

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（2022）100299】

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+/2022年6月14日

前次跟踪：AA+/稳定/AA+/2021年6月18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	2019年	2020年	2021年	2022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	10.61	11.46	11.58	9.20
刚性债务	98.63	106.19	108.40	105.44
所有者权益	99.72	119.77	141.24	142.04
经营性现金净流入量	13.83	17.97	15.31	6.18
合并口径数据及指标：				
总资产	322.95	358.66	427.37	444.84
总负债	175.95	196.28	239.24	249.97
刚性债务	138.31	146.80	178.65	186.33
所有者权益	147.00	162.39	188.14	194.87
营业收入	227.63	215.89	319.97	96.67
净利润	21.98	19.68	29.67	6.76
经营性现金净流入量	46.86	66.16	49.29	10.35
EBITDA	46.47	43.38	58.30	—
资产负债率[%]	54.48	54.72	55.98	56.19
权益资本与刚性债务比率[%]	106.28	110.61	105.31	104.58
流动比率[%]	78.85	69.44	62.94	63.07
现金比率[%]	20.18	32.00	25.75	22.65
利息保障倍数[倍]	4.96	4.57	5.33	—
净资产收益率[%]	16.08	12.72	16.93	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	33.22	46.19	30.54	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	3.33	1.91	-10.55	—
EBITDA/利息支出[倍]	7.22	6.83	7.65	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.35	0.30	0.36	—

注：根据太阳纸业经审计的2019~2021年及未经审计的2022年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

王婷亚 wty@shxsj.com

熊桦 xh@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）对山东太阳纸业股份有限公司（简称太阳纸业、发行人、该公司或公司）及其发行的太阳转债的跟踪评级反映了2021年以来太阳纸业在规模优势、现金流、融资渠道等方面所取得的积极变化，同时也反映了公司在行业波动、资本性支出及产能释放、债务规模、成本控制、海外项目投资等方面继续面临的压力。

主要优势：

- **规模优势较突出。**太阳纸业是国内大型造纸企业之一，生产技术装备及产能优势较突出。跟踪期内，公司造纸、制浆产能进一步增加，原材料自给能力不断增强，竞争能力有所提升。
- **经营环节资金净回笼情况较好。**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。
- **融资渠道畅通。**作为深交所上市公司，太阳纸业可通过增发股票及银行借款、发行债券等多种方式进行融资，融资渠道较为畅通。

主要风险：

- **行业景气度波动大。**造纸行业为强周期行业，行业景气度易受宏观经济周期波动影响。2022年以来我国经济增长受局部地区疫情严重等因素影响而压力显著增大，纸制品需求趋弱，价格回落，包括太阳纸业在内的纸企盈利下滑。
- **主要原材料对外依赖度高且价格波动大。**受制于林木资源等，我国造纸行业主要原材料对外依赖度高。跟踪期内，受海外疫情、国际运输、及通胀高企等多重因素影响，纸浆价格总体涨幅较大，国内纸企成本控制压力加大。太阳纸业2022年第一季度主业毛利率出现下滑。

- **海外建厂及运营风险。**包括太阳纸业在内的国内大型纸企多在东南亚地区投资建设大型纸浆生产基地，以缓解国内禁废后纸浆供应矛盾。但也面临着地缘政治格局演变、项目驻在国环保政策变化、汇率波动等多重挑战。
- **资金压力较大。**太阳纸业在建及规划产能项目的资本性支出规模大，面临着很大的资金压力。且随着新产能的投产和产销规模的扩大，经营环节资金需求进一步增加。跟踪期内公司刚性债务增长较快，且短期刚性债务占比进一步上升，即期偿债压力较大。
- **可转债转股风险。**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。若不能顺利转股，将增加公司债券兑付压力。

➤ 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 2021 年财务报表、未经审计的 2022 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。太阳转债募投项目资金全部用于建设老挝年产 30 万吨化学浆项目，该项目已于 2018 年完工投产。太阳转债转股期为 2018 年 6 月 28 日至 2022 年 12 月 22 日，最新转股价格为 8.45 元/股，截至 2022 年 3 月 31 日尚有 908,622,700 元（9,086,227 张）未转股。

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

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022 年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念

和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

(2) 行业因素

造纸行业为强周期行业，行业景气度随着宏观经济周期的波动而变化。2021 年在需求恢复及主要原材料价格上涨推动下，纸企业经营业绩显著改善。但近期受国内疫情散发影响下需求弱化，且主要原材料价格持续高位运行，纸企业经营业绩明显下滑。全球通胀高企背景下经济增长放缓，或导致未来一段时间主要原材料价格波动加大，纸企业经营进一步承压。

A. 造纸行业

造纸业的周期性变动与宏观经济走势较为一致。2021 年，随着国内疫情逐渐得到控制，纸品需求恢复，造纸业景气度有所提升，全年产量及销量均实现增长，且原材料、运输及能源等成本上涨推动原纸价格上升，全年行业收入及盈利能力同比均有所提升。2022 年以来，国内疫情多点散发，需求较为疲软，而原材料价格持续处于高位，纸企盈利能力明显弱化。2021 年及 2022 年第一季度，我国造纸及纸制品业实现主营业务收入分别为 15,006.00 亿元和 3,571.00 亿元，分别同比增长 15.32% 和 4.50%；实现利润总额分别为 884.80 亿元和 125.60 亿元，分别同比增长 7.03% 和下降 49.27%。

我国造纸业经过前期快速扩张，纸及纸板产销量已位居世界首位。2021 年全国纸及纸板生产企业约 2,500 家，全国纸及纸板生产量 12,105 万吨，较上年增长 7.50%。消费量 12,648 万吨，较上年增长 6.94%，人均年消费量为 89.51 千克（14.13 亿人）。2012~2021 年，纸及纸板生产量年均增长率 1.87%，消费量年均增长率 2.59%。尽管行业整体产销量出现回升，但细分产品表现差异较大。其中 2021 年，新闻纸的产销量同比分别减少 18.18% 和 8.57%，基本延续了近年来的下滑趋势；未涂布印刷书写纸和涂布印刷纸产销量同比变化较小，未来随着无纸化的进一步推进以及双减政策等落实，文化纸产销量预计仍存在下滑压力；其余纸种如生活用纸、包装纸、特种纸等的产销量同比变化较小。未来随着互联网的发展，网络购物占比不断提升，包装纸产销量仍保持一定增速，而人们生活水平的提高，亦进一步推动生活用纸、特种纸等日常生活场景用纸的消费。总体看，造纸业各细分纸种的发展趋势仍将进一步分化。

图表 2. 近两年我国纸及纸板生产和消费情况（单位：万吨）

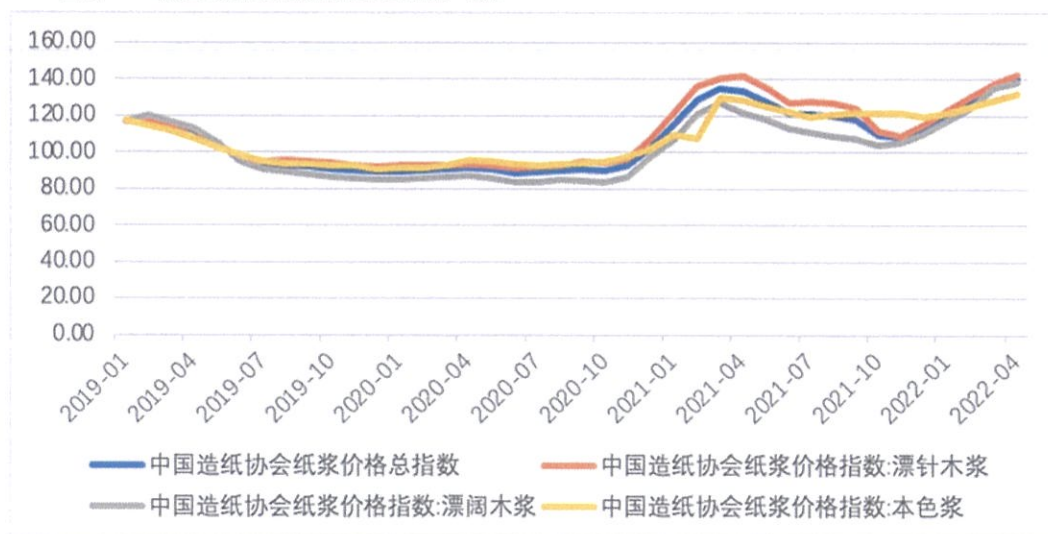
品种	生产量			销售量		
	2020 年	2021 年	同比	2020 年	2021 年	同比
新闻纸	110.00	90.00	-18.18%	175.00	160.00	-8.57%
未涂布印刷书写纸	1,730.00	1720.00	-0.58%	1,783.00	1793.00	0.56%
涂布印刷纸	640.00	635.00	-0.78%	571.00	583.00	2.10%
其中：铜版纸	600.00	605.00	0.83%	556.00	579.00	4.14%

生活用纸	1,080.00	1105.00	2.31%	996.00	1046.00	5.02%
包装用纸	705.00	715.00	1.42%	718.00	722.00	0.56%
白纸板	1,490.00	1525.00	2.35%	1,373.00	1427.00	3.93%
其中：涂布白板纸	1,410.00	1445.00	2.48%	1,292.00	1346.00	4.18%
箱纸板	2,440.00	2805.00	14.96%	2,837.00	3196.00	12.65%
瓦楞原纸	2,390.00	2685.00	12.34%	2,776.00	2977.00	7.24%
特种纸及纸板	405.00	395.00	-2.47%	330.00	312.00	-5.45%
其他纸及纸板	270.00	430.00	59.26%	268.00	432.00	61.69%
合计	11,260.00	12105.00	7.50%	11,827.00	12648.00	6.94%

