

山东太阳纸业股份有限公司公开发行可转换公司债券

信用评级报告



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.

概述

编号:【新世纪债评(2017)010411】

评级对象: 山东太阳纸业股份有限公司公开发行可转换公司债券(本次债券/债项)

主体信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA⁺(未安排增级)

评级时间: 2017年6月13日

计划发行: 不超过12亿元(含12亿元)

本期发行: 不超过12亿元(含12亿元)

存续期限: 5年

增级安排: 无

发行目的: 项目投资

偿还方式: 每年付息一次, 到期还本付息

主要财务数据及指标

项 目	2014年	2015年	2016年	2017年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	3.70	7.19	5.53	6.33
刚性债务	51.50	70.87	68.39	72.43
所有者权益	52.35	64.53	72.39	73.57
经营性现金净流入量	18.35	6.67	7.52	-5.10
合并数据及指标:				
总资产	162.93	197.18	201.94	213.48
总负债	104.68	123.24	118.54	125.87
刚性债务	86.39	94.05	91.96	93.48
所有者权益	58.25	73.94	83.40	87.61
营业收入	104.58	108.25	144.55	44.11
净利润	5.47	7.55	11.58	4.81
经营性现金净流入量	26.08	6.85	28.16	2.39
EBITDA	19.76	23.14	28.86	-
资产负债率[%]	64.25	62.50	58.70	58.96
权益资本与刚性债务比率[%]	67.43	78.62	90.69	88.98
流动比率[%]	62.28	76.88	86.13	81.78
现金比率[%]	32.30	42.07	43.88	45.12
利息保障倍数[倍]	2.21	2.78	3.71	-
净资产收益率[%]	9.64	11.42	14.72	-
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	25.03	6.01	23.29	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	6.09	-13.29	10.45	-
EBITDA/利息支出[倍]	3.57	4.10	5.38	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.23	0.26	0.31	-

注: 根据太阳纸业经审计的2014~2016年及未经审计的2017年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

王婷亚 wty@shxsj.com

陈思阳 csy@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

评级观点

主要优势/机遇:

- **规模优势。**太阳纸业为国内大型造纸企业, 具有设备先进和产能规模等优势, 在行业内具有较强的竞争力。
- **良好的品牌认可度。**太阳纸业通过工艺技术创新保证产品质量, 同时研发科技含量高、市场需求量大的新产品, 保持较好的品牌认可度。
- **盈利能力提升及现金流情况好转。**随着太阳纸业新产能不断投放以及部分产品价格回升, 公司收入及利润规模逐年增长, 盈利能力有所提升, 2016年经营性现金流同比大幅增长, 能够为即期债务偿付提供一定保障。
- **债务依赖程度有所降低。**通过非公开发行股票以及经营积累, 太阳纸业所有者权益逐年增长, 同时公司盈利能力提升、现金流好转, 对债务依赖程度有所下降。
- **融资渠道畅通。**太阳纸业银行授信充足, 且作为上市公司, 通过资本市场补充资金能力较强, 融资渠道较为畅通。

主要风险/关注:

- **行业波动风险。**造纸行业作为强周期性行业, 经营易受宏观经济波动的影响, 可能会给太阳纸业经营稳定性造成负面影响。
- **新增产能释放情况。**2016年太阳纸业新增产能较多, 但未来行业需求是否达到预期还有待观察, 需关注新增产能释放情况。
- **原材料成本控制压力。**太阳纸业原材料木浆主要依赖进口, 国际浆价波动对公司成本控制产生一定影响。
- **债务期间结构欠佳, 资产流动性一般。**太阳纸

业刚性债务负担较重，且以短期刚性债务为主，债务结构不尽合理，资产流动性一般，公司将面临一定的即期偿债压力。

- **资金支出压力及海外投资风险。**太阳纸业在建及拟建项目的后续投资额较大，且部分项目在老挝和美国进行，公司或将面临较大的资金支出压力及海外投资相关的政治风险。
- **关注利润分配政策。**太阳纸业所有者权益中未分配利润占比较大，关注公司分红政策以及利润分配对净资产的影响情况。
- **汇率风险。**太阳纸业外币交易以美元计价，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。
- **环保风险。**虽然太阳纸业目前的环保治理水平已达到国家或地方标准，但仍将面临环保政策进一步趋严而产生的环保风险。
- **可转债到期未转股风险。**如太阳纸业股价低迷或股价未达持有人预期而导致可转债未转股，公司则需对可转债还本付息，从而增加公司资金压力。

➤ 未来展望

通过对太阳纸业及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA⁺主体信用等级，评级展望为稳定；认为本次债券还本付息安全性很高，并给予本次债券 AA⁺信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



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实地调查和诚信义务，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。

本信用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。本次评级所依据的评级方法是新世纪评级《新世纪评级方法总论》及《中国造纸行业信用评级方法》。上述评级方法可于新世纪评级官方网站查阅。

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。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，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。

山东太阳纸业股份有限公司公开发行可转换公司债券

信用评级报告

一、公司概况

该公司前身为成立于1976年的兖州县城关公社纤维板厂。2000年3月28日，经山东省体改委“鲁体改函字（2000）第13号文”批准，由兖州市金太阳商贸有限公司（2007年更名为兖州市金太阳投资有限公司，简称“金太阳投资”）作为主发起人，联合兖州市新兖镇集体资产经营管理有限公司（现已更名为兖州市东方投资有限公司）、兖州市旭东浆纸销售有限公司、兖州市天阳再生资源回收有限公司和兖州市阳光纸制品有限公司等四家发起人，以发起方式将公司整体改制为股份有限公司，并更名为现名。改制后公司总股本为2.01亿股，实收资本为人民币2.01亿元，金太阳投资等五家发起人持股比例分别为92.70%、3.80%、2.30%、0.60%和0.60%。

2006年11月，经中国证券监督管理委员会“证监发行字【2006】96号文”《关于核准山东太阳纸业股份有限公司首次公开发行股票的通知》核准，该公司以募集方式向社会公开发行A股股票0.75亿股，并于2006年11月16日在深圳证券交易所中小企业板上市交易（证券代码“002078”）。发行后公司总股本增至2.76亿股，实收资本增至人民币2.76亿元，控股股东金太阳投资¹持股比例为67.51%。后经多次增资扩股，截至2017年3月末，公司股本增至25.37亿股，太阳控股集团持股比例为48.40%。

该公司主要从事机制纸、纸制品、木浆及纸板的生产和销售。截至2017年3月末，公司造纸产能312万吨/年，制浆产能120万吨/年，产能规模位居国内造纸行业前列。

二、债项概况

（一）本次债券概况

本次债券发行经该公司2017年第二次临时股东大会表决通过，拟发

¹ 2012年9月24日，金太阳投资更名为山东太阳控股集团有限公司（以下简称“太阳控股集团”）。

行规模不超过 12 亿元（含 12 亿元）可转换公司债券，期限为 5 年。公司计划将本次债券募集资金全部用于项目投资。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称:	山东太阳纸业股份有限公司公开发行可转换公司债券
总发行规模:	不超过 12 亿元（含 12 亿元）
本期发行规模:	不超过 12 亿元（含 12 亿元）
本次债券期限:	5 年
债券利率:	本次发行的 A 股可转换公司债券票面年利率的确定方式及每一年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定
付息方式:	本次可转换公司债券采用每年付息一次的付息方式，计息起始日为可转换公司债券发行首日。可转换公司债券持有人所获得利息收入的应付税项由可转换公司债券持有人负担
转换标的:	该公司 A 股股票（002078.SZ）
转股期限:	本次发行的可转换公司债券转股期自可转换公司债券发行结束之日起满 6 个月后第一个交易日起至可转换公司债券到期日止
转股价格:	<p>本次发行的可转换公司债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前 1 个交易日公司 A 股股票交易均价，具体初始转股价格由股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定</p> <p>前 20 个交易日公司股票交易均价=前 20 个交易日公司股票交易总额/该 20 个交易日公司股票交易总量；前 1 个交易日公司股票交易均价=前 1 个交易日公司股票交易总额/该日公司股票交易总量</p> <p>在本次发行之后，若公司发生派送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况，将按下述公式进行转股价格的调整</p>
赎回条款:	<p>(1) 到期赎回条款</p> <p>在本次发行的可转换公司债券期满后 5 个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐人（主承销商）协商确定</p> <p>(2) 有条件赎回条款</p> <p>在本次发行可转换公司债券的转股期内，如果公司 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），经相关监管部门批准（如需），公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。若在上述交易日内发生过因除权、除息等引起公司转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。</p> <p>此外，当本次发行的可转换公司债券未转股的票面总金额不足人民币 3,000</p>

	万元时，本行有权按面值加当期应计利息的价格赎回全部未转股的可转换公司债券
回售条款：	<p>(1) 有条件回售条款</p> <p>在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价的 70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续 30 个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。</p> <p>最后两个计息年度可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权</p> <p>(2) 附加回售条款</p> <p>若公司本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。可转换公司债券持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，自动丧失该回售权，不能再行使附加回售权</p>
增级安排：	无

资料来源：太阳纸业

截至 2017 年 3 月末，该公司已发行尚未到期债券如下表所示。

图表 2. 公司已发行债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
15 太阳 MTN001	5	3	6.30	2015 年 3 月	正常
16 太阳 01	10	3	4.70	2016 年 3 月	正常

资料来源：Wind 资讯、新世纪评级整理

(二) 本次债券募集资金用途

本次发行债券募集资金总额不超过 12 亿元（含 12 亿元），扣除发行费用后，该公司拟将募集资金全部用于老挝年产 30 万吨化学浆项目，该项目中募集资金不足部分通过自筹解决。

根据《山东太阳纸业股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券募集资金使用可行性分析报告》，老挝年产 30 万吨化学浆项目由该公司全

资子公司太阳纸业控股老挝有限责任公司（简称“太阳老挝”）²具体实施。该项目建设期周期 2 年，预计投资总额 19.58 亿元，其中建设投资为 18.49 亿元，铺地流动资金为 1.09 亿元，经营期 20 年。经公司综合测算，项目内部收益率为 13.99%，静态投资回收期为 8.11 年。

（三） 本次债券募集资金投资项目概况

本次债券募集资金拟投资项目概况如下：

图表 3. 本次债券募集资金拟投资项目概况

项目名称	批准机关（文号）	总投资（亿元）	拟使用募集资金（亿元）
老挝年产 30 万吨化学浆项目	鲁发改外资【2016】1142 号	19.58	12.00

资料来源：太阳纸业

老挝地处热带地区，雨热资源丰富利于林木生长，同时老挝优先发展林产品深加工业务，有较大的税收优惠政策，可降低该公司制浆生产成本。根据公司公开资料显示，太阳老挝与老挝国家土地管理机构于 2010 年签订《关于在沙湾拿吉省孟品县及色奔县租赁政府土地种植工业树合同》，租赁土地面积 7324 公顷，另外公司获批项目浆厂建设用地 152 公顷。公司于 2008 年进入老挝选址造林，目前林地经过多年培育目前已进入砍伐阶段，可为 30 万吨/年化学浆厂提供原材料保障，故公司启动老挝年产 30 万吨化学浆项目。该项目预计总投资 19.58 亿元，建设期第一年投入 11.09 亿元，占总建设投资比例的 60%，包括主要生产车间、热电站、仓库和厂区建设等，一期建设投产后可实现 70% 产能达产，建设期第二年投入 7.40 亿元，占总建设投资比例的 40.00%，建设完成后可实现产能 100% 达产，预计年销售收入为 11.05 亿元。关注海外投资项目可能受到世界经济的风险。

