

2017 年山东太阳纸业股份有限公司可转换公司债券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

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

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2019)100188】

评级对象: 2017年山东太阳纸业股份有限公司可转换公司债券

太阳转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA+/稳定/AA+/2019年6月13日

前次跟踪: AA+/稳定/AA+/2018年6月20日

首次评级: AA+/稳定/AA+/2017年6月13日

主要财务数据及指标

项 目	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	5.53	20.87	10.87	13.47
刚性债务	67.44	86.54	86.88	88.72
所有者权益	72.39	85.33	96.00	96.11
经营性现金净流入量	7.52	17.92	32.15	9.06
合并口径数据及指标:				
总资产	201.94	260.56	295.23	299.21
总负债	118.54	152.32	168.95	169.65
刚性债务	91.96	112.83	129.72	127.43
所有者权益	83.40	108.24	126.28	129.56
营业收入	144.55	188.94	217.68	54.51
净利润	11.58	22.50	22.42	3.81
经营性现金净流入量	28.16	37.67	44.78	26.70
EBITDA	28.86	45.22	45.89	—
资产负债率[%]	58.70	58.46	57.23	56.70
权益资本与刚性债务 比率[%]	90.69	95.93	97.35	101.67
流动比率[%]	86.13	89.55	77.22	78.68
现金比率[%]	43.88	54.23	41.25	38.37
利息保障倍数[倍]	3.71	5.65	4.44	—
净资产收益率[%]	58.70	58.46	19.12	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	31.90	37.37	34.97	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	10.45	-1.50	8.96	—
EBITDA/利息支出[倍]	5.38	7.24	5.93	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.31	0.44	0.38	—

注:根据太阳纸业经审计的2016~2018年及未经审计的2019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

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对2017年山东太阳纸业股份有限公司可转换公司债券(简称太阳纸业、发行人、该公司或公司)的跟踪评级反映了2018年以来太阳纸业在规模优势、品牌认可度现金流等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在行业波动、即期债务偿付及流动性、成本控制及环保等方面继续面临的压力。

主要优势:

- **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。跟踪期内,公司造纸纸浆产能进一步提升,且产品种类更趋多样,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。
- **经营性现金净流量情况较好。**跟踪期内,太阳纸业仍保持一定规模的经营性现金净流入量,能够为即期债务偿付提供一定保障。

主要风险:

- **行业景气度波动。**跟踪期内造纸行业供需情况变化较大,下游市场需求疲软,且原材料价格持续高位,公司经营业绩面临下滑压力。
- **资本性支出压力及资产流动性风险。**太阳纸业后续资本性支出仍然较大,面临一定的资金压力。跟踪期内,公司刚性债务有所增长,且短期刚性债务占比进一步加大,但公司可动用货币资金较少,整体资产流动性较差,存在较大的即期偿债压力。
- **海外项目投资风险。**太阳纸业部分建设项目在老挝和美国进行,在办理相关行政审批或备案过程中存在不予批准的风险,关注公司海外项

目投资进展与运营面临的不确定性。

- 可转债转股情况。太阳纸业于 2017 年 12 月发行可转换公司债券的转股情况或将对公司股权结构产生影响。
- 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。

➤ 未来展望

通过对太阳纸业发行的公司债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定，认为本期公司债券还本付息安全性仍很高，并维持本期公司债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2017 年山东太阳纸业股份有限公司可转换公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2017 年山东太阳纸业股份有限公司可转换公司债券信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据太阳纸业提供的经审计的 2018 年财务报表、未经审计的 2019 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，进行了定期跟踪评级。

该公司 2015 年以来发行债务融资工具情况如图表 1 所示。

图表 1. 公司 2015 年以来发行债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
太阳转债	12.00	5 年	累进利率	2017 年 12 月	未到期，正常付息
16 太阳 01	10.00	3 年	4.70	2016 年 3 月	已到期兑付
15 太阳 MTN001	5.00	3 年	6.30	2015 年 3 月	已到期兑付
合计	27.00	-	-	-	-

资料来源：Wind

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实

实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

造纸行业属周期性行业，行业景气度与宏观经济趋势较一致。经过前期快速发展，我国已成为世界造纸大国。但过快发展导致行业出现结构性和阶段性产能过剩情况，行业面临落后产能出清和调整压力。造纸行业原材料成本较高且对外依赖度高，2018年纸浆、废纸等价格波动导致企业成本控制压力增大，行业内企业经营出现一定分化。

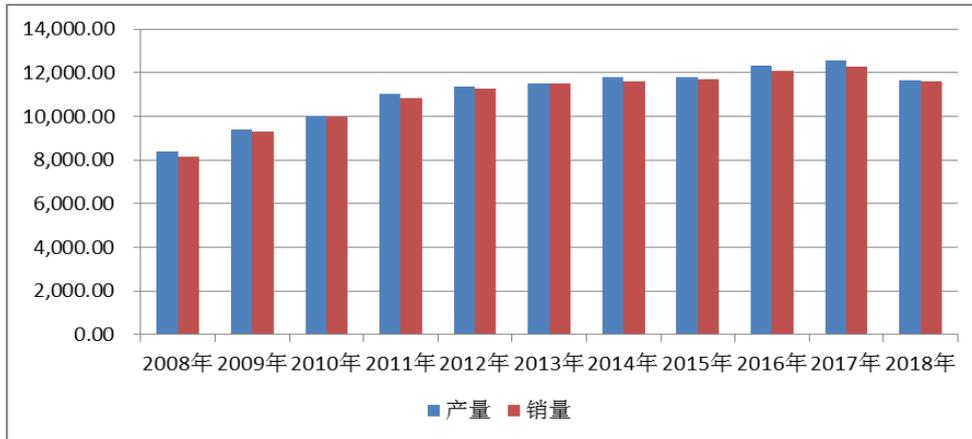
A. 行业概况

我国造纸业与宏观经济存在一定的相关性，宏观环境的变化会对行业整体景气程度产生一定的影响。造纸业的周期性变动与宏观经济趋势较为一致，在周期的波峰和波谷出现时间方面存在一定的重合性。2018年以来，我国宏观经济下行、需求不振，对造纸业产生一定冲击，同时原材料供给收紧等因素叠加，导致造纸行业产销量8年来首次出现下滑，经济效益与上年同比亦有所下降，而行业内通过供给侧结构性改革、控制新增产能等措施，基本维持了造纸行业的整体运行平稳。2018年，我国造纸及纸制品业实现主营业务收入1,3727.90亿元，同比增长8.30%；利润总额766.40亿元，同比减少8.50%。

我国造纸行业发展速度较快，纸及纸板产销量已位居世界首位。2009-2018年，我国纸及纸板生产量由8,390.94万吨增长至10,435万吨，年均增长率2.12%；消费量由8,155.40万吨增长至10,439万吨，年均增长率2.22%。其中，2018年我国纸及纸板生产量同比减少6.24%；消费量同比减少4.20%，为近年来首次出现下滑。从细分产品看，除生活用纸及特种纸，其余纸种生产量同比均发生下滑；除生活用纸、特种纸及未涂布印刷书写纸，其余纸种消费量均发生下滑。由于前期产能扩张过快，我国造纸行业仍存在

结构性和阶段性产能过剩情况，2011年以来在国家淘汰落后产能政策下，行业每年实际落后产能淘汰数量均超过任务下达量，产能利用率则从2011年90%左右下降到目前的60-70%左右。预计“十三五”期间，我国将继续淘汰现有落后产能约800万吨。

图表 2. 我国纸及纸板产销量情况（万吨）

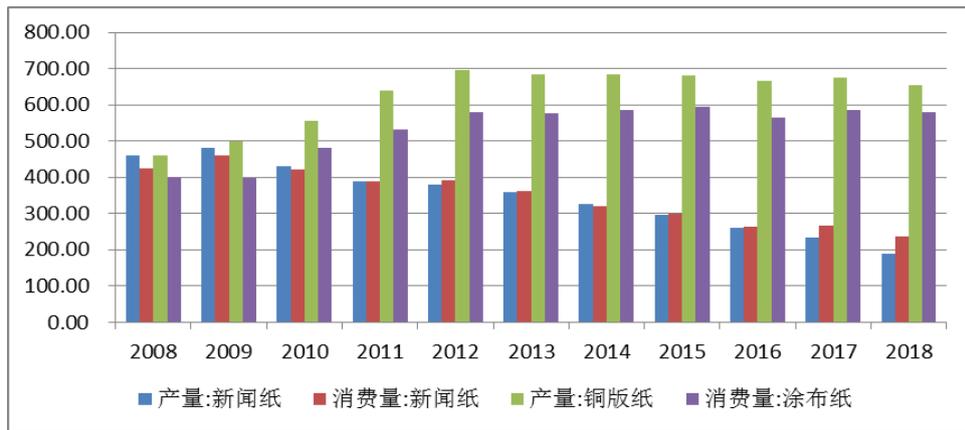


资料来源：Wind，新世纪评级整理

文化纸

常见的文化用纸包括铜版纸、轻涂纸、双胶纸和新闻用纸等。我国文化用纸长期处于供大于求的状态，加之电子媒体的冲击，纸作为文化传播的用途大大降低，导致文化纸产销量整体呈下降态势。近年来，随着我国供给侧改革的实施，市场供需关系得以改善，2017年文化纸产销量有所回升，但2018年受宏观经济下滑影响，下游市场文化纸需求不及预期，产销量呈现双降。据中国造纸协会统计，2018年我国铜版纸生产量655万吨，较上年减少20万吨，消费量581万吨，较上年减少4万吨；新闻纸生产量190万吨，较上年减少45万吨，消费量为237万吨，较上年减少30万吨，新闻纸持续受电子媒体冲击影响，产量呈现快速下滑态势。整体来看，现阶段行业内产能过剩情况仍然存在，且文化纸产品较为同质化，市场竞争环境较为激烈。价格方面，2018年文化纸下游订单萎缩，竞争环境加剧，文化纸价格呈下滑态势。

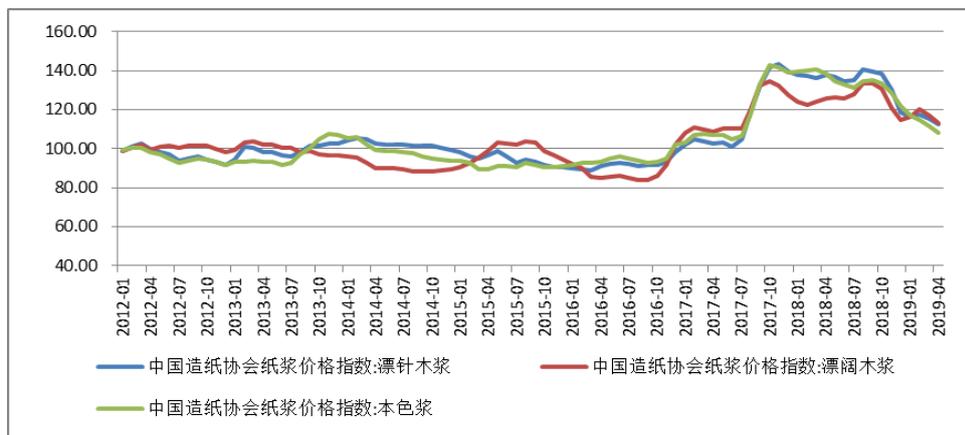
图表 3. 主要文化纸生产量及消费量（单位：万吨）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

