

远东资信评估有限公司

远东跟踪（2023）0035 号

广西金桂浆纸业有限公司 2023 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：付晓东

二〇二三年六月二十七日

广西金桂浆纸业有限公司

2023 年跟踪评级报告

远东跟踪（2023）0035 号



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

二〇二三年六月



广西金桂浆纸业有限公司 2023 年跟踪评级报告

远东跟踪（2023）0035 号

评级结果

主体	主体信用等级	评级展望	评级时间
上次评级	AA ⁺	稳定	2022.6.29
本次评级	AA ⁺	稳定	2023.6.27

债券简称	债券规模 (亿元)	债券期限 (年)	上次 评级	本次 评级
20 金桂 01	8.00	5 (2+2+1)	AA ⁺	AA ⁺
20 金桂 02	8.00	5 (2+2+1)	AA ⁺	AA ⁺
21 金桂 01	4.00	5 (2+2+1)	AA ⁺	AA ⁺

主要财务数据

人民币：亿元	2020	2021	2022	2023.3
资产总额	285.38	316.75	370.64	374.90
所有者权益	130.85	161.09	177.13	177.18
总债务	86.50	111.96	122.77	147.18
营业收入	140.41	142.56	163.97	31.80
净利润	15.95	16.62	11.13	0.06
EBITDA	25.58	28.56	21.75	-
营业利润率(%)	12.97	13.52	7.51	0.20
净资产收益率(%)	13.10	11.39	6.58	-
资产负债率(%)	54.15	49.14	52.21	52.74
总债务资本化比率(%)	39.80	41.00	40.94	45.38
流动比率(%)	125.82	151.42	166.47	169.04
EBITDA 利息保障倍数(倍)	11.41	6.78	4.41	-
总债务/EBITDA(倍)	3.38	3.92	5.65	-

数据来源：公司 2020~2022 年审计报告及 2023 年 3 月末审计财务报表。

分析师：刘广华 liuguanghua@fecr.com.cn
石佳 shijia@fecr.com.cn

电话：010-57277666 021-65100651

网址：www.sfecr.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”或“广西金桂”）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，2022 年随着新增 90 万吨白卡纸产能的投产，公司产销量进一步增加，收入规模进一步增长。

远东资信评估有限公司（以下简称“远东资信”）同时关注到，跟踪期内公司关联交易规模仍较大、应收类款项对营运资金形成一定占用、盈利能力有所下降、债务规模增长、面临一定的短期偿付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，主营纸浆和白卡纸的生产与销售，其生产的白卡纸产品在国内仍具备较高市场知名度。
- 公司白卡纸产能居国内前列，随着金桂二期第一台 90 万吨纸机 PM2 于 2022 年投产，公司白卡纸产能提升至 190 万吨/年，产销量进一步提升，收入规模进一步增长。
- 公司仍依托 APP China Holding Ltd 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。



评级模型

本次评级适用评级方法与模型

工商企业通用信用评级方法与模型（FECR-GSTY-V01-202208）

外部支持专项评价方法（FECR-WBZC-V01-202204）

评级要素	指标名称	权重	档位
规模	净资产	10.00%	1
	营业收入	10.00%	1
业务状况	市场地位及竞争力	25.00%	3
	业务多样性	15.00%	2
盈利能力	EBIT 利润率	10.00%	2
财务杠杆与偿债能力	资产负债率	10.00%	2
	总债务/EBITDA	10.00%	2
	EBITDA 利息保障倍数	10.00%	2
基本信用状况评价（BACP）			aa
评价调整（AM）			-
个体信用状况（ASCP）			aa
外部支持调整			+1
评级模型级别			AA ⁺

模型评估与调整说明：

受评企业的评级模型级别在个体信用状况的基础上考虑外部支持调整得到。其中，个体信用状况综合反映了基本信用状况评价以及个体相关的评价调整因素，外部支持主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。

关注

- 受公司业务模式影响，公司销售及采购仍以关联交易为主，资产中存货及各类应收款占比较大，对营运资金形成一定占用，需关注关联交易定价及款项回收风险。
- 跟踪期内，白卡纸市场景气度下降及原材料成本上升影响，公司盈利能力阶段性下滑。
- 跟踪期内，随着业务规模的扩大及金桂二期建设的推进，公司债务负担不断增长，加之受限货币资金规模较大，面临一定的短期集中偿付压力。