数据来源：中国造纸协会，新世纪评级整理

木浆为造纸主要原材料，一般占生产成本的 50%-60%。受制于全球林木资源不均影响，以巴西、加拿大、美国和印尼等林木资源丰富的国家掌握了主要的木浆产能。我国大型造纸企业多采购进口木浆，因而国际木浆价格波动对企业经营业绩影响较大。目前全球木浆主要消费地区为中国、西欧及北美，2021 年以来木浆价格整体呈波动上涨趋势，2021 年第一季度国际浆厂开工情况受到疫情影响较大，叠加国内纸业需求反弹，浆价快速上升，第二至第三季度随着造纸需求回落，巴西 280 万吨阔叶浆产能投放等，浆价进入下行通道，2021 年四季度起国际浆价快速上涨。中长期看，考虑到原材料的资源稀缺属性，预计木浆价格具备一定支撑。

图表 3. 我国纸浆价格指数变化情况（点）



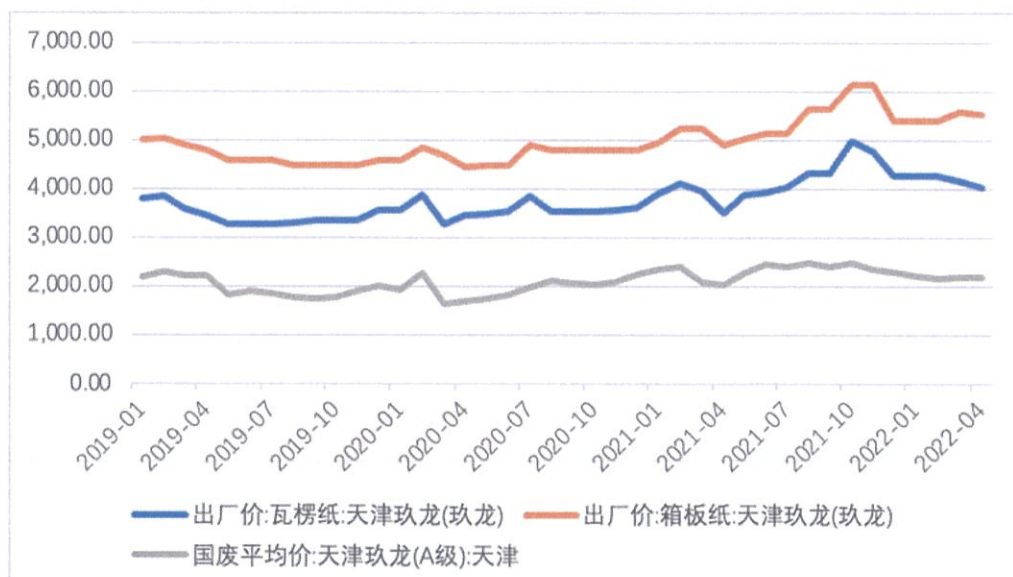
数据来源：Wind，新世纪评级整理

废纸方面，受制于废纸回收体系不完整以及造纸用林木资源工业的不足，我国废纸长期依靠进口。近年来，由于我国废纸进口标准提高、外废审批难度加大，废纸净进口量明显减少，2019-2020 年分别为 1,036 万吨和 689 万吨，同比分别下降 39.17% 和 33.49%，2021 年全面禁止进口废纸。为解决原材料问题，造纸企业一方面加强国内废纸回收利用，另一方面增加废纸浆进口、增加木浆使用，大型造纸企业还通过海外产能布局部分弥补原料缺口。2021 年全国废纸回收总量 6,491 万吨，同比增长 18.17%，废纸回收率 51.3%。价格方面，2021 年以来，由于外废进口禁止政策的影

响，国废价格维持高位波动。

包装纸根据主要原材料的不同，产品一般分为废纸系包装纸和木浆系包装纸。其中废纸系包装纸以箱板纸、瓦楞纸为代表，木浆系包装纸以白卡纸为代表。根据中国造纸业协会的统计，2021 年我国箱板纸生产量 2,805 万吨，同比增长 14.96%，消费量 2,977 万吨，同比增长 7.24%；瓦楞原纸生产量 2,685 万吨，同比增长 12.34%，消费量 2,977 万吨，同比增长 7.24%。价格方面，2021 年在原材料、物流、能源成本上升推动下，瓦楞纸和包装纸价格整体处于高位，之后由于国内散发疫情导致需求下降，纸价有所下降。预计未来由于废纸原料紧张局面短期内较难改善，而线上购物的的发展导致包装纸需求规模继续扩大，废纸系包装纸价格仍有一定支撑。

图表 4. 2019 年以来国内废纸、箱板纸和瓦楞纸价格情况（元/吨）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

政策环境

造纸业对原材料、水、煤炭、电力的消耗较大，是我国污染较高的行业之一。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。

2020 年 1 月，国家发展改革委、生态环境部公布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》，提出有序禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用，积极推广替代产品。纸品作为首要选择，未来发展可获得新的机遇。2020 年 11 月，生态环境部、商务部、国家发改委和海关总署发布《关于全面禁止进口固体废物有关事项的公告》称，禁止以任何方式进口固体废物（2021 年 1 月 1 日起执行）。

2021 年 3 月，根据国务院最新公布的《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》，提出要改造提升传统产业，推动石化、钢铁、有色、建材等原材料产业布局优化和结构调整，扩大轻工、纺织等优质产品供给，加快化工、造纸等重点行业企业改造

升级，完善绿色制造体系。2021年9月，国家发改委印发《完善能源消费强度和总量双控制度方案》，要求促进节能降耗、推动高质量发展，增加能耗强度指标考核权重，推动实现碳达峰中和目标任务。造纸行业虽不在“双控”范畴内，亦开始受到影响，8月份开始部分头部造纸企业已宣布轮流停机响应国家节能减排号召。

竞争格局/态势

造纸行业属于传统行业，各企业在原材料、生产设备和工艺等方面差别不大，导致产品同质化严重，行业竞争激烈。我国造纸行业相对分散、企业规模整体偏小。根据国家统计局数据，2021年全国规模以上纸制品生产企业4,278家，生产量7,739万吨。由于造纸业具有规模效益显著特征，规模大小对政策监管与支持、成本控制、议价能力、资源利用、污染治理、技术研发等方面产生较大影响。近年来我国实施供给侧改革，不断加大造纸行业淘汰落后产能的力度，加之行业新建、扩建产能准入门槛的提升，以及国家环保政策的加强，中小企业环保成本提升，经营压力增大，大型企业资本实力强，技术装备先进，迎来较好的发展空间，行业集中度呈现上升。根据造纸行业协会2021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（以下简称“太阳控股集团”）2021年造纸产量为711.66万吨（其中公司造纸产量536万吨），位列第2位，在行业中保持前列，具备较强的竞争实力。

图表 5. 行业内核心样本企业基本数据概览（2021年/末，万吨，亿元，%）

核心样本	核心经营指标（产品或业务类别）			核心财务数据（合并口径）			
	纸品产量	营业收入	毛利率	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
金光纸业	—	972.70	20.70	2,465.46	64.64	63.68	142.28
晨鸣纸业	纸：550	330.20	23.61	828.41	72.78	20.90	85.82
太阳纸业	纸：543	319.97	17.37	427.37	55.98	29.67	49.29
景兴纸业	纸：153.78	62.25	14.91	79.40	29.28	4.68	2.49
山鹰纸业	纸：602.13	330.33	12.19	519.94	64.81	15.54	19.69

资料来源：新世纪评级整理。

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) 新冠疫情等因素影响下经济增长放缓对纸品需求及原材料供应的短期冲击。

B. 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，因此很多纸浆生产企业也具备溶解浆产能。我国是全球溶解浆最大消费国，需求量远超国内产能，2021年我国溶解浆产量约50万吨，溶解浆进口345万吨，进口依存度约为87.79%。2021年第一季度，随着黏胶纤维价格回升以及部分国际溶解浆生产企业退出，溶解浆价格快速回升；2021年4-6月，溶解浆

价格较为稳定，7月之后，随着国家发改委能耗双控政策下发，国内粘胶短纤工厂开工率下降，溶解浆需求下滑，价格下跌。2022年第一季度，受海外浆厂罢工、运输不畅、产能投放延后等影响，溶解浆价格上涨幅度较大。

图表 6. 我国溶解浆价格变化情况（CCFEI 价格指数:溶解浆内盘，元/吨）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

2. 业务运营

该公司为我国综合性造纸龙头企业之一，产品种类丰富。受益于行业景气度提升及新增产能释放，2021 年公司产销规模扩大，营业收入及利润大幅增长。主要受木浆、煤炭等原材料价格大幅上涨并高位运行等因素影响，公司主业毛利率持续下滑至目前的较低水平。现阶段公司仍积极推动在建产能建设，存在一定的投融资压力及产能释放压力。

该公司为我国综合性造纸行业龙头企业之一，主业包括纸品生产和木浆制造两大业务板块，跟踪期内，业务规模随着新增产能释放而进一步扩大。截至 2022 年 3 月末，公司制浆产能（含新型纤维原料）435 万吨/年，造纸产能为 580 万吨/年。

