主要关联交易情况 (单位: 万元)

关联方名称	与公司关系	2015 年	2014 年
采购商品/接受劳务金额合计		25,797.65	25,056.59
上海东升新材料有限公司	联营企业	25,551.59	24,609.92
万国纸业太阳白卡纸有限公司	同一母公司	88.61	152.21
山东国际纸业太阳纸板有限公司	同一母公司	32.50	102.94
山东万国太阳食品包装材料有限公司	同一母公司	63.44	104.72
山东圣德国际酒店有限公司	同一母公司	61.51	86.80
销售商品/提供劳务金额合计		143,640.61	172,379.66
山东圣德国际酒店有限公司	同一母公司	456.86	458.54

四舍五入造成的。

² 截至 2015 年末，太阳控股集团为该公司及其子公司 28.73 亿元人民币、432.48 万美元、5.01 亿元人民币银行承兑汇票、5.63 亿元人民币信用证、5,848.61 万美元信用证及 111.28 万欧元信用证提供了担保；公司实际控制人李洪信先生为公司及子公司 15.26 亿元人民币借款、482.25 万美元借款、404.00 万欧元借款、2.06 亿元人民币银行承兑汇票、2.76 亿元人民币信用证、1,619.73 万美元信用证及 72.53 万欧元信用证提供了担保。

关联方名称	与公司关系	2015 年	2014 年
上海东升新材料有限公司	联营企业	5,002.75	4,709.17
万国纸业太阳白卡纸有限公司	同一母公司	24,129.04	59,794.48
山东国际纸业太阳纸板有限公司	同一母公司	22,565.62	31,580.40
山东万国太阳食品包装材料有限公司	同一母公司	91,485.63	75,833.36
山东太阳控股集团有限公司	公司母公司	0.71	3.71
土地租赁金额		117.18	117.18
山东太阳控股集团有限公司	公司母公司	117.18	117.18

资料来源：太阳纸业

为节约管理成本，提高运营效率，该公司自 2015 年以来经董事会批准（拟）对下属几家控股子公司实施整合。其中 2015 年兖州天章纸业有限公司（以下简称“天章纸业”）吸收合并兖州中天纸业有限公司并减资，完成后天章纸业注册资本为 7000 万美元，公司占注册资本的 75.00%。另外 2016 年 4 月，公司董事会批准天章纸业吸收合并兖州永悦纸业有限公司和山东圣浩生物科技有限公司。

此外为提升综合竞争实力，该公司与上海瑞衍投资管理合伙企业共同设立名为“上海瑞衍和煦投资管理合伙企业（有限合伙）”产业投资基金。基金目标规模 3 亿元，合作期限 6 年，公司首期拟认缴规模 1.2 亿元，持有股权 99.5%。基金管理人为上海瑞力投资基金管理有限公司，主要业务为资产管理、投资管理及资讯等，以互联网金融、TMT 及国企改革等为投资方向。

（二）经营环境

2015 年我国造纸行业产销基本达到平衡，行业内企业经营尚属稳定。但纸浆进口依赖程度仍较高，且行业区域分布仍集中于广东省和山东省，竞争较为激烈，行业内企业盈利有所缩窄。同时环境保护标准的不断提升也是造纸企业面临较大的挑战。

2015 年我国造纸行业生产运营整体情况较为稳定，产销基本平衡。从行业需求看，2015 年全国纸及纸板消费量为 10,352 万吨，较上年增长 2.79%，人均消费纸及纸板 75 千克。2006-2015 年，全国纸及纸板消费量年均增长 5.13%。从行业供应看，2015 年全国纸及纸板生产企业约有 2,900 家，全国纸及纸板生产量为 10,710 万吨，较上年增长 2.29%。2006-2015 年，全国纸及纸板生产量年均增长 5.71%。

分品种看，2015 年我国纸及纸板的生产和消费结构未发生重大变化，全年纸及纸板生产量和消费量略有增长。箱纸板、瓦楞原纸、非涂布印刷书写纸、白纸板和涂布印刷纸产销量排名居前，其中箱纸板和涂布印刷书写纸生产量及消费量均比往年有所增加，白纸板等其他产品受经济大环境影响，竞争加剧，价格低迷。

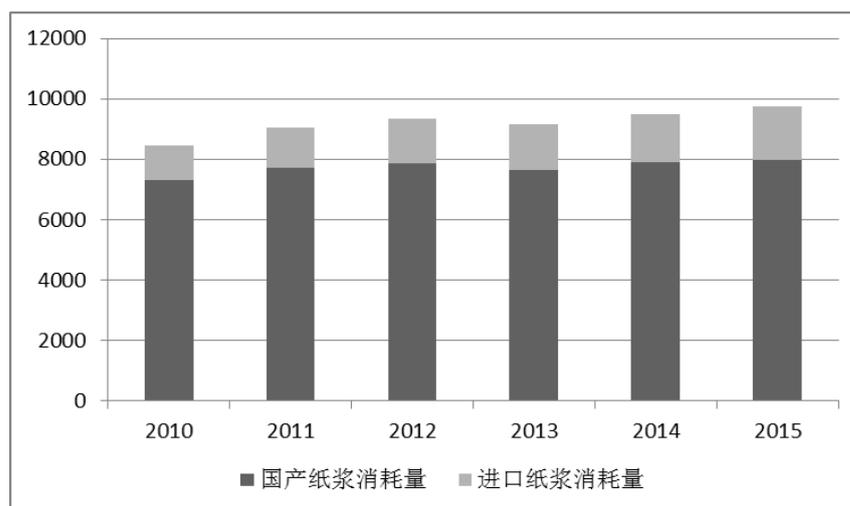
图表 3. 2014-2015 年我国纸及纸板生产和消费情况 (单位: 万吨、%)

