

远东资信评估有限公司

远东跟踪（2022）0042 号

广西金桂浆纸业有限公司及相关债券 2022 年跟踪评级信用等级通知书

广西金桂浆纸业有限公司：

远东资信评估有限公司对贵公司及“20 金桂 01”、“20 金桂 02”、“21 金桂 01”进行了跟踪评级。经远东资信评估有限公司信用评级委员会审定，维持贵公司主体信用等级为 AA⁺，评级展望稳定；维持“20 金桂 01”、“20 金桂 02”、“21 金桂 01”的信用等级为 AA⁺。

特此通知

远东资信评估有限公司
评级总监：[Signature]
二〇二二年六月二十九日

广西金桂浆纸业有限公司及相关债券 2022 年跟踪评级报告

远东跟踪（2022）0042 号



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

二〇二二年六月

广西金桂浆纸业有限公司及相关债券 2022 年跟踪评级报告

远东跟踪 (2022) 0042 号

评级结果

主体	信用等级	评级展望	评级时间
上次评级	AA ⁺	稳定	2021.10.15
本次评级	AA ⁺	稳定	2022.06.29

债券简称	存续余额 (亿元)	债券期限 (年)	首次评级	本次评级
20 金桂 01	8.00	5	AA ⁺	AA ⁺
20 金桂 02	8.00	5	AA ⁺	AA ⁺
21 金桂 01	4.00	5	AA ⁺	AA ⁺

主要财务数据

人民币：亿元	2019	2020	2021	2022.03
资产总额	233.35	285.38	316.75	339.25
所有者权益	112.75	130.85	161.09	163.69
总债务	50.23	86.50	111.96	127.84
营业收入	132.67	140.41	142.56	29.69
净利润	6.42	15.95	16.62	2.21
EBITDA	15.31	25.58	28.56	--
营业利润率(%)	5.50	12.97	13.52	8.70
净资产收益率(%)	5.89	13.10	11.39	--
资产负债率(%)	51.68	54.15	49.14	51.75
总债务资本化比率(%)	30.82	39.80	41.00	43.85
流动比率(%)	90.22	125.82	151.42	141.39
EBITDA 利息保障倍数(倍)	6.23	11.41	6.78	--
总债务/EBITDA(倍)	3.28	3.38	3.92	--

数据来源：公司 2019~2021 年审计报告及 2022 年 3 月未经审计财务报表。

分析师：刘广华 liuguanghua@fcr.com.cn

陈苏萌 chensumeng@fcr.com.cn

电话：010-57277666 021-65100651

网址：www.sfcr.com

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

评级观点

跟踪期内，广西金桂浆纸业有限公司（以下简称“公司”）作为金光纸业（中国）投资有限公司（以下简称“金光纸业”）在中国布局的浆纸一体化重要生产基地之一，继续保持其在行业地位、金光纸业统购统销等方面的综合竞争优势，营业收入和利润总额有所增长，随着新增产能的投产，公司未来市场占有率有望进一步提升。

远东资信评估有限公司（以下简称“远东资信”）同时关注到，跟踪期内关联交易规模较大，原材料价格波动性较强，在建扩产项目待投资金额仍较大，应收账款规模进一步增长，公司债务负担持续加重、面临一定的短期集中偿债压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

综上，远东资信维持广西金桂浆纸业有限公司的主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定；维持“20 金桂 01”、“20 金桂 02”、“21 金桂 01”的信用等级为 AA⁺。

优势

- 公司作为金光纸业在中国布局的浆纸一体化重要生产基地之一，主营仍以纸浆和白卡纸的生产与销售业务为主，其生产的白卡纸产品继续保持在国内具备较高市场知名度。
- 公司仍依托 APP 集团及金光纸业在国内外的销售网络及统一采购体系进行销售和采购，可一定程度节约公司销售、采购成本。
- 公司白卡纸产能国内领先，随着扩产项目第一期于 2021 年底投产，公司白卡纸产能提升至 190 万吨/年，未来市场占有率有望进一步提升。

关注

- 公司销售及采购以关联交易为主，关联应收账款增长较多，需关注关联交易定价及款项回收风险。
- 为应对原材料价格波动以及扩建项目投产，公司增加原材料储备，预付账款及存货规模进一步增长，近年经营性及投资性现金净流出较多，存在一定的资金压力。
- 公司在建扩产项目待投资金额仍较大，面临较大的资本支出压力。
- 随着白卡纸扩产项目继续推进，以及储备原材料需求的增加，公司债务负担持续加重，且仍以短期债务为主，短期债务偿付面临较大的资金压力。

信用评级报告声明

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

一、公司概况

2021 年及 2022 年 1~3 月，广西金桂浆纸业有限公司（以下简称“广西金桂”或“公司”）控股股东金光纸业（中国）投资有限公司（以下简称“金光纸业”）以货币形式向公司合计增资 14.15 亿元。截至 2022 年 3 月末，公司注册资本增至 142.05 亿元，实收资本增至 120.74 亿元，其中金光纸业持股比例增至 97.59%，钦州市华晖林业有限责任公司（以下简称“华晖林业”）持股比例调整 2.41%，金光纸业仍系公司控股股东，自然人黄志源先生通过境外设立的信托对公司行使控制权（见附录 1），仍系公司实际控制人。

跟踪期内，公司纳入合并范围内子公司仍为系金桂贸易（香港）有限公司（以下“金桂香港”）1 家，未发生变化。

截至 2021 年末，广西金桂总资产 316.75

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

截至 2022 年 3 月末，广西金桂总资产 339.25 亿元，较年初增加 7.10%，所有者权益合计 163.69 亿元；2022 年 1~3 月广西金桂实现营业收入 29.69 亿元，净利润 2.21 亿元。

二、跟评债券概况

经中国证券监督管理委员会证监许可【2019】837 号文核准批复，公司可分期发行面值不超过 20.00 亿元的公司债券。公司分别于 2020 年 4 月、12 月及 2021 年 11 月发行了“20 金桂 01”、“20 金桂 02”、“21 金桂 01”三期债券，共募集资金 20.00 亿元，具体情况见下表：

表 1：截至 2022 年 3 月末公司跟评债券概况

单位：亿元、%、年

债券名称	债券简称	发行时间	发行规模	债券余额	票面利率	期限	资金使用情况
广西金桂浆纸业有限公司 2020 年公开发行公司债券（面向合格投资者）（第一期）	20 金桂 01	2020.04.30	8.00	8.00	7.50	5 (2+2+1)	6.97 亿元用于偿还公司有息债务，9.03 亿补充流动资金
广西金桂浆纸业有限公司 2020 年公开发行公司债券（面向合格投资者）（第二期）	20 金桂 02	2020.12.16	8.00	8.00	7.50	5 (2+2+1)	
广西金桂浆纸业有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）	21 金桂 01	2021.11.02	4.00	4.00	7.45	5 (2+2+1)	0.97 亿元用于补充流动资金，3.029 亿元用于偿还有息债务
合 计	-	-	20.00	20.00	-	-	-