该公司现有产品主要包括文化用纸（包括非涂布文化纸和铜版纸）、牛皮箱板纸、生活用纸及各类木浆等。从具体产品收入占比来看，文化用纸占比最高，2021 年约为 40.59%，牛皮箱板纸和溶解浆分别为 31.37%和 10.35%。2021 年，公司实现营业收入 319.97 亿元，同比增长 48.21%，主要系公司新增产能释放，相关纸制品及木浆的产销量增加所致，其中牛皮箱板纸收入较上年增长 56.98 亿元，主要系老挝 PM1 和 PM2 高端包装纸产线于当年完工，牛皮箱板纸（包含瓦楞原纸）产能增加 80 万吨/年，因而牛皮箱板纸产销量有所增加，同时由于“限废令”影响，牛皮箱板纸销售价格上升所致。同年，公司综合毛利率为 17.25%，同比小幅下降 2.02 个百分点，主要系由于当年纸浆、煤炭等大宗材料物资价格增长产品生产成本增加所致。2022 年第一季度，公司实现营业收入 96.67 亿元，同比增长 26.48%，主要来源于溶解浆和

牛皮箱纸板收入增加；同期公司毛利率为 14.07%，同比下降 9.30 个百分点，主要系纸制品价格下滑以及原材料采购成本同比上涨所致。

图表 7. 公司主业基本情况

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

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、化工产品及其它产品的业务收入，2021 年及 2022 年第一季度，分别实现营业收入 10.72 亿元和 4.22 亿元，占比较小。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 8. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
营业收入合计	227.62	215.89	319.97	96.67	76.43
其中：核心业务营业收入	217.91	214.47	314.63	95.92	76.04
在营业收入中所占比重	95.73%	99.34%	98.33%	99.22%	99.49%
其中：（1）非涂布文化纸	73.85	72.09	86.71	24.21	23.52
在核心业务收入中所占比重	33.89%	33.61%	27.56%	25.24%	30.93%
（2）铜版纸	34.63	35.09	40.99	9.33	12.33
在核心业务收入中所占比重	15.89%	16.36%	13.03%	9.73%	16.22%
（3）化机浆	15.83	17.62	18.27	4.40	4.64
在核心业务收入中所占比重	7.26%	8.22%	5.81%	4.59%	6.10%
（4）溶解浆	35.87	21.78	32.55	11.19	7.60
在核心业务收入中所占比重	16.46%	10.16%	10.35%	11.67%	10.00%
（5）生活用纸	8.23	7.86	8.57	3.56	2.13
在核心业务收入中所占比重	3.78%	3.66%	2.72%	3.71%	2.80%
（6）淋膜原纸	8.74	8.26	16.10	3.02	4.96
在核心业务收入中所占比重	4.01%	3.85%	5.12%	3.15%	6.52%
（7）牛皮箱板纸	33.63	41.72	98.70	28.67	18.51
在核心业务收入中所占比重	15.43%	19.45%	31.37%	29.89%	24.34%
（8）瓦楞原纸	6.86	0.75	0.39	0.50	0.00
在核心业务收入中所占比重	3.15%	0.35%	0.12%	0.52%	0.00%
毛利率（%）	22.54	19.27	17.25	14.07	23.37
其中：非涂布文化纸	27.27	22.50	15.96	16.11	26.48
铜版纸	27.47	25.41	19.73	16.74	28.15
化机浆	22.28	20.15	21.16	24.34	24.38
溶解浆	11.99	-3.53	22.97	12.40	15.97
生活用纸	15.41	22.75	4.13	4.51	22.49
淋膜原纸	26.35	26.74	22.31	12.77	26.84
牛皮箱板纸	18.85	16.36	15.43	13.71	18.00

主导产品或服务	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度	2021年 第一季度
瓦楞原纸	19.37	16.85	1.70	0.98	-

资料来源：太阳纸业

制浆

目前，该公司制浆基地主要分布在山东、广西和老挝（简称“三大基地”）。跟踪期内，公司化学浆、化机浆和新型纤维浆¹产能分别新增年产能95万吨、20万吨和40万吨。具体来说，2021年，公司以15.00亿元现金收购广西六景成全投资有限公司（简称“广西六景”）100.00%股权获得化学浆产能15万吨/年；山东邹城40万吨/年半化学浆产线剩余20万吨/年产能于2021年释放；此外，山东邹城20万吨/年本色浆于当年完工；2022年初，公司广西北海林浆纸一体化项目陆续投产，新增化学浆80万吨/年和化机浆20万吨/年。

截至2022年3月末，该公司共计拥有制浆产能435万吨/年，包括化机浆140万吨/年、化学浆105万吨/年、新型纤维浆110万吨/年和溶解浆80万吨/年，其中溶解浆全部对外销售外，其他浆种基本自用或销售给关联企业。目前公司漂白木浆（含化学浆及化机浆）的自给率约为50%-60%；新型纤维浆（含废纸浆）可满足生产所需。

图表9. 截至2022年3月末公司木浆生产基地产能情况（万吨/年）

地区	化学浆	化机浆	新型纤维浆（含废纸浆）	溶解浆
山东	10.00	120.00	70.00 ²	50.00
广西	95.00	20.00	—	—
老挝	—	—	40.00	30.00
合计	105.00	140.00	110.00	80.00

资料来源：太阳纸业

该公司溶解浆产线均可根据市场情况调整生产化学浆。跟踪期内，溶解浆价格整体处于高位，因此公司增加溶解浆的生产，产量及产能利用率同比均有所提升。废纸浆自2021年以来由于老挝基地废纸进口受疫情及物流等因素影响供应量不足，产量大幅下降，2022年第一季度则处于停机状态。2022年初随着广西北海林浆纸一体化项目投产，第一季度公司化学浆和化机浆产能和产量同比大幅上升。

图表10. 公司制浆业务主要产品生产情况（单位：万吨，%）

产品	2019年			2020年			2021年			2022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	年化产能	产量	产能利用率
化机浆	90.00	98.56	109.51	120.00	112.57	93.81	120.00	109.79	91.49	140.00	29.62	84.63
化学浆	10.00	5.76	57.60	10.00	5.86	58.61	20.00	20.10	100.50	105.00	24.57	93.60
半化学浆	20.00	12.80	64.00	20.00	25.50	127.50	40.00	42.11	105.28	40.00	10.63	106.30
本色浆	-	-	-	-	-	-	20.00	21.34	106.70	20.00	5.05	101.00
木屑浆	10.00	10.71	107.10	10.00	8.06	80.50	10.00	5.24	52.40	10.00	0.91	36.40

¹ 新型纤维浆包含半化学浆、本色浆、木屑浆和废纸浆。

² 包含半化学浆40万吨/年、本色浆20万吨/年、木屑浆10万吨/年。

产品	2019年			2020年			2021年			2022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
废纸浆	40.00	19.05	47.63	40.00	32.46	81.15	40.00	2.40	6.00	40.00	—	—
木浆小计	170.00	146.88	86.40	200.00	184.44	92.22	250.00	200.98	80.39	355.00	71.78	80.88
溶解浆	80.00	66.57	83.21	80.00	33.56	41.95	80.00	53.63	67.04	80.00	16.20	81.00
合计	250.00	213.45	85.38	280.00	218.00	77.86	330.00	254.61	77.15	435.00	87.98	80.90

资料来源：太阳纸业

造纸

该公司纸产品涵盖文化用纸、生活用纸、包装用纸和淋膜原纸等。2021年，随着老挝基地 PM1 和 PM2 高端包装纸产线投产，公司新增牛皮箱板纸（包含瓦楞纸）产能 80 万吨/年；2022 年初，广西北海林浆纸一体化项目投产，公司新增 55 万吨/年文化用纸产能和 12 万吨/年生活用纸产能。截至 2022 年 3 月末，公司造纸产能约为 580 万吨/年，其中文化用纸 295 万吨（包括非涂布文化用纸 215 万吨/年、铜版纸 80 万吨/年）、淋膜原纸 20 万吨/年、生活用纸 24 万吨/年、牛皮箱板纸（包含瓦楞纸）240 万吨/年。由于 2021 年上半年文化用纸价格快速上涨，公司文化用纸产量及产能利用率同比均有所提高；2021 年以来，老挝和广西北海基地相关造纸产能陆续投产，牛皮箱板纸、非涂布文化纸和生活用纸产能产量增加，各纸机产能利用情况维持在较好水平；此外，自 2021 年开始，淋膜原纸市场需求量增加，公司加大了对该产品的生产，因而其产量和产能利用率有所提升。

图表 11. 公司造纸业务主要产品生产情况³（单位：万吨，%）

产品	2019年			2020年			2021年			2022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	年化产能	产量	产能利用率
非涂布文化纸	140.00	136.62	97.59	160.00	152.02	95.01	160.00	170.50	106.56	216.00	49.14	91.00
铜版纸	80.00	68.44	85.55	80.00	77.32	96.65	80.00	81.72	102.15	80.00	19.78	98.90
文化用纸小计	220.00	205.05	93.20	240.00	229.34	95.56	240.00	252.22	105.09	296.00	68.92	93.14
生活用纸	12.00	10.85	90.42	12.00	12.10	100.83	12.00	13.09	109.08	24.00	5.47	91.17
淋膜原纸	20.00	14.18	70.90	20.00	14.55	72.75	20.00	25.48	127.40	20.00	5.11	102.20
牛皮箱板纸 ⁴	140.00	124.89	89.21	140.00 ⁵	129.28	92.34	240.00	252.39	105.19	240.00	64.92	108.20
合计	392.00	354.98	90.56	412.00	385.27	93.51	512.00	543.18	106.09	580.00	144.42	99.60

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。在外购原木、木片等生产原材料方面，国内主要从山东和广西当地进行采购，国外主要从越南、泰国、澳大利亚、美国等国进口，国内以现金结算，国外主要为开具国际信用证，目前，公司已经和相关生产厂商构建了顺畅的交易渠道，确保了企业

³ 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，此外，2021 年以来新上项目陆续投产，公司纸产品产能和对应年份或季度实际产量存在不匹配的情形。