品种	生产量			消费量		
	2014 年	2015 年	同比	2014 年	2015 年	同比
总量	10,470	10,710	2.29	10,071	10,352	2.79
箱纸板	2,180	2,245	2.98	2,240	2,297	2.54
瓦楞原纸	2,155	2,225	3.25	2,152	2,228	3.53
非涂布印刷书写纸	1,715	1,745	1.75	1,629	1,680	3.13
白纸板	1,395	1,400	0.36	1,301	1,299	-0.15
涂布印刷纸	775	770	-0.65	625	642	2.72
其中: 铜版纸	685	680	-0.73	587	596	1.53

资料来源: 中国造纸业协会

原材料供给方面，跟踪期内，我国纸浆的进口依赖程度仍较高。2015 年我国纸浆消费量为 9,731 万吨，但纸浆生产总量仅 7,984 万吨，低于消费量的部分缺口由进口弥补。当年我国累计进口纸浆 1,757 万吨，同比增长 6.81%。

图表 4. 2010-2015 年我国纸浆总消耗情况 (单位: 万吨)



资料来源: 中国造纸业协会

据国家统计局最新统计，2015 年 1-12 月，我国规模以上造纸生产企业数量 2,791 家，主营业务收入累计完成 8,003 亿元，同比增长 2.33%；利润总额累计完成 373 亿元，同比增长 2.90%。从数据中可

可以看出，我国制浆造纸及纸制品业生产经营运行基本稳定，主要经济指标完成情况较上年同期趋好。

2015 年纸及纸板产量超过 100 万吨的省份有广东、山东、浙江、江苏、福建、河南、河北、湖南、重庆、广西、天津、安徽、四川、湖北、海南和江西等 16 个省（区、市），产量合计达 10,226 万吨，占全国纸及纸板总产量的 95.48%。在上述省份中，山东省产量排名第二，为 1,780 万吨。当年纸及纸板产量超过 100 万吨的造纸企业共计 19 家，其中山东晨鸣纸业集团股份有限公司、该公司、华泰集团有限公司、山东世纪阳光纸业集团有限公司、山东博汇纸业股份有限公司等 5 家企业位于山东省。总体来看，山东省造纸行业发展较为突出，但同时区域竞争也较为激烈。

此外，造纸行业是我国污染较严重的行业之一，目前我国制浆造纸工业污水排放量约占全国污水排放总量的 10% 以上，排放污水中化学需氧量 COD 约占全国排放总量的 40%。近年来在环境问题日益严峻的情况下，政府对造纸行业的监管力度不断加强。国家工业和信息化部公布了两批工业行业淘汰落后产能企业名单，其中涉及造纸行业的企业较多。随着国家对造纸行业环保门槛的不断提高，造纸企业运行成本将有所提升。

（三）业务运营

跟踪期内，该公司主业保持着较强的规模与品牌优势，体现了明显的市场竞争力，经营状况总体较好。但原材料价格波动易对公司经营产生影响，且公司在建项目投入规模较大、建设周期较长，公司持续面临较大的资本性支出压力，项目建设进度受多方面因素影响存在较大的不确定性。

作为国内大型民营造纸行业上市公司之一，该公司在山东兖州拥有国内先进的非涂布高档文化用纸和溶解浆生产基地，主要工艺装备均达国际先进水平，在国内保持着较强的规模优势。截至 2015 年末公司已形成年生产 90 万吨纸浆、202 万吨纸制品的生产能力。

2015 年该公司实现主营业务收入 108.25 亿元，同比增长 3.51%。从收入构成看，非涂布文化用纸、铜版纸仍是公司收入的主要来源，当年上述两种产品的销售收入占营业收入的 63.43%，同比降低 4.00 个百分点。主要是因为近年铜版纸市场需求疲软，公司的铜版纸价格降低所致。2016 年第一季度，公司实现主营业务收入 28.93 亿元，其

中非涂布文化用纸和化学浆因产能扩大，产销量也随之增加，收入较上年同期上升明显，分别增长 2.79 亿元和 2.24 亿元。

图表 5. 2014 年以来公司主营业务收入构成 (单位: 亿元, %)

产品	2014 年		2015 年		2016 年 1-3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
非涂布文化用纸	36.08	34.88	36.55	34.88	11.31	39.09
铜版纸	34.70	33.55	32.12	29.67	6.34	21.91
电及蒸汽	8.19	7.92	7.62	7.03	1.46	5.05
化机浆	9.93	9.60	8.10	7.48	2.06	7.12
化学浆	6.19	5.98	8.96	8.28	4.33	14.97
生活用纸	1.70	1.64	6.11	5.65	1.83	6.33
淋膜原纸	6.65	6.43	7.11	6.57	1.41	4.78
其他	1.14	1.09	1.68	1.56	0.19	0.66
合计	103.44	100.00	108.25	100.00	28.93	100.00

资料来源：根据太阳纸业提供资料整理计算

1. 原材料供应

该公司生产所需主要原材料为木浆、原木和木片等。2015 年由于部分产品产量增加明显，公司原材料采购数量同比增长 9.01% 至 565.28 万吨。跟踪期内，公司采购渠道保持稳定，且原材料仍以进口为主。当年公司前五大供应商的采购金额为 23.40 亿元，占采购总量的 28.59%。公司采购的原木、煤炭和化工材料价格均有不同程度下降。