资料来源：公司提供，远东资信整理

截至 2022 年 3 月末，“20 金桂 01”及“20 金桂 02”募集资金均已全部用于归还公司有息债务和用于补充流动资金；“21 金桂 01”募集资金中 0.97 亿元用于补充流动资金，3.029 亿元用于偿还有息债务。

以上三期债券均为按年度付息，并均于

第二年末和第四年末附发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。截至本报告出具日，公司已于 2021 年 4 月 30 日、2022 年 4 月 30 日足额支付“20 金桂 01”各期利息，下一付息日为 2023 年 4 月 30 日；2022 年渤海银行对持有的“20 金桂 01”选择回售 1.60 亿，公司对该 1.60 亿在 2022 年 5 月 6 日至

2022年6月2日按照相关规定办理回售债券的转售,完成转售数量为1,600,000张,转售价格为100.6575元/张,余额仍为8.00亿元。

公司已于2021年12月16日足额支付“20金桂02”当期利息,下一个付息日为2022年12月16日。“21金桂01”第一个付息日为2022年11月2日,尚未到付息日。

三、运营环境

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

根据国家统计局公布的数据,2021年国内生产总值114.37万亿元,按不变价格计算,比上年增长8.1%,与市场预期数据基本相符。其中,最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口对经济增长的贡献率分别为65.4%、13.7%、20.9%。从投资方面来看,2021年全年固定资产投资54.45万亿元,较上年增长4.9%。其中上半年固定资产投资增速稳步恢复,同比增长12.6%,两年平均增速4.5%,但下半年投资增速出现下滑,两年增速下降至3.9%,且固定资产投资结构分化明显。房地产投资方面,2021年一季度房地产开发景气度较高,但自6月受到恒大事件影响,叠加融资“三条红线”、房地产贷款“两个上限”、土地供应“两集中”管理体系的政策监管落地,房地产行业企业融资环境收紧,房地产投资明显走弱,2021年房地产开发投资同比增长4.4%。基建投资方面,上半年基建投资增速

7.8%,增速相对温和;7月银保监会出台“15号文”,基建投资增速明显放缓,2021年全年增长仅0.4%。基建投资在疫情时期作为经济托底手段,随着城镇化率的提高及政府债务的约束,未来整体将保持平稳,面向重点区域和重点领域投资,不再以城镇和土地为核心,将由老基建向新基建领域倾斜。制造业投资方面,2021年制造业投资同比增长13.5%,成为推动固定资产投资增长的主要驱动力。一方面受益于工业经济持续稳定恢复,企业盈利的稳步积累。2021年全国规模以上工业企业利润总额同比增长34.3%,两年平均增长18.2%;在41个工业大类行业中,有21个行业利润两年平均增速超过10%。另一方面受益于2021年我国加大对制造业的政策支持,减税降费、融资等政策向制造业倾斜,支持企业科技创新和传统产业改造升级。但分行业来看,制造业投资内部结构有所分化。其中,装备制造业、医药、能源、钢铁、化工等行业得益于出口持续强劲影响,投资景气度较高。中游制造业受原材料成本挤压压力,加之三季度以来能耗双控措施升级,投资景气度相对较低。

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

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

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

通过扩大内需战略，推进区域协调发展和新型城镇化，畅通国民经济循环，增强内需对经济增长的拉动力，发展是在应对挑战中持续前进。

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

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

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

表 2：2021 年我国纸浆、纸及纸板和纸制品生产和消费情况

单位：万吨、%

产品	生产量		消费量	
	数值	增速	数值	增速
纸及纸板	12,105.00	7.50	12,648.00	6.94

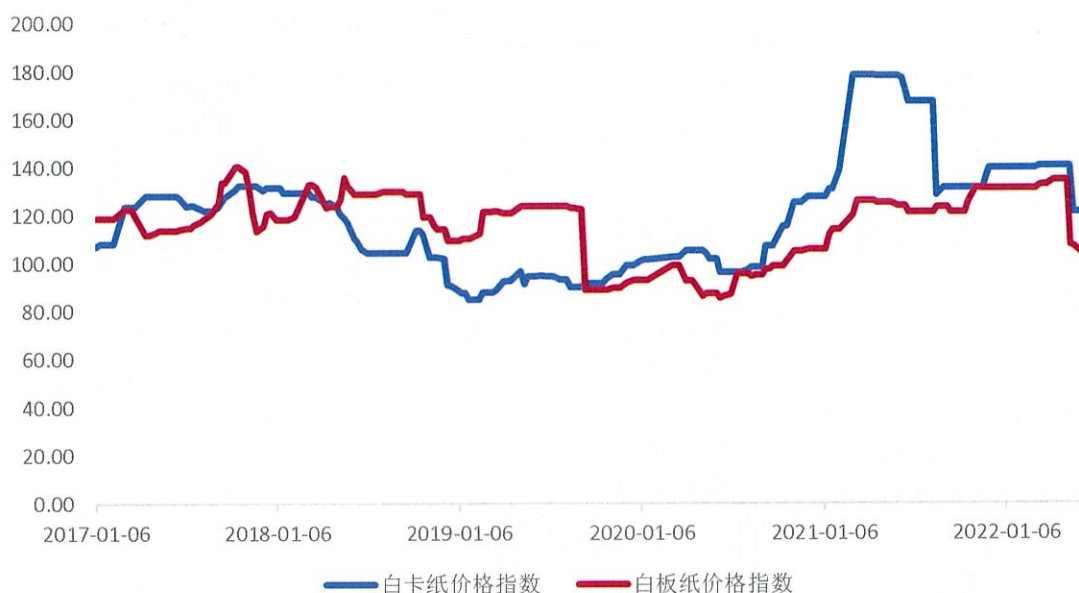
纸浆	8,177.00	2.37	11,010.00	7.94
纸制品	7,739.00	12.81	7,383.00	12.68
合计	28,021.00	-	31,041.00	--

资料来源：中国造纸协会发布，远东资信整理

从具体产品看，包装纸产品在造纸业总产值中占比较高，主要包括箱板纸、瓦楞纸和白卡纸，其中箱板纸和瓦楞纸为普通包装用纸，受消费品市场景气度影响较大。白卡纸属于较为高档的包装用纸，其下游需求集中在食品、烟酒类、医药、服装和化妆品行业等行业。2021 年以来，受益于快递零售行业消费

持续增长，白卡纸、箱板纸和瓦楞纸产销量均保持增长，同时，受能源双控和原材料废纸供应受限等因素影响，供给收紧，纸价呈持续上升态势。同时，限塑令的推出提供了以纸代塑的机会，白卡纸等细分纸种需求大幅增加。2020 年下半年以来白卡纸价格增长速度远超其他纸种，2021 年太阳纸业和金光纸业等白卡纸项目逐步投产，且行业内预期白卡纸未来投产产能规模较大，加之木浆价格下降，2021 年 6 月以来白卡纸价格快速回归。