三、宏观经济和政策环境

2017 年第一季度，全球经济继续复苏，但各经济体表现不一，地缘政治因素成为影响全球经济增长的重大不确定性因素。在发达经济体中，美国经济继续回升，欧盟大部分成员国和日本经济缓慢复苏，其中德国经济复苏表现强劲。在新兴经济体中，印度经济保持中高速增长，俄罗斯经济正在逐步摆脱经济负增长状态，巴西经济亦在朝复苏迈进，南非经济仍低速增长。同时，美国新任总统的经济政策、英国脱欧、欧

² 2009 年 12 月 22 日，商务部下发商合批【2009】327 号同意公司在老挝设立太阳老挝，注册资本 6000 万美元。

洲大选、叙利亚问题和朝鲜半岛问题等因素或对全球经济增长造成重大不确定性影响。

2017年第一季度，在内外需求回暖带动下，我国经济增长超预期，整体表现出稳中向好态势。物价水平呈温和上涨，就业规模扩大；居民收入稳步增长，为消费增长提供稳定前提；制造业投资增速继续上升，民间投资回暖，基建投资仍处高位，地方投资热情较高，房地产开发投资增速继续上行；进出口贸易继续好转，净出口对GDP增长贡献率扭负为正。在以“三去一降一补”为主要内容的供给侧结构性改革的推动下，传统强周期性、产能过剩行业利润快速回升，高端产业及战略性新兴产业对经济增长的支撑作用明显，工业总体向好。房地产调控“因城施策”，从供给侧及需求侧两方面同时出发，抑泡沫和去库存并行，可有效控制热点城市房地产市场的过热势头和推动三四线城市去库存。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”战略和自贸区建设等持续推进，区域和省市经济建设提速，区域协同发展效应逐步显现。

2017年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策。在财政政策方面，我国财政赤字率维持3%，财政部持续推动各省和计划单列市的地方政府债券发行和地方政府债务置换，加强地方政府债务管理，对规范地方政府融资行为、防范和化解区域和地方政府债务风险发挥了积极的作用，我国地方政府债务风险总体上仍然可控。货币政策方面，为更好地平衡稳增长、调结构、抑泡沫和防风险之间的关系，我国央行实行稳健中性的货币政策。在坚决按照“把防控金融风险放到更加重要的位置”的总体要求下，严守不发生系统性风险底线，监管机构的监管力度持续加强，对防范市场突出风险具有积极意义，有利于经济稳定和健康发展。

我国对外开放水平持续提高，“一带一路”建设深入推进，有利于我国企业“走出去”，有利于发挥我国对全球经济发展的促进作用。在人民币纳入SDR货币篮子后，正式成为全球储备货币，人民币资产配置需求不断提升、国际地位继续增强、资本项目可兑换进程持续推进，人民币兑美元汇率短期内受美联储加息和资本外流影响面临一定的贬值压力，但是人民币不存在长期贬值的基础，人民币兑美元汇率将在合理区间运行。

2017年是实施“十三五”规划的重要一年，随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧结构性改革的深入推进、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展和城镇化的发展，我国经济的基本面有望长期

向好和保持中高速稳定增长态势。同时，在国际经济、金融仍面临较大不确定性因素的外部环境下，在我国经济增长驱动力转变、产业结构优化升级的过程中，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因素的冲击性风险。

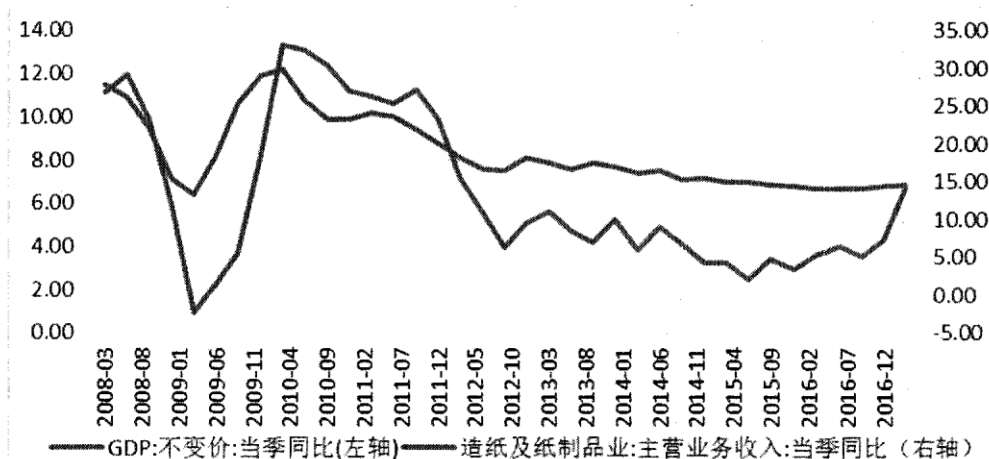
四、公司所处行业及区域经济环境

（一）造纸

作为强周期性行业，造纸行业运行与宏观经济发展状况息息相关。近几年，我国宏观经济呈现较大的下行压力，造纸行业景气度较差。

造纸行业下游渗透国民经济的各个领域，行业景气度基本跟随宏观经济波动，具有较强的周期性特征。从相关数据来看，造纸业增长率波动幅度大于 GDP 增长率波动幅度，且由于其位于制造业产业链的中后端，行业景气度与宏观经济周期的波动较为同步，自 2011 年起，行业下行压力甚至大于宏观经济下行压力，行业景气度较差。近年来，随着国家环保政策趋严、持续淘汰落后产能等政策的实施促使行业集中度有所提升，2016 年以来下游需求量的增长使得纸制品价格出现上涨，造纸行业整体呈现复苏迹象。

图表 4. 造纸行业增速与 GDP 增速的相关性 （单位：%）

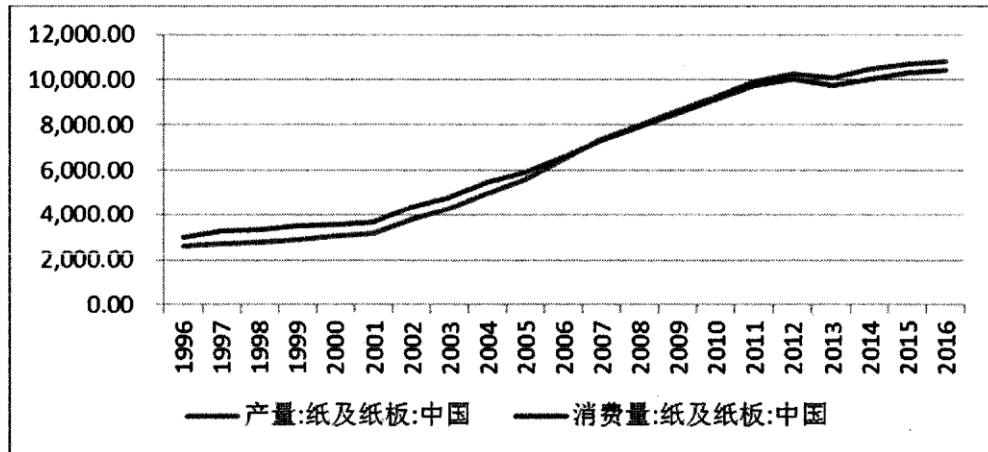


资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

我国造纸行业产能过剩情况比较明显，在国家淘汰落后产能政策的背景下，造纸行业每年实际落后产能淘汰数量均超过任务下达量，2013-2015 年分别完成 741 万吨、492 万吨和 167 万吨。2016 年 2 月，工信部对炼钢、水泥、玻璃、造纸及印染等 18 个工业行业淘汰落后产能，

其中涉及造纸企业 279 家。根据环保部污染排放总量控制司初步预计，“十三五”期间造纸行业还要淘汰纸及纸板落后产能约 800 万吨。从消费情况来看，2008-2014 年我国纸及纸板的产量超过消费量，2015-2016 年开始小幅收窄，淘汰落后产能政策初见成效。

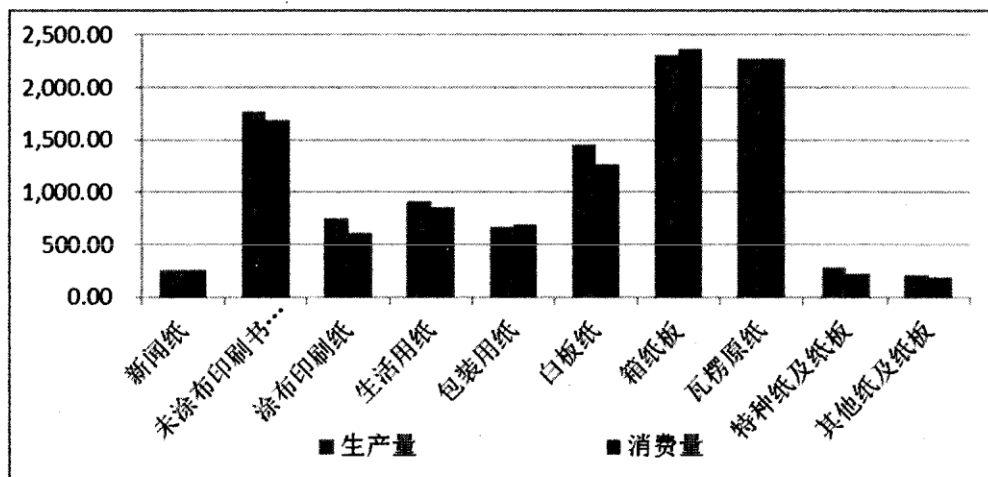
图表 5. 我国纸及纸板产销量情况 (单位: 万吨)



资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

分品类来看, 2016 年我国非涂布印刷书写纸、涂布印刷纸、生活用纸、白板纸和特种纸及纸板的产量高于消费量, 而新闻纸、包装用纸、箱纸板和瓦楞原纸消费量略高于生产量, 主要是受互联网冲击, 纸作为文化传播的用途大大降低, 导致新闻纸产量逐年递减; 而近几年电商的崛起使得快递业务迅速增长, 带动了包装用纸、箱板纸和瓦楞原纸等与包装业务相关纸品的需求量。考虑到目前产量大于消费量的几种纸品, 其超出的绝对值和相对值较高, 预计中短期内, 造纸行业供过于求的现象仍将持续。

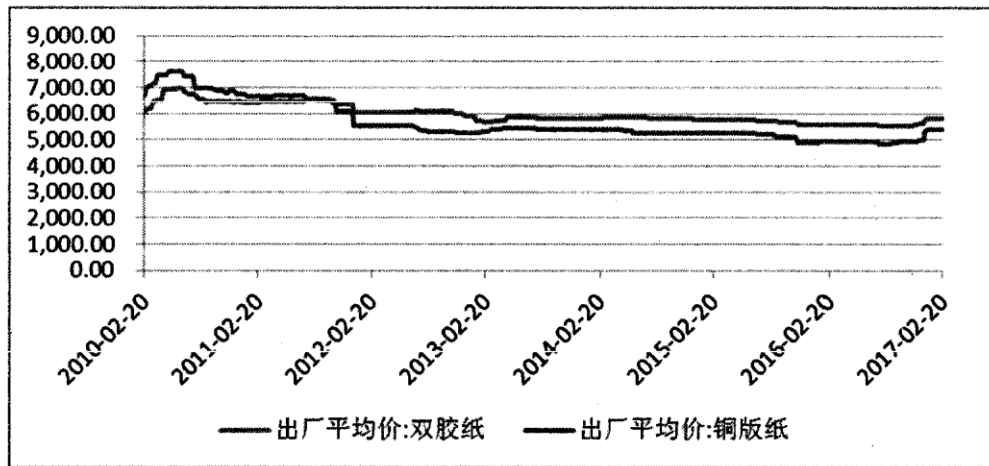
图表 6. 2016 年我国分品类纸及纸板产销量情况 (单位: 万吨)