该公司生产所需能源主要为电和煤。目前，公司自备热电厂总装机容量为 42.50 万千瓦，电及蒸汽基本仍可自给自足。2015 年公司采购煤炭 223.24 万吨，同比增长 4.93%，但 2015 年煤炭价格持续下滑，使得公司煤炭采购金额占比较上年下降了 2.97 个百分点。公司从事纸制品生产多年，与兖州当地主要煤炭供应商保持着长期稳定的商业合作。因此公司能源供应较为充足、渠道畅通。

图表 6. 2013 年以来公司原料采购情况 (单位: 万吨, 亿元, %)

产品	2013 年			2014 年			2015 年		
	采购数量	采购金额	采购金额占比	采购数量	采购金额	采购金额占比	采购数量	采购金额	采购金额占比
木浆	69.33	27.39	35.63	82.19	31.86	33.92	80.81	32.78	42.03
原木	85.38	10.76	13.99	64.14	6.44	12.16	60.04	5.13	6.58
木片	53.14	6.31	8.21	52.23	6.93	7.87	73.99	9.41	12.07
煤	205.89	8.67	11.28	212.75	7.43	11.04	223.24	6.29	8.07

产品	2013 年			2014 年			2015 年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
化工材料	132.75	15.45	20.1	127.66	14.86	22.09	127.19	14.46	18.55
其他材料	—	8.30	10.79	—	8.80	12.93	-	9.90	12.69
合计	546.49	76.88	100.00	538.97	76.32	100.00	565.28	77.97	100.00

资料来源：太阳纸业

2. 产品生产

跟踪期内，该公司新增一条产能 10 万吨/年的化学浆生产线，且该生产线可同时生产溶解浆，故公司现拥有 3 条化学浆生产线（其中 2 条同时可生产溶解浆）和 4 条化机浆生产线。截至 2016 年 3 月末，公司自制浆产能达到 100 万吨/年，产能利用率保持在 80% 以上。非涂布文化纸方面，公司 30 万吨轻型纸改扩建项目完工投产，产能增加至 100 万吨/年。公司其余产品产能保持不变。

2015 年，该公司非涂布文化纸和铜版纸产量较上年分别增长 9.15% 和 1.65%，当年产能利用率分别为 89.81% 和 96.45%，均较上年有一定提升。另外公司不断调整纸制品的生产结构，生活用纸产量上升至 9.36 万吨，产能利用率达到 78%，同比大幅上升 54 个百分点。淋膜原纸产量变化不大。2016 年第一季度，除铜版纸和淋膜原纸产量较上年同期略有下降以外，公司纸制品和自制浆产量均有不同程度的增加。其中非涂布文化用纸和化学浆因 2016 年第一季度产能扩大，上升幅度明显，较上年同期分别增加 7.16 万吨和 8.62 万吨。

图表 7. 2014 年以来公司主要产品生产情况（单位：万吨，%）

产品	2014 年			2015 年			2016 年第一季度	
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量
非涂布文化纸	90.00	73.29	81.43	90.00	80.83	89.81	100.00	25.87
铜版纸	80.00	75.91	94.89	80.00	77.16	96.45	80.00	16.28
生活用纸	12.00	2.88	24.00	12.00	9.36	78.00	12.00	2.71
淋膜原纸	20.00	14.57	72.85	20.00	14.73	73.65	20.00	2.97
化机浆	60.00	48.79	81.32	60.00	49.81	83.02	60.00	14.79
化学浆 ³	30.00	25.68	85.60	30.00	25.62	85.40	40.00	10.65
合计	292.00	241.12	82.57	292.00	257.51	91.32	312.00	73.27

资料来源：太阳纸业

³ 2015 年化学浆产量 25.62 万吨中，其中 13.89 万吨为溶解浆。

3. 销售

目前该公司拥有 5 个销售大区，即华南区、华东区、华北区、东北区、鲁豫区以及 16 个办事处，形成了辐射全国各省市的销售网络。跟踪期内，公司销售目标市场仍主要为国内市场，2015 年公司产品境内与境外销售收入分别为 95.64 亿元和 12.61 亿元，占主营业务收入的比重分别为 88.35% 和 11.65%。其中 2015 年受日元汇率变化影响，公司对日本出口额大幅减少，导致公司境外销售收入较上年同比降低 37.20%。

图表 8. 公司境内和境外销售收入情况（单位：亿元；%）

项目	2014 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
境内	84.47	80.77	95.64	88.35
境外	20.11	19.23	12.61	11.65

资料来源：太阳纸业

2015 年，该公司产品销量较上年小幅增加 4.90%。纸制品中，铜版纸和淋膜原纸销量小幅下降；生活用纸因项目完工，设备进入批量生产且逐步实现销售，故当年销量上升幅度明显增大，较上年增加 6.81 万吨。自制浆产品方面，公司化机浆和化学浆均主要自用，产销率相对处于较低水平且随着公司自用量的变化而变化。

图表 9. 2014 年以来公司主要产品销售情况（单位：万吨，%）

产品	2014 年			2015 年		
	销量	产销率	毛利率	销量	产销率	毛利率
非涂布文化纸	73.26	99.96	18.00	77.60	96.00	22.45
铜版纸	76.82	101.20	18.10	74.63	96.72	20.25
淋膜原纸	14.01	96.16	17.43	11.51	102.58	18.14
生活用纸	2.45	85.07	11.62	9.26	98.93	12.69
化机浆	28.75	58.93	25.25	23.88	47.94	29.83
化学浆	11.69	45.52	1.15	16.65	64.98	10.37
合计	206.98	—	19.63	217.13	—	22.59