图 1：近年来我国白卡纸价格指数



资料来源：Wind，远东资信整理

从成本端来看，文化纸和白卡纸原料以木浆为主，我国森林覆盖率低，林木资源较少，木浆进口依赖度高，2020 年进口木浆消耗量占比 63.17%，较 2019 年下降 1.5 个百分点，进口依存度小幅下降，其中，针叶木浆进口率接近 100%。木浆价格方面，2020 年初，受疫情影响，纸浆价格回落；2020 年第四季度至 2021 年一季度，资金面宽松，通货膨胀预期拉动大宗商品涨价，同时，文化纸及生活用纸需求旺盛，禁废令带来的长纤缺口需用木浆

替代，叠加海运费上涨影响，木浆价格攀升。自 2021 年二季度，因原材料价格高位运行，利润空间收窄，加之三季度能源双控工作开展，部分造纸企业停工停产，木浆需求持续疲弱，价格快速回落。2021 年第四季度至 2022 年一季度，受益于传统文化纸旺季带动需求恢复，且受疫情影响，国际运力短缺、海运费上涨，加之部分海外浆厂停机，国际供给收缩，推动了纸浆价格快速回升。

图 2：近年来我国各类纸浆价格指数



资料来源：Wind，远东资信整理

从行业政策来看，2020 年 11 月 25 日生态环境部、商务部、国家发改委、海关总署联合发布《关于全面禁止进口固体废物有关事项公告》，正式明确了从 2021 年 1 月 1 日起中国全面禁止进口固体废物。而我国造纸用原料(木浆、废纸和木片)对外依存度约在 50% 以上；其中，废纸方面，年废纸进口量占全球废纸贸易量的 40%，进口废纸制成的纸浆已占纸浆总量的 20%。国内取消废纸进口短期内加大造纸企业的成本压力，龙头企业纷纷在欧美、东南亚等地建设废纸浆生产产能，利用当地废纸纸浆，并输送至国内，进一步增加龙头企业竞争优势。

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

为响应国家节能减排号召，部分造纸企业停机，以限产去库存。造纸行业虽非“两高”行业，但仍受到限电影响，供给收缩。

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

四、业务运营

跟踪期内，公司仍主要从事纸浆和白卡纸的生产及销售，产品具有较高的品牌知名度，随着扩产项目第一期投产，公司白卡纸产能大幅提升，产能继续保持国内领先；但考虑到在建扩产项目投资金额较大，未来公司存在较大的资本支出压力；跟踪期内，公司营收规模较

稳定，但受原材料成本波动以及会计准则变化影响，综合毛利率小幅下滑；同时，仍需关注其关联交易风险

跟踪期内，公司仍主要从事纸浆和白卡纸的生产和销售。公司依托 APPChinaHoldingLtd(以下简称“APP 集团”)以及金光纸业在国内外进行集中采购与销售，2021 年公司营业收入为 142.56 亿元，同比上年较稳定。

从收入构成来看，公司收入仍主要由白卡纸、纸浆及纸浆、原材料贸易构成。具体看，2021 年公司纸浆及白卡纸业务的收入合计为 83.21 亿元，占营业收入比例分别为 58.37%，系公司主要的收入来源。白卡纸来料加工业务规模增长，主要来自于关联公司金东贸易

(香港)有限公司(以下简称“金东香港”)；公司与关联公司金东香港采取来料加工的业务模式，金东香港境外采购原材料，并委托公司加工，加工完成后，通过香港贸易公司销售给境外经销商，待回款后支付公司相应加工费。

公司其他业务主要包含纸浆和原材料贸易，2021 年实现收入 59.35 亿元，占比为 41.63%。

从毛利率来看，2021 年公司综合毛利率为 22.19%，同比有所下降，主要系原材料价格上升，以及根据新收入准则，原计入管理费用的运输费用调整计入营业成本所致。

2022 年 1~3 月公司实现营业收入 29.69 亿元，综合毛利率为 21.79%。

表 3：2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司各业务板块收入构成及毛利率情况

单位：亿元、%

业务名称		2019 年		2020 年		2021 年		2022 年 1~3 月	
		收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
营业收入									
纸浆		18.28	13.78	16.95	12.07	14.80	10.38	1.73	5.82
白卡纸	自营	56.97	42.94	65.46	46.62	62.38	43.76	15.23	51.29
	来料加工	0.96	0.72	0.48	0.34	6.03	4.23	2.33	7.85
其他 (纸浆、原材料贸易)		56.47	42.56	57.52	40.97	59.35	41.63	10.41	35.04
合计		132.67	100.00	140.41	100.00	142.56	100.00	29.69	100.00
毛利率									
纸浆		39.21		34.18		30.83		18.84	
白卡纸	自营	22.10		41.80		40.50		37.49	
	来料加工	64.75		61.53		62.53		23.21	
其他 (纸浆、原材料贸易)		0.49		0.12		-3.32		-1.02	
综合毛利率		15.57		23.87		22.19		21.79	

资料来源：公司提供，远东资信整理

截至 2021 年末，公司拥有 3 条纸浆生产线年产能 75 万吨，1 条白卡纸生产线即第一台纸机(PM1)，年产能 100 万吨，白卡纸产能位居国内前列。

2021 年公司纸浆及白卡纸(不含来料加工)产量分别为 100.85 万吨和 111.70 万吨，较上年略有下降，产能利用率仍维持在较高水平。白卡纸来料加工业务 2021 年及 2022 年 1~3 月产量分别为 14.06 万吨和 9.73 万吨。

表 4：2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司纸浆和白卡纸产能、产量及产能利用率情况

单位：万吨/年、万吨、%、元/吨

纸浆	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1~3 月
全年设计产能	75.00	75.00	75.00	75.00
产量	102.46	105.26	100.85	30.51
产能利用率	136.61	140.35	134.47	162.72
销量	48.31	50.28	44.90	5.61
销售均价	3,793.00	3,371.00	3,280.00	3,142.00
白卡纸*	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1~3 月
全年设计产能	100.00	100.00	100.00	190.00
产量	132.34	132.49	111.70	44.12
产能利用率	132.34	132.49	111.70	92.89
销量	133.82	129.85	124.35	50.43
销售均价	4,221.00	5,041.00	5,541.00	5,044.00
产销率	101.12	98.01	111.33	114.30

资料来源：公司提供，远东资信整理

注：1、售价均为不含税单价。

2、白卡纸业务产销量数据均为不包含来料加工。

产能扩张方面，公司目前在建项目 1 个，为年产 180 万吨高档纸板扩建项目（以下简称“扩建项目”），该项目已于 2019 年 9 月开工建设，包含两条年产 90 万吨的白卡纸生