资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

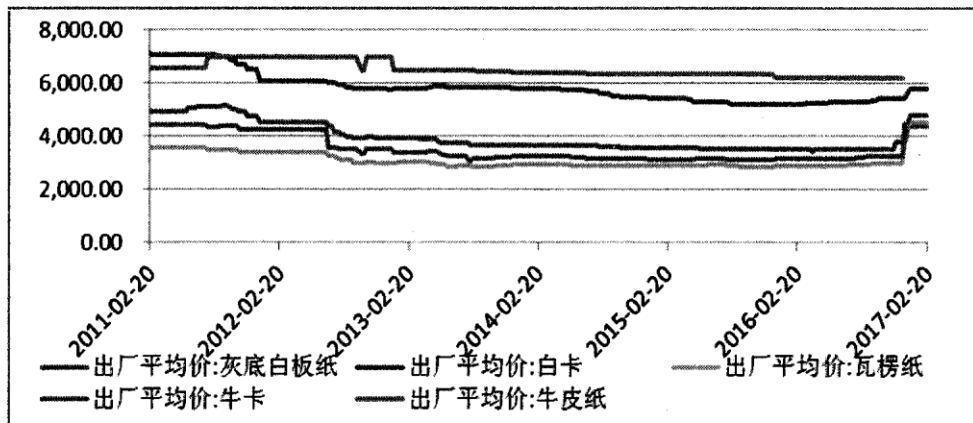
价格方面，2011 年以来主要文化用纸和包装用纸出现一致下跌现象，其中文化用纸下降趋势更加明显，包装用纸价格 2013 年下半年以来相对平稳。受国家各项政策的实施导致行业内供应量减少以及原材料价格上涨等因素影响，2016 年第四季度以来文化用纸和包装用纸价格均呈现上涨趋势，且包装用纸涨幅明显，并在 12 月份达到高点。进入 2017 年，文化用纸价格基本维持平稳走势，包装用纸因需求旺季已过价格小幅回落。

图表 7. 2010 年以来我国文化用纸价格变化趋势（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

图表 8. 2011 年以来我国包装用纸价格变化趋势（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

我国造纸业企业原材料自给能力普遍偏弱，其经营业绩受全球纸浆市场价格波动影响较大。此外，随着国家环保要求提高，造纸企业面临较大的经营压力。

我国造纸业原材料成本较高，一般原材料成本占纸张制造平均成本的 65-75%，部分企业甚至超过 80%。受制于我国林木及纤维资源短缺

的现状，行业内企业原材料自给能力普遍偏弱，对外依存度很高，原料价格与国际市场联动性强，加之在产能过剩的情况下企业转嫁成本压力的难度增加，国际原料市场价格的波动对我国造纸企业经营业绩的影响较大。根据造纸行业协会资料，2011年以来，我国造纸行业木浆和废纸浆消耗量占纸浆消耗总量的85%以上，2016年达到94%，其中进口木浆长期占木浆消耗总量的60%以上，2016年为65.52%；而进口废纸浆占废纸浆消耗总量的比重由2005年的近50%降至2016年的36.92%。

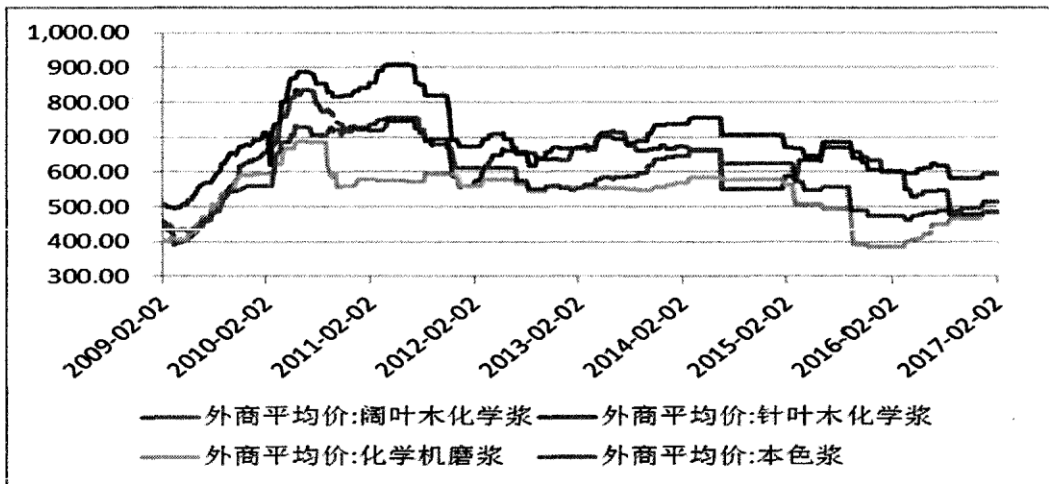
图表 9. 我国造纸行业纸浆消耗情况 (万吨, %)

品种	2015年	占比	2016年	占比	同比
总量	9731	100	9797	100	0.68
木浆	2713	28	2877	29	6.04
其中：进口木浆	1757	18	1881	19	7.06
废纸浆	6338	65	6329	65	-0.14
其中：进口废纸浆	2392	25	2308	24	-3.51
非木浆	680	7	591	6	-13.09

资料来源：中国造纸协会

2009-2011年上半年，进口木浆价格经历了大幅上涨，2011年下半年至2012年上半年整体下跌，而2012年至2014年初，进口木浆价格整体走势相对平稳，波动幅度收窄，但平均价格较2009年低点时高出不少。2014年6月以来进口木浆价格持续下跌，至2016年进口木浆价格出现一定分化，其中化学机磨浆价格持续缓慢提升；针叶木化机浆和本色浆价格波幅较小，年末基本回复至年初水平；阔叶木化学浆价格则继续波动下跌。进入2017年，进口木浆价格再次出现上涨趋势。造纸行业原材料价格波动频繁的特点，增加了行业内企业成本管控难度，加大了行业内企业短期盈利波动的风险。目前，我国正积极推进林浆纸一体化的建设，随着造纸产业链向上游延伸，未来造纸企业原材料自给率有望得到提升，从而使原材料供应及价格的稳定性得到一定保障。

图表 10. 我国造纸行业纸浆消耗情况 (万吨, %)



资料来源: wind 资讯, 新世纪评级整理

此外, 造纸行业是我国污染较严重的行业之一, 生产过程中产生大量的废水、废气、废渣带来严重的环境污染, 环保问题将是造纸企业面临的另一个挑战。我国造纸行业由于生产集中度较低, 企业规模小、数量多, 原料结构不合理, 装备水平落后等原因, 成为排污大户。数据显示, 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% 以上。国家已将造纸行业列为排污控制重点行业。2016 年 11 月国务院办公厅发布《控制污染物排放许可制实施方案》(国办[2016]81 号), 环境保护部印发《关于开展火电、造纸行业和京津冀试点城市高架源排污许可管理工作的通知》, 为首批启动火电、造纸行业排污许可证管理明确了工作任务和具体安排。要求在 2017 年 6 月 30 日前, 完成造纸行业企业排污许可证申请与核发, 2017 年 7 月 1 日起, 造纸企业应持证排污, 建立自行监测、信息公开、记录台账和定期报告制度。广东省发改委已于 2017 年 1 月 5 日印发《广东省造纸行业 2016 年度碳排放配额分配方案》, 为全国第一个正式发布造纸行业碳排放配额分配方案的省份, 预计其他省份也将陆续发布相关文件, 造纸企业将严格按照各自的碳排放标准进行生产。碳排放配额方案的实施, 将企业碳排放量控制在特定范围内, 今后企业将必须在配额范围内组织生产, 若需扩大生产规模, 势必进一步增大环保投入、做好节能生产工作。在国家进一步严格环保标准后, 中小企业的生存压力加大, 有助于加速造纸行业落后产能淘汰进度。

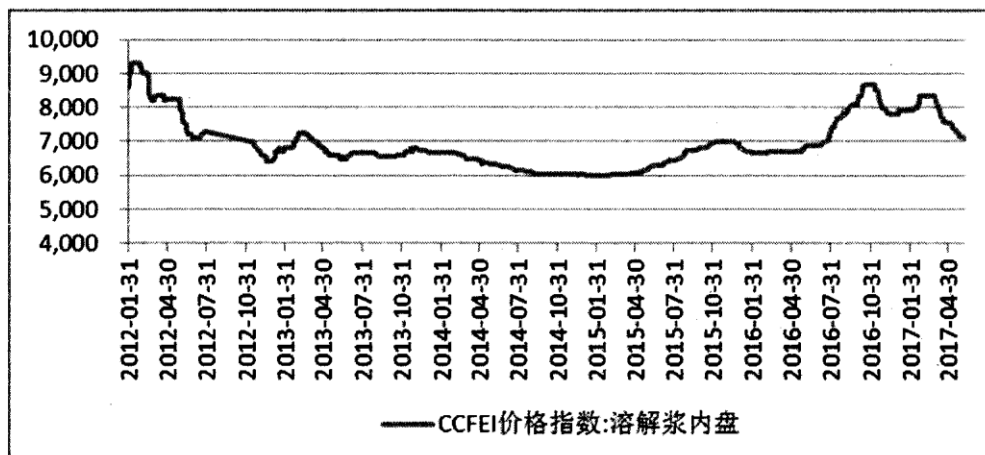
(二) 溶解浆

溶解浆又称木浆粕、溶解木浆, 由优质木材纤维原料制成, 可用于

制造粘胶纤维³，是棉绒浆的替代品，下游主要应用于纺织服装行业。由于溶解浆生产工艺与造纸用化学木浆基本相似，因此很多造纸浆生产企业也具备溶解浆产能。世界溶解浆产能主要分布在北美、巴西、南非等林木资源丰富的地区，而我国作为全球最大的粘胶纤维产地，对溶解浆需求较大，国内溶解浆产能不足以满足需求，因此我国每年需进口大量溶解浆，2013-2015年，我国溶解浆进口量分别为180.37万吨、208.22万吨和224.72万吨。国内拥有溶解浆产能的大型企业主要为太阳纸业（50万吨/年）、泰格林纸（30万吨/年）、华泰股份（10万吨/年）、青山纸业（9.6万吨）等，目前太阳纸业为国内最大的溶解浆生产企业。

2011年以前，溶解浆价格处于高位，之后国内外厂商在2011年下半年以来大量投产溶解浆项目，导致产能严重过剩，价格逐渐下跌，最低至约6000元/吨。2016年以后，由于棉花价格上涨通过替代效应推动了溶解浆价格上涨。但2017年以来，溶解浆价格波动下降，目前高于最低点。

图表 11. 我国溶解浆价格变化情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

五、公司自身素质

（一）公司产权状况

该公司系民营控股上市公司，实际控制人为李洪信先生，产权结构较为清晰稳定。

³ 粘胶纤维为再生纤维素纤维，是以棉短绒和溶解浆为主要原料，经过化学处理和机械加工制得的纤维。粘胶纤维因吸湿性好、穿着舒适、可纺性好与棉、毛及其他合成纤维混纺、交织，广泛应用于各类服装及装饰用品。