资料来源：太阳纸业

4. 重大在建及拟建项目

(1) 老挝林浆纸一体化项目

跟踪期内，老挝林浆纸一体化项目仍处于造林及浆厂建设前期准备阶段，项目原计划于 2015 年初投产，但因该公司目前的林地暂不能支撑年产 30 万吨漂白化学浆的原料需求，故减缓了纸浆项目的建

设速度。2015 年项目实际投资额大幅降低，截至 2015 年末，已累计投入资金 0.86 亿元，项目进度 40%左右。

(2) 10000 吨木糖（醇）项目

目前该公司依托全球领先的连续蒸煮工艺，已成功掌握利用制浆过程中产生的水解液提取物生产新型木糖、木糖醇的技术，该技术的生产成本低于上述糖类产品的传统生产工艺。公司实施的 10000 吨木糖（醇）项目计划总投资 1.20 亿元，截至 2015 年末实际完成投资 1.89 亿元，超出原计划的投资金额。因公司转产造纸用化学浆时，水解浆浓度较低，达不到提取木糖的条件，跟踪期内，该项目未实现量产，仍处于试生产阶段。

(3) 年产 50 万吨低克重高档牛皮箱板纸项目

年产 50 万吨低克重高档牛皮箱板纸项目由该公司的子公司山东宏河纸业有限公司（简称“宏河纸业”）建设运营。宏河纸业于 2014 年投资建设，注册资本 6,000 万元，公司先后两次对其进行增资，增资后注册资本达 10.64 亿元，主要从事包装纸板和纸产品、新材料的制造和销售业务。项目于 2015 年启动建设，计划总投资额 23.92 亿元，建设周期 18 个月，预计 2016 年二季度试生产。截至 2015 年末，项目累计投资 8.34 亿元。

(4) 年产 35 万吨天然纤维素循环经济一体化项目

年产 35 万吨天然纤维素循环经济一体化项目由宏河纸业负责实施，于 2014 年开工建设。该项目计划总投资额 25.00 亿元，实际投资额 17.00 亿元左右，建设周期 18 个月，预计 2016 年进行投产，项目资金主要通过宏河纸业自筹和银行贷款来实现。建成后可年产 35 万吨的天然纤维素、木素和木糖等产品。通过对项目的投资建设，将丰富公司的产品系列，且项目采用循环经济理念，可降低产品的生产成本，进一步提高公司的市场竞争能力。

图表 10. 截至 2015 年末公司主要在建工程（单位：万吨，亿元）

主要项目	产能	计划总投资	截至 2015 年末已投资	2016 年计划投资额	2015 年已产生收入	资金来源
老树林浆纸一体化项目	30.00	12.66	0.68	1.50	—	进出口银行贷款及自筹
10000 吨木糖（醇）项目	1.00	1.20	1.89	—	—	自筹
年产 35 万吨天然纤维素循环经济一体化	35.00	25.00	13.59	3.41	—	自筹和银行贷款

主要项目	产能	计划总投资	截至2015年末已投资	2016年计划投资额	2015年已产生收入	资金来源
项目						
年产50万吨低克重高档牛皮箱板纸项目	50.00	23.92	8.34	6.00	—	定增募集资金及金融机构贷款
合计	116.00	62.78	16.48	17.46	—	—

资料来源：太阳纸业

(5) 拟建50万吨高档纺筒纸板项目

该公司拟建的50万吨高档纺筒纸板项目相关产品主要应用于纺织化工领域，目前国内相关高档产品主要依赖于进口。项目若顺利实施，将使公司的产品系列更加丰富和多元化，进一步提升公司的市场竞争力。

图表 11. 截至2016年3月末公司拟建工程情况（单位：万吨，亿元）

项目名称	规划产能	计划投资金额	证照情况	资金来源	截至2016年3月末已投资	投资计划	
						2015年	2016年
50万吨高档纺筒纸板项目	50	24	登记备案号1300000083鲁环审【2013】163号	2016年暂不建设	—	—	—

资料来源：太阳纸业

5. 技术研发

跟踪期内，该公司加快原料结构调整和产品结构调整，近年来先后淘汰了麦草浆和废纸浆。公司通过对原料结构的调整，推动了产品结构的调整，使公司产品向高档次、高附加值的方向发展，树立了高端品牌的产品形象。2015年5月，“幸福阳光”生活用纸推出的“无添加”系列生活用纸，采用“类中国结”纤维缠绕（锁扣）工艺，得到市场高度认可，并通过美国FDA食品级鉴定、欧盟AP食品级鉴定及清华大学、上海交通大学“无添加”检测鉴定。2015年9月，公司成功研发出低克重绿色环保型系列本白双胶纸，是继“无添加”系列产品后又一环保型产品，不通过增白剂来调节白度，仅通过浆料和灰分调节不透明度，IOS白度在82.0%左右（国家推行环保书刊纸要求在85.0%以下）。2015年，公司新增发明专利2项，实用新型专利9项，获得科研经费支持246.17万元。

6. 节能环保

跟踪期内，该公司积极推行清洁生产，从源头削减了污染负荷。公司是全国首批一级安全标准化试点达标企业，也是全国造纸行业唯一试点企业，公司废水处理后出流域 COD 达到 30mg/L 以下，优于南水北调要求的 60mg/L；化机浆废水全面实现零排放，平均纸耗水降至到 $3\text{m}^3\text{—}5\text{m}^3$ ，达到国际领先水平；大气治理方面，公司在 2015 年末完成电厂脱硫脱硝改造的基础上，计划在 2016 年投资实施大气超低排放工程，主动降低大气污染物排放；在固废处理方面，公司已经实现了 90% 以上的资源化处理。