产线，其中第一条生产线（PM2）已于 2021 年 12 月试产。截至 2022 年 3 月末，扩建项目总投资 87.79 亿元，累计已投资 30.995 亿元，该项目完工后将进一步提高公司白卡纸产能。

表 5：截至 2022 年 3 月末公司在建扩产项目情况

单位：亿元

项目名称	开工时间	计划总投资	已投资	预计投产时间
年产 180 万吨高档纸板扩建项目	2019 年 9 月	87.79	30.995	第一条生产线：2021 年 12 月已试产 第二条生产线：待定

资料来源：公司提供，远东资信整理

销售方面，公司生产的纸浆在满足自用的基础上对外进行销售，销售对象仍主要系金光纸业旗下其他生产公司。2021 年公司纸浆销量为 44.90 万吨，较上年有所减少，销售均价为 3,280.00 元/吨。2022 年 1~3 月纸浆销售均价为 3,142.00 元/吨，销售价格有所下降。

公司白卡纸仍主要依托 APP 集团在国内外的销售网络进行销售，其国内主要依托金光纸业旗下销售公司进行销售。2021 年公司白卡纸（不含来料加工）销售量为 124.35 万吨，受益于 2020 年来白卡纸产品市场景气度提升，公司白卡纸产品均价近年持续增长，

2021 年销售均价为 5,541.00 元/吨，同比上涨 9.92%。2021 年下半年以来白卡纸价格有所回落，2022 年 1~3 月，公司白卡纸销售均价为 5,044.00 元/吨。此外，2021 年及 2022 年 1~3 月，公司白卡纸来料加工业务销量分别为 11.87 万吨和 9.46 万吨。

公司前五大客户集中度较高，且主要系关联方，具体见下表。2021 年向关联方销售商品合计 62.93 亿元，主要系对宁波金光纸业贸易有限公司（以下简称“宁波金光贸易”）的销售。

表 6：2021 年公司前五大客户销售情况

单位：万吨、万元、%

客户名称	销售产品	销售量	销售金额	销售金额占比	是否为关联方
客户一	工业用纸	110.18	607,452.20*	42.61	是
客户二	纸浆	36.75	162,766.60	11.42	否
客户三	纸浆	32.04	122,700.36	8.61	否
客户四	纸浆	22.36	74,188.11	5.20	否
客户五	纸浆	12.95	65,694.30	4.61	否
合计	-	214.27	1,032,802.00	72.45	--

注：1、销售金额占比=对客户销售金额/当期公司营业收入。

2、宁波金光纸业贸易有限公司 2021 年销售金额不包括扩建项目第一台纸机 PM2 的销量。

资料来源：公司提供，远东资信整理

采购方面，公司生产所需原料仍依托金光纸业统一进行采购，在确定各类原料用量后，由金光纸业与供应商确定采购价格，公司根据以上确定采购价格与供应商签订采购合同。2021 年 6 月份开始，公司除了为二期正常生产的第一台纸机（PM1）的生产正常备原材料（浆）外，也同时着手为扩建项目的第一

台纸机（PM2）建成投产提前备浆原材料，主要原材料采购量有所增长。跟踪期内，受原材料价格波动增长影响，公司主要原材料采购成本均有所上升，利润空间收窄，其中 2021 年木片采购均价同比增长 84.50%，因此公司调整了原材料采购结构，减少了对木片的采购量，相应增加了木浆及原木的采购量。

表 7：2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司主要原材料采购情况

单位：万吨、元/吨、亿元

产品名称	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1~3 月
原木	采购量	46.55	58.69	68.22
	采购均价	478.41	550.00	642.54
	采购总额	2.23	3.23	4.38
木片	采购量（万湿吨）	191.94	165.40	73.21
	采购均价	508.74	464.12	856.30
	采购总额	9.76	7.68	6.27
木浆	采购量	63.91	43.48	76.19
	采购均价	3,993.30	3,457.23	4,295.55
	采购总额	25.52	15.03	32.73
煤	采购量	129.82	118.40	120.29
	采购均价	427.02	430.45	656.01
	采购总额	5.54	5.10	7.89

资料来源：公司提供，远东资信整理

受金光纸业统一采购模式影响，公司向关联方采购占比较高，从前五大供应商情况看，2021 年公司向前五大供应商采购金额合

计分别为 75.92 亿元，占采购总额比例为 61.44%，前五大供应商集中度较高；其中 2021 年向关联方购买商品合计 66.64 亿元。

表 8：2021 年公司前五大供应商情况

单位：万元、%

供应商名称	供应产品	采购金额	采购金额占比*	是否为关联方
供应商一	木浆	354,198.38	28.66	关联方
供应商二	木浆	149,383.96	12.09	关联方
供应商三	木浆、木片	96,127.95	7.78	非关联
供应商四	木浆	81,108.32	6.56	非关联
供应商五	木浆	78,395.91	6.34	关联方
合计	--	759,214.52	61.44	--

资料来源：公司提供，远东资信整理
注：分母为公司总采购量（含税）。

整体看，受公司业务模式影响，跟踪期内公司向关联方销售、采购商品金额仍较大，未来需对其关联交易风险保持关注。

环保方面，公司厂房采用密闭式结构，能

有效降低周边噪音污染。公司拥有自建的污水处理厂，可满足自身生产过程中污水处理所需，从公司主要排放指标来看，公司实际排放情况均优于制浆造纸行业废水排放指标。

表 9：公司主要排放指标情况

单位：mg/L

废水排放指标	CODcr（化学耗氧量）	BODs（生物耗氧量）	SS（固体悬浮物）
造纸工业污染物排放标准（GB3544-2001）	≤400	≤70	≤100
制浆造纸工业水污染物排放标准（GB3544-2008）	≤90	≤20	≤30
公司实际排放指标	30~47	5~8	10~15

资料来源：公司提供，远东资信整理

五、财务分析

本次评级以广西金桂提供的 2019~2021 年经审计的财务报表以及 2022 年 3 月未经审计的财务报表作为财务分析基础。广西金桂 2019~2021 年财务报表均由安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计，且均出具了标准无保留意见的审计报告。

得益于股东增资及利润积累，跟踪期内公司资本实力进一步增强；但随着扩产项目投资建设的推进，公司债务规模持续扩大，加之有息债务以短期债务为主，面临一定的短期偿付压力

资本结构

受益于股东注资以及利润积累，跟踪期内公司资本实力进一步增强。2021 年末公司

所有者权益为 161.09 亿元，同比增长 23.11%，其中，实收资本增至 120.34 亿元，同比增长 12.90%，系控股股东金光纸业注资 13.75 亿元所致。同时，受益于利润的累积，未分配利润增至 34.26 亿元。

2021 年末公司负债总额为 155.67 亿元，较上年变化不大，负债结构仍以流动负债为主，其中 2021 年末公司流动负债占比 66.46%，较上年有所下降。

公司流动负债主要由短期借款、应付票据及应付账款、预收款项、合同负债、其他应付款及一年内到期的非流动负债构成。2021 年末短期借款 27.99 亿元，其中由金光纸业提供担保的保证借款 17.66 亿元，以应收账款、应收票据、信用证以及关联方资产作为质押物的质押借款 6.90 亿元，以及信用借款 3.43 亿元。公司以银行承兑汇票、信用证为主要结