该公司系民营控股上市公司，截至 2017 年 3 月末，该公司股本为 25.36 亿元，其中太阳控股集团的持股比例为 48.40%，是公司的控股股东，李洪信先生持有太阳控股 67.97% 的股权，为公司的实际控制人。根据公司 2017 年 4 月 28 日公告，太阳控股集团累计质押公司股份数量为 4.05 亿股，占公司总股本的 15.98%。公司股权结构详见附录一。

太阳控股集团由李洪信先生及其子女出资设立，其中李洪信持股 67.97%，与其子女为一致行动人。截至 2016 年末，太阳控股集团合并口径资产总额为 286.43 亿元，净资产为 101.13 亿元；全年实现营业收入 193.41 亿元，实现净利润 19.96 亿元；经营性净现金流 47.02 亿元。

（二）公司法人治理结构

该公司法人治理结构较为健全，公司高管团队相关行业从业经验较为丰富，为公司战略规划的有效执行提供了较好保障。

该公司设立了股东大会、董事会、监事会和总经理岗位，其中董事会由 7 名成员组成，监事会由 3 名成员组成。公司实行董事会领导下的总经理负责制，总理由董事会聘任或解聘，总经理负责公司日常的经营管理，对董事会负责。公司制定了《股东会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《总经理工作细则》等法人治理结构方面的规章制度，并严格遵照实施，促进了公司法人治理结构完善和规范的运作。

该公司董事会设有审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会和战略委员会四个专业委员会，由公司董事会成员构成，对公司运营的重大事项进行集体决策。2013 年以来，公司根据日常经营管理的需要实施了组织架构的变革，成立了十大事业部、九大职能中心、十一个部室，并引入了模拟法人模式，实行独立核算、改善绩效考核体系，激发了各事业部的活力。

该公司与在日常经营中的关联交易主要为采购原材料和销售商品，采购环节，公司主要向联营企业上海东升新材料有限公司采购材料，2016 年关联交易金额 2.44 亿元，同比减少 5.31%；销售环节，公司主要向山东国际纸业太阳纸板有限公司（简称“太阳纸版”）、万国纸业太阳白卡纸有限公司（简称“万国纸业”）、山东万国太阳食品包装材料有

限公司（简称“万国包材”）4等关联方销售木浆、电、蒸汽及纸制品等，2016年关联销售金额为15.14亿元，同比增长5.43%，占营业收入的10.47%。此外，公司向太阳控股集团承租土地，2016年确认的租赁费用为109.44万元。公司与关联方之间的交易按照市场价或者协议价进行。

（三）公司管理水平

该公司制定了较为详细的管理制度，内部控制较严格，为公司战略规划的有效执行和持续稳定运作提供了可靠保障。

该公司建立了内部控制体系，制定了覆盖公司经营管理活动各层面的内部控制制度。公司明确界定了各部门、岗位、分（子）公司的目标、职责和权限，建立了相应的授权、检查和逐级问责制度，确保其在授权范围内履行职能；设立控制架构，制定各层级之间的控制程序，以保证董事会及高级管理人员下达的指令能够被严格执行。公司持续加强对预算管理、资金管理、采购与付款管理、生产与仓储管理、销售与收款管理、投资管理、关联交易、对外担保、内部审计等重要活动的控制，按照《企业内部控制基本规范》及有关规定的要求建立相应的控制制度和程序。

在财务管理方面，该公司设立了财务中心，下设财务管理、资金管理、会计核算三个部门，财务中心在公司财务负责人的直接领导下，全面处理公司财务管理、会计业务。公司在交易授权、职责划分、凭证与记录控制、资产使用记录与移交、独立稽核等方面均建立了较为完整的控制程序，并且得到了严格的遵循。

在采购与付款管理方面，该公司建立了岗位责任制，同一部门或个人不得处理采购与付款业务的全过程。公司还建立了《采购管理制度》、《供应商管理制度》、《货款管理制度》等制度，保障了采购与付款业务均经过严格审批与分层次授权，有效避免了违规采购、超量库存等情形的出现。

在生产环节与仓储管理方面，该公司根据各车间生产实际情况制定了对应的《岗位责任制度》、《安全生产管理制度》、《仓库管理制度》、《存货管理制度》等制度，明确了生产作业的程序、主要内容、生产协作部门的职责及存货流转过过程中的控制方法。在产品质量日常监测方

⁴ 该公司原持有万国纸业太阳白卡纸有限公司、山东国际纸业太阳纸板有限公司和山东万国太阳食品包装材料有限公司原为公司各45%股权，2015年8月太阳控股集团向公司收购以上3家子公司全部股权，2016年与公司的关联关系为同一母公司控制。

面，公司专门制定了《产品质量控制管理制度》、《产品检验管理制度》，确保产品质量。

在销售与收款管理方面，该公司制定了合理的销售政策，明确了年度销售目标、合同评审原则、定价原则、结算办法，建立了收入确认制度，对销售及收款做出明确规定，产品销售与收取货款实行两条线管理。

在投资管理方面，该公司制定有《对外投资管理制度》，要求投资项目的提出均需有关部门提供可行性研究报告，经调研、论证、评估认为可行后，按审批权限做出决定。对收回投资所收到的资金和收益，要办理相应的手续并及时入账。

在关联交易管理方面，根据《公司法》的有关规定，该公司制定了《关联交易决策制度》，明确了关联交易的内容、定价原则、决策程序和审批权限，做到关联交易的公平和公允性，有效维护股东和公司利益。

在对外担保管理方面，该公司根据《公司法》及证监会《关于规范上市公司对外担保行为的通知》要求，制定了《对外担保管理制度》，严格规定了对外担保的审批程序和审批权限，有效地防范了公司对外担保风险。

在内部审计管理方面，该公司制定了《内部审计制度》，设立了审计处，对董事会负责并报告工作，独立行使审计职权，不受其他部门和个人干涉。审计处每季度开展内部控制审计，针对各关键业务环节，开展持续的内部控制审计监督。

（四）公司经营状况

该公司主业突出，近年来公司经营规模不断扩大，且产品差异化程度有所提高，产业链进一步延伸，增强了公司的市场竞争能力，主业经营状况总体较好，但公司新增投资项目投入规模较大，公司将面临一定的资本支出压力。

该公司主要从事纸制品及木浆的生产和销售，2014-2016年分别实现主营业务收入103.44亿元、106.57亿元和143.18亿元，其中2016年公司生产和销售规模均有较大幅度增加，当年主营业务收入同比增长34.35%。从收入构成来看，非涂布文化用纸和铜版纸为公司主要收入来源，2014-2016年合计收入占比分别为68.43%、64.44%和57.33%，近年来占比逐年下降，其中2016年非涂布文化用纸新增产能释放，收入规模增长较多，而铜版纸近几年受行业内产能集中释放，竞争压力加大，收入规模逐步缩减，同时2016年公司50万吨牛皮箱板纸及35万吨溶

解浆投产，以上两种产品逐渐成为公司新的收入增长点。毛利率方面，2014-2016年公司主营业务毛利率分别为19.63%、22.59%和21.80%。

2017年1-3月，该公司实现主营业务收入43.86亿元，同比增长52.04%，主要是较上年同期新增牛皮箱板纸收入，主营业务毛利率为23.52%。

图表 12. 2014 年以来公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1-3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
主营业务收入	103.44	100.00	106.57	100.00	143.18	100.00	43.86	100.00
非涂布文化用纸	36.08	34.88	36.55	34.30	52.61	36.74	13.49	30.76
铜版纸	34.70	33.55	32.12	30.14	29.48	20.59	9.45	21.55
生活用纸	1.70	1.64	6.11	5.73	7.29	5.09	1.61	3.67
淋膜原纸	6.65	6.43	7.11	6.67	6.76	4.72	1.76	4.01
化机浆	9.93	9.60	8.10	7.60	9.51	6.64	3.06	6.98
溶解浆	6.19	5.98	8.96	8.41	26.14	18.26	7.25	16.53
电及蒸汽	8.19	7.92	7.62	7.15	6.34	4.43	2.01	4.58
牛皮箱板纸	-	-	-	-	5.06	3.53	5.23	11.92
主营业务毛利率	19.63		22.59		21.80		23.52	
非涂布文化用纸	17.99		22.46		23.18		23.78	
铜版纸	18.1		20.25		21.52		22.02	
生活用纸	11.76		12.69		14.37		14.65	
淋膜原纸	17.44		18.14		18.99		20.33	
化机浆	25.28		29.83		22.25		19.67	
溶解浆	1.13		10.36		18.27		24.81	
电及蒸汽	43.96		51.89		37.07		21.27	
牛皮箱板纸	-		-		21.37		29.35	

资料来源：根据太阳纸业提供资料整理计算

1. 采购

该公司生产所需原材料主要包括木浆、原木、木片、煤和化工材料等，近年来随着生产规模的扩大，原材料采购金额逐年增加，2014-2016年分别为76.32亿元、77.97亿元和95.15亿元。其中木浆、木片和煤在原材料采购中占比70%左右，化工原材料和机器配件等占比20%。公司生产所需的木浆（化学浆）基本全部从外部购买，公司外购木浆主要为进口，供应商均为全球各地的大型浆厂代理商。采购结算方面，公司采用90天信用证和30天票据结算。2014-2016年公司汇兑损益分别为0.16亿元、0.87亿元和0.24亿元，尽管公司通过远期锁汇、币种置换等方式降低汇兑风险，但仍需关注人民币汇率波动对公司经营的影响。

图表 13. 2014 年以来公司原料采购情况 (单位: 万吨, 亿元)

采购材料	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1-3 月	
	采购数量	采购金额	采购数量	采购金额	采购数量	采购金额	采购数量	采购金额
木浆	82.19	31.86	80.81	32.78	82.10	30.40	25.23	9.64
原木	64.14	6.44	60.04	5.13	77.38	6.59	25.88	2.45
木片	52.23	6.93	73.99	9.41	156.11	20.39	41.21	5.55
煤	212.75	7.43	223.24	6.29	265.18	8.89	65.67	3.56
化工材料	127.66	14.86	127.19	14.46	162.30	15.61	45.39	4.88
其他材料	—	8.80	—	9.90	—	9.01	—	2.60
废纸	—	—	—	—	33.23	4.27	19.83	3.16
合计	538.97	76.32	565.28	77.97	776.29	95.15	203.38	31.83

资料来源: 根据太阳纸业提供资料整理计算。

2016 年该公司前五大供应商的采购金额为 25.55 亿元, 占采购总量的 26.85%。公司原材料采购渠道保持稳定。此外, 公司自备热电厂总装机容量为 42.50 万千瓦, 电及蒸汽可实现自给自足。2016 年公司采购煤炭 265.18 万吨, 同比增长 18.79%。公司与兖州当地主要煤炭供应商保持着长期稳定的商业合作, 整体上能源供应充足、渠道畅通。

山东省水利厅向该公司颁发的《取水许可证》规定额定年取水量为 3285 万立方米⁵, 目前该公司实际新鲜用水量约 2000-2200 万立方米。公司不断进行技术改造, 近年来, 废水循环利用量不断增加, 吨纸耗水持续降低, 目前平均吨纸耗水量约为 3-5 立方米, 许可证规定的取水量完全可以满足公司生产用水需要。