（四）财务质量

跟踪期内，随着主营产品销售量的上升，该公司营业收入略有增长；公司继续加大对产业链的投资，资本支出压力仍较大，且公司负债以流动负债为主，债务期限结构有待继续优化。但公司资本实力不断增强，负债经营程度有所下降，且经营性现金流状况良好，可为债务偿还提供较大保障。

瑞华会计师事务所对公司的 2015 年合并及母公司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。公司财务报表的编制执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定。

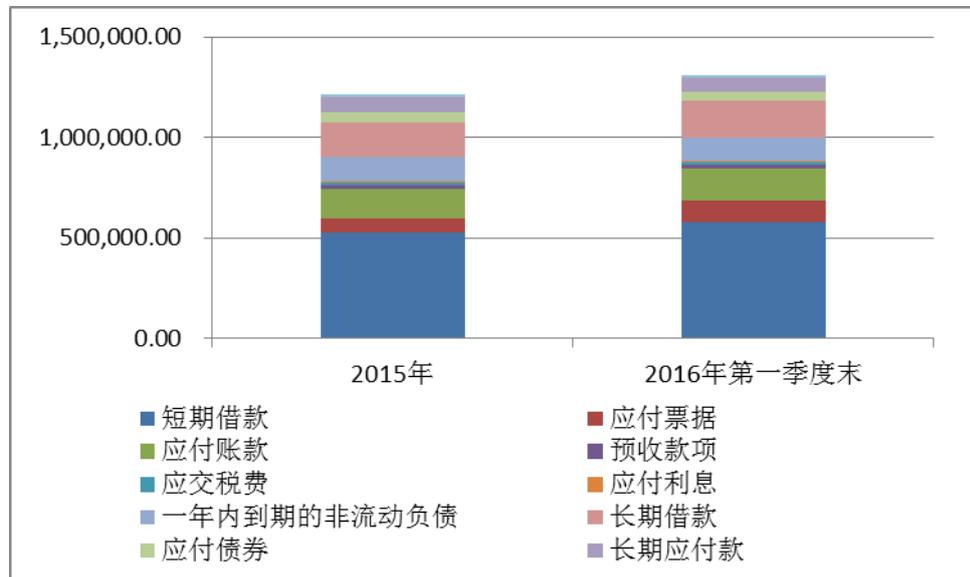
截至 2015 年末，该公司经审计合并口径总资产为 197.18 亿元，所有者权益为 73.94 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 69.86 亿元）；全年实现营业收入 108.25 亿元、净利润 7.55 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 6.67 亿元）；同期经营性现金流净额为 6.85 亿元。截至 2016 年 3 月末，公司未经审计合并口径总资产为 207.72 亿元，所有者权益为 75.37 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 71.26 亿元）；2016 年 1-3 月实现营业收入 28.93 亿元、净利润 1.45 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 1.42 亿元）；同期经营性现金流净额为 4.28 亿元。

跟踪期内，该公司营业收入保持增长，铜版纸和非涂布文化用纸仍是收入的主要来源，该两项合计在收入中占比 63.43%。由于能源动力和原材料价格下跌，公司营业成本同比小幅下降 0.82 个百分点。综合作用下，公司毛利率为 23.39%，同比上升 3.34 个百分点。当年公司期间费用率为 13.51%，同比小幅上升 0.82 个百分点。另外公司发生投资损失 1.31 亿元，为当年处置山东国际纸业等几家公司股权

产生的损失。2015 年，公司营业外收支净额为 1.54 亿元，主要是政府补助 0.85 亿元以及对万国包材土地出资本期实现的损益 0.62 亿元。同期公司营业利润、利润总额和净利润分别为 8.86 亿元、10.40 亿元和 7.55 亿元，同比分别增长 32.78%、52.56% 和 38.06%。2016 年第一季度，随着主要产品产销量增长，公司营业收入同比增长 14.78%，营业利润、利润总额和净利润同比也发生一定增长。

跟踪期内，该公司负债保持增长，仍以流动负债为主，2015 年末和 2016 年 3 月末公司负债分别为 123.24 亿元和 132.35 亿元；长短期债务比分别为 34.84% 和 31.48%。从具体构成看，公司负债主要以银行借款、应付债券、应付票据等为主的刚性债务及应付账款构成。2015 年末，公司刚性债务余额为 94.05 亿元，其中短期刚性债务为 63.93 亿元，占比 67.97%，短期刚性债务中银行借款为 52.54 亿元⁴，即期偿债压力仍然较大；应付账款余额为 14.41 亿元，同比增长 10.95%，主要系应付的原材料采购款增加所致。公司于 2016 年 3 月发行了 3 年期 10 亿元的 2016 年度第一期公司债券，负债结构未发生重大变化。

图表 12. 公司 2015 年末及 2016 年 3 月末负债结构 (单位: 万元)



注：根据太阳纸业提供的资料绘制

该公司 2015 年和 2016 年第一季度营业收入现金率分别为 106.32% 和 120.35%，整体处于较好水平，主营业务的现金回笼能力较强。2015 年和 2016 年第一季度，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 6.85 亿元和 4.28 亿元，其中 2015 年大幅下降，同比降

⁴ 短期借款美元融资利率 1.2%-4.5% (包括 3 个月贸易融资)，人民币贷款利率 4.35%-4.7%。

低 73.72%，主要系当期货款回收以银行承兑汇票方式结算较多所致；同期公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -21.99 亿元和 -5.17 亿元。跟踪期内，公司年产 50 万吨低克重高档牛皮箱板纸、太阳宏河天然纤维素等项目投资稳步推进，公司未来仍将存在一定的资本性支出压力。