算方式，近年来公司应付票据及应付账款总体保持增长，2021 年末合计为 43.54 亿元。2021 年末公司预收账款重分类至合同负债，金额为 12.02 亿元，主要系预收的关联公司宁波金光贸易的纸产品销售货款。公司其他应

付款为 6.66 亿元，较上年末大幅减少，主要系当年支付现金股利 24.94 亿元所致。一年内到期的非流动负债 9.69 亿元，其中一年内到期的长期借款、长期应付款、租赁负债分别为 3.24 亿元、2.68 亿元和 3.30 亿元。

表 10：2019~2021 年末及 2022 年 3 月末公司负债及权益构成情况

单位：亿元、%

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比	余额	占比
短期借款	18.59	15.42	21.03	13.61	27.99	17.98	27.38	15.60
应付票据	19.26	15.97	21.64	14.00	28.19	18.11	39.76	22.65
应付账款	17.65	14.64	18.29	11.84	15.35	9.86	12.43	7.08
预收款项	13.88	11.51	10.62	6.87	-	-	-	-
合同负债	-	-	-	-	12.02	7.72	22.55	12.84
其他应付款	29.95	24.84	28.70	18.57	6.66	4.28	6.31	3.60
一年内到期的非流动负债	4.76	3.95	6.11	3.95	9.69	6.23	10.97	6.25
流动负债合计	109.59	90.87	116.01	75.08	103.45	66.46	119.70	68.18
长期借款	1.56	1.29	8.61	5.57	18.10	11.63	21.57	12.29
应付债券	--	--	15.62	10.11	19.61	12.60	20.95	11.93
租赁负债	-	-	-	-	4.74	3.05	4.74	2.70
长期应付款	2.52	2.09	7.97	5.16	3.63	2.33	2.46	1.40
递延所得税负债	6.93	5.75	6.31	4.09	6.13	3.94	6.13	3.49
非流动负债合计	11.01	9.13	38.51	24.92	52.21	33.54	55.85	31.82
负债合计	120.60	100.00	154.53	100.00	155.67	100.00	175.55	100.00
实收资本	87.37	77.49	106.59	81.45	120.34	74.70	120.74	73.76
盈余公积	3.10	2.75	4.68	3.57	6.32	3.92	6.32	3.86
未分配利润	22.05	19.56	19.40	14.83	34.26	21.27	34.26	20.93
归属于母公司所有者权益合计	112.60	99.87	130.69	99.87	160.92	99.89	163.52	99.90
所有者权益合计	112.75	100.00	130.85	100.00	161.09	100.00	163.69	100.00

资料来源：公司 2019~2021 年审计报告及 2022 年 3 月未经审计的财务报表，远东资信整理

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、租赁负债、长期应付款和递延所得税负债构成。2021 年末，公司长期借款 18.10 亿元，其中银团借款 18.32 亿元，系公司于 2020 年 4 月与中国进出口银行广西区分行、钦州市区农村信用合作联社和中信银行股份有限公司钦州分行等银行签订的总额为 46.20 亿元的银团贷款，由金光纸业提供担保，扩建项目土地、厂房及机器设备提供抵押担保，2021 年末公司已从上述银团贷款取得借款 18.30

亿元，2032 年到期；2021 年末，公司长期借款利率区间为 4.45%~4.70%。

2021 年末，公司应付债券为 19.61 亿元，系公司于 2020 年 4 月及 12 月发行的“20 金桂 01”和“20 金桂 02”，以及 2021 年 11 月发行的“21 金桂 01”。2021 年末公司长期应付款为 3.63 亿元，较上年减少主要系根据新会计准则，将其中 4.74 亿元融资租赁款计入租赁负债所致。递延所得税负债主要系固定资产折旧形成，跟踪期内变化不大。

2022年3月末，公司负债合计175.55亿元，较年初增长12.78%，主要系应付票据和合同负债的增加。

跟踪期内公司有息负债规模进一步增长，2021年末及2022年3月末分别为111.96亿

元和127.84亿元，融资来源主要系银行借款、发行债券以及融资租赁。随着公司长期银行借款及应付债券规模的增加，2021年末及2022年3月末公司长短期债务比（长期债务/短期债务）分别为0.70倍和0.64倍，跟踪期内有所上升，面临较大的短期偿债压力。

表 11：2019~2021 年末及 2022 年 3 月末公司负债及权益构成情况

单位：亿元、倍、%

科目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1~3 月
短期债务	46.15	54.30	65.88	78.11
长期债务	4.08	32.20	46.08	49.72
总债务	50.23	86.50	111.96	127.84
长短期债务比（长期债务/短期债务）	0.09	0.59	0.70	0.64
总债务资本化比率	30.82	39.80	41.00	43.85
资产负债率	51.68	54.15	49.14	51.75

资料来源：公司 2019~2021 年审计报告及 2022 年 3 月未经审计的财务报表，远东资信整理

跟踪期内公司债务负担上升，短期偿债压力较大，未来随着在建扩建项目建设的推进，公司债务负担或将进一步加重。

资产质量

跟踪期内受在建项目的推进以及原材料储备的增加，公司资产规模进一步增加，2021年末和2022年3月末分别为316.75亿元和339.25亿元，随着在建工程建设的推进，资产结构转为以非流动资产为主。

公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款、预付款项、其他应收款及存货构成。具体看，近年公司货币资金波动较大，2021年末为36.98亿元，其中受限货币资金

23.56亿元，主要系用于开立信用证、银行银行承兑汇票、保函的保证金。2021年末公司应收票据及应收账款合计27.49亿元主要为应收货款，账龄主要集中在1年以内。公司预付账款主要系预付关联方及其他供应商关于原木、木浆等原材料的采购款，账龄以1年以内为主，受扩建项目第一条生产线（PM2）将投产，公司增加原材料储备，预付账款及存货规模也进一步增长。2021年末公司其他应收款为39.02亿元，主要系对关联公司的往来款，其中当年将应收关联公司MoralFinanceLimited（以下简称“MFL”）的投资款11.49亿元转为对其他关联公司的往来款。2021年末公司存货13.46亿元，同比增长164.02%，主要系公司储备原材料增多所致。

表 12：2019~2021 年末及 2022 年 3 月末公司资产主要构成情况

单位：亿元、%

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比	余额	占比
货币资金	20.97	8.99	44.06	15.44	36.98	11.67	31.25	9.21
应收票据	2.22	0.95	9.75	3.42	4.17	1.32	4.17	1.23
应收账款	10.48	4.49	16.46	5.77	23.32	7.36	32.09	9.46
预付款项	19.16	8.21	24.71	8.66	37.40	11.81	51.69	15.24
其他应收款	40.85	17.51	44.36	15.55	39.02	12.32	32.65	9.62