原材料方面，我国大型造纸企业主要采购进口纸浆，因此国际纸浆价格波动对造纸企业经营业绩影响较大。2018 年前三季度，由于受到中美贸易摩擦影响，导致木浆价格基本在高位震荡；2018 年第四季度以来，受国际、国内阔叶木浆新增产能释放及行业低迷景气度向上传导影响，木浆价格快速回落，对行业内企业成本控制形成一定压力。

图表 4. 我国纸浆价格指数变化情况



数据来源：Wind，新世纪评级整理

包装纸

箱板纸和瓦楞纸为普遍的包装用纸，受消费品影响较大。2018 年，由于我国宏观经济下行，包装纸行业承压。根据中国造纸业协会的统计，2018 年我国箱板纸生产量 2145 万吨，较上年同比减少 10.06%，消费量 2345 万吨，较上年同比减少 4.57%；瓦楞纸生产量 2105 万吨，较上年同比减少 9.85%，消费量 2213 万吨，较上年同比减少 7.64%。

箱板纸和瓦楞纸的基本原材料为废纸。受制于废纸回收体系不完整以及造纸用林木资源工业的不足，我国废纸长期依靠进口。2017 年 7 月出台《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》后，以美废为代表的进

口废纸价格快速下跌，同时国废大幅上涨。经过短期波动后，2018年1-8月，受国家政策趋严影响，外废和国废价格呈整体上升趋势；2018年下半年，受中美贸易冲击，下游需求随之减弱，外废和国废价格均有明显下降。

图表 5. 进口废纸和国产废纸价格对比（元/吨）

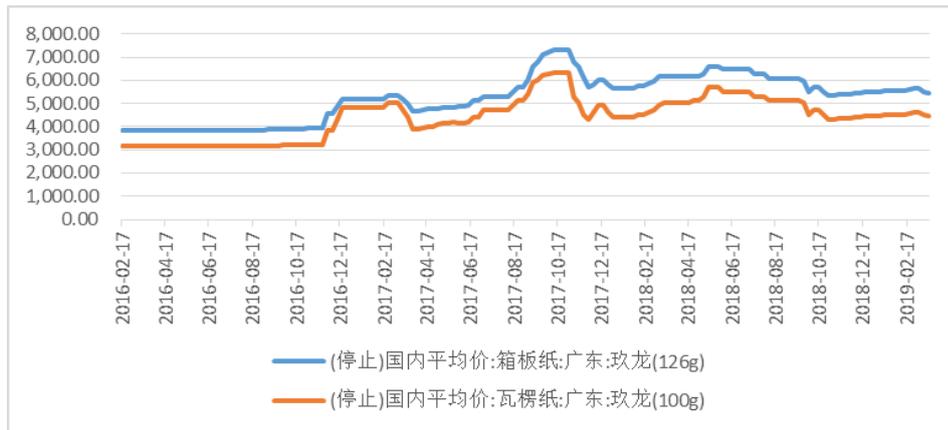


数据来源：Wind，新世纪评级整理

外废政策方面，国家多项政策从进口废纸标准、企业资质、质量审查等多方面对废纸进口进行约束，外废管控日趋严格。2017年7月，国务院办公厅公布《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》，规定2017年年底以前，禁止进口生活来源废塑料、未经分拣的废纸以及纺织废料、钎渣等品种，同时提倡发展循环经济，到2020年，将国内固体废物回收量由2015年的2.46亿吨提高到3.5亿吨。2017年12月，环保部相继发布《进口废纸环境保护管理规定》和《进口可用作原料的固体废物环境保护控制标准》，前者要求进口废纸企业规模大于5万吨/年，后者将进口废纸含杂率上限标准降至0.5%。2018年5月，海关总署发布《关于对进口美国废物原料实施风险预警监管措施的通知》要求对美废100%开箱检查。6月国务院发布《关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》，提出全面禁止洋垃圾入境，大幅减少固体废物进口种类和数量，力争2020年底前基本实现固体废物零进口。8月，受中美贸易关系影响，我国宣布对废纸浆加征20%关税，所有进口废纸加征25%关税。

价格方面，2018年包装纸价格有所震荡，其中2018年5月以后，受下游需求下降等因素影响进入下行通道，加之零售消费终端不振导致行业需求进一步承压，包装纸价格逐渐走低，至11月价格达到全年最低点。后续厂商通过停机等方式将价格有所回调，但2019年3月至今包装纸又进入下调期。

图表 6. 2016 年以来箱板纸和瓦楞纸平均价格情况（元/吨）

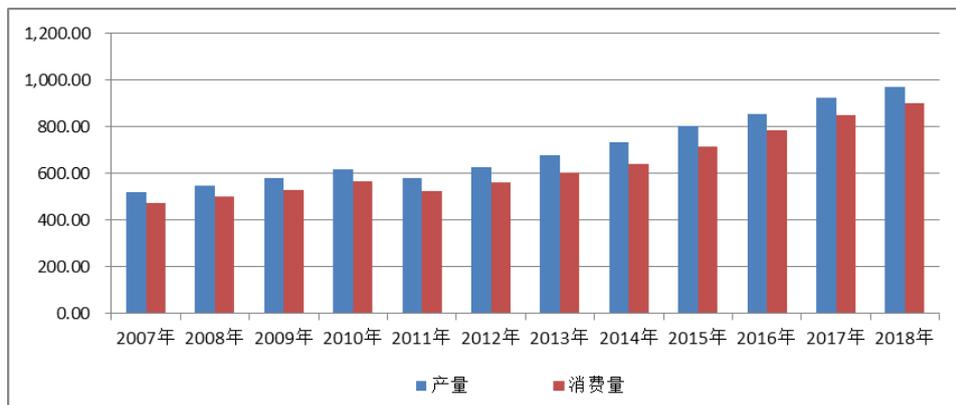


数据来源：Wind，新世纪评级整理

生活用纸

生活用纸行业在品牌和渠道方面存在一定进入门槛，品牌市场认可度高、销售渠道完善的大型企业竞争优势较明显。目前，恒安国际、金红叶纸业、维达国际和中顺洁柔是国内生活用纸行业领先的四家企业。近年来随着经济发展和人民生活水平提高，生活用纸市场保持增长。根据造纸业协会数据显示，2017 年我国生活用纸生产量 970 万吨，较上年同比增长 1.04%；消费量 901 万吨，较上年同比增长 1.24%。之前十年我国生活用纸行业需求年均增速在 10% 左右，但由于生活用纸行业前几年投资建设项目过多和过快，在建项目的陆续投产，产能大量释放，加之理文造纸、太阳纸业等大型工业造纸企业陆续投建生活用纸生产线，预计未来生活用纸的供需失衡将逐渐加剧，市场竞争趋于激烈。

图表 7. 国内生活用纸产量及消费量变化趋势（单位：万吨）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

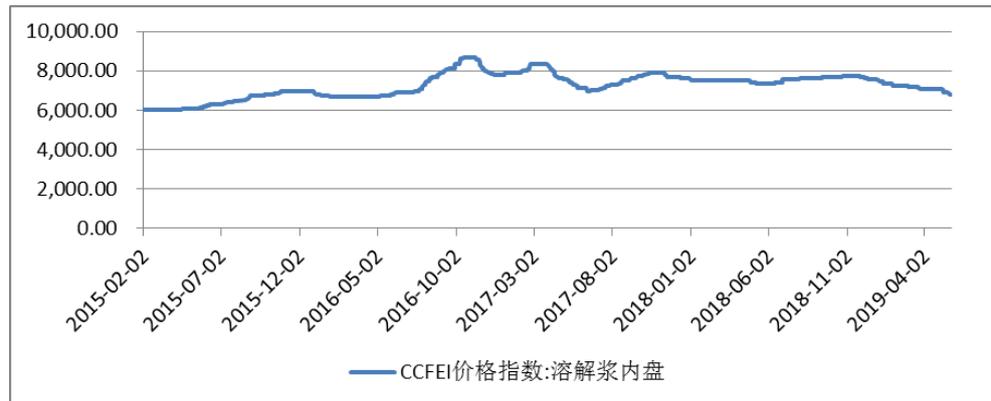
溶解浆

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，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，2015-2017 年，我国溶解浆进口量分别为 224.72 万吨、224.62 万吨和 260.35 万吨。国内拥有溶解浆产能的大型企业主要为太阳纸业（80 万吨/年）、泰格林纸（30 万吨/年）、华泰股份（10 万吨/年）和青山纸业（9.6 万吨/年）等，目前太阳纸业为国内最大的溶解浆生产企业。

2016 年以来，由于棉花价格上涨通过替代效应推动了溶解浆价格上涨，2016 年底至 2017 年初溶解浆价格持续处于高位运行，此后溶解浆价格经历下跌再上涨的过程，2018 年整体价格表现较为平稳，2019 年初呈现小幅下跌态势，但考虑到国内棉花存在供给刚性缺口，短期内可为溶解浆提供价格支撑。

图表 8. 溶解浆价格指数变化情况（单位：元/吨）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

B. 政策环境

造纸业属于高耗能、高污染行业，对原材料、水、煤炭、电力的消耗较大，是我国污染较严重的行业之一。根据环保部统计，目前造纸工业废水排放量占全国工业废水排放总量的 20% 左右，排放废水中化学需氧量（COD）占全国工业 COD 排放总量的 20%-25%。针对行业发展面临的资源、能源和环境问题，我国政府在政策上大力支持产业结构调整，鼓励行业由传统造纸工业向可持续发展的现代造纸工业转变。

2017 年以来我国造纸行业政策密集出台，整体上仍然延续了淘汰落后产能和环保政策趋严的政策走向，有利于中小企业产能继续出清，并为大型造纸企业发展带来空间。落后产能淘汰方面，根据《中国造纸协会关于造纸工业“十三五”发展的意见》，“十三五”期间，我国将继续淘汰现有落后造纸产能约 800 万吨。环保政策方面，2017 年 1 月，国家环境保护部印发《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》，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。2018 年 1 月，环保部发布《排污许可管理办法（试行）》（环境保护部令第 48 号），规定了排污许可证核发程序等内容，并细化了环保部门、排污单位和第三方机构的法律责任。2018 年 6 月，生态环境部按照《排污许可管理办法（试行）》相关规定，对火电、造纸行业企业排污许可证执行报告工作督办，并对