2015 年和 2016 年第一季度，该公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 20.39 亿元和 2.34 亿元，其中 2015 年主要是非公开发行股票募集资金到账及发行债券收到的现金增加所致。

跟踪期内，该公司 EBITDA 保持增长，2015 年为 23.14 亿元，同比增长 17.01%，对刚性债务和利息支出的保障程度有所增强。

图表 13. 近三年公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2013 年	2014 年	2015 年
EBITDA/利息支出(倍)	3.18	3.57	4.10
EBITDA/刚性债务(倍)	0.19	0.23	0.25
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	18.61	34.64	8.14
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	13.62	25.03	6.01

注：根据太阳纸业提供的数据绘制

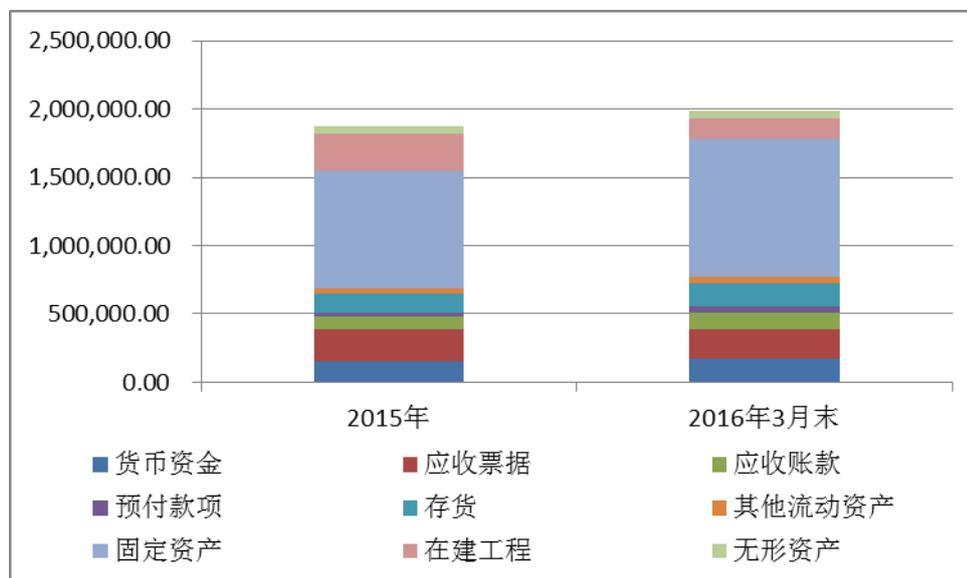
随着业务规模的扩大以及投资增加，该公司资产规模保持增长，2015 年末和 2016 年 3 月末分别为 197.18 亿元和 207.72 亿元。作为生产型企业，公司固定资产投入较大，资产以非流动资产为主。同期末，公司非流动资产占资产的比重分别为 64.36% 和 61.98%。

从流动资产构成看，2015 年末该公司流动资产余额为 70.27 亿元，主要由货币资金、应收票据、应收账款、预付款项、存货和其他流动资产构成。2015 年末，公司货币资金余额为 15.28 亿元，其中银行承兑汇票、信用证保证金等受限资金为 3.47 亿元，当年末现金比率为 45.01%，处于较高水平，可为债务偿还提供一定保障；应收票据与应收账款余额合计为 32.60 亿元，占流动资产的 46.40%，同比上升 86.61%，主要为应收货款增加所致，以及公司当年设立票据池，到期后进行统一贴现，尚未到期贴现的票据导致应收票据大幅增加。公司与下游客户一般按合同收回货款，客户的信用期按等级分为 30 天、60 天和 90 天，议价能力尚可。预付款项余额为 2.80 亿元，同比下降 0.36%，主要系预付的原材料采购款；存货余额为 14.01 亿元，主要为库存商品和原材料；其他流动资产余额为 3.71 亿元，主要为尚未抵扣的增值税进项税。2016 年 3 月末，公司货币资金余额为 17.53 亿元，较年初增长 14.73%；预付款项为 5.14 亿元，较年初大幅增长

83.65%，主要是因为当期公司购入的木浆、原煤等大宗物资支付的货款和运费增加；存货较年初增长 21.91% 至 17.07 亿元。

从非流动资产的构成看，2015 年末该公司非流动资产余额为 126.91 亿元，以固定资产、在建工程 and 无形资产为主。固定资产净额为 86.25 亿元，主要为生产设备和厂房等；在建工程余额为 27.35 亿元，同比增长 59.43%，主要系 35 万吨天然纤维素循环经济一体化项目和 50 万吨低克重高档牛皮箱板纸等项目投资增加所致；无形资产余额为 5.30 亿元，主要为土地使用权和财务软件及其他。2016 年 3 月末，公司年产 30 万吨轻型纸改扩建项目建成转固，固定资产和在建工程发生相应增加变化，其余科目变化不大。

图表 14. 公司 2015 年末及 2016 年 3 月末资产结构 (单位: 万元)



注：根据太阳纸业提供的数据绘制

因该公司负债以流动负债为主，资产和负债期限结构不匹配，资产流动性较弱，2015 年末与 2016 年 3 月末公司流动比率分别为 76.88% 和 78.46%；速动比率分别为 58.50% 和 56.39%。

根据该公司 2016 年 4 月 12 日的《企业信用报告》，公司过往有 1 笔不良类票据贴现和 5 笔关注类债务，目前均已清偿。截至 2016 年 3 月末，公司已发行但尚未到期的债券余额为 15 亿元，为公司于 2015 年发行的中期票据和 2016 年发行的公司债，期限均为 3 年。目前，公司所发行债券本息兑付情况正常。