2. 生产

该公司采取“以销定产”的生产方式, 在市场定位上逐步实现产品生产的专业化和特色化。公司产品线较丰富, 产品定位于中高端市场, 具有一定的市场知名度, 同时公司重视技术进步和新产品研发, 使公司具有了较高的市场地位。在生产工艺方面, 目前公司采用“中性造纸”工艺技术, 化机浆采用国际先进的高白度过氧化氢工艺, 溶解浆采用预水解连蒸连煮工艺, 公司所采用的工艺技术成熟, 且均处于国内或国际先进水平。

2014-2016 年及 2017 年第一季度, 该公司纸制品产能分别为 196 万吨、202 万吨、312 万吨和 312 万吨, 其中 2016 年公司 30 万吨轻型纸改扩建项目(非涂布文化用纸)和年产 50 万吨低克重高档牛皮箱板

⁵ 该公司于 2013 年 1 月取得由山东省水利厅换发的取水(鲁)字[2013]第 019 号取水许可证, 年可取水量调整为 3285 万立方米, 有效期至 2017 年 8 月 12 日。

纸项目完工投产，非涂布文化用纸和牛皮箱板纸产能增加较多。公司非涂布文化用纸包括高档双胶纸、高松厚度纯质纸和静电复印纸等，定位于高端文化纸市场，是公司重点发展的产品，2014-2016年，非涂布文化用纸产量稳步增长，分别为73.29万吨、80.83万吨和111.48万吨，产能利用率呈逐年增长态势；为丰富纸制品种类，公司新增牛皮箱板纸产品并于2016年8月正式投产，由于生产时间较短，当年产能利用率较低，随着后续逐步达产，产能利用率将有所提高；公司的铜版纸包括双面铜版纸、亚光铜版纸等，目前铜版纸产能80万吨/年，位居国内前列，2014-2016年公司铜版纸产量分别为75.91万吨、77.16万吨和67.75万吨，近年来受行业内产能集中投放，行业竞争激烈，公司铜版纸产量呈逐年下滑趋势；公司淋膜原纸近三年产量相对较为平稳，但产能释放程度一般，产能利用率有待提高；公司为调整产品结构涉足生活用纸领域，分别于2014-2015年投放2台纸机，目前生活用纸产能12万吨/年，拥有“金太阳”、“华夏太阳”和“幸福阳光”等品牌，其中“幸福阳光”品牌主推无添加系列产品，并通过美国FDA食品级鉴定及欧盟AP食品级鉴定，具有一定知名度，公司生活用纸产量逐年增长，2014-2016年分别为2.88万吨、9.36万吨和10.88万吨，同期产能利用率分别为48.00%、78.00%和90.67%，逐年提高。此外，2016年3月公司与日本第二大纸尿裤生产商Crecia实施战略合作，为公司代工生产婴儿纸尿裤，同年8月推出Suyappy（舒芽奇）品牌引入国内销售，目前规模尚小，2017年公司还将进入成人纸尿裤和卫生巾领域，丰富生活用纸品类。

自制浆方面，该公司积极向产业链上游拓展，目前拥有4条化机浆生产线，合计年产能70万吨。公司生产的化机浆60%左右自用⁶，2016年以来随着纸制品产量规模的扩大，化机浆产量同比增长32.68%；溶解浆方面，公司共有2条溶解浆生产线⁷，合计产能50万吨/年，目前产能位居国内第一，公司生产的溶解浆全部对外销售。整体来看，公司产能规模逐年扩大，产能利用率整体有所波动，需关注新增产能释放及未来的回报情况。

⁶该公司生产的化机浆剩余40%销售给关联方，不对外销售。

⁷其中一条由原30万吨/年化学浆生产线改造为20万吨/年溶解浆，另一条为35万吨天然纤维素循环经济一体化项目（即溶解浆），该项目实际年产能为30万吨。

图表 14. 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			2017 年 1-3 月		
	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	产能	产量	产能利用率
非涂布文化纸	90	73.29	81.43%	90	80.83	89.81%	120	111.48	92.90%	30	26.79	89.30%
铜版纸	80	75.91	94.89%	80	77.16	96.45%	80	67.75	84.69%	20	19.24	96.20%
生活用纸	6	2.88	48.00%	12	9.36	78.00%	12	10.88	90.67%	3	2.64	88.00%
淋膜原纸	20	14.57	72.85%	20	14.73	73.65%	20	13.85	69.25%	5	3.51	70.20%
牛皮箱板纸	—	—	—	—	—	—	80	20.89	26.11%	20	17.42	87.10%
小计	196	166.65	85.03%	202	182.08	90.14%	312	224.85	72.07%	78	69.6	89.23%
化机浆	70	48.79	69.70%	70	49.81	71.16%	70	66.09	94.41%	17.5	18.09	103.37%
溶解浆 ⁸	30	25.68	85.60%	30	25.62	85.40%	50	45.6	91.20%	12.5	12.42	99.36%
小计	100	74.47	74.47%	100	75.43	75.43%	120	111.69	93.08%	30	30.51	101.70%
合计	296	241.12	81.46%	302	257.51	85.27%	432	336.54	77.90%	108	100.11	92.69%

资料来源: 根据太阳纸业提供资料整理计算

3. 销售

2014-2016 年及 2017 年 1-3 月, 该公司纸制品销售量分别为 166.54 万吨、173.00 万吨、230.46 万吨和 66.31 万吨, 产销率分别为 99.93%、95.01%、112.99%和 95.27%, 呈现波动但处于较高水平。其中非涂布文化纸受益于新增产能释放及下游需求量增长, 近年来销量持续增加, 同期分别为 73.26 万吨、77.60 万吨、114.03 万吨和 26.57 万吨; 铜版纸受行业内产能集中释放的影响, 竞争压力较大, 销量有所下滑, 同期分别为 76.82 万吨、74.63 万吨、72.45 万吨和 19.12 万吨; 随着我国电商快速发展, 牛皮箱板纸需求量明显提升, 2016 年公司牛皮箱板纸销量为 19.41 万吨, 产销率为 92.92%, 处于较好水平; 淋膜原纸近年来销量有所波动, 2014-2016 年分别为 14.01 万吨、11.51 万吨和 13.81 万吨; 公司生活用纸近几年销量稳步增长, 同期产销率处于较高水平, 公司生活用纸采取线上线下相结合的销售方式, 目前线上销售收入占比在 30%左右。

该公司所产化机浆为造纸原材料, 下游客户为各造纸企业, 其中 50%左右自用, 故产销率水平较低; 溶解浆是粘胶纤维⁹的主要原材料, 下游客户多为服装厂, 近年来溶解浆行业逐步走出疲弱态势, 公司溶解

⁸ 2014 年该公司所产均为化学浆; 2015 年化学浆产量 25.62 万吨中包括 13.89 万吨溶解浆; 2016 年溶解浆生产线全部改造完毕, 生产的均为溶解浆, 故近年来毛利率增长较快。

⁹ 粘胶纤维、棉花和化工纤维是纺织服装的三种原料, 粘胶纤维是人造纤维的主要品种之一, 也是化纤中最接近棉的纺织纤维, 是棉花的优良替代品。同时, 粘胶纤维是溶解浆的下游产品, 占溶解浆用量的 85%, 其需求量和价格的变化对溶解浆影响较大。

浆销量及价格逐渐有所增长。

图表 15. 2014 年以来公司主要产品销售情况 (单位: 万吨, %)

产品	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1-3 月	
	销量	产销率	销量	产销率	销量	产销率	销量	产销率
非涂布文化纸	73.26	99.96	77.60	96.00	114.03	102.29	26.57	99.18
铜版纸	76.82	101.20	74.63	96.72	72.45	106.94	19.12	99.38
淋膜原纸	14.01	96.16	11.51	78.14	13.81	99.71	3.37	96.01
生活用纸	2.45	85.07	9.26	98.93	10.76	98.90	2.35	89.02
牛皮箱板纸	—	—	—	—	19.41	92.92	14.90	85.53
小计	166.54	99.93	173.00	95.01	230.46	112.99	66.31	95.27
化机浆	28.75	58.93	23.88	47.94	32.95	49.86	9.86	54.51
溶解浆	11.69	45.52	16.65	64.98	44.02	96.54	10.94	88.08
小计	40.44	54.30	40.53	75.43	76.97	68.91	20.80	68.17
合计	206.98	85.84	213.53	82.92	307.43	97.40	87.11	87.01

资料来源: 根据太阳纸业提供资料整理计算

产品价格方面, 近年来行业内不断调整供需平衡, 2016 年第四季度以来多数产品价格逐渐提升, 2017 年一季度体现更为明显, 此外, 随着该公司后续在建产能的投放, 行业地位进一步提升, 公司议价能力将有望增强。

图表 16. 2014 年以来公司产品平均销售价格情况 (不含税) (单位: 元/吨)

产品名称	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
非涂布文化用纸	4925	4709	4614	5076
铜版纸	4517	4304	4069	4941
淋膜原纸	4744	4705	4891	5520
生活用纸	6922	6604	6773	6858
牛皮箱纸板	-	-	2608	3511
化机浆	3435	3391	2886	3107
溶解浆	5296	5384	5938	6627

资料来源: 太阳纸业

该公司销售目标市场主要为国内市场, 销售额占总销售收入的比例超过 90%。2014-2016 年及 2017 年 1-3 月, 公司境外销售收入分别为 20.11 亿元、12.61 亿元、8.26 亿元和 2.77 亿元, 占主营业务收入的比重分别为 19.44%、11.83%、5.77%和 6.32%, 呈逐年下降趋势。

图表 17. 公司境内和境外销售收入情况 (单位: 亿元; %)

项目	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1-3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
境内	84.47	80.77	95.64	88.35	136.30	94.29	41.34	93.72
境外	20.11	19.23	12.61	11.65	8.26	5.71	2.77	6.28/

资料来源: 根据太阳纸业提供资料整理计算

销售模式方面, 该公司采取办事处与营销网点相结合的销售模式, 建立了地区业务销售总监制度及明确的奖惩制度, 与营销人员签订计划书与目标责任书, 加强公司产品在全国各地的销售。通过建立自身营销网点形成销售网络, 建立起供应、需求和销售等方面的信息通报与反馈制度, 在稳定老客户的同时, 加强市场开拓, 增进与新客户的联系, 提高售后服务质量。目前公司根据销售区域分为华南、华东、华北、东北、鲁豫和华西六大地区, 共有 26 个办事处, 建立了辐射全国各省市的销售网络。结算方面, 由于公司业务规模处于快速增长阶段, 2016 年释放较多的新增产能, 公司给予客户的结算账期有所延长, 公司与下游客户的结算方式为现金和银行承兑汇票。

4. 在建及拟建项目

该公司于 2009 年在老挝实施林浆纸一体化项目, 近年来不断推进项目进展, 但由于前期林地种植不达预期及原材料储备量不足等原因, 导致进度较为缓慢, 经过多年生长, 目前老挝林地可进入砍伐阶段。2016 年公司启动老挝年产 30 万吨化学浆项目, 预计投资总额 19.58 亿元, 截至 2017 年 3 月末已投资 4.88 元, 建设周期 2 年, 预计于 2018 年第二季度实现投产; 80 万吨/年高档板纸由宏河纸业自筹建设, 预计总投资额为 21.00 亿元, 截至 2017 年 3 月末已投资 1.19 亿元, 完工投产后加上现有产能释放可实现年产 160 万吨牛皮箱板纸生产能力, 产品将辐射鲁、豫、冀周边地区及华东部分地区, 预计该项目将于 2018 年三季度完工投产。