⁴ 瓦楞原纸产能计入牛皮箱板纸统计。

⁵ 2020 年，产能为 20 万吨/年太阳宏河纸业 PM32 包装纸机转产非涂布文化纸，导致牛皮箱板纸（包含瓦楞纸）产能下降 20 万吨/年。

的生产需要。在木浆方面，公司生产所需的木浆除自产部分外，其余均从外部购买。公司外购木浆主要为进口，主要以美元结算，结算方式主要采用 90 天信用证和 180 天票据。国内生产基地所需废纸主要采购自山东省及周边地区，老挝基地主要使用美废⁶。2021 年公司前五大供应商的采购金额为 42.13 亿元，占采购总额的 17.91%。

2021 年第一季度，由于国内需求释放，大宗原材料特别是木浆价格上涨，后随着需求转淡，浆价进入下行通道，而自 2021 年第四季度以来，由于海外投产延期叠加运力紧张等因素浆价快速上升，因而公司自 2021 年以来木浆的采购价格上升；在废纸采购方面，由于“限废令”影响，废纸价格涨幅较大，导致公司综合采购成本上升；此外，煤炭价格也自 2021 年 4 月开始快速上升，导致公司采购成本上升。由于原材料在生产成本中占比较高，其价格波动对加大了公司成本控制难度。此外，公司外购木浆等涉及美元结算，人民币汇率变动将对公司成本控制形成一定压力。

图表 12. 公司原材料采购情况（单位：万吨，亿元，万元/吨）

采购材料	2019 年			2020 年			2021 年			2022 年 1-3 月		
	数量	金额	单价	数量	金额	单价	数量	金额	单价	数量	金额	单价
木浆	128.23	52.82	0.41	177.21	59.22	0.33	150.63	68.11	0.45	35.39	15.24	0.43
原木	132.75	10.32	0.08	107.27	9.27	0.09	108.63	9.29	0.09	39.38	3.29	0.08
木片	225.95	30.36	0.13	194.77	22.30	0.11	334.48	40.57	0.12	118.92	14.64	0.12
废纸	121.43	20.18	0.17	99.49	15.43	0.16	179.73	38.47	0.21	46.81	11.10	0.24
煤	307.45	15.88	0.05	325.32	14.53	0.04	336.51	28.95	0.09	90.62	7.70	0.09
化工材料	224.70	25.93	0.12	226.83	25.66	0.11	270.47	36.63	0.14	70.14	10.05	0.14
其他材料	-	9.46	-	-	9.15	-	-	13.24	-	-	3.49	-
合计	1,140.51	164.95	-	1,130.89	155.57	-	1380.45	235.27	-	401.26	65.51	-

资料来源：太阳纸业

该公司生产所需能源主要为电和煤。在能源方面，公司三大基地均配备了热电联产项目，同时与当地主要煤炭供应商均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。在用水方面，三大基地所需新鲜水均来源于当地地表水和地下水，公司通过不断进行技术改造，废水循环利用量不断增加，目前的用水结构可以满足三大基地生产用水需要。环保方面，跟踪期内公司继续提升环保治理水平，重点抓好异味控制、全盐量降低、水循环利用、固废资源化减量化等方面的工作，目前公司各项环保处理指标都已达到或优于国家标准。

产品销售

该公司按照产品分类，设立了文化用纸、工业用纸、淋膜原纸、生活用纸、溶解浆、特种纸、办公用纸等七大销售团队；各销售团队根据其自身的产品特点，分别制定对应的销售模式，制定各自特色的销售策略，分别建立了独立的地区业务销售制度及明确的奖惩制度，同时与营销人员签订计划书与目标责任书，从而提升公司的营销体系建设，配合企业的可持续健康稳定发展。2021 年公司前五名客户销售

⁶ 老挝 80 万吨/年高端包装纸产线的主要原材料为美废，40 万吨/年废纸浆产线主要用于国内包装纸产线原材料供应，暂时停产，目前国内包装纸产线原材料主要来源于新型纤维浆和固废。

金额为 63.33 亿元，占比为 19.79%，集中度较低。

该公司纸品实行以销定产模式，2021 年综合产销率为 102.71%，仍保持在较好水平。价格方面，2021 年以来木浆价格上升，各类纸品均有不同程度上涨，其中牛皮箱纸及溶解浆价格上升较明显。2022 年第一季度，由于下游市场需求疲软，市场景气度较差，较多纸品销售均价均有不同程度的下降，但牛皮箱板纸销售均价由于市场优质纤维材料短缺而上升；化机浆作为纸浆的一种，由于市场中纸浆价格维持高位运行，因而公司化机浆的销售均价上升。未来随着行业内供需结构的不断调整，纸价仍将随之波动。

图表 13. 公司主要产品销售情况（单位：万吨，元/吨）

产品	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年 1-3 月	
	销量	销售均价	销量	销售均价	销量	销售均价	销量	销售均价
非涂布文化纸	137.39	5,375.00	148.97	4,839.00	164.71	5,265.00	48.41	5,002.00
铜版纸	71.20	4,863.00	76.93	4,562.00	80.91	5,066.00	19.50	4,784.00
淋膜原纸	14.43	6,059.00	14.40	5,731.00	25.45	6,325.00	5.15	5,856.00
生活用纸	11.20	7,359.00	11.90	6,605.00	12.72	6,738.00	5.33	6,677.00
牛皮箱板纸	128.02	3,163.00	126.12	3,367.00	238.87	4,148.00	68.83	4,238.00
小计	362.23	—	378.32	—	522.66	—	147.23	—
化机浆	46.27	3,422.00	51.52	3,420.00	52.92	3,452.00	12.38	3,553.00
溶解浆	62.04	5,781.00	41.42	5,258.00	49.79	6,538.00	19.94	5,613.00
小计	108.31	—	92.94	—	102.71	—	32.32	—

资料来源：太阳纸业

该公司销售目标市场仍主要为国内，2021 年境内销售额占比为 98.49%，同比变化不大。结算方面，公司一般以款到发货为主，账期为 30-90 天⁷，结算方式为现金和银行承兑汇票。

图表 14. 公司境内和境外销售收入情况（单位：亿元、%）

地区	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年 1-3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
境内	224.22	98.50	211.99	98.19	315.12	98.49	94.93	98.20
境外	3.41	1.50	3.90	1.81	4.85	1.51	1.74	1.80

资料来源：太阳纸业

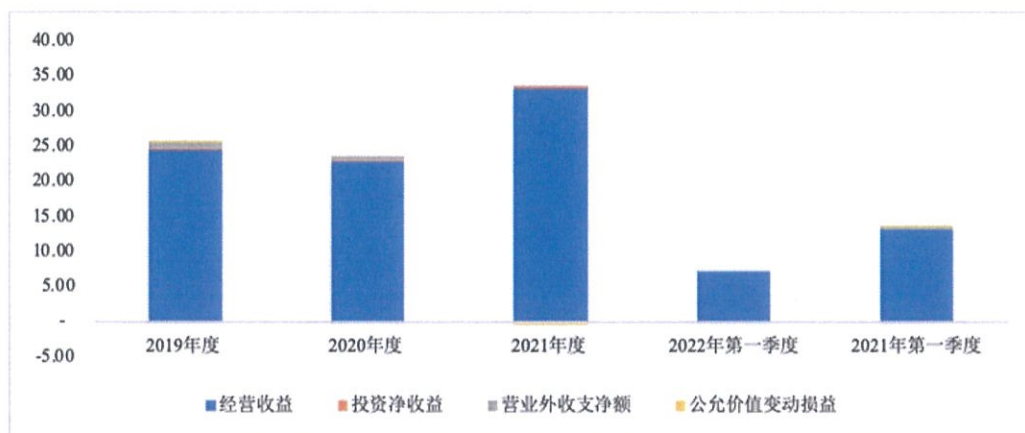
研发方面，该公司构建了较为完善的科技创新体系，拥有国家级企业技术中心、山东省制浆造纸工程技术研究中心，建立了博士后科研工作站、院士科研工作站、山东省泰山学者岗位等高层次科技创新平台，与高校及科研院所建立科研与技术合作关系，持续进行技术改造，确保公司技术装备与生产工艺在行业内处于先进水平。公司的研发重点围绕新产品的开发、生产工艺的升级和改进、原材料的结构调整等方面。2020 年初，公司与中国工程院陈克复院士共同完成的“制浆造纸清洁生产与水污染全过程控制关键技术及产业化”技术成果，获得了 2019 年度国家科技进步一等奖。2020 年底，“高纯度生物质纤维素清洁制备关键技术及产业化”项目荣获

⁷ 公司一般有现款现货，也有部分客户依据合同按账期履约进度进行结算。

“中国工业大奖表彰奖”，是获奖企业中唯一一家造纸企业。2021年，公司获得了“十三五”轻工业科技创新先进集体、国家科技进步二等奖等重要奖。2021年公司研发投入金额5.38亿元，占收入比重的1.68%；年末拥有研发人员1370人，较上年末增加227人，占员工总数的10.30%。

(2) 盈利能力

图表 15. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



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

跟踪期内，该公司利润仍主要来自主业经营收益，凭借规模优势和上下游一体经营，主业获利能力较好。2021年度及2022年第一季度，公司营业利润分别为33.99亿元和7.24亿元，同比分别增长46.40%和减少45.79%，其中2021年主要受益于新增产能释放，相关纸制品及木浆的产销量增加所致；2022年第一季度，公司经营收益同比大幅减少系主要原材料价格大幅上涨并高位运行，而需求弱化背景下多数纸品销售均价下滑所致。同期，公司分别实现营业毛利为55.59亿元和13.50亿元。