截至 2015 年末各家银行给予该公司的授信总额为 209.78 亿元，公司已使用 91.45 亿元，尚余 118.33 亿元授信额度，仍有较大的后续融资空间。

三、跟踪评级结论

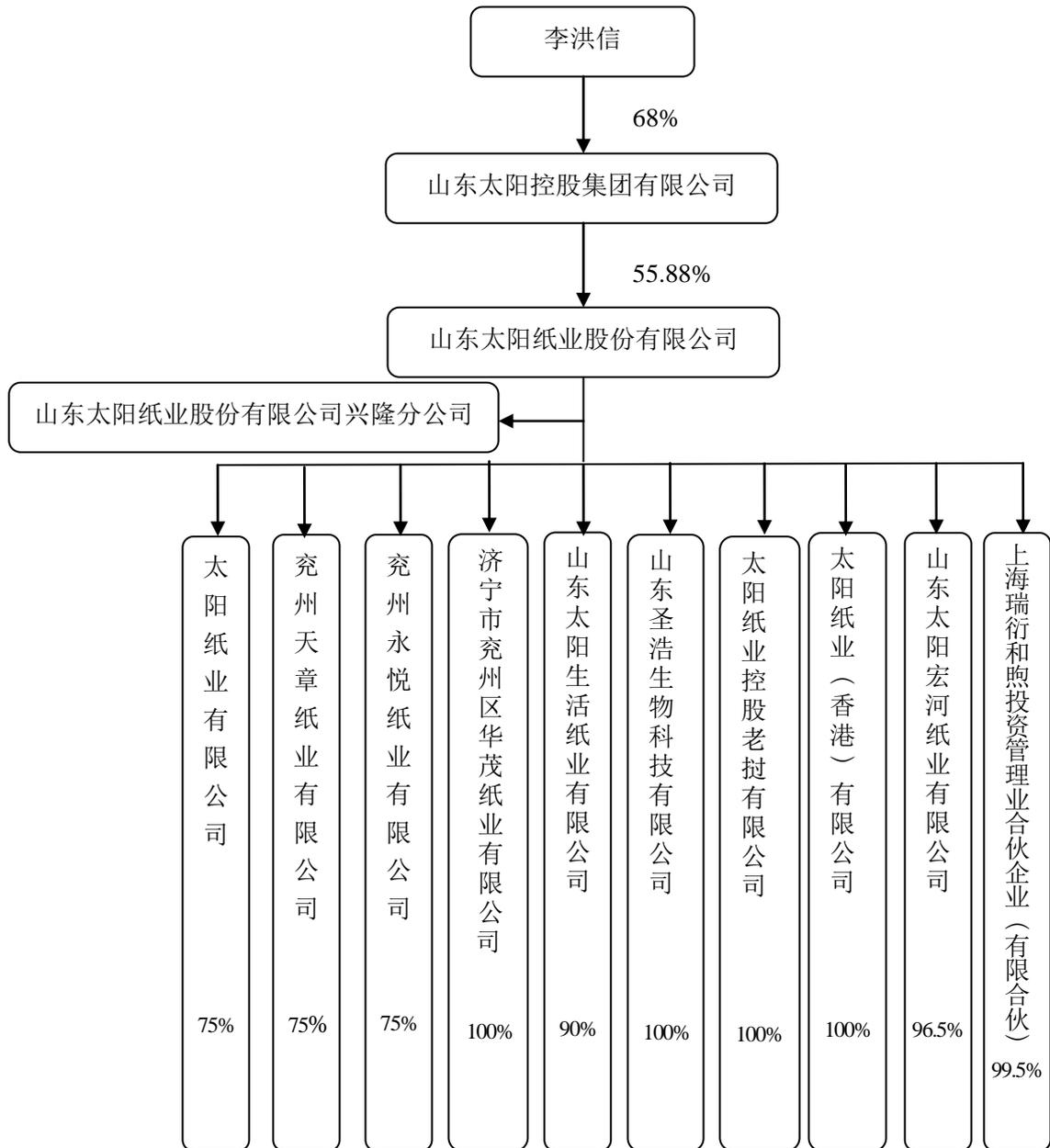
跟踪期内，该公司主业保持着较强的规模与品牌优势，经营状况总体较好。但公司在建项目投入规模较大、建设周期较长，公司持续面临较大的资本性支出压力，项目建设进度受多方面因素影响存在较大的不确定性。

2015年，随着主营产品销售量的上升，该公司营业收入略有增长；受益于原材料及能源采购成本的回落，公司毛利增加，盈利能力有所提升。且随着经营积累的增加和完成非公开发行股票，公司资本实力不断增强，负债经营程度有所下降，且经营性现金流状况良好，可为债务偿还提供较大保障。

同时，我们仍将持续关注（1）主要原材料与纸品价格波动对该公司盈利能力产生的影响；（2）在建及拟建项目进展情况；（3）造纸行业市场竞争及新增产能情况；（4）公司控股股东的股权质押情况；（5）环保及安全生产风险。