图表 18. 截至 2017 年 3 月末公司在建工程情况 (单位: 万吨/年, 亿元)

主要项目	产能	预计投资	截至 2017 年 3 月末 累计投资	投资计划		
				2017 年	2018 年	2019 年
老挝年产 30 万吨化学浆项目	30.00	19.58	4.89	11.09	7.40	-
80 万吨高档板纸改建及其配套工程项目	80.00	21.00	1.19	6.50	13.00	1.50
合计	110.00	40.58	6.08	17.59	20.40	1.50

资料来源: 太阳纸业

拟建项目方面, 为进一步提升高端产品的比重, 该公司拟通过自筹

投资建设年产 20 万吨/年高档特种纸项目，投资总额为 6.00 亿元，建设周期 18 个月，将主要生产高档特种高克重文化用纸，目前项目尚待国家有关部门批准。

图表 19. 截至 2017 年 3 月末公司拟建工程情况 (单位: 万吨, 亿元)

项目名称	产能	计划投资 金额	资金来源	投资计划		
				2017 年	2018 年	2019 年
20 万吨高档特种纸	20.00	6.00	自筹	4.00	1.50	0.50
合计	20.00	6.00	-	4.00	1.50	0.50

资料来源: 太阳纸业

此外, 该公司拟以自有资金出资 480 万美元, 在美国特拉华州设立全资子公司太阳生物材料(美国)公司(简称“太阳美国公司”), 目前已办理完成注册手续, 并取得注册证明文件。太阳美国公司主要运作公司在阿肯色州实施的 70 万吨/年生物精炼项目¹⁰, 项目预计总投资额 10-13 亿美元, 建设周期 30 个月, 达产后可年产 70 万吨绒毛浆或 60 万吨溶解浆。由于该项目涉及到美国联邦及阿肯色州环境、商务部等部门的批准, 太阳美国公司将负责完成当地审批的相关事宜, 并作为项目的实施法人。关注该事项后续进展。

整体来看, 该公司在建及拟建项目投资金额较大, 预计将面临一定的资本支出压力, 且未来产能释放情况仍有待观察。

5. 研发

长期以来, 该公司一直注重技术研发和工艺创新, 截至 2016 年末, 公司拥有研发人员 686 人, 占员工总人数的 10.02%。2014-2016 年, 公司在研发方面投入的资金分别为 4.22 亿元、4.42 亿元和 4.47 亿元。

该公司本部设有技术研发处, 负责全公司的工艺技术和研发管理工作。公司陆续成立了山东省制浆造纸工程技术研究中心、院士工作站、博士后科研工作站和国家级企业技术中心; 在美国建立了中国亚美科技研究所, 形成了参与国际竞争的技术平台; 在上海浦东新区设立了高科技研发中心, 聘请国际著名学者进行造纸技术研发与实验; 在北京设立了技术研发中心。此外, 公司通过与陕西科技大学、中国制浆造纸研究院、北京林业大学、山东轻工业学院、山东省造纸工业研究设计院等科研院所建立科研与技术合作关系, 以提升研发实力, 确保公司技术装备与生产工艺在行业内处于先进水平。2016 年, 公司完成 20 余项专利申

¹⁰ 即生物物质新材料, 包括溶解浆、绒毛浆和木糖等, 其中绒毛浆为纸尿裤和卫生巾的主要原材料。

请，其中国际发明专利 3 项。

6. 环保

造纸行业属于污染较重的行业，生产过程中主要污染物为污水、灰渣、烟气和噪音等。其中污水主要为纸机白水和混合污水，纸机白水经处理后一般可以回收利用，不会对环境造成污染；而混合污水由于化学成分复杂，未经处理直接排放会对当地的环境造成较重污染。

该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，主要排放指标已达到国际先进水平（综合废水 COD 稳定在 60mg/L，BOD 达到 10mg/L 以下）。废水处理方面，公司废水处理后出境水质达到地表水 IV 类水标准要求，优于南水北调要求的 60mg/L，公司废水处理处于国际领先水平；在固废方面，公司按照“减量化、资源化、再利用”的原则，实现了固废 90% 以上的回收再利用；此外，公司在 2016 年度完成了大气超低排放工程，环保能力达到行业先进水平。

7. 发展战略

该公司以科技为支撑，以创新为驱动，以环保为重点，以提高发展质量和效益为中心，继续走内涵式绿色发展之路，主动适应经济发展的“新常态”，加快战略结构调整，向生物质精炼新材料、生物食品添加剂和快速消费品领域转型，实现产业链上产品的多元化、差异化和价值最大化。公司在巩固造纸主业的同时，以造纸产业的技术、资金、人才为基础，发展生物质新材料、进军快速消费品行业，通过对资源的有效整合，使公司三大产业齐头并进，相互支撑，稳步构造造纸产品利润占 40%、生物质新材料占 30%、生活用纸占 30% 的“四三三”战略格局。

此外，该公司控股子公司山东太阳生活用纸有限公司（简称“山东太阳”）将与北京同仁堂养老投资管理有限责任公司、上海卓衍资产管理（有限合伙）等共同设立北京同仁堂养老产业投资运营中心（有限合伙）（简称“同仁堂养老产业基金”），目前我国养老市场发展前景良好，公司通过参与设立产业基金，发展养老产业，该合伙企业认缴总出资额 10 亿元人民币，其中山东太阳拟出资 0.60 亿元。同时，公司与上海复星高科技（集团）有限公司（简称“复星集团”）签订初步战略合作协议，拟以各自竞争优势为基础，围绕太阳纸业“四三三”战略布局，发挥复星集团相关资源和产业优势，协助公司在生活用纸及纸尿裤等快消品领域的梳理；推动复星集团相关产业板块（如医疗、旅游及养老等）

与公司的业务合作；在全球范围内围绕公司快消品及林浆纸一体化等项目的投资及并购整合。本次战略合作将有助于公司在品牌、渠道和产品等多方面的竞争力得到加强，同时整合上下游产业链优质资源，降低公司的运营风险、提高盈利能力。

（五）公司财务质量

瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2014 年至 2016 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）、企业会计制度及其补充规定。公司 2017 年第一季度财务报表未经审计。

截至 2016 年末，该公司经审计的合并会计报表口径资产总额为 201.94 亿元，所有者权益为 83.40 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 79.63 亿元）；当年度实现营业收入 144.55 亿元，净利润为 11.58 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 10.57 亿元），经营活动产生的现金流量净额为 28.16 亿元。

截至 2017 年 3 月末，该公司未经审计的合并会计报表口径资产总额为 213.48 亿元，所有者权益为 87.61 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 84.01 亿元）；2017 年 1-3 月，公司实现营业收入 44.11 亿元，净利润 4.81 亿元（其中归属于母公司的净利润 4.40 亿元），经营活动产生的现金流量净额为 2.39 亿元。

2016 年该公司合并范围减少两家子公司，分别为兖州永悦纸业有限公司（简称“永悦纸业”）和山东圣浩生物科技有限公司（简称“圣浩生物”），公司原分别持股 75%和 100%。为节约管理成本、提高运营效率，经公司董事会批准由子公司兖州天章纸业有限公司（简称“天章纸业”）吸收合并以上两家子公司，不再纳入合并范围，同时天章纸业注册资本增至 7000 万美元，公司占其注册资本的 75.00%。

该公司主业经营情况较好，2016 年营业收入实现大幅增长，同期期间费用控制情况较好。公司债务规模近年来有所波动，但以流动负债为主的债务期限结构欠佳，公司将面临一定的即期偿债压力。此外，公司经营性现金流情况较好，可为到期债务提供缓冲。

六、公司财务分析

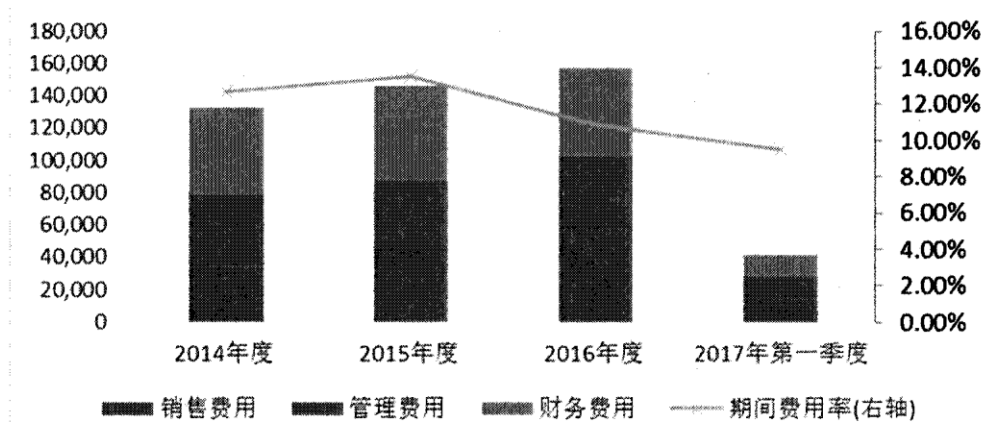
(一) 公司盈利能力

该公司营业收入逐年增长，2016 年公司新增产能释放，营业收入增幅明显，公司期间费用控制能力较强，期间费用率有所降低。

2014-2016 年及 2017 年 1-3 月，该公司营业收入逐年增长，分别为 104.58 亿元、108.25 亿元、144.55 亿元和 44.11 亿元，其中 2016 年公司受益于新增产能释放，经营规模有所扩大，营业收入同比大幅增长 33.54%，主业经营呈良好增长态势。毛利率方面，2014-2016 年及 2017 年 1-3 月，公司毛利率分别为 20.05%、23.39%、21.92%和 23.47%，受原材料价格影响有所波动。

该公司期间费用逐年增长，2014-2016 年分别为 13.27 亿元、14.62 亿元和 15.71 亿元。公司期间费用由销售费用、管理费用和财务费用构成，2016 年分别为 5.72 亿元、4.49 亿元和 5.50 亿元，其中销售费用主要为运输费和市场推广费等，受经营规模扩大、运输成本上升等影响，销售费用有所增加。2014-2016 年，公司期间费用率为 12.69%、13.51%和 10.87%，控制情况较好。

图表 20. 公司期间费用构成情况 (单位:万元)



资料来源：根据太阳纸业所提供资料整理、绘制。

2014-2016 年，该公司营业外收入分别为 0.38 亿元、1.56 亿元和 0.23 亿元，其中 2015 年营业外收入主要是政府补助 0.85 亿元以及对万国包材土地出资未实现损益 0.62 亿元¹¹，同期，投资净收益分别为 -0.56 亿元、

¹¹ 根据合资合同及国富浩华会计师事务所验资报告显示，2011 年该公司对万国包材土地出资价值 1.71 亿元，2012 年开始摊销。2015 年公司处置万国包材股权后，将未摊销部分一次性确认收益。

-1.36 亿元和 0.21 亿元。2014 年以来受行业环境的影响，万国纸业、太阳纸版和万国包材经营业绩下降，亏损规模不断扩大。2015 年 8 月 12 日，公司与太阳控股集团签署《股权转让协议》，太阳控股集团以现金购买的方式收购了公司持有的以上三家子公司的全部股权，公司不再持有。2016 年公司投资净收益主要来自宏河纸业等子公司的投资收益。