期间费用方面，该公司2021年度及2022年第一季度的期间费用分别为20.53亿元和5.96亿元，随着经营规模扩大而有所上升。其中，销售费用同比分别增长32.10%和30.45%，主要是当年产销规模扩大致使职工薪酬、仓储费增加所致；研发费用同比分别增长30.98%和163.88%，研发投入力度加大；管理费用同比分别增长24.68%和51.42%，主要是股权激励成本与广西基地新项目投产产能增加致使污水处理费同步增加所致。同期，公司期间费用率分别为6.42%和6.16%。

图表 16. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2019年度	2020年	2021年	2022年第一季度	2021年第一季度
营业收入合计（亿元）	227.63	215.89	319.97	96.67	76.43
毛利（亿元）	51.31	41.97	55.59	13.50	17.91
其中：非涂布文化纸	20.14	16.22	13.83	3.90	6.23
铜版纸	9.51	8.92	8.09	1.56	3.47
牛皮箱板纸	6.34	6.82	15.23	3.93	3.33
化机浆	3.53	3.55	3.87	1.07	1.13

公司营业利润结构	2019 年度	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
溶解浆	4.30	-0.77	7.47	1.38	1.22
期间费用率 (%)	10.94	7.87	6.42	6.16	5.49
其中：财务费用率 (%)	2.52	2.47	1.77	1.33	2.09
全年利息支出总额 (亿元)	6.00	6.35	6.82	-	-
其中：资本化利息数额(亿元)	0.44	1.11	0.80	-	-

资料来源：根据太阳纸业所提供数据整理。

该公司投资收益、其他收益等规模较小，对利润影响有限。同期，公司净利润分别为 29.67 亿元和 6.76 亿元，分别同比增长 50.76%和减少 39.20%。

图表 17. 影响公司盈利的其他因素分析 (单位：亿元)

影响公司盈利的其他因素	2019 年度	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
投资净收益	0.22	0.17	0.43	0.05	0.06
其他收益	0.28	0.31	0.30	0.07	0.07
营业外收支净额	0.91	0.57	-0.20	0.16	0.27
公允价值变动损益	0.08	-0.18	-0.08	-0.04	0.00
信用减值损失	-0.02	-0.32	-0.15	-0.02	-0.15
资产减值损失	-0.69	-0.59	-0.17	-0.01	0.00

资料来源：根据太阳纸业所提供数据整理。

(3) 运营规划/经营战略

跟踪期内，该公司持续推进林浆纸一体化工程，构建起了山东、广西和老挝三大生产基地：山东基地服务北方市场，广西基地服务南方市场，老挝基地定位为原料基地。

根据该公司与广西壮族自治区南宁市人民政府签署的《战略合作框架协议》，公司将在南宁市投资约 200 亿元建设年产 525 万吨林浆纸一体化及配套产业园项目，主要生产高档包装纸、代塑纸、铜版纸、双胶纸、特种纸基新材料、纸浆等产品，以及上下游包装、印刷、纸张深加工、智能仓储、码头、物流等配套项目。目前项目尚未启动建设。

图表 18. 截至 2022 年 3 月末公司主要拟建项目情况 (单位：亿元、万吨)

主要项目	产能	总投资额	资金来源
525 万吨林浆纸一体化及配套产业园项目	拟主要生产高档包装纸、代塑纸、铜版纸、双胶纸、特种纸基新材料、纸浆等合计 525 万吨	约 200 亿元	自有资金或银行贷款

资料来源：太阳纸业

此外，该公司于 2021 年 9 月启动了兴隆分公司（简称“太阳兴隆”）搬迁暨 5 万吨特种纸搬迁升级改造项目。公司规划将太阳兴隆主要生产设施从济宁市兖州区兴隆庄镇搬迁到颜店镇太阳新材料产业园，并对 2362 长网多缸纸机、2880 长网多缸纸机生产线进行设备升级改造，同时新建一条 3600 长网多缸纸机生产线。三条产能年

特种纸产能分别为 1.0 万吨、1.6 万吨和年产 2.4 万吨。项目预计总投资为 3.43 亿元，截至 2022 年 3 月末已投资 0.72 亿元，预计该项目将于 2023 年底完工。

生活用纸方面，该公司全资子公司广西太阳纸业有限公司（简称“广西太阳”）于 2021 年开始实施年产 15 万吨生活用纸项目。项目预计总投资 4 亿元，至 2022 年 3 月末已投入 0.38 亿元。项目分两期实施，其中一期新上 4 台国产 2850 生活用纸纸机，预计总投资为 2.55 亿元，设计总产能为 10 万吨，计划在 2022 年下半年竣工投产；二期的纸机配置和实施时间待定。

该公司还通过全资子公司山东太阳宏河纸业有限公司（简称“太阳宏河”）在邹城市太平镇实施年产 3.4 万吨超高强度特种纸项目。该项目预计总投资 3.01 亿元，根据该项目的进展情况，该项目预计将于 2023 年一季度投产运行。

图表 19. 截至 2022 年 3 月末公司主要在建工程情况（单位：万吨/年，亿元）

主要项目	产能	总投资额	计划起止年限	资金来源	已投资	投资计划	
						2022 年 4-12 月	2023 年
太阳兴隆搬迁暨年产 5 万吨特种纸搬迁升级改造项目	5.00	3.43	2021.9-2023.12	自有资金或银行贷款	0.72	0.50	2.10
山东太阳宏河纸业有限公司年产 3.4 万吨超高强度特种纸项目	3.40	3.01	2021.12-2023.3	自有资金或银行贷款	—	2.00	0.90
广西太阳投资建设年产 15 万吨生活用纸项目	15.00	4.00	2022.3-2023.12	自有资金或银行贷款	0.38	2.00	1.50
合计	—	10.44	—	—	1.09	4.50	4.50

资料来源：太阳纸业

管理

该公司为民营上市公司，跟踪期内公司股权结构保持稳定。

该公司为民营上市公司。截至 2022 年 3 月末，太阳控股集团持有公司 45.97% 的股权，仍是公司的控股股东，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。截至报告日，太阳控股集团所持公司股票未质押。公司股权结构图详见附录一。

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、山东熙来淀粉有限公司采购材料，2021 年关联交易金额合计 6.16 亿元；销售环节，公司主要向山东万国太阳食品包装材料有限公司、山东国际纸业太阳纸板有限公司、广西太阳纸业纸板有限公司、万国纸业太阳白卡纸有限公司等关联方销售木浆、电、蒸汽及纸制品等，2021 年关联销售金额合计为 29.78 亿元，占营业收入的 9.31%；截至 2021 年末，公司应收关联方款项（含应收票据）4.22 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。

2021 年 12 月独立董事孙蕴宝先生、陈关亭先生、罗奕先生及监事会召集人吴

延民先生因任期满离任；同月，新增独立董事李耀先生、徐晓东先生、王晨明女士，新增监事会召集人张康先生。公司治理结构未发生重大变化。

根据该公司 2022 年 5 月 6 日的《企业信用报告》及相关材料，跟踪期内，公司及核心子公司不存在未结清违约记录及重大诉讼情况。此外根据公开信息，公司债券偿付正常。

图表 20. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2022/5/6	无	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2022/5/11	正常	正常	正常	正常
诉讼	公司年报及公开信息	—	无	无	无	无
工商	公司年报及公开信息	—	无	无	无	无
质量	公司年报及公开信息	—	无	无	无	无
安全	公司年报及公开信息	—	无	无	无	无

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，该公司产能建设支出较多，产销规模扩大，债务规模保持增长，但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，短期刚性债务占比仍较高，且可动用货币资金相对有限。公司经营环节资金净回笼能力较强，且尚未使用的银行贷款授信规模较大，可在一定程度上缓解其流动性压力。

1. 数据与调整

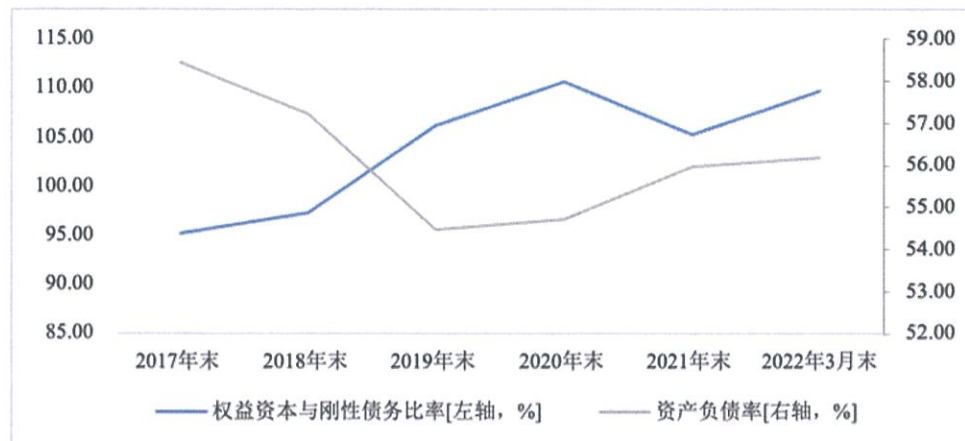
致同会计师事务所对该公司的 2021 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2022 年第一季度财务数据未经审计。公司自 2021 年 1 月 1 日起执行财政部于 2018 年颁布的《企业会计准则第 21 号——租赁（修订）》，对会计政策相关内容进行了调整。公司自 2022 年 1 月 1 日起执行财政部于 2021 年颁布的《企业会计准则解释第 15 号》，对会计政策相关内容进行了调整。