存货	4.91	2.10	5.10	1.79	13.46	4.25	12.86	3.79
流动资产合计	98.87	42.37	145.97	51.15	156.65	49.45	169.24	49.89
其他债权投资	-	-	-	-	-	-	15.00	4.42
固定资产	125.29	53.69	116.30	40.75	100.35	31.68	114.68	33.80
使用权资产	-	-	-	-	13.14	4.15	-	-
在建工程	0.56	0.24	15.13	5.30	37.94	11.98	32.32	9.53
非流动资产合计	134.48	57.63	139.41	48.85	160.10	50.55	170.00	50.11
资产总计	233.35	100.00	285.38	100.00	316.75	100.00	339.25	100.00

资料来源：公司 2019~2021 年审计报告及 2022 年 3 月未经审计的财务报表，远东资信整理

公司非流动资产主要系其他债权投资、固定资产、使用权资产和在建工程。2021 年末固定资产账面价值 100.35 亿元，同比减少 13.72%，主要系根据新会计准则调整 13.14 亿元融资租赁（回租）资产至使用权资产所致。同期末，在建工程增至 37.94 亿元，主要系扩建项目建设投入增加。

2022 年 3 月末，公司总资产增至 339.25 亿元，其中预付款项增至 51.69 亿元，系扩建项目第二台纸机（PM3）设备预付款，以及考虑到原材料价格波动，为保障市场价格及供应稳定，公司为 PM2 纸机投产前的备货、增加 PM1 纸机的原材料采购；应收账款增至 32.09 亿元，主要系新增应收金东香港的来料

加工业务加工费 6.20 亿元，以及应收非关联企业金纸源贸易（上海）有限公司浆货款 11.00 亿元；固定资产增至 114.68 亿元，系融资租赁资产由使用权资产调回该科目所致；新增其他债权资产 15.00 亿元，系公司与华泰证券（上海）资产管理有限公司（以下简称“华泰资管”）签署资产管理合同，委托华泰资管对资金进行管理，期限为 1-3 年，华泰资管对资金进行主动投资，投向产品主要为固定收益类。

受限资产方面，截至 2021 年末，公司受限资产规模合计 107.77 亿元，受限比例为 34.02%，主要为抵质押的固定资产、使用权资产及货币资金等。

表 13：截至 2021 年末公司受限资产情况

单位：万元

受限资产	金额	原因
货币资金	235,588.15	开证、开票、内保外贷保证金
应收票据	10,000.00	质押票据
应收款项融资	2,746.11	保函业务
应收账款	43,088.52	应收账款
使用权资产	131,368.31	融资租赁回租业务
在建工程	61,093.70	二期项目银团贷款抵押物
固定资产	591,366.82	融资租赁回租业务和二期银团
无形资产	2,447.62	土地抵押二期银团
合计	1,077,699.23	--

资料来源：公司提供，远东资信整理

盈利能力

2021 年及 2022 年 1~3 月公司营业收入分别为 142.56 亿元和 29.69 亿元，跟踪期内收入规模较稳定；同期毛利率分别为 22.19%和

21.79%，跟踪期内有所下降，主要系原材料成本上升，以及根据新收入准则，公司将部分销售费用调整计入营业成本所致；受此影响，同期销售费用分别为 0.48 亿元和 0.19 亿元，跟踪期内规模明显减少。2021 年及 2022 年 1~3

月公司利润总额分别为 19.51 亿元和 2.59 亿元。

盈利指标方面，2021 年公司总资产报酬率、净资产收益率分别为 7.65%和 11.39%，受原材料价格上升影响盈利能力有所降低。

表 14：近年公司盈利情况

单位：亿元、%

科目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1~3 月
营业收入	132.67	140.41	142.56	29.69
营业成本	112.02	106.89	110.93	23.22
销售费用	3.38	3.62	0.48	0.19
管理费用	1.90	1.87	1.94	0.46
研发费用	3.24	3.50	3.80	0.98
财务费用	4.34	5.81	5.68	2.18
营业利润	7.30	18.21	19.27	2.58
利润总额	7.51	18.23	19.51	2.59
净利润	6.42	15.95	16.62	2.21
毛利率	15.57	23.87	22.19	21.79
期间费用率	9.71	10.54	8.35	12.83
总资产报酬率	4.23	7.79	7.65	-
净资产收益率	5.89	13.10	11.39	-

资料来源：公司 2019~2021 年审计报告及 2022 年 3 月未经审计的财务报表，远东资信整理

现金流

跟踪期内，公司提前为扩建项目第一台纸机 PM2 投产储备原材料，且因全球大宗商品价格上涨，为保证木材、木浆、煤等为两台纸机生产的供应保障，提前采购了原辅材料，故预付账款增加，购买商品支付的现金增加，2021 年及 2022 年 1~3 月公司经营活动产生的现金流量净额分别为-6.85 亿元和-3.45 亿元，均为净流出。

跟踪期内，随着对扩建项目的建设推进，公司投资活动净现金流出规模进一步增加，

2021 年及 2022 年 1~3 月分别为净流出 26.44 亿元和 17.81 亿元。

由于存货储备以及在建项目投资需求的增加，跟踪期内公司进一步加大了对外融资，筹资活动现金流入量大幅增长，同时由于 2021 年公司分配股利 24.94 亿元，以及分配利润、利息支付规模的增长，筹资活动现金流出规模亦大幅增长。综合来看 2021 年及 2022 年 1~3 月公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 18.87 亿元和 17.47 亿元。

表 15：近年来公司现金流情况

单位：亿元

科目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1~3 月
销售商品、提供劳务收到的现金	155.11	105.20	133.13	32.81
收到其他与经营活动有关的现金	0.58	4.45	0.35	0.17
经营活动现金流入小计	155.70	109.66	133.49	32.98
经营活动现金流出小计	124.93	101.96	140.34	36.43
经营活动产生的现金流量净额	30.76	7.70	-6.85	-3.45
投资活动现金流入小计	0.82	0.24	1.40	0.00

科目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1~3 月
投资活动现金流出小计	5.74	18.56	27.84	17.81
投资活动产生的现金流量净额	-4.93	-18.32	-26.44	-17.81
筹资活动现金流入小计	23.66	80.80	106.34	56.49
筹资活动现金流出小计	72.79	48.58	87.46	39.03
筹资活动产生的现金流量净额	-49.14	32.22	18.87	17.47

资料来源：公司 2019~2021 年审计报告及 2022 年 3 月未经审计的财务报表，远东资信整理

偿债能力

从短期偿债能力指标来看，跟踪期内公司流动资产对流动负债的覆盖程度有所增强，但考虑到近年来公司应收账款及预付账款规模持续增长，需对其资产的流动性保持关注。

2022 年 3 月末，公司货币资金/短期债务为 0.40 倍，短期债务偿付压力较大。

从长期偿债能力指标来看，2021 年公司 EBITDA 利息保障倍数和总债务/EBITDA 分别为 6.78 倍和 3.92 倍，EBITDA 对债务本息覆盖能力有所减弱。