该公司利润总额和净利润逐年增长，2014-2016 年及 2017 年 1-3 月公司利润总额分别为 6.83 亿元、10.40 亿元、14.68 亿元和 6.43 亿元，净利润分别为 5.47 亿元、7.55 亿元、11.58 亿元和 4.81 亿元。从资产获利情况来看，近三年公司总资产报酬率分别为 7.59%、8.70%和 9.98%，净资产收益率分别为 9.64%、11.42%和 14.72%，处于较好水平。

图表 21. 公司 2014-2016 年及 2017 年 1-3 月主要盈利指标

指标名称	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
营业利润率	6.38%	8.19%	10.05%	13.60%
净利润率	5.23%	6.98%	8.01%	10.91%
总资产报酬率	7.59%	8.70%	9.98%	--
净资产收益率	9.64%	11.42%	14.72%	--

注：根据太阳纸业提供的数据计算

（二）公司偿债能力

近三年，该公司负债水平有所波动，以流动负债为主的债务期限结构有待优化，资产流动性一般，公司面临较大的即期偿债压力，但公司经营净现金流情况较好，可为即期债务偿付提供一定缓冲。此外，公司应收账款规模增长较快，关注回收风险。

1. 债务分析

2014-2016 年末，该公司负债总额分别为 104.68 亿元、123.24 亿元和 118.54 亿元，同期末资产负债率分别为 64.25%、62.50%和 58.70%，逐年降低。2017 年 3 月末，公司负债总额较年初增长 6.18%至 125.87 亿元，资产负债率为 58.96%。

该公司刚性债务规模较大，且以短期刚性债务为主，面临一定的即期偿债压力。2016 年末公司短期刚性债务为 91.96 亿元，其中银行借款 41.68 亿元（利率区间 4.35-4.50%），借款方式中以保证借款为主¹²，占比达 82.73%；应付票据为 7.87 亿元，均为银行承兑汇票；一年内到期的长期借款为 8.63 亿元。同年末，公司中长期刚性债务为 33.74 亿元，

¹² 由太阳控股集团、实际控制人李洪信提供担保及合并范围内关联方提供担保。

其中长期借款 14.23 亿元，以保证借款和抵押借款方式为主；应付债券为 9.97 亿元，为 15 太阳 MTN001 和 16 太阳 01¹³ 的本息；其他中长期刚性债务为 3.10 亿元，主要是应付融资租赁款¹⁴。2017 年 3 月末，公司刚性债务增至 98.46 亿元，主要是短期借款和一年内到期应付债券增加所致。

图表 22. 2016 年末公司借款情况 (单位: 亿元)

科目	质押借款	保证借款	信用借款	抵押借款	抵押保证借款	合计
短期借款	-	34.48	2.20	2.00	3.00	41.68
长期借款 ¹⁵	1.20	3.36	-	4.79	4.88	14.23
合计	1.20	37.84	2.20	6.79	7.88	55.91

资料来源：根据太阳纸业 2016 年审计报告财务数据整理

除刚性债务外，该公司其他负债还包括应付账款、预收账款和其他应付款，2016 年末金额分别为 14.69 亿元、6.79 亿元和 1.21 亿元，其中应付账款主要为原材料采购款及少部分工程设备款；预收账款主要为预收纸品的货款，随公司销售规模扩大，预收款规模较上年末大幅增长 5.14 亿元；其他应付款主要是公司支付的运费，较上年末增长 39.75%，2016 年以来交通运输新标准实施后，公司运输成本有所提高。2017 年 3 月末，公司应付账款较年初增长 37.23% 至 20.16 亿元，主要是公司采购原材料及购买设备款较多，支付的货款有所增加；预收款项较年初减少 66.80% 至 2.26 亿元，主要是收回纸品相应货款；其他应付款较年初增长 39.75% 至 1.70 亿元，主要是公司纸品销量增加，支付的运输费用增长。

截至 2017 年 3 月末，该公司无对外担保。

公司过往债务履约情况

根据该公司提供的本部及主要子公司《企业征信报告》，截至 2017 年 4 月 13 日，公司无不良贷款记录。

2. 现金流分析

该公司经营性净现金流持续为正，2014-2016 年分别为 26.08 亿元、6.85 亿元和 28.16 亿元，其中 2015 年公司以银行承兑汇票结算方式较多

¹³ 15 太阳 MTN001 发行规模 5 亿元，发行利率 6.30%，期限 3 年；16 太阳 01 发行规模 10 亿元，发行利率 4.70%，期限 3 年。

¹⁴ 其中应付交银金融租赁有限责任公司融资租赁款 2.20 亿元，应付建信金融租赁有限公司 2.37 亿元。

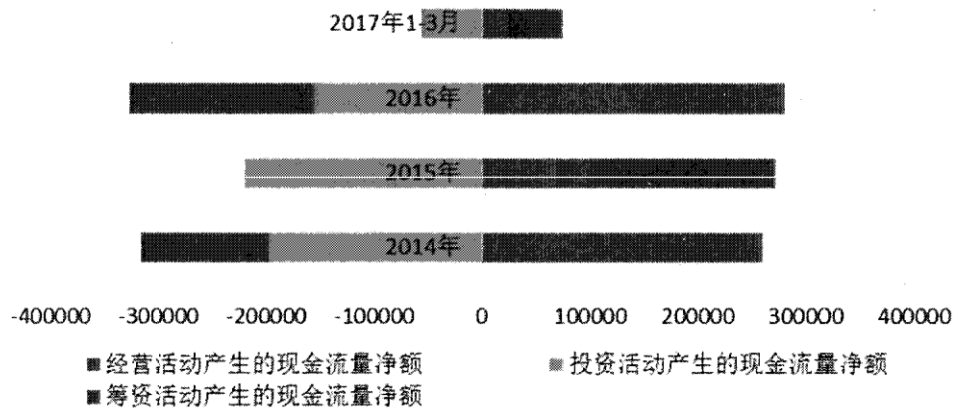
¹⁵ 不含一年内到期的长期借款。由太阳控股集团、实际控制人李洪信提供担保及合并范围内关联方提供担保；抵押物为房屋建筑与无形资产。

导致经营活动现金流入较少，同期公司营业收入现金率分别为 121.65%、106.32%和 116.74%，呈现一定波动。2017 年 1-3 月，公司经营性净现金流为 2.39 亿元，同比减少 44.20%，营业收入现金率为 102.79%，同比下滑 17.56 个百分点，主要是公司业务规模扩大使得“购买商品、接受劳务支付的现金”及“支付的各项税费”增长，当期经营性净现金流同比大幅降低。

投资活动方面，由于近年来该公司在建项目较多，投资性净现金流呈持续大额流出状态，2014-2016 年及 2017 年 1-3 月分别为-19.74 亿元、-21.99 亿元、-15.52 亿元和-5.56 亿元。未来随着老挝及美国项目的不断开展，预计公司将持续面临一定的资金支出压力。

筹资活动方面，2014-2016 年及 2017 年 1-3 月该公司筹资性净现金流分别为-11.89 亿元、20.39 亿元、-17.21 亿元和 5.13 亿元，波动性较大。其中 2015 年公司非公开发行股票、发行债券及银行借款等融资金额较大，使得当年筹资性净现金流呈流入状态。

图表 23. 公司现金流量分析 (单位: 万元)



资料来源：根据太阳纸业所提供资料整理、绘制。

2014-2016 年，该公司 EBITDA 对利息支出的保障倍数分别为 3.75、4.10 和 5.38，对刚性债务的保障倍数分别为 0.23、0.26 和 0.31，逐年增加，同期公司经营性现金净流入对流动负债和负债总额的保障程度波动较大。其中 2015 年受银行承兑汇票方式结算较多影响，公司盈利及现金流对债务的保障程度较以前年度出现大幅下降。未来随着公司业务规模的增大，公司相关债务负担或将会加重。

图表 24. 2014-2016 年公司 EBITDA 及现金流对债务的覆盖情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年
EBITDA/利息支出(倍)	3.57	4.10	5.38

项目	2014年	2015年	2016年
EBITDA/刚性债务(倍)	0.23	0.26	0.31
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	34.64	8.14	31.90
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	25.03	6.01	23.29

资料来源：根据太阳纸业所提供资料整理、绘制。

3. 资产质量分析

随着经营的不不断累积，该公司所有者权益逐年增长，2014-2016年末及2017年3月末分别为58.25亿元、73.94亿元、83.40亿元和87.71亿元，其中2015年末受益于非公开发行股票¹⁶，公司所有者权益增幅较大。

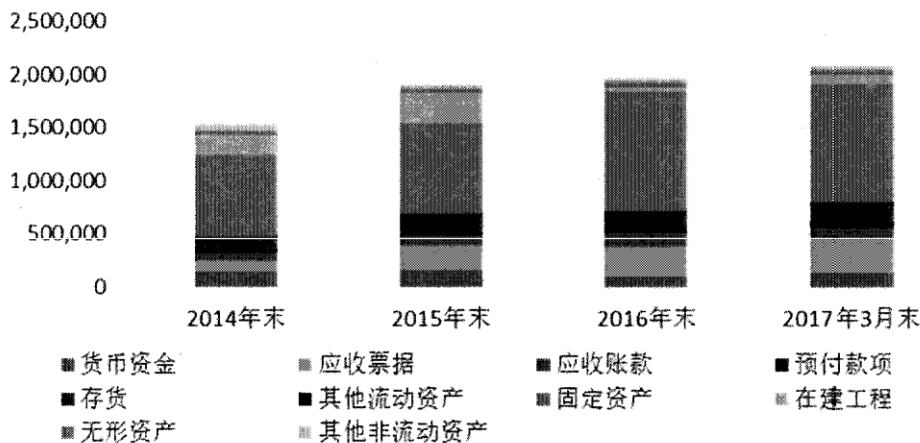
2014-2016年末及2017年3月末，该公司资产总额分别为162.93亿元、197.18亿元、201.94亿元和213.48亿元，规模整体上升。作为生产型企业，公司固定资产投资较大，资产以非流动资产为主，同期末公司非流动资产占比分别为70.57%、64.36%、63.70%和61.95%。公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产构成。2016年末公司固定资产金额112.85亿元，较上年末增长30.83%，主要是年产35万吨天然纤维素循环经济一体化项目、年产50万吨低克重高档牛皮箱板纸等项目完工转固所致，同年末在建工程金额3.02亿元，较上年末减少88.96%；无形资产主要为土地使用权，年末金额5.56亿元，较上年末增长5.06%；其他非流动资产主要为预付的工程款和设备款及保证金等，金额为3.43亿元，较上年末减少11.39%。2017年3月末，公司非流动资产金额132.24亿元，与年初相比无重大变化。

该公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款、预付款项、存货和其他流动资产构成，2016年末金额分别为10.43亿元（受限货币资金3.07亿元）、26.92亿元、13.62亿元、4.92亿元、11.39亿元和4.32亿元。其中货币资金较上年末减少31.71%，主要是偿还到期债务所致；应收票据和应收账款合计金额40.54亿元，占流动资产总额的55.30%，较上年末增长8.91个百分点，其中应收账款因公司经营规模扩大应收货款相应增加，同时下游客户账期延长也导致应收账款有所增长，公司一年内应收账款余额13.75亿元，占应收账款总额的91.36%，回款风险不大；预付款项主要为原材料预付款，较上年末增长75.75%，主要是公司为满足生产需要预付较多原材料采购款；存货主要是原材料、库存商