截至 2022 年 3 月末，该公司纳入合并报表的子孙公司共 16 家，其中 2021 年新设全资子公司上海天颐纸业有限公司（简称“天颐纸业”），公司持有天颐纸业 100.00% 股份。2022 年 2 月，公司新设子公司南宁太阳纸业有限公司（简称“南宁太阳”），持股比例为 100.00%，同年 3 月，南宁太阳收购广西宏瑞泰浆纸有限公司持有的广西六景 100% 的股权。截至 2022 年 2 月 24 日，广西六景总资产 10.00 亿元、净资产 10.00 亿元。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 21. 公司财务杠杆水平变动趋势



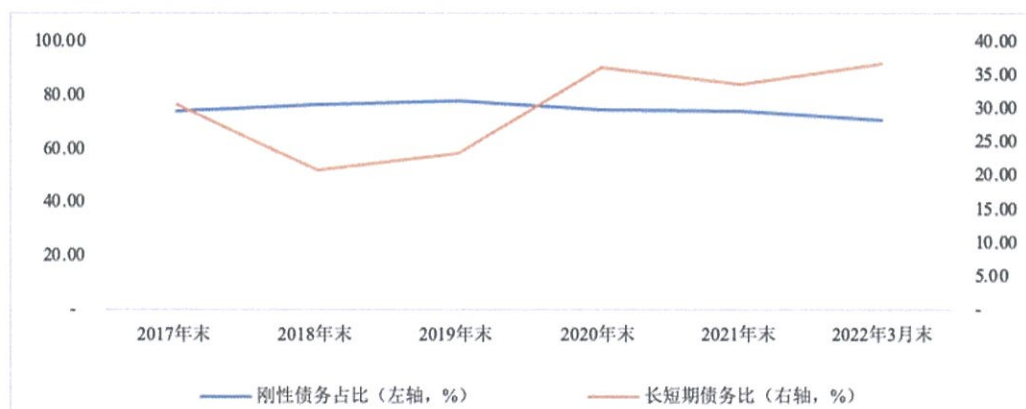
资料来源：根据太阳纸业所提供数据绘制。

2021年末及2022年3月末，该公司负债总额分别为239.24亿元和249.97亿元；同期末资产负债率分别为55.98%和56.19%，目前负债经营程度尚处于合理水平。但公司后续在建和拟建产能较多，且主要通过举债方式筹措资金，未来财务杠杆或不断上升。

随着经营不断积累，该公司所有者权益保持增长，2021年末及2022年3月末分别为188.14亿元和194.87亿元。公司2021年末所有者权益中未分配利润为130.56亿元，占比达69.39%，其权益资本状况较易受到分红政策因素影响。2022年4月16日，公司公布2021年度分红预案，拟向全体股东每10股派发现金红利2元（含税），合计5.37亿元，占2021年末所有者权益的2.86%。2021年末公司其他综合收益为-4.30亿元，较上年末减少1.90亿元，主要系汇率变动影响外币财务报表折算差额扩大所致。

(2) 债务结构

图表 22. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	113.61	129.72	138.31	146.80	178.65	186.33
应付账款 (亿元)	20.43	23.07	18.15	24.41	38.84	39.63
预收账款 (含合同负债, 亿元)	9.62	8.26	11.53	12.90	3.72	6.66
应交税费 (亿元)	5.99	3.14	3.34	3.28	2.88	2.67
其他应付款 (亿元)	1.75	2.48	2.54	5.01	12.13	11.86
刚性债务占比 (%)	74.58	76.78	78.61	74.79	74.68	74.54
应付账款占比 (%)	13.41	13.66	10.32	12.43	16.23	15.85
预收账款占比 (含合同负债, %)	6.31	4.89	6.55	6.57	1.55	2.66
应交税费占比 (%)	3.93	1.86	1.90	1.67	1.20	1.07
其他应付款占比 (%)	1.15	1.47	1.44	2.55	5.07	4.74

资料来源：根据太阳纸业所提供数据绘制。

该公司债务结构仍偏短期，2021 年末及 2022 年 3 月末长短期债务比分别为 33.84%和 36.94%。

该公司债务主要由刚性债务、应付账款、预收账款（含合同负债）、应交税费和其他应付款构成，2021 年末分别为 178.65 亿元、38.84 亿元、3.72 亿元、2.88 亿元和 12.13 亿元。其中应付账款较上年末增长 59.12%，主要系产销规模扩大及产能建设因素导致应付材料款及工程设备材料款增加所致；预收账款（含合同负债）主要是预收纸及纸浆的货款和售房款⁸；应交税费主要为应交企业所得税；其他应付款较上年末增加 7.12 亿元，主要系限制性股票回购义务款增加 5.20 亿元和预计销售返利增加 1.69 亿元所致。此外，由于公司于 2021 年 1 月 1 日起执行新租赁准则，会计政策变化，2021 年将应付租赁款计入租赁负债科目，2021 年末，租赁负债为 0.23 亿元。2022 年 3 月末，相关科目金额和构成较上年末变化不大。

(3) 刚性债务

图表 23. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
短期刚性债务合计	79.03	101.94	106.24	96.21	119.91	120.56
其中：短期借款	53.88	52.16	89.36	77.64	76.98	75.51
交易性金融负债	0.13	0.01	-	0.07	-	-
一年内到期的长期借款	5.42	7.06	6.76	8.83	16.55	18.04
应付票据	11.75	32.13	8.20	4.41	12.22	12.74
其他短期刚性债务	7.86	10.58	1.91	5.25	14.17	14.27
中长期刚性债务合计	34.58	27.78	32.07	50.59	58.75	65.77

⁸ 项目所在地址为已注销的子公司鱼台县造纸厂所在地，该地原规划用途为工业，根据 2006 年 12 月 28 日鱼台县人民政府出具《关于研究鱼台县造纸厂破产土地问题的专题会议纪要》（鱼政办纪字[2006]19 号），同意该宗土地性质由工业变更为商住用地。2018 年 7 月公司对该宗土地进行开发建设鱼台县滨湖-孝贤公馆项目，投资成本总额 2.73 亿元，目前项目已完工并基本销售完毕，确认销售收入 3.57 亿元（不含税）。

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
其中：长期借款	14.74	17.94	16.53	32.09	53.91	62.49
应付债券	19.29	9.85	10.38	8.30	-	-
其他中长期刚性债务	0.55	-	5.17	10.20	4.83	3.28
综合融资成本（年化，%）	4.42	4.66	4.38	3.79	3.83	3.89

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。

2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司刚性债务分别为 178.65 亿元和 186.33 亿元，分别占债务总额的 74.68%和 74.54%。公司刚性债务主要由银行借款、应付票据、应付融资租赁款和一年内到期的应付债券等构成。截至 2021 年末，公司应付票据为 12.22 亿元，全部为银行承兑汇票，较上年增加 7.81 亿元；公司融资租赁款为 10.29 亿元，其中一年内到期的融资租赁款（计入一年内到期长期应付款）、长期融资租赁款（计入长期应付款）分别为 5.46 亿元和 4.83 亿元。公司存续的融资租赁利率区间为 4.75%-5.05%，融资方主要为交银金融租赁有限责任公司、建信金融租赁有限公司及兴业金融租赁有限责任公司等，期限为 3-4 年；一年内到期的应付债券为太阳转债⁹。截至 2021 年末，公司银行借款为 147.44 亿元，其中保证借款、抵押保证借款、贴现借款分别为 85.06 亿元、33.95 亿元和 20.89 亿元，借款利率介于 0.75%-6.00%，公司借款构成偏短期，同期末短期借款、一年内到期的长期借款、长期借款分别为 76.98 亿元、16.55 亿元和 53.91 亿元，分别占银行借款总额的 52.21%、11.22%和 36.56%。

图表 24. 截至 2021 年末，公司银行借款构成（单位：亿元）

借款类别	保证借款	信用借款	贴现借款	抵押保证借款	抵押借款	质押保证借款	质押借款	应付利息	合计	利率区间
短期借款	48.38	3.12	20.89	4.50	—	—	—	0.08	76.98	1.10%-4.35%
一年内到期的长期借款	3.62	0.26	—	6.52	1.60	1.31	3.20	0.02	16.55	0.75%-6.00%
长期借款	33.06	2.38	—	22.93	2.60	3.19	6.20	0.11	53.91	0.75%-6.00%
合计	85.06	5.76	20.89	33.95	4.20	4.50	9.40	0.21	147.44	0.75%-6.00%

资料来源：太阳纸业

从综合融资成本来看，该公司 2021 年和 2022 年第一季度分别约为 3.83%和 3.89%，整体有所上升。从期限结构看，公司 2022 年 3 月末短期刚性债务占比达 64.70%，即期偿付压力较大。

图表 25. 公司 2022 年 3 月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	24.98	2.48	2.40	4.19	5.11
3%-4%（不含 4%）	34.70	4.17	1.42	0.71	—

⁹ 可转债发行规模为 12.00 亿元，发行费用 0.20 亿元（不含税），在发行日采用类似不具有转换选择权债券的市场利率 5.80%来估计该等债券负债成份的公允价值为 9.45 亿元，负债成份的公允价值净额 9.30 亿元；发行金额扣除负债成份的公允价值的剩余部分 2.55 亿元作为权益成份的公允价值，权益成份的公允价值净额 2.50 亿元，计入其他权益工具。

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
4%~5%(不含5%)	46.76	10.78	7.31	11.25	12.71
5%~6%(不含6%)	1.44	1.20	1.20	—	—
6%~7%(不含7%)	—	0.24	0.24	0.36	—
合计	107.89	18.87	12.58	16.50	17.82