外公布未提交执行报告的企业清单，其中包含造纸企业 559 家。上述各项政策及后续进展表明我国环保监督及管理方面的趋势不变，造纸行业仍将面临落后产能不断出清及日益严格的环保要求。

C. 竞争格局/态势

造纸行业属于传统行业，各企业在原材料、生产设备和工艺等方面差别不大，导致产品同质化严重，行业竞争激烈。我国造纸行业相对分散、企业规模整体偏小，2017 年全国纸及纸板生产企业约 2,800 家，其中年产超百万吨造纸企业仅有 19 家。由于造纸业具有规模效益显著特征，规模大小对政策监管与支持、成本控制、议价能力、资源利用、污染治理、技术研发等方面产生较大影响。近年来我国实施供给侧改革，不断加大造纸行业淘汰落后产能的力度。加之行业新建、扩建产能准入门槛的提升，以及国家环保政策的加强，中小企业环保成本提升，经营压力增大，大型企业资本实力强，技术装备先进，迎来较好的发展空间。根据中国造纸协会数据，2013~2017 年我国造纸行业 CR30 分别为 51.3%、52.4%、52.9%、56.5% 和 59%，行业集中度呈现上升趋势。

图表 9. 行业内主样本企业基本数据概览（亿元、%）

核心样本企业名称	核心经营指标（产品或业务类别）				核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	毛利率	产能 (万吨/年)	产量 (万吨/年)	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
金光纸业	589.50	23.91	纸：864 浆：210	纸：848 浆：227	1,746.82	63.55	23.37	160.14
山鹰纸业	243.67	23.05	纸：406	纸：475.38	390.91	62.30	34.37	32.48
太阳纸业	217.68	23.45	纸：412 浆：170	纸：300.58 浆：162.44	299.21	57.23	22.42	44.78
晨鸣纸业	288.76	31.27	纸：577.23 浆：298.20	纸：456.72 浆：230.37	1,060.40	75.43	25.65	141.00
玖龙环球	542.65	18.33	纸：1363	纸：1301.06	604.97	38.20	51.74	103.23
海南金海浆纸业	106.28	29.80	纸：100 浆：160	纸：148 浆：110	309.58	57.85	11.90	31.16

资料来源：新世纪评级整理。其中玖龙环球、海南金海浆纸业和金光纸业产能及产量为 2017 年度数据

根据造纸行业协会 2018 年年度报告公布的重点造纸企业产量前 30 位数据看，该公司母公司山东太阳控股集团有限公司 2018 年造纸产量为 459.73 万吨（其中公司产量 300.58 万吨），位列第 4 位，在行业中保持前列，具备较强的竞争实力。

D. 风险关注

（1）原材料价格波动对造纸企业形成的成本控制压力加大；（2）环保政策趋严，造纸企业将面临更大的经营压力；（3）人民币持续贬值加大造纸企业汇率风险压力，同时产生的汇兑损失或将侵蚀利润空间。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司依靠新增产能释放维持了收入的增长，但原材料价格上涨压缩了公司的利润空间，利润同比下滑明显。2018 年四季度以来，由于行业供需环境改变，浆纸价格发生较大下降，后续公司经营压力将加大。公司包装纸新增产能较多，但现阶段市场需求波动及产业政策调整等导致市场环境发生变化，公司后续产能释放及成本控制压力加大。此外，公司在建项目资金需求较大，后续将面临一定的资本性支出压力，且境外项目建设在办理相关行政审批或备案过程中存在不予批准或备案的风险，为项目能否顺利进行增加了不确定性。

该公司为我国造纸行业龙头企业之一，现主要业务包括纸品生产和木浆制造两大业务板块，截至 2019 年 3 月末合计产能 582 万吨/年，其中造纸产能 412 万吨/年，制浆产能 170 万吨/年。2018 年 3 月和 9 月，公司分别新增 80 万吨牛皮箱板纸产能和 20 万吨铜版纸产能；2018 年 6 月，公司老挝 30 万吨/年化学浆产能顺利投产，在生产线建设过程中，公司通过优化技改使得该生产线实际产能达 50 万吨/年，并可转产 30 万吨/年的溶解浆，公司可根据市场需求调整产品结构。

跟踪期内，该公司依靠新增产能释放维持收入增长，但增速有所放缓。2018 年及 2019 年第一季度，公司分别实现营业收入 217.68 亿元和 54.51 亿元，分别同比增长 15.21% 和 8.13%；同期毛利率分别为 23.45% 和 17.70%；同期分别下滑 2.58 个百分点和 9.83 个百分点。由于文化纸需求疲软，售价下跌，加之木浆等原材料价格波动较大，公司消耗的大多为高价位购入的木浆，多重因素公司导致利润空间受到压缩。

图表 10. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式
纸制品及木浆	全国	横向规模化、纵向一体化

资料来源：太阳纸业

除纸制品和木浆的销售外，该公司还有少量电及蒸汽、其它产品的业务收入，2018 年及 2019 年第一季度分别实现营业收入 9.20 亿元和 0.23 亿元，占同期总收入的比重不超过 5%，占比很小。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 11. 公司核心业务收入及变化情况（亿元）

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
营业收入合计	144.55	188.94	217.68	54.51	50.41
其中：核心业务营业收入	136.84	180.42	208.48	54.28	48.19
在营业收入中所占比重	94.67%	95.49%	95.77%	99.58%	95.60%
其中：(1) 非涂布文化纸	52.61	58.99	72.07	16.86	17.65

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
在核心业务收入中所占比重	38.45%	32.70%	34.57%	31.06%	36.63%
(2) 铜版纸	29.48	44.51	39.95	5.83	11.84
在核心业务收入中所占比重	21.54%	24.67%	19.16%	10.74%	24.57%
(3) 化机浆	9.51	11.87	15.68	2.63	3.43
在核心业务收入中所占比重	6.95%	6.58%	7.52%	4.85%	7.12%
(4) 溶解浆	26.14	26.96	31.66	8.87	5.40
在核心业务收入中所占比重	19.10%	14.94%	15.19%	16.34%	11.21%
(5) 生活用纸	7.29	7.22	8.19	2.10	1.91
在核心业务收入中所占比重	5.33%	4.00%	3.93%	3.87%	3.96%
(6) 淋膜原纸	6.76	6.96	8.81	2.03	2.12
在核心业务收入中所占比重	4.94%	3.86%	4.23%	3.74%	4.40%
(7) 牛皮箱板纸	5.06	23.92	26.40	9.95	5.84
在核心业务收入中所占比重	3.70%	13.26%	12.66%	18.33	12.12%
毛利率	21.92%	26.03%	23.45%	17.70%	27.53%
其中：非涂布文化纸	23.18%	28.06%	27.29%	16.96%	29.02%
铜版纸	21.52%	32.66%	28.46%	16.26%	33.06%
化机浆	22.25%	21.07%	25.79%	22.49%	23.03%
溶解浆	18.27%	21.00%	20.29%	20.83%	21.22%
生活用纸	14.37%	15.93%	14.66%	10.06%	17.63%
淋膜原纸	18.99%	24.65%	26.20%	16.23%	28.47%
牛皮箱板纸	21.73%	19.89%	11.24%	15.94%	20.57%

资料来源：太阳纸业

制浆能力

跟踪期内，该公司制浆能力进一步提升，2018 年纸浆自给率提升至 50% 左右。公司在布局老挝林浆纸一体化持续推进，跟踪期内除老挝 30 万吨/年化学浆产能顺利投产外，公司在老挝沙湾拿吉省的制浆造纸生产线项目实现开工建设。该项目涉及浆纸产能共 120 万吨/年（其中制浆能力 40 万吨/年，造纸产能 80 万吨/年），总投资额约 6.37 亿美元，建设周期 30 个月，预计完工时间为 2021 年。待完工投产后公司产能规模将进一步扩大。

截至 2019 年 3 月末，该公司制浆产能合计 170 万吨/年，包括化机浆 80 万吨/年、化学浆 10 万吨/年及溶解浆 80 万吨/年（老挝生产线产能全部计入溶解浆）。

图表 12. 公司主要产品生产情况¹ (单位: 万吨, %)

产品	2016 年			2017 年			2018 年			2019 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
化机浆	70	66.09	94.41	70	80.61	115.16	80	89.10	111.38	20	20.4	102.00
化学浆	-	-	-	10	9.86	98.60	10	23.47	234.70	2.5	-	-
纸浆小计	70	66.09	94.41	80	90.47	113.09	90	112.57	125.08	22.5	20.4	90.67
溶解浆	50	45.60	91.20	50	44.87	89.74	80	49.87	62.34	20	19.83	99.15
合计	120	111.69	93.08	130	135.34	104.11	170	162.44	95.55	42.5	40.23	94.66

资料来源: 太阳纸业

该公司纸浆产量随生产经营规模扩张保持增长。2018 年及 2019 年第一季度, 公司纸浆产量分别为 112.57 万吨和 20.40 万吨。公司生产的化学浆原全部自用且不对外销售, 2018 年 6 月老挝 30/万吨化学浆投产后, 当年化学浆产量共计 23.47 万吨, 除可供自用外, 也向关联公司销售一部分, 当年产生销售收入 2.33 亿元; 2019 年第一季度, 由于溶解浆市场价格相对较好, 老挝产能全部用于生产溶解浆, 因此未进行化学浆生产。化机浆方面, 公司生产的化机浆一半左右销售给关联公司, 剩余部分自用, 且生产线产量较为稳定, 产能利用率仍保持较高水平。

溶解浆方面, 该公司生产的溶解浆主要用于纺织业生产黏胶纤维², 全部对外销售。除老挝可转产 30 万吨/年溶解浆生产线外, 公司还拥有 2 条境内溶解浆生产线, 其中一条产能规模为 30 万吨/年, 另一条由原 30 万吨/年化学浆生产线改造为 20 万吨/年溶解浆, 产能共计 80 万吨/年, 位居国内第一。产能利用率方面, 由于老挝生产线交替溶解浆和化学浆两种产品, 因此跟踪期内产能利用率呈较大幅度的波动。