附录一：

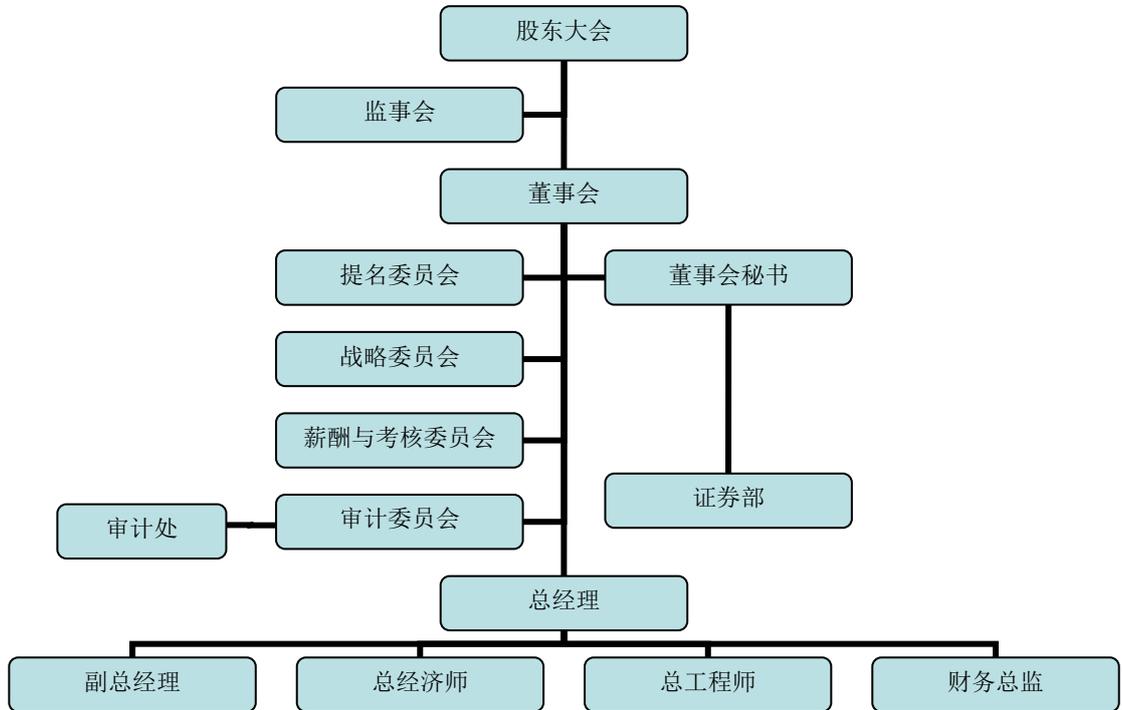
公司股权结构图



注：根据太阳纸业提供的资料绘制（截至2016年3月末）

附录二：

组织架构图



注：根据太阳纸业提供的资料绘制（截至 2016 年 3 月末）

附录三：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 第一季度
资产总额 [亿元]	158.90	162.93	197.18	207.72
货币资金 [亿元]	16.91	14.30	15.28	17.53
刚性债务[亿元]	86.60	86.39	94.05	102.80
所有者权益 [亿元]	55.22	58.25	73.94	75.37
营业收入[亿元]	108.95	104.58	108.25	28.93
净利润 [亿元]	3.18	5.47	7.55	1.45
EBITDA[亿元]	17.32	19.76	23.14	—
经营性现金净流入量[亿元]	14.36	26.08	6.85	4.28
投资性现金净流入量[亿元]	-8.86	-19.74	-21.99	-5.17
资产负债率[%]	65.25	64.25	62.50	63.71
长期资本固定化比率[%]	122.01	133.79	119.97	120.26
权益资本与刚性债务比率[%]	63.77	67.43	78.62	73.32
流动比率[%]	74.49	62.28	76.88	78.46
速动比率 [%]	51.50	43.57	58.50	56.39
现金比率[%]	39.74	32.30	45.01	17.41
利息保障倍数[倍]	1.83	2.21	2.78	—
有形净值债务率[%]	203.56	196.99	179.91	189.13
营运资金与非流动负债比率[%]	-62.45	-104.83	-66.34	-68.44
担保比率[%]	—	—	—	—
应收账款周转速度[次]	18.56	15.11	13.26	—
存货周转速度[次]	6.89	6.78	6.57	—
固定资产周转速度[次]	1.40	1.34	1.32	—
总资产周转速度[次]	0.70	0.65	0.60	—
毛利率[%]	16.94	20.05	23.39	19.83
营业利润率[%]	4.40	6.38	8.19	6.67
总资产报酬率[%]	6.42	7.59	8.70	—
净资产收益率[%]	6.37	9.64	11.42	—
营业收入现金率[%]	6.30	8.92	106.32	120.35
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	120.38	121.65	8.14	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	18.61	34.64	6.01	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	13.62	25.03	-17.98	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	7.12	8.43	-13.29	—
EBITDA/利息支出[倍]	5.21	6.09	4.10	—
EBITDA/刚性债务[倍]	3.18	3.57	0.26	—

注：表中数据依太阳纸业经审计的 2013-2015 年度及未经审计的 2016 年第一季度财务数据整理计算。

附录四：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×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%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/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)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产及商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/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%
经营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/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资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+报告期投资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+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

本评级机构债务人长期信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义	
投资级	AAA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力具有最大保障；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响最小。
	AA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力很强；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响很小。
	A 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力较强；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展易受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会产生波动。
	BBB 级	短期债务的支付能力和长期债务偿还能力一般，目前对本息的保障尚属适当；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会有较大波动，约定的条件可能不足以保障本息的安全。
投机级	BB 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较弱；企业经营与发展状况不佳，支付能力不稳定，有一定风险。
	B 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较差；受内外不确定因素的影响，企业经营较困难，支付能力具有较大的不确定性，风险较大。
	CCC 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力很差；受内外不确定因素的影响，企业经营困难，支付能力很困难，风险很大。
	CC 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力严重不足；经营状况差，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素很少，风险极大。
	C 级	短期债务支付困难，长期债务偿还能力极差；企业经营状况一直不好，基本处于恶性循环状态，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素极少，企业濒临破产。

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	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	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 级	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
	C 级	不能偿还债务。

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。