资料来源：太阳纸业

注：不包含应付票据。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 26. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
营业周期(天)	63.83	66.50	72.48	83.36	63.57	—
营业收入现金率(%)	113.29	119.51	118.98	123.88	112.45	108.16
业务现金收支净额(亿元)	41.49	49.14	51.73	70.66	56.42	12.92
其他因素现金收支净额(亿元)	-3.82	-4.37	-4.87	-4.50	-7.13	-2.57
经营环节产生的现金流量净额(亿元)	37.67	44.78	46.86	66.16	49.29	10.35
EBITDA(亿元)	45.22	45.89	46.47	43.38	58.30	—
EBITDA/刚性债务(倍)	0.44	0.38	0.35	0.30	0.36	—
EBITDA/全部利息支出(倍)	7.24	5.93	7.67	6.83	7.65	—

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。

2021年度及2022年第一季度，该公司营业收入现金率分别为112.45%和108.16%，现金回笼情况仍处于良好水平；经营环节现金流量净额分别为49.29亿元和10.35亿元，同比分别下降25.50%和46.55%，主要是当期购买原材料的采购支出较大所致。跟踪期内公司新增产能规模较大，经营环节资金占用量增加较多，净回笼资金量下降较明显。

2021年，该公司EBITDA为58.30亿元，较上年增加34.39%。公司EBITDA主要由利润总额和固定资产折旧构成，占比分别为57.96%和29.64%。随着EBITDA的增加，EBITDA对债务及利息的保障程度均有所上升。公司2021年EBITDA/刚性债务、EBITDA/利息支出分别为0.36倍和7.65倍。

(2) 投资环节

图表 27. 公司投资环节现金流量状况(单位：亿元)

主要数据及指标	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-0.32	0.00	0.50	-0.34	0.01	-13.05

主要数据及指标	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
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	-39.56	-30.26	-40.91	-62.91	-72.34	-14.34
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.19	-0.13	-0.70	0.43	0.07	-0.05
投资环节产生的现金流量净额	-39.69	-30.38	-41.12	-62.61	-72.26	-27.38

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，跟踪期内投资性现金净流量依然保持较大的净流出额，2021年度及2022年第一季度分别为72.26亿元和27.38亿元，同比分别增加15.40%和34.35%。其中，2021年净流出增长原因主要系建设广西北海350万吨林浆纸一体化项目支付的现金增加，致使投资产生的现金流出增加；2022年第一季度增长主要系公司子公司南宁太阳收购广西六景支付的现金增加所致。

(3) 筹资环节

图表 28. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
权益类净融资额	-3.26	-10.61	-7.19	-7.23	-2.74	-1.46
债务类净融资额	15.74	-14.69	7.99	3.37	30.70	15.13
其中：现金利息支出	5.90	10.61	7.52	7.23	7.94	1.46
筹资环节产生的现金流量净额	12.48	-25.31	0.80	-3.87	27.96	13.67

资料来源：根据太阳纸业所提供数据整理。

该公司权益类融资额呈净流出状态，主要为分配股利及利润等。2021年权益类净融资额净流出较上年减少4.49亿元，主要系当年公司由于股权激励吸收投资现金5.20亿元。公司债务类融资主要为银行借款、融资租赁款及发行债券等，2021年及2022年第一季度，公司债务类净融资额较上年同期分别增长27.33亿元和8.96亿元，主要是随着广西基地项目推进，对外融资增长所致。2021年度及2022年第一季度，公司筹资活动产生的现金净流量分别为27.96亿元和13.67亿元。现阶段公司在建和拟建项目投资规模较大，后续仍需较大的资本投入，预计未来融资需求将进一步上升。

4. 资产质量

图表 29. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2017年末	2018年末	2019年末	2020年末	2021年末	2022年3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	104.29	107.83	112.33	100.01	112.51	115.13
	40.02	36.52	34.78	27.88	26.32	25.88
其中：货币资金（亿元）	24.37	19.71	25.35	29.70	34.68	30.68
应收票据（含应收款项融资，亿元）	38.78	37.89	35.32	16.39	11.36	10.66
应收款项（亿元）	16.45	14.64	16.07	16.10	17.87	28.04

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
预付款项 (亿元)	4.87	7.31	4.18	3.46	5.55	7.13
存货 (亿元)	15.25	21.68	24.56	28.97	35.06	30.80
其他流动资产 (亿元)	2.86	5.21	5.03	4.65	6.49	6.76
非流动资产 (亿元, 在总资产中占比%)	156.28	187.40	210.62	258.66	314.87	329.71
	59.98	63.48	65.22	72.12	73.68	74.12
其中: 固定资产 (亿元)	108.82	166.18	166.96	209.54	279.22	285.54
在建工程 (亿元)	34.54	6.37	25.42	24.35	2.94	12.32
无形资产 (亿元)	6.64	8.60	8.62	10.23	12.74	15.77
期末全部受限资产账面金额 (亿元)	39.49	43.64	29.72	32.38	29.87	26.32
受限资产账面余额/总资产 (%)	15.16	14.78	9.20	9.03	6.99	5.92

资料来源: 根据太阳纸业所提供数据整理。

随着经营规模扩大及在建项目的推进, 该公司资产总额保持增长。2021 年末及 2022 年 3 月末, 公司资产总额分别为 427.37 亿元和 444.84 亿元。从资产期限结构来看, 跟踪期内公司资产仍主要集中于非流动资产, 同期末非流动资产占比分别为 73.68%和 74.12%。

从资产构成来看, 2021 年末公司流动资产为 112.51 亿元, 主要由货币资金、应收票据 (含应收款项融资)、应收账款和存货等构成, 年末余额分别为 34.68 亿元、11.36 亿元、17.87 亿元和 35.06 亿元, 分别占流动资产比重的 30.82%、10.10%、15.88%和 31.17%。2021 年末, 货币资金中使用受限的货币资金为 16.95 亿元, 占货币资金比重的 48.87%, 受限货币资金主要为银行承兑汇票保证金、信用证保证金、贷款保证金和票据池保证金存款等; 应收票据 (含应收款项融资) 均为银行承兑汇票; 应收账款规模较稳定, 其中账龄为一年以内的应收账款占比约为 97.21%。应收账款前五名合计金额为 6.85 亿元, 占应收账款比重的 36.08%, 集中度较上年有所提高, 公司累计计提应收账款坏账准备 1.12 亿元, 计提比例为 5.88%; 同年末, 公司存货较上年末增长 21.05%, 主要系自制半成品及库存商品的增多所致, 其中原材料、库存商品、消耗性生物资产、自制半成品分别为 16.99 亿元、13.00 亿元、3.39 亿元和 1.14 亿元, 分别占存货比重的 48.46%、37.08%、9.67%和 3.25%, 同年末, 公司累计计提存货跌价准备 0.17 亿元。此外, 2021 年末, 公司预付账款为 5.55 亿元, 较上年末增加 60.62%, 主要系预付原材料采购款增加所致; 其他应收款为 1.50 亿元, 较上年末增长 97.67%, 主要系工程及设备款、股权回购款和材料款等增加所致; 其他流动资产为 6.49 亿元, 较上年末增长 39.77%, 主要为待抵扣进项税额和预缴所得税增长所致。

2021 年末, 该公司非流动资产 314.87 亿元, 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, 占比分别为 88.68%、0.93%、4.04%和 3.66%。同年末, 公司固定资产为 279.22 亿元, 较上年末增长 33.25%, 主要系在建工程项目陆续完工转资增加所致; 公司固定资产主要由机器设备和房屋建筑等构成, 2021 年公司计提折旧 17.27 亿元; 同年末, 公司在建工程为 2.94 亿元, 较上年末减少 21.41

亿元，主要系广西北海 350 万吨林浆纸一体化项目完工转资至固定资产¹⁰所致；无形资产为 12.74 亿元，主要为土地使用权等；同年末其他非流动资产为 11.53 亿元，较上年增长 43.18%，主要系预付土地出让金¹¹和预付工程及设备款的增加所致，此外，2021 年末，公司长期待摊费用较上年末增长 1.04 亿元，主要系银团贷款参与费及境外贷款保险费的增加所致。

2022 年 3 月末，应收账款较年初增长 56.97%至 28.04 亿元，预付款项较年初增长 28.45%至 7.13 亿元，主要系新增产能投产及产销规模的扩大所致；由于年产 5 万吨特种纸搬迁升级改造项目、年产 3.4 万吨超高强度特种纸项目和年产 15 万吨生活用纸项目的陆续开工，在建工程较年初增长 318.72%至 12.32 亿元。

截至 2021 年末，该公司受限资产账面余额合计 29.87 亿元，占总资产的 6.99%。

图表 30. 公司 2021 年末受限资产情况（亿元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	16.95	用于银行承兑汇票、信用证、贷款及票据池保证金等
应收款项融资	2.97	票据池质押，用于保证借款、质押借款
固定资产	3.39	用于抵押保证借款及抵押借款
无形资产	6.55	用于抵押保证借款及抵押借款
合计	29.87	—

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 31. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动比率（%）	89.55	77.22	78.85	69.44	62.94	63.07
速动比率（%）	72.27	56.46	58.68	46.93	40.22	42.29
现金比率（%）	54.23	41.25	42.64	32.00	25.75	22.65

资料来源：根据太阳纸业所提供数据整理。

该公司债务短期化程度高，加之生产技术装备投入规模大并处于持续投入过程中，长期资产在总资产中占比很高，故而资产流动性明显偏弱，2021 年末及 2022 年 3 月末流动比率分别仅为 62.94%和 63.07%，速动比率分别仅为 40.22%和 42.29%。但公司规模化经营优势较突出，经营环节现金净回笼能力较强，加之可用授信规模较大，可在一定程度上缓解其流动性压力。同期末公司现金比率分别为 25.75%和 22.65%。