纸品多元化

该公司纸产品呈现多元化特点, 范围涵盖文化用纸、生活用纸、包装用纸和淋膜原纸, 截至 2019 年 3 月末公司拥有文化用纸 220 万吨(包括非涂布文化用纸 120 万吨/年、铜版纸 100 万吨/年)、淋膜原纸 20 万吨/年、生活用纸 12 万吨/年及牛皮箱板纸 160 万吨/年。在文化纸方面, 公司产品包括非涂布文化纸和铜版纸, 其中前者主要用于高档双胶纸、高松厚度纯质纸和静电复写纸等, 主要用于杂志封面、画册和商标等印刷, 定位于高端文化纸市场, 是公司重点发展的产品; 铜版纸包括双面铜版纸、亚光铜版纸等, 主要用于商品包装和彩色画片印刷等, 具有一定的市场知名度。包装用纸方面, 公司包装用纸均为牛皮箱板纸, 主要用于家电等商品的包装纸箱, 目前是公司产能规模最大的纸种。生活用纸方面, 公司生活用纸主要是卫生纸和面巾纸等,

¹ 2016 年溶解浆生产线全部改造完毕, 生产的均为溶解浆。2016 年公司化学浆 10 万吨/产能未列入统计口径。2018 年公司化机浆通过优化技改方式产能新增 10 万吨/年。

² 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。

拥有“金太阳”、“华夏太阳”和“幸福阳光”等品牌，其中“幸福阳光”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，具有一定市场知名度。此外，公司在生活用纸渠道基础上拓展婴儿纸尿裤业务，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品牌舒芽奇（Suyappy）并在国内销售，但整体规模尚小。淋膜原纸方面，公司生产的淋膜原纸主要用于加工制造一次性纸杯及碗面等，目前产能规模不大。整体来看，公司产品种类较为丰富，由于不同产品应用领域的差异，在一定程度上获得了多样化的优势，增强了公司的抗风险能力。

图表 13. 公司纸制品产品情况

产品	主要生产企业	用途	持股比例
非涂布文化纸	本部及兖州天章纸业有限公司等 ³	用于杂志、期刊、儿童画册、教科书、彩色画报、广告宣传画、封面、商标等印刷	-
铜版纸		用于印刷高级书刊封面和插页、彩色画片、各种商品广告、商品包装、商标等	-
牛皮箱板纸	山东太阳宏河纸业有限公司	用于制造商品包装纸箱	98.83%
生活用纸	山东太阳生活用纸有限公司	供家庭及公共场所使用	99.33%
淋膜原纸	太阳纸业有限公司	制造离型纸、广告覆膜纸及不干胶带纸等纸的原纸	100.00%

资料来源：太阳纸业

跟踪期内，该公司造纸产能持续扩张，主要是 2018 年 9 月新增 80 万吨牛皮箱板纸产能、2018 年 3 月新增 20 万吨铜版纸产能，因此公司整体产能利用率较 2017 年呈现一定下滑，2018 年及 2019 年第一季度分别为 72.96% 和 79.63%。

具体产品来看，该公司文化用纸产量随产能规模扩大而增长，且非涂布文化纸和铜版纸生产设备可相互转换，公司可根据市场需求调节产品结构，文化用纸产能利用率水平较好。包装用纸方面，2018 年 9 月公司 80 万吨高档板纸改建项目正式投产，新增牛皮箱板纸产能 80 万吨/年，由于产能投放时间较短且较为集中，2018 年牛皮箱板纸产能利用率水平较低，2019 年第一季度随着产能逐步释放有所好转，但现阶段市场需求波动及产业政策调整等导致包装纸市场环境发生变化，需关注公司后续产能释放情况。此外，跟踪期内公司淋膜原纸和生活用纸产能未发生变化，产量相对较为平稳，但淋膜原纸产能释放程度一般，产能利用率仍有待提高。

图表 14. 公司主要产品生产情况⁴（单位：万吨，%）

产品	2016 年			2017 年			2018 年			2019 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	120	111.48	92.90	120	104.52	87.10	120	121.69	101.41	30	32.57	108.57
铜版纸	80	67.75	84.69	80	81.71	102.14	100	72.83	72.83	25	14.25	57.00

³ 该公司除本部生产非涂布文化用纸和铜版纸外，兖州天章纸业有限公司和济宁市兖州区华茂纸业有限公司均有部分产能，公司对上述两家持股比例均为 100%。

⁴ 由于设备优化和工艺改进，该公司部分产品的实际生产量高于设备产能。

产品	2016年			2017年			2018年			2019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
文化用纸小计	200	179.23	89.62	200	186.23	93.12	220	194.52	88.42	55	46.82	85.13
生活用纸	12	10.88	90.67	12	10.41	86.75	12	10.3	85.83	3	2.66	88.67
淋膜原纸	20	13.85	69.25	20	13.56	67.80	20	14.08	70.40	5	3.11	62.20
牛皮箱板纸	80	20.89	26.11	80	69.63	87.29	160	81.68	51.05	40	29.43	73.58
合计	312	224.85	72.07	312	279.83	89.69	412	300.58	72.96	103	82.02	79.63

资料来源：太阳纸业

原材料

该公司生产所需原材料主要包括木浆、原木、木片、废纸、煤和化工材料等，随着生产规模扩大及原材料价格上涨，公司采购金额保持增加，2018年及2019年第一季度分别161.66亿元和40.98亿元。其中木浆、木片、废纸和煤主要原材料采购中占比超过70%，化工原材料和机器配件等占比约15%。因此主要原材料价格变动会对公司成本控制产生较大影响。公司生产所需的木浆除自产部分外，其余均从外部购买，外购木浆主要为进口，主要以美元结算，供应商均为全球各地的大型浆厂代理商，结算方式主要采用90天信用证和30天票据。跟踪期内，公司新增了票据结算，因此年末应付票据大幅增加。2018年公司前五大供应商的采购金额为34.00亿元，占采购总额的21.02%，集中度依然不高。整体来看，公司原材料采购渠道保持稳定，但人民币汇率波动将对公司成本控制形成一定压力。

图表 15. 2015年以来公司原材料采购情况（单位：万吨，亿元，%）

采购材料	2016年			2017年			2018年			2019年1-3月		
	数量	金额	占比	数量	金额	占比	数量	金额	占比	数量	金额	占比
木浆	82.10	30.40	31.95	98.43	41.51	32.00	110.47	56.33	34.84	25.49	12.72	31.04
原木	77.38	6.59	6.93	95.33	9.03	6.96	102.76	10.26	6.35	24.03	2.59	6.32
木片	156.11	20.39	21.43	142.74	20.06	15.46	237.62	26.59	16.45	82.42	8.10	19.77
废纸	33.23	4.27	4.49	78.60	14.81	11.42	85.22	19.71	12.19	30.41	5.81	14.18
煤	265.18	8.89	9.34	273.00	13.53	10.43	299.46	14.93	9.24	66.17	3.45	8.42
化工材料	162.30	15.61	16.41	184.85	20.48	15.79	212.70	23.98	14.83	54.34	5.81	14.18
其他材料	-	9.01	9.47	-	10.30	7.94	-	9.87	6.11	-	2.36	5.76
合计	776.29	95.15	100.00	872.95	129.72	100.00	1048.22	161.66	100.00	282.85	40.98	100.00

资料来源：太阳纸业

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月50万千瓦，电及蒸汽基本可实现自给自足。此外，公司与兖州当地主要煤炭供应商仍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3,100

万立方米⁵，目前公司实际新鲜用水量约 2,000-2,500 万立方米。公司不断进行技术改造，随着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。环保方面，公司制定了严格的环保制度，近几年积极实施循环经济、推行清洁生产，并采用国内外先进的治污技术，目前用于环保设施的投资累计约 16 亿元，外排 COD 在 60mg/l 以下，保证出兖州境域达 IV 类水质标准，优于《山东省南水北调沿线水污染物综合排放标准》。

产品价格及销售

该公司销售采取办事处与营销网点相结合的模式，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、华中、西北和华西八大地区，共有 26 个办事处，建立了辐射全国各省市的销售网络。

该公司纸制品销售价格与行业变化趋势基本一致，2018 年前三季度仍然维持较高水平，但第四季度以来随着纸浆价格下降以及前期行业非理性囤货需求下降，加之行业相对处于淡季，纸产品价格出现不同程度下降。未来预计随着行业内供需结构的不断调整，纸价仍保持一定波动。

图表 16. 公司产品平均销售价格情况（不含税）（单位：元/吨）

产品名称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
非涂布文化用纸	4,614	5,518	5,985	5,101
铜版纸	4,069	5,429	5,486	4,651
淋膜原纸	4,891	5,351	6,340	6,431
生活用纸	6,773	7,178	7,809	8,361
牛皮箱纸板	2,608	3,578	3,647	3,408
化机浆	2,886	2,981	3,366	3,361
溶解浆	5,938	6,494	6,063	6,404

资料来源：太阳纸业

产销方面，该公司纸品实行以销定产模式，整体产销水平仍然较好，2018 年及 2019 年第一季度纸品产销率分别为 98.67% 和 101.05%。木浆方面，由于公司所产溶解浆全部对外销售，化机浆约 50% 自用，化学浆基本自用，因此产销率水平较低，2018 年及 2019 年第一季度木浆产销率分别为 68.44% 和 51.11%。

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[2017]第 24 号取水许可证，年可取水量调整为 3,100 万立方米，有效期至 2022 年 8 月 12 日。

图表 17. 公司主要产品销售情况（单位：万吨，%）

产品	2016年		2017年		2018年		2019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	114.03	102.29	106.90	102.28	120.41	98.95	33.05	101.47
铜版纸	72.45	106.94	81.98	100.33	72.82	99.99	14.98	105.12
淋膜原纸	13.81	99.71	13.00	95.87	13.90	98.72	3.15	101.29
生活用纸	10.76	98.90	10.06	96.64	10.49	101.85	2.51	94.36
牛皮箱板纸	19.41	92.92	66.85	96.01	78.97	96.68	29.20	99.22
小计	230.46	112.99	278.79	99.63	296.59	98.67	82.89	101.05
化机浆	32.95	49.86	39.82	49.40	46.59	52.29	10.07	49.36
溶解浆	44.02	96.54	41.52	92.53	56.90	91.61	17.49	88.20
化学浆	-	-	-	-	103.49	68.44	20.56	51.11
小计	76.97	68.91	81.34	64.82	400.08	88.55	103.45	84.62
合计	307.43	97.40	360.13	88.85	120.41	98.95	33.05	101.47

资料来源：太阳纸业

该公司销售目标市场主要为国内，2018年境内销售额占比为98.78%，与上年相比进一步提升。结算方面，公司销售以款到发货为主，重要客户一般会给予2个月左右的账期，结算方式为现金和银行承兑汇票。