表 16：近年来公司偿债能力指标情况

单位：亿元、%、倍

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
总债务	50.23	86.50	111.96	127.84
EBITDA	15.31	25.58	28.56	--
流动比率	90.22	125.82	151.42	141.39
速动比率	68.25	100.12	102.26	87.46
经营现金流动负债比	28.07	6.64	-6.63	-2.89
EBITDA 利息保障倍数	6.23	11.41	6.78	--
总债务/EBITDA	3.28	3.38	3.92	--

资料来源：公司 2019~2021 年审计报告及 2022 年 3 月未经审计的财务报表，远东资信整理

或有事项

从银行授信来看，公司与多家金融机构保持了良好的合作关系。截至 2022 年 3 月末，公司已获得银行等金融机构授信合计为 123.12 亿元，其中已使用授信额度为 87.53 亿元，尚未使用授信额度为 35.59 亿元。

对外担保方面，截至 2022 年 3 月末，公司对外担保余额为 4.30 亿元，对外担保比率为 2.63%，均为关联担保，主要系对关联方金东香港的银行借款提供担保。

表 17：2022 年 3 月末公司对外担保情况

单位：万元

担保对象	担保金额	担保方式
广西金钦州丰产林有限公司	3,000.00	信用担保
金东（香港）贸易有限公司	39,999.00	保函
合计	42,999.00	--

资料来源：公司提供，远东资信整理

六、债务履约情况

根据中国人民银行征信中心查询的《企

业信用报告》（统一社会信用代码：9145070075124492X7），截至 2022 年 6 月 17 日，公司未结清信贷不存在不良记录。

直接融资方面，截至本报告出具日，公司公开市场发行债券均正常付息。

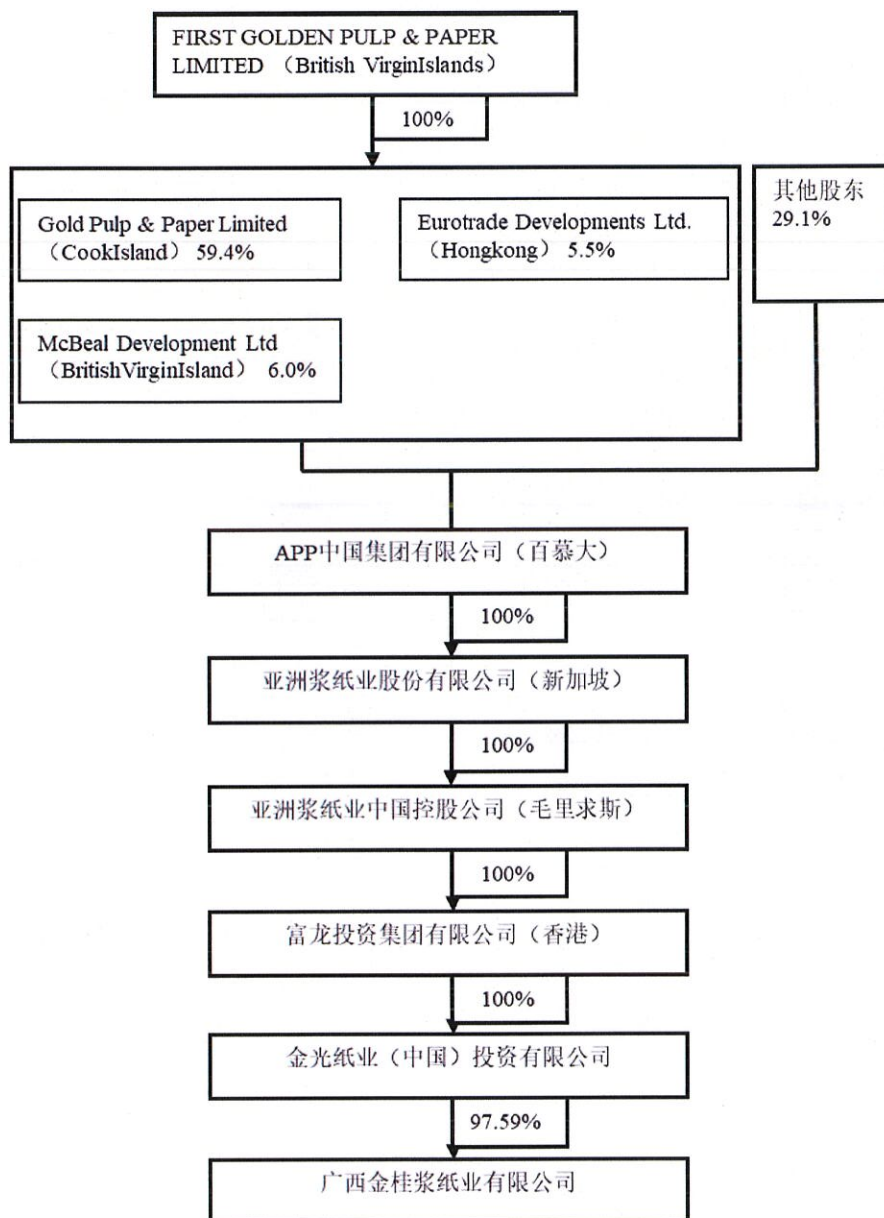
七、评级结论

跟踪期内，广西金桂作为金光纸业在中国布局的浆纸一体化重要生产基地之一，继续保持行业地位、金光纸业统采统销等方面具备综合竞争优势，营业收入和利润总额有所增长，随着新增产能的投产，公司未来市场占有率有望进一步提升。

远东资信同时关注到，跟踪期内关联交易规模较大，原材料价格波动性较强，在建扩产项目待投资金额仍较大，应收票据及应收账款规模进一步增长，公司债务负担持续加重、面临一定的短期集中偿债压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

综上，远东资信维持广西金桂浆纸业有限公司的主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定；维持“20 金桂 01”、“20 金桂 02”、“21 金桂 01”的信用等级为 AA⁺。

附录 1 2022 年 3 月末广西金桂股权结构图



注：黄志源先生及其家族成员于境外设立信托，系该信托的委托人并且为该信托的最终受益人。该信托的受托人为第三方管理机构 BestRelianceManagement (L) Berhad，该机构依照委托人在信托文件中确定的宗旨和原则依法由其管理、使用及处置信托财产，基于信托财产所产生的全部收益均归属于信托的最终受益人，即黄志源先生及其家族成员。FirstGoldenPulp&PaperLimited 及其下属公司属于该信托财产的组成部分，黄志源先生经该信托受托人任命，管理 FirstGoldenPulp&PaperLimited 及其下属公司并控制该公司的 100%投票权。通过