6. 表外事项

截至 2022 年 3 月末，该公司无重大未决诉讼或仲裁形成的或有负债。

¹⁰ 广西北海 350 万吨林浆纸一体化项目于 2021 年底完工，2022 年初陆续投产。

¹¹ 主要为广西太阳竞买土地所预付的土地出让金。

截至 2022 年 3 月末，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。2021 年末，母公司资产总额 292.83 亿元，占合并口径资产总额的 68.52%，负债总额 151.59 亿元，资产负债率为 51.77%，负债经营程度较为适中。但母公司债务期限结构欠佳，年末流动负债占比约为 82.88%，即期偿债压力较大。2021 年母公司实现营业收入 137.25 亿元，占合并口径的 42.89%；同期经营性现金流量净额 15.31 亿元，现金流入情况较好，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 2022 年 3 月末共获得的综合授信额度 286.88 亿元，其中贷款授信额度 220.48 亿元，已使用的贷款授信为 142.28 亿元，尚未使用授信为 144.60 亿元，其中贷款授信额度 78.20 亿元。

图表 32. 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）	286.88	220.48	142.28	0.75%-6.00%	保证、信用、抵押
其中：国家政策性金融机构（亿元）	21.10	21.10	15.25	2.70%-6.00%	保证、抵押
工农中建交五大商业银行（亿元）	103.35	65.85	59.74	3.10%-4.75%	保证、抵押
其中：五大商业银行占比（%）	36.03	29.87	41.99	-	-

资料来源：根据太阳纸业所提供数据整理（截至 2022 年 3 月 31 日）。

附带特定条款的债项跟踪分析

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 个工作日内，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。

跟踪评级结论

该公司为民营上市公司，跟踪期内公司股权结构保持稳定。

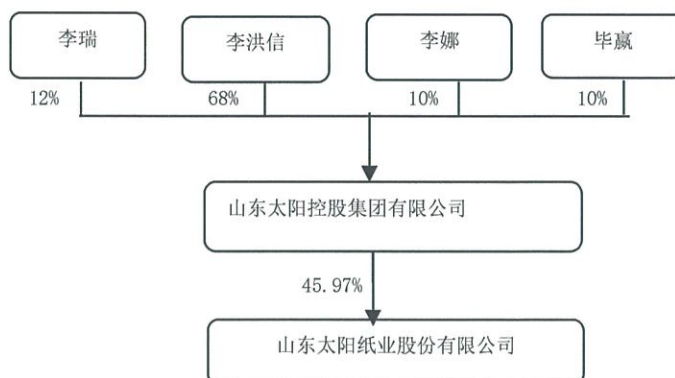
该公司为我国综合性造纸龙头企业之一，产品种类丰富。受益于行业景气度提升及新增产能释放，2021 年公司产销规模扩大，营业收入及利润大幅增长。主要受

木浆、煤炭等原材料价格大幅上涨并高位运行等因素影响，公司主业毛利率持续下滑至目前的较低水平。现阶段公司仍积极推动在建产能建设，存在一定的投融资压力及产能释放压力。

跟踪期内，该公司产能建设支出较多，产销规模扩大，债务规模保持增长，但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，短期刚性债务占比仍较高，且可动用货币资金相对有限。公司经营环节资金净回笼能力较强，且尚未使用的银行贷款授信规模较大，可在一定程度上缓解其流动性压力。

附录一：

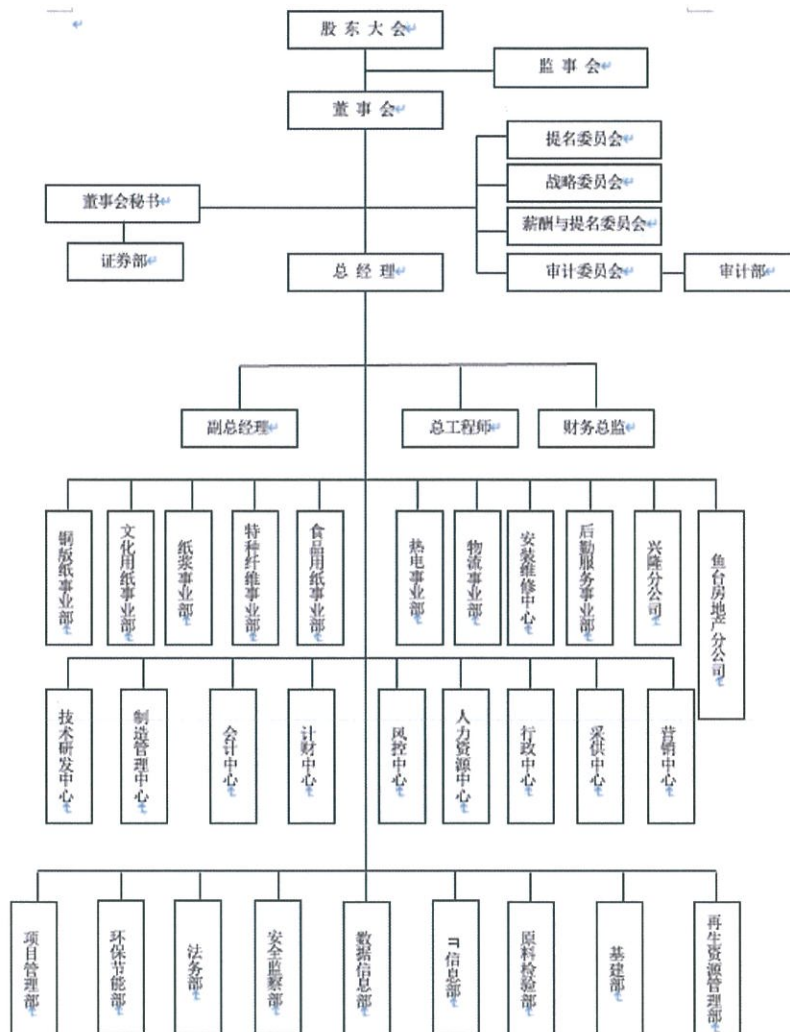
公司与实际控制人关系图



注：根据太阳纸业提供的资料绘制（截至 2022 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 2022 年 3 月末）。

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	2021 年 (末) 主要		
					刚性债务余额	所有者权益	营
山东太阳纸业股份有限公司	太阳纸业	母公司	-	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	108.40	141.24	
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	3.28	8.66	
兖州天章纸业有限公司	天章纸业	子公司	100.00	生产销售双胶纸、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	22.06	15.93	
山东太阳宏河纸业有限公司	太阳宏河	子公司	100.00	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	17.38	43.60	

注：根据太阳纸业 2021 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]	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
资产总额 [亿元]	322.95	358.66	427.37	444.84
货币资金 [亿元]	25.35	29.70	34.68	30.68
刚性债务[亿元]	138.31	146.80	178.65	186.33
所有者权益 [亿元]	147.00	162.39	188.14	194.87
营业收入[亿元]	227.63	215.89	319.97	96.67
净利润 [亿元]	21.98	19.68	29.67	6.76
EBITDA[亿元]	46.47	43.38	58.30	—
经营性现金净流入量[亿元]	46.86	66.16	49.29	10.35
投资性现金净流入量[亿元]	-41.12	-62.61	-72.26	-27.38
资产负债率[%]	54.48	54.72	55.98	56.19
权益资本与刚性债务比率[%]	106.28	110.61	105.31	104.58
流动比率[%]	78.85	69.44	62.94	63.07
现金比率[%]	20.18	32.00	25.75	22.65
利息保障倍数[倍]	4.96	4.57	5.33	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	72.48	83.36	63.57	—
毛利率[%]	22.54	19.44	17.37	13.97
营业利润率[%]	11.00	10.75	10.62	7.49
总资产报酬率[%]	10.19	8.52	10.33	—
净资产收益率[%]	16.08	12.72	16.93	—
净资产收益率*[%]	16.04	12.72	16.97	—
营业收入现金率[%]	118.98	123.88	112.45	108.16
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	33.22	46.19	30.54	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	3.33	1.91	-10.55	—
EBITDA/利息支出[倍]	7.67	6.83	7.65	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.35	0.30	0.36	—

注：表中数据依据太阳纸业经审计的 2019~2021 年度及未经审计的 2022 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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等级	含义	
A等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	3
		市场竞争	2
		盈利能力	2
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	2
		会计政策与质量	1
		现金流状况	3
		负债结构与资产质量	2
		流动性	7
	个体风险状况		2
	个体调整因素调整方向		不调整
	调整后个体风险状况		2
外部支持	支持因素调整方向		不调整
主体信用等级			AA ⁺

附录七：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2010年7月30日	AA/稳定	朱侃、陈鸿亮	新世纪评级方法总论(2012)	报告链接
	评级结果变化	2017年6月13日	AA*/稳定	王婷亚、陈思阳	新世纪评级方法总论(2012) 造纸行业信用评级方法(2014) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2021年6月18日	AA*/稳定	李一、贾飞宇	新世纪评级方法总论(2012) 造纸行业信用评级方法(2018版) 工商企业评级模型(造纸)MX-GS008(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年6月14日	AA*/稳定	王婷亚、熊桦	新世纪评级方法总论(2012) 造纸行业信用评级方法(2018版) 工商企业评级模型(造纸)MX-GS008(2019.8)	-
太阳转债	历史首次评级	2017年6月13日	AA*	王婷亚、陈思阳	新世纪评级方法总论(2012) 造纸行业信用评级方法(2014) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2021年6月18日	AA*	李一、贾飞宇	新世纪评级方法总论(2012) 造纸行业信用评级方法(2018版) 工商企业评级模型(造纸)MX-GS008(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年6月14日	AA*	王婷亚、熊桦	新世纪评级方法总论(2012) 造纸行业信用评级方法(2018版) 工商企业评级模型(造纸)MX-GS008(2019.8)	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

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

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。