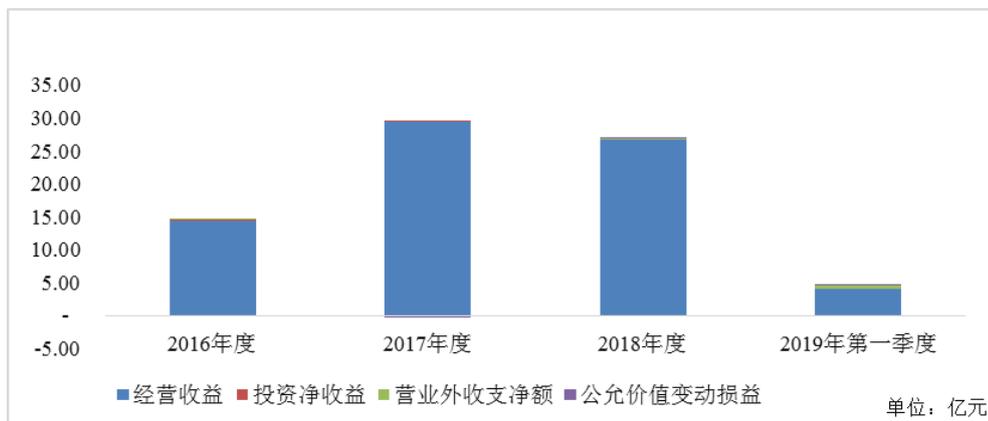
图表 18. 公司境内和境外销售收入情况（单位：亿元、%）

地区	2016年		2017年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
境内	136.30	94.29	181.56	96.09	215.03	98.78
境外	8.26	5.71	7.38	3.91	2.66	1.22

资料来源：太阳纸业

（2）盈利能力

图表 19. 公司盈利来源结构



资料来源：根据太阳纸业所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

得益于营业规模扩大，该公司营业收入仍保持增长。2018年及2019年第

一季度分别为 217.68 亿元和 54.51 亿元，分别同比增长 15.21% 和 8.13%；同期毛利分别为 51.05 亿元和 9.65 亿元，分别同比增长 3.78% 和减少 30.48%。其中 2019 年第一季度，受市场文化纸需求疲软，售价下跌影响，加之木浆等原材料价格波动较大，公司消耗的大多为高价位购入的木浆，多重因素公司导致利润空间受到压缩。从收入和利润构成来看，公司文化用纸、牛皮箱板纸及溶解浆合计收入占比超过 70%，利润占比超过 80%，凭借规模优势和纸品的多样化经营，公司主业获利能力尚可，投资收益和营业外收支净额等非经常性损益对公司利润营业影响不大。2018 年及 2019 年第一季度，公司经营收益分别为 26.63 亿元和 4.02 亿元，占营业利润的比重分别为 98.93% 和 99.64%。

该公司期间费用随业务规模扩大而增长，2018 年和 2019 年第一季度分别为 22.94 亿元和 5.17 亿元，同比分别增长 26.44% 和 17.28%；同期期间费用率分别为 10.54% 和 9.49%，同比变化不大。具体来看，管理费用、财务费用和销售费用是公司费用的主要构成，2018 年分别为 5.56 亿元、7.20 亿元和 7.50 亿元，其中销售费用和财务费用分别同比增长 13.22% 和 25.95%，管理费用同比小幅减少 4.10%，其中财务费用同比增幅较多，主要随项目建设债务融资规模增大，以及汇兑损失同比增加 0.56 亿元所致。此外，2018 年公司研发费用 2.67 亿元，同比增长 78.55%，主要是用于生产工艺的升级和改进、原材料的结构调整等方面支出增加所致。

图表 20. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	144.55	188.94	217.68	54.51	50.41
毛利（亿元）	31.68	49.19	51.05	9.65	13.88
期间费用率（%）	10.87	9.60	10.54	9.49	8.75
其中：财务费用率（%）	3.81	3.02	3.31	2.66	2.82
全年利息支出总额（亿元）	5.23	5.97	5.97	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.14	0.29	0.29	-	-

资料来源：根据太阳纸业所提供数据整理。

其他经营收益方面，2018 年该公司公允价值变动净收益、其他收益和营业外收入分别为 0.12 亿元、0.14 亿元和 0.06 亿元，规模均不大，对公司利润影响有限。

图表 21. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度
投资净收益（亿元）	0.21	0.02	0.06
其中：权益法核算的长期股权投资收益（亿元）	0.18	0.14	0.21
远期结售汇交割产生的投资收益（亿元）	0.02	-0.13	-0.14
其他（亿元）	0.01	0.01	-0.01
其他收益	-	0.10	0.14

影响公司盈利的其他因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度
营业外收入（亿元）	0.23	0.23	0.37
其中：政府补助（亿元）	0.20	0.15	0.29
其他（亿元）	0.03	0.08	0.08
公允价值变动损益（亿元）	0.00	-0.13	0.12
其中：远期结售汇业务产生的公允价值变动收益（亿元）	0.00	-0.13	0.12

资料来源：根据太阳纸业所提供数据整理。

2018 年及 2019 年第一季度，该公司营业利润分别为 26.92 亿元和 4.03 亿元，分别同比下滑 8.75% 和 54.94%；同期净利润分别为 22.42 亿元和 3.81 亿元，分别同比下滑 0.35% 和 44.58%。

(3) 运营规划/经营战略

跟踪期内，该公司采取横向规模化及纵向一体化方式扩张产能规模，后续将继续推进在建项目的建设计划。

在建项目方面，该公司年产 30 万吨本色高得率生物质纤维项目由下属企业太阳宏河实施，主要为解决公司牛皮箱板纸原材料短缺问题。公司对太阳宏河既有牛皮箱板纸原材料生产线进行改造，主要采用国内木片为原料，通过加碱蒸煮工艺，生产可替代废纸纤维的新型纤维原料--本色高得率生物质纤维 30 万吨/年，并配套建设 1400t/d 碱回收生产线及 400t/d 石灰窑生产线。该项目整体投资额预计 6 亿元，建设周期 12 个月，项目建成后可实现销售收入 15 亿元，净利润 1.33 亿元。

老挝年产 120 万吨制浆造纸生产线由老挝公司负责实施。该项目主要以进口美废和欧废为原材料，建设一条年产量 40 万吨再生纤维浆板生产线和 2 条年产 40 万吨高档包装纸生产线，以及热电厂、废纸回收纸棚及供水厂改建等配套工程。该项目预计投资总额 6.37 亿美元，建设周期 30 个月，完工时间预计为 2021 年。该项目建成后预计可实现年销售收入 6.42 亿美元，净利润 0.84 亿美元。

图表 22. 截至 2019 年 3 月末公司主要在建工程情况（单位：万吨/年，亿元）

主要项目	产能	预计投资	截至 2019 年 3 月末 累计投资	投资计划	
				2019 年 4-12 月	2020 年
高得率本色纤维项目	40	3.28	1.66	1.62	-
老挝年产 120 万吨造纸项目	120	40.68	6.61	12.00	15.00
合计	130	43.96	8.27	13.62	15.00

资料来源：太阳纸业

拟建项目方面，该公司在美国设立的太阳美国公司主要运作在阿肯色州实施的 70 万吨/年生物精炼项目，达产后可年产 70 万吨绒毛浆或 60 万吨溶解浆。项目预计总投资额 10-13 亿美元，资金主要来自合资方和境外投资贷款等，由于中美贸易摩擦，现阶段公司对该项目的出资额度及出资时间暂不明确。整体

看，公司目前在建项目后续投资压力较大，且公司在境外实施项目建设，在办理相关行政审批或备案过程中，或将存在不予批准或备案的风险，为该项目是否顺利进行增加了不确定性。

图表 23. 截至 2019 年 3 月末公司主要拟建工程情况（单位：万吨/年）

主要项目	产能	预计投资	资金来源	投资计划	
				2019 年 4-12 月	2020 年
70 万吨生物质精炼项目	70.00	约 12 亿美元	合资方、出口买方信贷、境外投资贷款等	0.02	0.02

资料来源：太阳纸业

管理

该公司为民营上市公司，跟踪期内股权结构保持稳定，高管人员未发生重大变动。公司关联交易规模逐渐增大，尽管相关交易按市场价进行，仍需关注频繁交易及资金往来相关的管理、操作等风险。

该公司为民营上市公司，公司股权结构保持稳定。截至 2018 年末，太阳控股集团持有公司 47.34% 的股权，是公司的控股股东，自然人李洪信及其子女持有太阳控股集团 100% 的股权，为公司的实际控制人。此外，根据公司 2019 年 3 月 13 日公告显示，公司第一大股东太阳控股集团已累计质押持有的公司股票数量为 2.65 亿股，占其持有公司股票数量的 21.45%，占公司总股本的 10.23%。公司股权状况见附录二。

此外，该公司控股股东太阳控股集团与山东济宁华邦建设工程有限公司因工程施工合同纠纷案，被山东省高级人民法院司法冻结股票数量 0.09 亿股，占其持股总数的 0.69%，占公司总股本的 0.33%。该案件目前处于审理过程中，太阳控股集团已应诉并提起反诉。公司股权状况见附录二。

该公司于 2017 年 12 月 22 日发行了 12 亿元可转换公司债券（简称“太阳转债”），初始转股价格为 8.85 元/股。2019 年 5 月 16 日调整为 8.65 元/股。太阳转债转股数很少，截至 2019 年 3 月 29 日转股数量为 14.14 万元。关注公司后续转股情况及对公司股权结构产生的影响。

该公司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，2018 年关联交易金额合计 3.15 亿元；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”）等关联方销售木浆、电、蒸汽及纸制品等，2018 年关联销售金额合计为 24.89 亿元，占营业收入的 13.17%；截至 2018 年末公司应收关联方款项（含应收票据）6.08 亿元。公司与关联方之间销售商品及采购材料交易均按照市场价进行，提供综合服务劳务及商标使用费等按协议价进行。

图表 24. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2019/5/9	未提供	正常	正常	未提供
各类债券还本付息	公开信息披露	2019/5/24	未提供	正常	不涉及	不涉及
诉讼	公司年报及公开信息	—	涉及 ⁶	正常	未提供	未提供
工商	公司年报及公开信息	—	未提供	正常	未提供	未提供
质量	公司年报及公开信息	—	未提供	正常	未提供	未提供
安全	公司年报及公开信息	—	未提供	正常	未提供	未提供

资料来源：根据太阳纸业所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

财务

跟踪期内，该公司因建设项目较多，债务规模保持增长，但负债经营程度尚处合理水平，后续在建项目资金需求依然较大，融资需求上升或提升公司财务杠杆水平。公司负债以刚性债务为主，债务期限结构欠佳，短期刚性债务占比近一步提高，且可动用货币资金有限，整体资产流动性较差，即期偿债压力大。公司主业现金回笼情况较好，经营性现金净流量持续为正，可为即期债务偿付提供一定保障。

1. 数据与调整

瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2018 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 2019 年第一季度财务数据未经审计。公司执行企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。