¹⁶ 该公司经证监会【2015】170号文件核准，于2015年3月13日非公开发行A股2.38亿股，每股发行价格4.20元，扣除各项发行费用和实际募集资金总额9.73亿元，

品及消耗性生产物资等，受益于下游市场需求量增加，公司存货较上年末减少 18.66%，2016 年末公司对 3.24 亿元的库存商品进行计提减值，减值金额为 87.01 万元；公司其他流动资产主要为尚未抵扣的增值税进项税。2017 年 3 月末，公司流动资产金额 81.24 亿元，较年初增长 10.81%，增量主要来自货币资金、应收票据及存货的增加。其中货币资金较年初增长 23.29%至 12.86 亿元；应收票据为 31.96 亿元，较年初增长 18.74%，同时，公司应收账款较年初金额减少 17.34%至 11.26 亿元，主要是公司以票据回款方式增加；存货为 14.35 亿元，主要是购买的原材料和库存商品增加所致。

图表 25. 2014 年以来公司资产构成情况表 (单位: 万元)



资料来源: 根据太阳纸业所提供资料整理、绘制。

2014-2016 年末及 2017 年 3 月末，该公司流动比率分别为 62.28%、76.88%、86.13%和 81.78%；同期末速动比率分别为 43.57%、58.50%、66.96%和 61.50%，公司的资产流动性整体有所提高，但仍处于一般水平。

七、公司抗风险能力/外部支持

(一) 自身抗风险能力

该公司生产工艺装备先进，产能规模位居国内前列，具有一定的规模优势，且近年来公司不断延伸产业链、丰富产品系列，市场竞争能力进一步增强。公司期间费用控制能力较好，期间费用率有所下降。

(1) 具有一定规模优势

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。截至 2017 年 3 月末，公司已形成年产 312 万吨纸制品、120 万吨制浆的生产能力，产能位居国内前列。

(2) 研发能力较强

该公司造纸设备先进，研发能力较强，在关键技术领域拥有多项发明专利。公司先后承担多项国家级、省部级重大科研课题项目，多项技术获得国家、省部级奖项。其中，公司制造溶解浆所采用的连蒸连煮工艺处于国际先进水平。同时，公司投入大量资金用于污染治理，实施循环经济，目前达到了国际先进水平。

(3) 进一步丰富产品种类

该公司积极实施企业的战略调整与转型，实现了从工业用纸向生活用纸、溶解浆等领域拓展，使产业链上的产品多元化、差异化、价值最大化。未来公司将不断推进老挝林浆纸一体化项目、美国 70 万吨生物精炼项目、20 万吨高档特种纸等项目，进一步丰富产品系列。

(4) 期间费用控制及资产获利能力较好

2014-2016 年，该公司期间费用分别为 13.27 亿元、14.62 亿元、15.71 亿元，期间费用率分别为 12.69%、13.51%和 10.87%，公司期间费用控制较为得当，净资产收益率分别为 9.64%、11.42%和 14.72%，处于较好水平。

(二) 外部支持

该公司与多家商业银行建立了良好的合作关系，截至 2017 年 3 月末，公司从各家银行获得的综合授信总额为 162.18 亿元，已使用额度为 89.55 亿元，剩余 72.63 亿元尚未使用，未来融资空间仍较大。

此外，太阳控股集团可为该公司外部融资提供必要的信用支持，使公司融资能力得到进一步提升。

八、本次债券偿付保障分析

(一) 良好的发展势头和经营业绩可为本次债券按期偿付提供保障

该公司是我国大型制浆造纸企业，具有较强的市场竞争力。随着新增产能的不断释放，近年来公司营业收入逐年增长，2014-2016 年分别为

104.58 亿元、108.25 亿元和 144.55 亿元。

（二）较强的融资能力可为本次债券到期偿付提供有力支持

该公司为民营上市公司，具有较强的融资能力，同时公司与各家商业银行保持着长期良好的合作关系，银行贷款融资渠道畅通，目前银行授信充足。截至 2017 年 3 月末，公司从各家银行获得的综合授信总额为 162.18 亿元，已使用额度为 89.55 亿元，剩余 72.63 亿元尚未使用，未来融资空间仍较大。此外，公司财务状况良好，经营性现金流较为充足，亦可为本次债券到期偿付提供有力支持。

九、结论

该公司主业突出，近年来公司经营规模不断扩大，且产品差异化程度有所提高，产业链进一步延伸，增强了公司的市场竞争能力，同时公司研发科技含量高、市场需求量大的新产品，保持较好的品牌认可度，公司主业经营状况总体较好。

受益于下游市场需求增加及产能释放，2016 年公司营业收入实现大幅增长，且期间费用控制情况较好，期间费用率有所降低。近三年，公司负债水平有所波动，以流动负债为主的债务期限结构有待优化，资产流动性一般，公司面临较大的即期偿债压力，但公司经营性净现金流情况较好，可为即期债务偿付提供一定缓冲。此外，公司新增投资项目投入规模较大，或将面临一定的资本支出压力。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次公司债存续期（本次公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

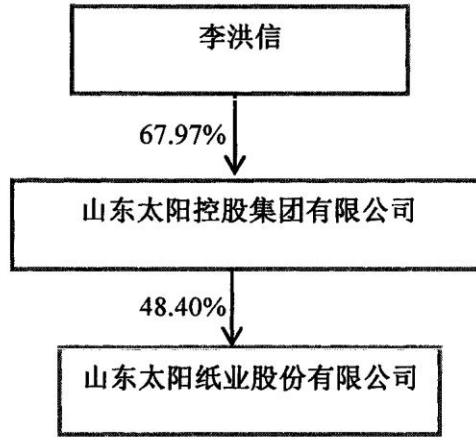
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

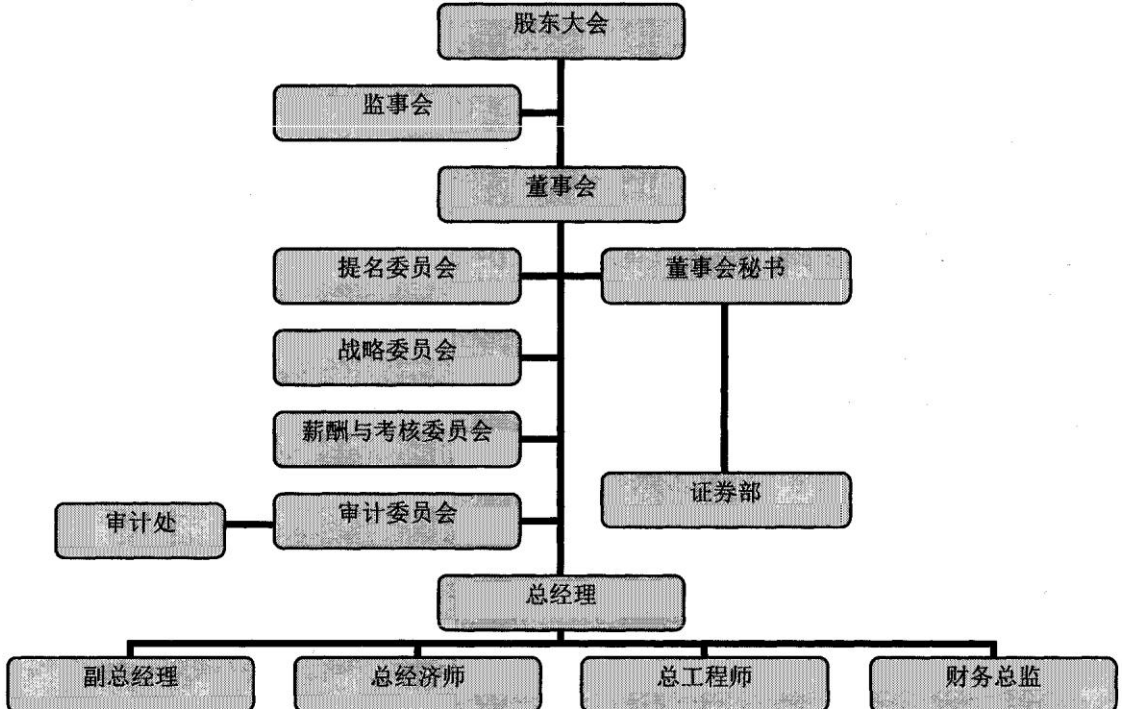
公司与实际控制人关系图



注：根据太阳纸业提供的资料绘制（截至 2017 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据太阳纸业提供的资料绘制（截至 2017 年 3 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名称	2016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)		
山东太阳纸业股份有限公司	91.96	83.40	144.55	11.58	28.16	-
山东太阳宏河纸业有限公司	6.90	2.19	21.92	2.04	-4.98	刚性债务中已剔 除内部委贷 10 亿元
济宁市兖州区华茂纸业有限公司	5.13	3.47	15.19	0.65	2.82	-
兖州天章纸业有限公司	13.15	13.76	37.77	1.88	2.93	-
山东太阳生活用纸有限公司	-	1.58	6.63	-0.32	0.53	-
太阳纸业有限公司	-	-0.14	10.25	0.48	0.69	-

注：根据太阳纸业 2016 年度审计报告附注整理

附录四：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2014年	2015年	2016年	2017年 第一季度
资产总额 [亿元]	162.93	197.18	201.94	213.48
货币资金 [亿元]	14.30	15.28	10.43	12.86
刚性债务[亿元]	86.39	94.05	91.96	98.46
所有者权益 [亿元]	58.25	73.94	83.40	87.61
营业收入[亿元]	104.58	108.25	144.55	44.11
净利润 [亿元]	5.47	7.55	11.58	4.81
EBITDA[亿元]	19.76	23.14	28.86	—
经营性现金净流入量[亿元]	26.08	6.85	28.16	2.39
投资性现金净流入量[亿元]	-19.74	-21.99	-15.52	-5.56
资产负债率[%]	64.25	62.50	58.70	58.96
长期资本固定化比率[%]	133.79	119.97	110.11	115.85
权益资本与刚性债务比率[%]	67.43	78.62	90.69	88.98
流动比率[%]	62.28	76.88	86.13	81.78
速动比率 [%]	43.57	58.50	66.96	61.50
现金比率[%]	32.30	42.07	43.88	45.12
利息保障倍数[倍]	2.21	2.78	3.71	—
有形净值债务率[%]	196.99	179.91	152.45	153.47
营运资金与非流动负债比率[%]	-104.83	-66.34	-35.34	-68.21
担保比率[%]	—	—	—	—
应收账款周转速度[次]	15.11	13.26	12.54	—
存货周转速度[次]	6.78	6.57	8.89	—
固定资产周转速度[次]	1.34	1.32	1.45	—
总资产周转速度[次]	0.65	0.60	0.72	—
毛利率[%]	20.05	23.39	21.92	23.47
营业利润率[%]	6.38	8.19	10.05	13.60
总资产报酬率[%]	7.59	8.70	9.98	—
净资产收益率[%]	9.64	11.42	14.72	—
净资产收益率*[%]	8.92	10.75	14.14	—
营业收入现金率[%]	121.65	106.32	116.74	102.79
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	34.64	8.14	31.90	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	25.03	6.01	23.29	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	8.43	-17.98	14.32	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	6.09	-13.29	10.45	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.57	4.10	5.38	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.23	0.26	0.31	—

注：表中数据依据太阳纸业经审计的2014-2016年度及未经审计的2017年第一季度财务数据整理、计算。

附录五：

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-期末无形资产余额-期末商誉余额-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

附录六：

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。