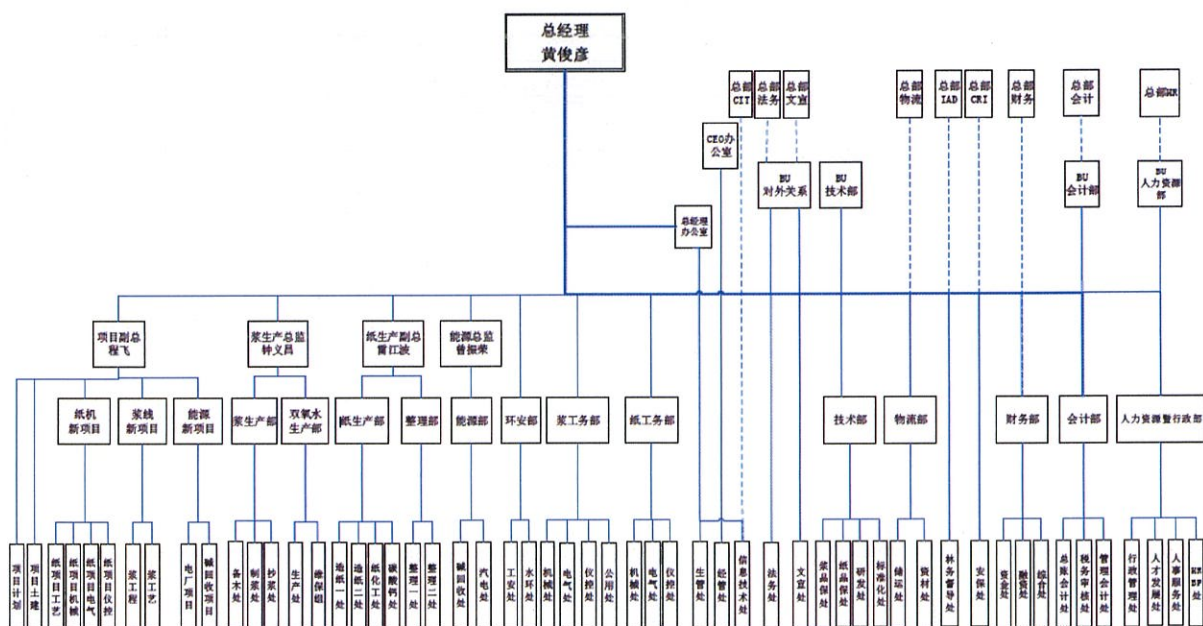
FirstGoldenPulp&PaperLimited 间接持有 GoldenPulp&PaperLimited100%的股权；GoldenPulp&PaperLimited 持有 APP 中国集团有限公司（百慕大）59.4%的股权，是单一最大的股东，可以控制 APP 中国集团有限公司（百慕大），其余股东的股权较为分散，且一致行动的可能性较小；APP 中国集团有限公司（百慕大）持有亚洲浆纸业股份有限公司（新加坡）100%的股权；亚洲浆纸业股份有限公司（新加坡）持有亚洲浆纸业中国控股公司（毛里求斯）100%的股权；亚洲浆纸业中国控股公司（毛里求斯）持有富龙投资集团有限公司（香港）100%的股权；富龙投资集团有限公司（香港）持有金光纸业（中国）投资有限公司 100%的股权，基于上述控制关系，黄志源先生为公司的实际控制人。

附录2 截至2021年末广西金桂合并范围

子公司名称	注册地	注册资本（万元）	持股比例(%)	表决权比例(%)
金桂贸易（香港）有限公司	香港	7,000.00（港币）	80.00	80.00

资料来源：公司提供，远东资信整理

附录3 截至2022年3月末广西金桂组织结构图



附录 4 广西金桂主要数据及指标

单位：亿元、%

科目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
资产总额	233.35	285.38	316.75	339.25
所有者权益	112.75	130.85	161.09	163.69
短期债务	46.15	54.30	65.88	78.11
长期债务	4.08	32.20	46.08	49.72
总债务	50.23	86.50	111.96	127.84
营业收入	132.67	140.41	142.56	29.69
利润总额	7.51	18.23	19.51	2.59
净利润	6.42	15.95	16.62	2.21
EBITDA	15.31	25.58	28.56	--
经营性净现金流	30.76	7.70	-6.85	-3.45
财务指标				
应收款项周转次数(次)	6.50	7.22	5.31	--
存货周转次数(次)	25.07	21.36	11.95	--
总资产周转次数(次)	0.56	0.54	0.47	--
现金收入比	116.91	74.93	93.39	110.48
营业利润率	5.50	12.97	13.52	8.70
总资产报酬率	4.23	7.79	7.65	--
净资产收益率	5.89	13.10	11.39	--
长期债务资本化比率	3.49	19.75	22.24	23.30
总债务资本化比率	30.82	39.80	41.00	43.85
资产负债率	51.68	54.15	49.14	51.75
流动比率	90.22	125.82	151.42	141.39
速动比率	68.25	100.12	102.26	87.46
经营现金流动负债比	28.07	6.64	-6.63	-2.89
EBITDA 利息保障倍数(倍)	6.23	11.41	6.78	--
总债务/EBITDA(倍)	3.28	3.38	3.92	--

资料来源：广西金桂2019~2021年审计报告及2022年3月末审计财务报表，远东资信整理

附录 5 有关指标的计算公式

EBIT=利润总额+计入财务费用的利息支出；

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产及长期待摊费用摊销；

总债务=短期债务+长期债务；

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他短期有息债务；

长期债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务；

毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入×100%；

期间费用率=（销售费用+管理费用+财务费用+研发费用）/营业收入×100%；

应收款项周转次数=营业收入/[（期初应收票据及应收账款+期末应收票据及应收账款）/2]；

存货周转次数=营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]；

总资产周转次数=营业收入/[（期初资产总额+期末资产总额）/2]；

现金收入比=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%；

营业利润率=营业利润/营业收入×100%；

总资产报酬率=EBIT/[（期初资产总额+期末资产总额）/2]×100%；

净资产收益率=净利润/[（期初净资产余额+期末净资产余额）/2]×100%；

长期债务资本化比率=长期债务/[长期债务+所有者权益（包括少数股东权益）]×100%；

总债务资本化比率=总债务/[总债务+所有者权益（包括少数股东权益）]×100%；

资产负债率=负债总额/资产总额×100%；

流动比率=流动资产/流动负债×100%；

速动比率=（流动资产-存货-预付账款）/流动负债×100%；

经营现金流动负债比=经营性现金净流入/流动负债×100%；

EBITDA 利息保障倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）；

担保比率=担保余额/所有者权益×100%。

附录 6 级别释义

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

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

主体信用等级设置及含义同中长期债券。

附录 7 适用的评级方法

本报告依据远东资信信的“公司债券资信评级方法”和“中国造纸业企业信用评级方法”进行评估，该评级方法已在远东资信网站披露。