2018 年 4 月，公司收购济宁市兖州区银泉精细化工有限公司（简称“银泉化工”）、济宁福利达精细化工有限公司（简称“福利达化工”）各 75% 的股权，收购金额共计约 0.50 亿元，目前已分别办理完相关股权变更登记手续，纳入合并范围。上述两家公司的主要产品是木浆生产使用的主要化工助剂，同时公司为其主要客户，本次收购将有利于公司优化整合资源、完善产业布局。截至 2018 年末，公司合并范围内共计 12 家子公司。跟踪期内，公司合并范围的变化对公司影响较为有限。

图表 25. 2015 年以来公司合并范围变化情况

年度	名称	变化	持股比例（%）
2015 年	上海瑞衍投资管理合伙企业（有限合伙）	新设	99.50
	兖州中天纸业有限公司	被吸收合并	75.00

⁶ 该公司控股股东太阳控股集团与山东济宁华邦建设工程有限公司因工程施工合同纠纷案，被山东省高级人民法院司法冻结股票数量 0.09 亿股，占其持股总数的 0.69%，占公司总股本的 0.33%。该案件目前处于审理过程中，太阳控股集团已应诉并提起反诉。

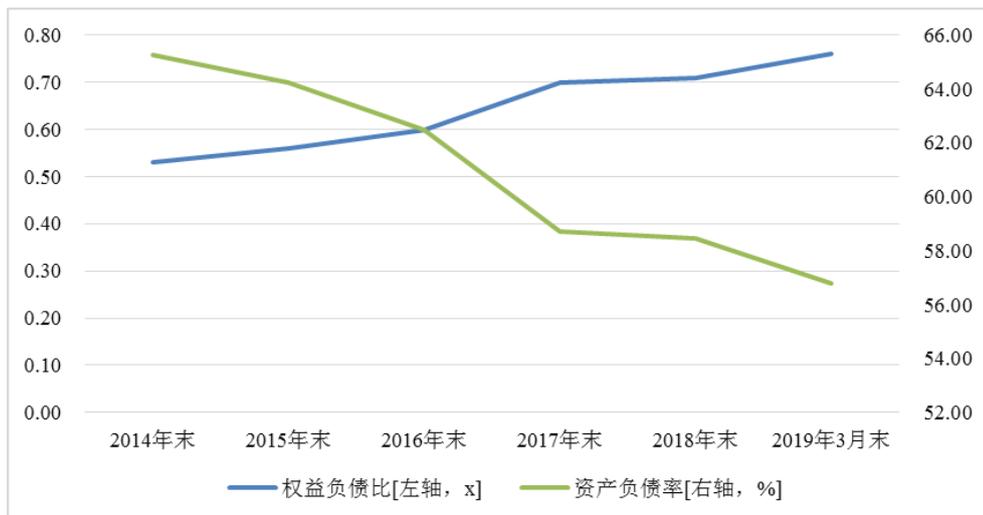
年度	名称	变化	持股比例 (%)
		(注销)	
2016 年	兖州永悦纸业有限公司	被吸收合并 (注销)	75.00
	公司山东圣浩生物科技有限公司	被吸收合并 (注销)	100.00
2017 年	SUN BIO MATERIAL (U.S.) COMPANY (太阳生物材料(美国)公司)	新设	100.00
	济宁市永悦环保能源有限公司	新设	100.00
2018 年	济宁市兖州区银泉精细化工有限公司	收购	75.00
	济宁福利达精细化工有限公司	收购	75.00

资料来源：太阳纸业

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 26. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据太阳纸业所提供数据绘制。

跟踪期内，该公司产能建设较多，并通过举债方式筹措资金，因此资产及债务总额均有所增长。得益于经营积累及权益资本的 2018 年末及 2019 年 3 月末公司资产负债率分别为 57.23% 和 56.70%，财务杠杆控制在合理水平。

从权益资本来看，2018 年末该公司所有者权益为 126.28 亿元，较上年末增长 13.31%，实收资本、资本公积和未分配利润是主要构成，2018 年末分别为 25.92 亿元、15.40 亿元和 72.41 亿元，其中资本公积和未分配利润分别较上年末增长 6.51% 和 34.44%，其中资本公积增长主要是 2017 年 9 月公司实施股权激励产生 1.66 亿元成本，2018 年确认 0.98 亿元；未分配利润则主要是行业景气度较好，公司经营积累快速提升。权益资本方面，公司根据利润分配政策，近年来每年现金方式分配的利润均不低于当年实现的可分配利润的 10%。

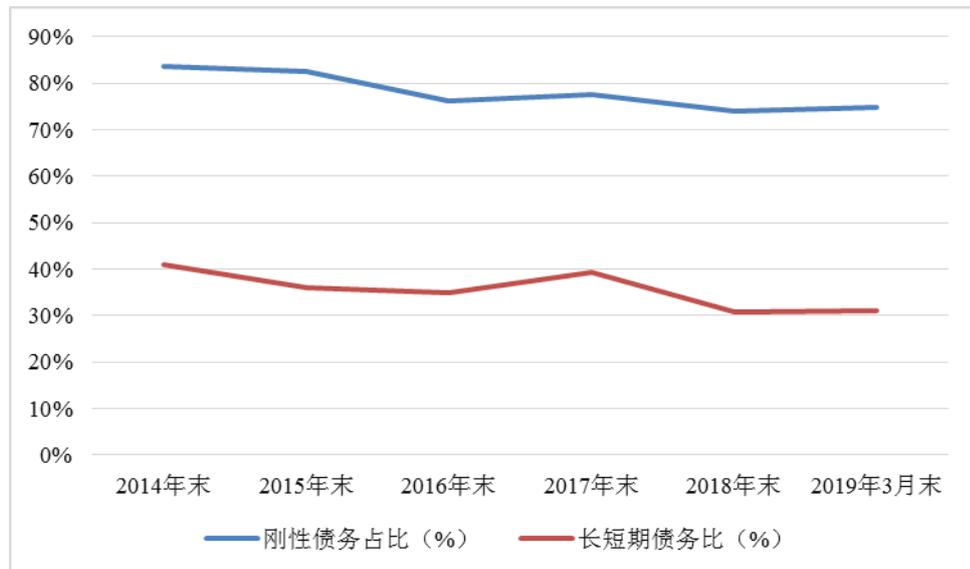
图表 27. 公司近年分红情况

核心债务	2016 年末	2017 年末	2018 年末
现金分红数 (亿元)	1.28	2.59	2.59
分红年度合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润 (亿元)	10.57	20.24	23.38
占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率(%)	12.00	12.81	11.58

资料来源：根据太阳纸业所提供数据绘制。

(2) 债务结构

图表 28. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
刚性债务 (亿元)	86.35	94.05	91.96	112.70	129.71	133.70
应付账款 (亿元)	12.83	14.41	14.69	20.43	23.07	9.98
预收账款 (亿元)	1.41	1.65	6.79	9.62	8.26	7.16
应交税费 (亿元)	0.89	1.55	2.27	5.99	3.14	2.22
其他应付款 (亿元)	1.16	0.86	1.21	1.75	2.48	2.03
刚性债务占比 (%)	82.49	76.31	77.58	73.99	76.78	78.81
应付账款占比 (%)	12.26	11.69	12.39	13.41	13.66	5.88
预收账款占比 (%)	1.35	1.34	5.73	6.31	4.89	4.22
应交税费占比 (%)	0.85	1.26	1.91	3.93	1.86	1.31
其他应付款占比 (%)	1.29	1.11	0.70	1.02	1.47	1.20

资料来源：根据太阳纸业所提供数据绘制。

从债务期限结构来看，跟踪期内该公司债务结构仍偏短期，加之 16 太阳 01（10 亿元公司债）转入一年内非流动负债及应付票据大幅增加，公司长短期债务比下降较快，2018 年末为 20.99%，较上年末下降 9.81 个百分点。整体看，公司短期债务比重逐步上升，存在一定的即期偿债压力。2019 年 3 月

末，16 太阳 01 正常兑付，同时短期借款有所增加，公司短期债务规模较年初变化不大，同期末长短期债务比为 21.41%

该公司债务主要由刚性债务、应付账款、预收账款和应交税费构成，2018 年末分别为 129.72 亿元、23.07 亿元、8.26 亿元和 3.14 亿元。其中应付账款主要是应付原材料采购款，由于产量规模增加及原材料价格上涨，公司采购金额亦有所增加，2018 年末较上年末增长 12.92%；预收账款主要是预收纸品的货款，由于 2017 年市场产品供应紧缺，且价格较高，公司预收款项大幅增长，2018 年行业市场逐步平稳，年末预收款项较上年末减少 14.10%；应交税费为公司缴纳的各项税费，公司缴纳的企业所得税税率主要按 25% 的税率计缴；由于 2017 年公司利润同比增长较多，因此年末缴纳的所得税大幅增长，2018 年末公司应交税费较上年末相比减少 47.56%。2019 年 3 月末，公司刚性债务、应付账款、预收账款和应交税费分别为 133.70 亿元、22.96 亿元、7.16 亿元和 2.22 亿元，上述主要科目与年初相比未发生重大变化。

(3) 刚性债务

图表 29. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
短期刚性债务合计	60.23	64.52	59.75	78.25	101.93	105.26
其中：短期借款	47.79	52.54	41.68	53.88	52.16	61.71
交易性金融负债	0.03	-	-	0.13	7.06	6.27
一年内到期的长期借款	6.80	3.99	8.63	5.42	-	-
应付票据	5.12	7.33	7.87	11.75	32.13	37.09
其他短期刚性债务	0.48	0.67	1.57	7.08	10.57	0.19
中长期刚性债务合计	26.56	30.12	33.74	34.58	27.78	28.44
其中：长期借款	10.07	17.20	14.23	14.74	17.94	18.46
应付债券	7.97	4.97	14.94	19.29	9.85	9.98
其他中长期刚性债务	8.52	7.95	4.57	0.55	-	-
综合融资成本（年化，%）	5.38	4.99	4.91	4.42	4.66	-

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

2018 年末及 2019 年 3 月末该公司刚性债务分别为 129.71 亿元和 133.70 亿元，其中短期刚性债务占比较上年末增加近 10 个百分点至近 80% 左右，即期偿债压力大。跟踪期内，公司刚性债务仍主要由银行借款、应付票据和应付债券（含一年内到期的应付债券）等构成，2018 年末分别为 77.16 亿元、32.13 亿元和 19.84 亿元。同期末，公司短期借款为 52.16 亿元，占银行借款总额的比重为 67.60%；借款方式包括保证借款、信用借款等、抵押保证借款

和质押借款⁷，占比分别约为 68%、15%、10%和 8%，随着业务规模扩大，公司银行借款持续增加。应付债券为公司发行的 16 太阳 01 和太阳转债，分别为 9.98 亿元和 9.31 亿元，其中 16 太阳 01 已于 2019 年 3 月到期兑付。2019 年 3 月末，公司刚性债务较年初增加 3.99 亿元，但由于 16 太阳 01 到期兑付、银行借款及应付票据规模增加，公司债务构成有所变化。