本次跟踪债券情况

债券简称	本次债券 信用评级	上次债券 信用等级	上次评级 日期	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
20 金桂 01	AA ⁺	AA ⁺	2022.06.29	8.00	8.00	2020.04.30~2025.04.30	附第 2 年末 和第 4 年末 公司调整票 面利率选择 权和投资者 回售选择权
20 金桂 02	AA ⁺	AA ⁺	2022.06.29	8.00	6.60	2020.12.16~2025.12.16	
21 金桂 01	AA ⁺	AA ⁺	2022.06.29	4.00	4.00	2021.11.02~2026.11.02	

历史评级关键信息

主体评级	债券评级	评级日期	项目组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺ /稳定	-	2022.12.15	刘广华、石佳	工商企业通用信用评级方法与模型	报告原文
AA ⁺ /稳定	20 金桂 01 (AA ⁺)	2020.4.14	刘广华、王泽、 吕扬波	中国造纸业企业信用评级方法、中国 造纸业企业信用评级模型	报告原文



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、跟踪评级原因

根据行业惯例和相关法规要求，远东资信对公司主体及相关债券进行跟踪评级。本次评级为定期跟踪评级。

二、债券概况

公司分别于2020年4月30日、2020年12月16日、2021年11月2日发行了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）（债券简称“20金桂01”）、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）（债券简称“20金桂02”）、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）（债券简称“21金桂01”），票面利率分别为7.50%、7.50%和7.45%，所募集资金共20.00亿元均已用于偿还有息债务及补充流动资金，跟踪期内，均已按期支付各期利息。

2022年3月，渤海银行对持有的“20金桂01”选择回售1.60亿，回售资金发放日为2022年5月5日，公司于2022年5月6日至2022年6月2日办理了回售债券的转售；2022年11月，渤海银行对持有的“20金桂02”选择回售1.40亿元，回售资金发放日为2022年12月16日，公司未转售并进行了注销。

表 1：截至 2023 年 4 月末公司募集资金使用情况

单位：亿元

债券简称	发行金额	已用金额	债券余额	资金用途	用途是否变更
20 金桂 01	8.00	8.00	8.00	偿还有息债务及补充流动资金	否
20 金桂 02	8.00	8.00	6.60	偿还有息债务及补充流动资金	否
21 金桂 01	4.00	4.00	4.00	偿还有息债务及补充流动资金	否

资料来源：公司公告，远东资信整理

三、运营环境

受房地产市场持续低迷以及俄乌冲突升级、全球通胀加剧等一系列内外部因素的影响，2022 年我国经济增速明显放缓；2023 年以来我国经济恢复向好，预计能够实现年度经济增长目标，但美联储持续加息、中美贸易摩擦可能是我国经济面临的潜在风险因素

受俄乌冲突升级、国际大宗商品价格上涨、美联储持续加息等因素的综合影响，2022 年全球主要经济体增速普遍放缓，大国地缘政治经济博弈加剧。外部环境变化对我国经济产生一定冲击，加之房地产市场低迷、房企信用风险事件持续发酵，严重影响市场信心和预期，我国经济复苏的基础尚不稳固。根据国家统计局初步核算数据，2022 年我国 GDP 同比增长 3.0%，低于 2021 年 8.1% 的经济增速；分季度看，一季度国内生产总值同比增长 4.8%，二季度增长 0.4%，三季度增长 3.9%，四季度增长 2.9%。随着稳经济一揽子政策和接续措施落地见效，需求收窄、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解，我国经济恢复向好，2023 年一季度我国 GDP 同比增长 4.5%，比上年四季度环比增长 2.2%。

我国经济韧性强、潜力大、活力足的特点没有改变，长期向好的基本面没有改变，我国经济回升向好态势将持续，预计2023年能够实现5%左右的经济增长目标。美联储持续加息、中美贸易摩擦可能是我国经济面临的潜在风险因素。

受白卡纸产能投放较多、国内需求不足引起的供需结构变化影响，2022年以来白卡纸行业景气度整体有所下降，白卡纸行业开工率不足，销售价格持续下降，叠加木浆等原材料价格持续走高等因素，造纸行业盈利空间收窄

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，2022年中国造纸行业产量保持增长，销量小幅下降。据中国造纸协会统计，制浆造纸及纸制品全行业2022完成纸浆、纸及纸板和纸制品生产合计28,391万吨，同比增长1.32%；其中，纸及纸板产量12,425万吨，较上年增长2.64%；纸浆产量8,587万吨，较上年增长5.01%；纸制品产量7,379万吨，较上年减少4.65%；全行业营业收入完成1.52万亿元，同比增长0.44%；实现利润总额621.00亿元，同比减少29.79%。

表 2：2022 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	12,425.00	2.64	12,403.00	-1.94
纸浆	8,587.00	5.01	11,295.00	2.59
纸制品	7,379.00	-4.65	6,897.00	-5.89
合计	28,391.00	-	30,595.00	-