该公司融资成本集中在 4%-5%，整体融资成本适中。从债务期限结构来看，刚性债务主要集中在一年以内，短期偿债压力较大。

图表 30. 公司 2018 年末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构（单位：亿元）

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年（不含 2 年）	2~3 年（不含 3 年）	3~5 年（不含 5 年）	5 年及以上
3%以内	2.00	-	-	9.85	-
3%~4%（不含 4%）	8.30	-	-	-	-
4%~5%（不含 5%）	54.03	7.74	4.84	5.37	-
5%~6%（不含 6%）	5.00	-	-	-	-
6%~7%（不含 7%）	-	-	-	-	-
7%及以上	-	-	-	-	-
合计	69.33	7.74	4.84	15.22	-

资料来源：太阳纸业

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 31. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
营业周期（天）	78.00	83.09	70.16	63.83	66.50
营业收入现金率（%）	121.65	106.32	116.74	113.29	119.51
业务现金收支净额（亿元）	28.58	8.68	31.25	41.49	49.14
其他因素现金收支净额（亿元）	-2.50	-1.83	-3.09	-3.82	-4.37
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	26.08	6.85	28.16	37.67	44.78
EBITDA（亿元）	19.76	23.14	28.86	45.22	44.68
EBITDA/刚性债务（倍）	0.23	0.26	0.31	0.44	0.37
EBITDA/全部利息支出（倍）	3.57	4.10	5.38	7.24	7.16

资料来源：根据太阳纸业所提供数据整理。

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

2018 年该公司营业周期为 66.50 天。运营周期有所缩短。从现金流状况

⁷ 该公司以账面价值 13.35 亿元应收票据为票据池质押，用于保证借款和质押借款。抵押保证借款由账面价值约为 1.79 亿元（原值 8.87 亿元）的机器设备作 5 亿元人民币的短期抵押保证借款的抵押物。质押借款以银行承兑汇票作为质押物，取得短期质押借款 4.19 亿元。

看，同期公司营业收入现金为 119.51%，现金回笼情况仍处于良好水平。公司经营性现金流入主要受销售回款的影响，现金流出则包括公司购买原材料的采购支出、支付的职工薪酬及税费等，跟踪期内，公司经营环节现金流量仍呈现较好的净流入，2018 年及 2019 年第一季度分别为 44.78 亿元和 26.70 亿元。良好的经营性现金净流入可为公司即期债务偿付提供一定保障。

2018 年，该公司 EBITDA 为 44.68 亿元，与上年基本持平。公司 EBITDA 主要是利润总额和固定资产折旧构成，占比分别为 60.87% 和 25.25%。随着公司运营资金需求增加，短期借款增多，2018 年公司 EBITDA 对利息支出和短期刚性债务的覆盖程度小幅下降。

(2) 投资环节

图表 32. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
回收投资与投资支付净流入额	-	4.47	0.62	-0.32	0.00
其中：取得投资收益得到的现金净额	-	0.13	0.12	0.50	0.00
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-19.24	-26.11	-16.68	-39.56	-30.26
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.50	-0.36	0.54	0.19	-0.13
投资环节产生的现金流量净额	-19.74	-21.99	-15.52	-39.69	-30.38

资料来源：根据太阳纸业所提供数据整理。

该公司投资活动主要是产能建设的资本性支出，跟踪期内公司投资性现金净流量依然保持较大的净流出额，2018 年及 2019 年第一季度分别为 30.38 亿元和 10.10 亿元。现阶段公司新一轮产能项目开始建设，后续仍需一定的资本投入，预计未来融资需求将逐渐上升。

(3) 筹资环节

图表 33. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
权益类净融资额	0.06	10.05	-	2.64	-
债务类净融资额	-5.55	13.21	-7.36	21.56	-3.06
其中：现金利息支出	5.81	4.95	6.19	5.90	7.18
筹资环节产生的现金流量净额	-11.89	20.39	-17.21	12.48	-25.31

资料来源：根据太阳纸业所提供数据整理。

跟踪期内，该公司经营性支出和资本性支出主要通过新增金融机构借款方式满足。2018 年及 2019 年第一季度，公司筹资活动产生的现金净流量分别为 -25.31 亿元和 -9.07 亿元，均呈现一定规模的净流出，主要是上年发行可转换债券，融资规模较大，以及 2018 年偿还债务较多所致，同年公司债权类净融资额为 -3.06 亿元。此外，公司用于银行承兑汇票、信用证等保证金支付产生其他筹资活动相关的现金 11.59 亿元。

4. 资产质量

图表 34. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	47.95	70.27	73.31	104.29	107.83	109.94
	29.43%	35.64%	36.30%	40.03%	36.52%	36.74%
其中：货币资金（亿元）	14.30	15.28	10.43	24.37	19.71	28.11
应收票据（亿元）	10.57	23.17	26.92	38.78	37.89	25.51
应收款项（亿元）	6.90	9.43	13.62	16.45	14.64	19.77
存货（亿元）	11.24	14.00	11.39	15.25	21.68	24.39
其他流动资产（亿元）	1.27	3.71	4.32	2.86	5.21	4.27
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	114.99	126.91	128.63	156.28	187.40	189.26
	70.57%	64.36%	63.70%	59.97%	63.48%	63.26%
其中：固定资产（亿元）	77.49	86.25	112.85	108.82	166.18	164.85
在建工程（亿元）	17.16	27.35	3.02	34.54	6.37	9.96
无形资产（亿元）	4.97	5.30	5.57	6.64	8.60	8.53
期末全部受限资产账面金额（亿元）	18.97	22.93	16.95	39.49	43.64	42.17
期末抵质押融资余额（亿元）	18.97	22.93	13.88	32.94	20.71	19.51
受限资产账面余额/总资产（%）	11.64	11.63	8.39	15.16	14.78	14.09

资料来源：根据太阳纸业所提供数据整理。

随着该公司经营规模扩大及在建项目的推进，其资产总额保持增长。2018 年末及 2019 年 3 月末，公司资产总额分别为 295.23 亿元和 299.21 亿元，其中非流动资产占比为 63.48% 和 63.26%，占比有所提升。公司固定资产占比较大，符合所处的行业特性。

从资产构成来看，2018 年末公司流动资产为 107.83 亿元，主要由货币资金、应收票据、应收账款、预付款项和存货构成。其中货币资金 19.71 亿元，较上年末减少 19.14%，主要是公司日常运营资金消耗；年末公司因开具贷款保证金和银行承兑汇票保证金等形成的受限货币资金为 13.36 亿元，可动用货币资金有限。公司应收票据和应收账款分别为 37.89 亿元和 14.64 亿元，其中应收票据与上年末基本持平，均为银行承兑汇票；公司应收账款规模较上年末减少 11.00%，已按其账面余额计提坏账准备 1.42 亿元；公司账龄为一年以内的应收账款规模为 14.88 亿元，占应收账款总额的比例为 96.59%。预付款项为 7.31 亿元，较上年末增长 50.07%，主要是煤炭、木片等原材料的预付款，随公司采购规模增加及原材料价格上涨相应增长。存货 21.68 亿元，较上年末增长 42.16%，主要年底节假日公司备货增加，以及原材料价格上涨存货价值随之上升所致；公司存货主要由原材料和库存商品构成等，占比分别约 49% 和 34%，公司按账面余额计提跌价准备 0.28 亿元。此外，公司其他流动资产较上年末增长 82.12% 至 5.21 亿元，主要是未来期间可抵扣的增值税进项税额增加所致。2019 年 3 月末，公司流动资产 109.94 亿元，较年初变化不大。其中货币资金 28.11 亿元，较年初增长 42.62%，系银行取得的银行

借款尚未使用；同期末公司受限货币资金 14.23 亿元，规模与用途基本与年初一致。应收票据和应收账款分别为 25.51 亿元和 19.77 亿元，其中应收票据较年初减少 32.69%，系公司采用票据方式支付货款增加，使得票据余额有所减少；应收账款较年初增长 35.06%，系公司产品销量增加，下游客户应收款增多所致。

该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，2018 年末金额分别为 166.18 亿元、6.37 亿元、8.60 亿元和 1.09 亿元。其中固定资产较上年末增长 52.70%，主要是老挝年产 30 万吨化学浆项目和 80 万吨高档板纸改建及其配套工程项目等完工转固所致；公司固定资产主要是机器设备和房屋建筑等，由于造纸行业对固定资产投入较大，年末公司固定资产占资产总额的比重为 56.29%，符合行业特性；公司在建工程较上年末大幅减少 81.56%。无形资产较上年末增长 19.25%，主要是子公司新增 1.28 亿元的土地使用权，以及合并范围增加所致；其他非流动资产主要是预付工程款、设备款及融资租赁（售后租回）保证金及融资租赁（售后租回）未实现售后租回损益等，由于当年公司融资租赁业务减少，公司非流动资产较上年末减少 46.35%。2019 年 3 月末，公司非流动资产 189.26 亿元，较年初变化不大，其中在建工程较年初增长 56.46% 至 9.96 亿元，系公司老挝 120 万吨造纸项目、本色高得率生物质纤维项目开工，建设资金增加所致。

截至 2018 年末，该公司受限资产账面价值合计 43.64 亿元，占资产总额的比重为 14.78%，主要是用于银行承兑汇票和信用证等保证金的受限货币资金 13.35 亿元，用于保证借款、抵质押借款的应收票据、固定资产和无形资产等合计 30.29 亿元。

图表 35. 公司 2018 年末受限资产情况（亿元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	13.35	用于银行承兑汇票、信用证、保函保证金和贷款保证金
应收票据	13.35	票据池质押，用于保证借款、质押借款
固定资产	10.39	用于抵押借款
无形资产	6.54	用于抵押借款
合计	43.64	-

资料来源：根据太阳纸业所提供数据整理。

5. 流动性/短期因素

图表 36. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年	2019 年第一季度末
流动比率（%）	62.28	76.88	86.13	89.55	77.22	78.68
速动比率（%）	43.57	58.50	66.96	72.27	56.46	56.49

资料来源：根据太阳纸业所提供数据整理。

2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司流动比率分别为 77.22% 和 78.68%；

速动比率分别 56.46% 和 56.49%，均呈现下滑趋势，主要是公司增加票据结算以及 16 太阳 01 转入一年内非流动负债，流动负债增幅较快所致。考虑到公司还存在一定规模的受限资产，整体资产流动性较差。

6. 表外事项

截至 2018 年末，该公司无重大未决诉讼或仲裁形成的或有负债。

截至 2018 年末，该公司未对合并范围外的企业提供担保。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要从事部分纸制品及木浆的生产和销售。截至 2018 年末，公司本部资产总额为 200.23 亿元，占合并口径资产总额约 68%；本部负债总额 104.22 亿元，约占合并口径的 62%，年末资产负债率为 52.05%，本部负债经营程度较为适中。公司债务多集中于本部，且债务期限结构以短期债务为主，2018 年末，本部流动负债占比超过 83%，短期刚性债务占比约 81%，即期偿债压力较大。2018 年公司本部实现营业收入 109.24 亿元，占合并口径的一半左右；同期经营性现金流量净额 31.15 亿元，现金流入情况较好。

2019 年 3 月末，该公司本部资产总额 199.05 亿元，负责总额 102.94 亿元，资产负债率为 51.72%，与年初变化不大；2019 年第一季度实现营业收入 27.19 亿元，同比增长 9.39%；净利润 0.03 亿元，同比减少 2.43 亿元，主要是原材料价格上涨，生产成本较高，压缩了利润空间。整体看，公司本部存在一定的即期偿债压力，但良好的经营性现金流入可为即期债务偿付提供一定保障。

外部支持因素

该公司与多家银行建立了长期合作关系，截至 2019 年 3 月末，公司合并口径共获得的综合授信额度 195.55 亿元，其中贷款授信额度 112.90 亿元，已使用的贷款授信为 86.44 亿元。公司贷款授信中来自国家政策性金融机构和大型国有金融机构综合授信额度合计金额 50.03 亿元，占贷款授信总额的比重为 40%，利率区间为 2.915-4.99%。

图表 37. 来自金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷规模	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	195.55	112.90	86.44	2.915-4.99%	-
其中：国家政策性金融机构（亿元）	23.05	20.05	18.05	2.915-4.99%	抵押、担保、质押
工农中建交五大商业银行（亿元）	64.13	40.64	31.98	4.35-4.90%	抵押、担保
其中：五大商业银行占比（%）	32.80	36.00	40.00	-	-

资料来源：根据太阳纸业所提供数据整理（截至 2019 年 3 月 31 日）。

附带特定条款的债项跟踪分析

太阳转债：

本次债券回售触发价 6.20 元/股，赎回触发价 11.51 元/股，修正触发价 7.52 元/股；债券转股期间为 2018 年 6 月 28 日至 2022 年 12 月 22 日，回售起始日为 2022 年 12 月 22 日，赎回起始日为 2018 年 6 月 28 日，修正起始日为 2017 年 12 月 22 日。补偿利率方面，在本次发行的可转换公司债券期满后 5 个交易日内，该公司将以本次可转债票面面值的 106%（含最后一期利息）的价格赎回全部未转股的可转换公司债券。跟踪期内太阳转债转股数很少，截至 2019 年 3 月 29 日转股数量为 14.14 万元。关注公司后续转股情况及对公司股权结构产生的影响。

跟踪评级结论

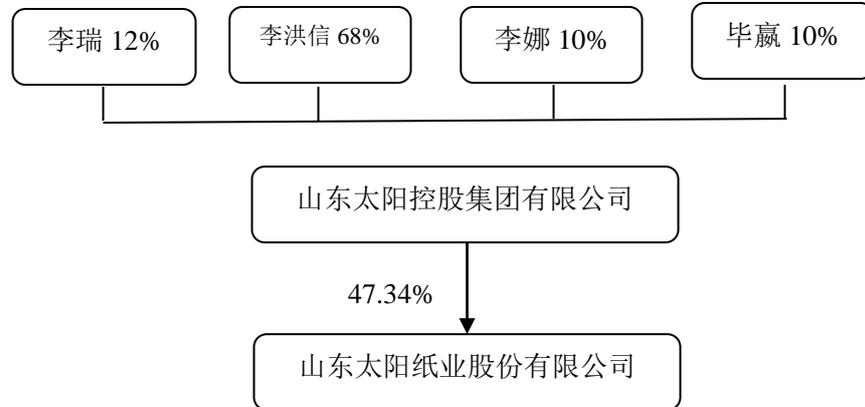
该公司为民营上市公司，跟踪期内股权结构保持稳定，高管人员未发生重大变动。公司关联交易规模逐渐增大，尽管相关交易按市场价进行，仍需关注频繁交易及资金往来相关的管理、操作等风险。

跟踪期内，该公司依靠新增产能释放维持了收入的增长，但原材料价格上涨压缩了公司的利润空间，利润同比下滑明显。2018 年四季度以来，由于行业供需环境改变，浆纸价格发生较大下降，后续或将进一步影响公司经营情况。公司包装纸新增产能较多，但现阶段市场需求波动及产业政策调整等导致市场环境发生变化，需关注公司后续产能释放及成本控制情况。此外，公司在建项目资金需求较大，后续将面临一定的资本性支出压力，且境外项目建设在办理相关行政审批或备案过程中存在不予批准或备案的风险，为项目能否顺利进行增加了不确定性。

跟踪期内，该公司因建设项目较多，债务规模保持增长，负债经营程度尚处合理水平。公司负债以刚性债务为主，债务期限结构欠佳，短期刚性债务占比近一步提高，且可动用货币资金有限，整体资产流动性较差，即期偿债压力大。公司主业现金回笼情况较好，经营性现金净流量持续为正，可为即期债务偿付提供一定保障。

附录一：

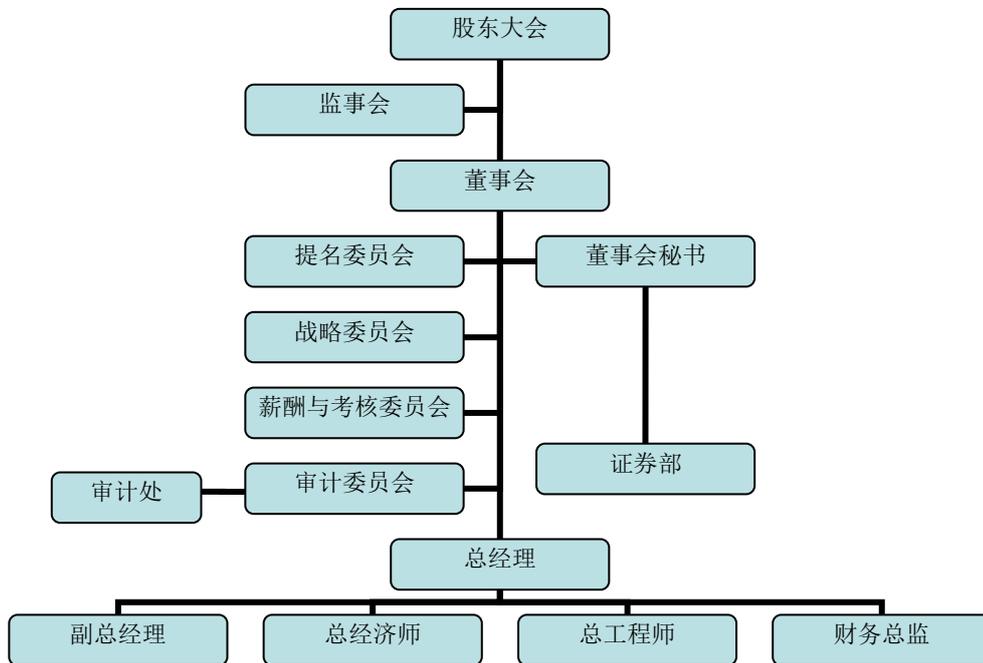
公司与实际控制人关系图



注：根据太阳纸业提供的资料绘制（截至 2018 年末）。

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 2018 年末）。

附录三：
相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2018年(末)主要财务数据(亿元)					备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
山东太阳纸业股份有限公司	太阳纸业	本级	-	机制纸及纸板制造；纸制品的制造、加工；造纸用农产品的收购；货物进出口等	86.99	96.00	109.24	12.33	32.15	
太阳纸业控股老挝有限责任公司	老挝公司	子公司	100.00	鼓励企业进行工业树种植生产纸浆，造纸，和生产硬卡纸，建设纸浆及纸厂	-	31.14	7.81	1.04	-0.26	
济宁市兖州区华茂纸业有限公司	华茂纸业	子公司	100.00	生产销售热敏纸等 纸和纸制品	2.42	7.11	18.69	1.82	2.38	
兖州天章纸业有限公司	天章纸业	子公司	75.00	生产销双胶纸、彩色打印纸、低定量涂布纸、铜版纸等高档信息用纸；生产销售化学机械浆	22.69	15.22	64.36	7.33	7.74	
山东太阳生活用纸有限公司	生活用纸	子公司	97.40	生产销售生活用纸	-	8.65	7.6	0.18	0.57	
太阳纸业有限公司	太阳有限	子公司	75.00	生产销售铜版纸及其制品；生产、销售纸及系列产品	-	2.71	14.73	1.91	2.69	
山东太阳宏河纸业有限公司	太阳宏河	子公司	98.16	年产 50 万吨低克重箱板纸、年产 50 万吨高档纺筒纸、年产天然纤维素 35 万吨的生产销售	27.68	44.19	50.5	3.07	5.97	

注：根据太阳纸业 2018 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：
主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
资产总额 [亿元]	201.94	260.56	295.23	299.21
货币资金 [亿元]	10.43	24.37	19.71	28.11
刚性债务[亿元]	91.96	112.83	129.72	133.70
所有者权益 [亿元]	83.40	108.24	126.28	129.56
营业收入[亿元]	144.55	188.94	217.68	54.51
净利润 [亿元]	11.58	22.50	22.42	3.81
EBITDA[亿元]	28.86	45.22	45.89	—
经营性现金净流入量[亿元]	28.16	37.67	44.78	26.70
投资性现金净流入量[亿元]	-15.52	-39.69	-30.38	-10.10
资产负债率[%]	58.70	58.46	57.23	56.70
权益资本与刚性债务比率[%]	90.69	95.93	97.35	96.90
流动比率[%]	86.13	89.55	77.22	78.68
现金比率[%]	43.88	54.23	41.25	38.37
利息保障倍数[倍]	3.71	5.65	4.44	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	70.16	63.83	66.50	—
毛利率[%]	21.92	26.03	23.45	17.70
营业利润率[%]	10.05	15.61	12.37	7.40
总资产报酬率[%]	9.98	15.26	12.37	—
净资产收益率[%]	14.72	23.48	19.12	—
净资产收益率*[%]	14.14	22.14	—	—
营业收入现金率[%]	116.74	113.29	119.51	128.95
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	31.90	37.37	34.97	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	10.45	-1.50	8.96	—
EBITDA/利息支出[倍]	5.38	7.24	5.93	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.31	0.44	0.38	—

注：表中数据依据太阳纸业经审计的 2016~2018 年度及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

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

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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

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

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

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

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

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

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议。

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

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

本次评级所依据的评级技术文件

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

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。