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、服装和化妆品等行业。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落。2022年上半年以来，国内造纸市场成品纸过多的产能投放导致造纸产量大量增加，国内需求不足，加之国内白卡纸需求自2022年6月起进入传统淡季，受欧美经济疲软的影响，白卡纸出口量自2022年7月之后逐月震荡下行。国内需求不足，供需结构不匹配，白卡纸新增产能主要依赖出口消化，然出口量下行导致国内白卡纸供求关系自2022年6月以来不断恶化，白卡纸行业景气度不断下滑，白卡纸开工率亦有所下降。

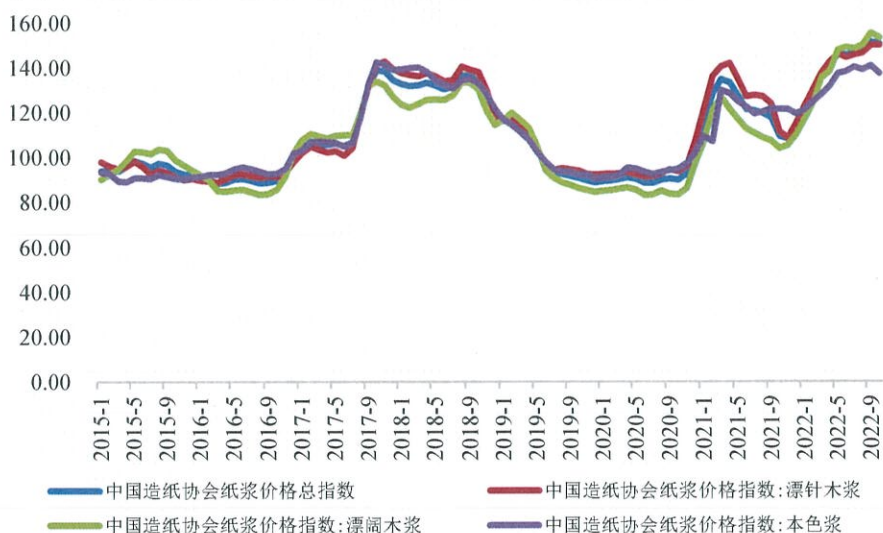
图 1：近年来我国白卡纸价格指数



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，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。我国森林覆盖率低，林木资源较少，大型造纸企业多采购进口木浆，进口依赖度高，2022年进口木浆消耗量占比51.69%，较2021年下降5.09个百分点，进口依存度小幅下降。木浆价格方面，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，且受国际运力短缺、海运费上涨影响，加之部分海外浆厂停机，国际供给收窄，推动了纸浆价格快速回升。2022年二季度起，受海外供应紧张，针叶浆供应量下降且国内造纸产能大量投放，木浆刚需增加等因素影响，纸浆价格处于高位。2023年以来，纸浆价格下行，未来，随着海外浆厂供应放量，纸浆价格或有望回调。

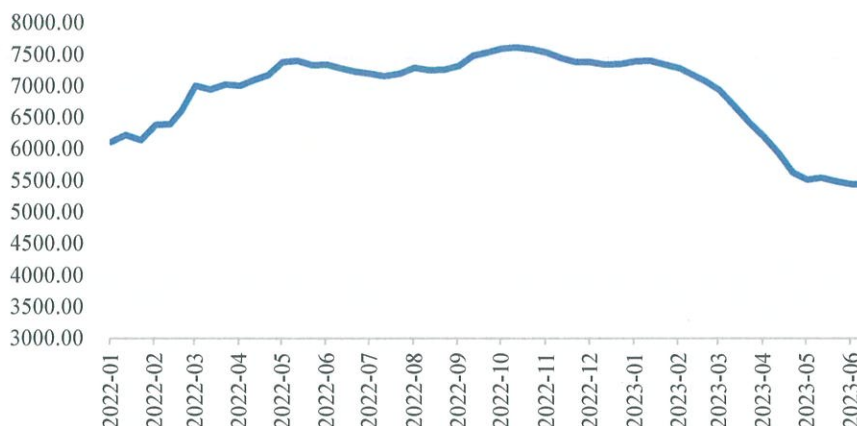
图 2：近年来我国各类纸浆价格指数



资料来源：Wind，远东资信整理

图 3：2022 年以来国内纸浆（进口针叶浆）市场价

单位：元/吨



资料来源：Wind，远东资信整理

四、业务运营

公司作为金光纸业旗下纸浆和白卡纸产品重要的生产型企业之一，仍主要依托 APP China Holding 以及金光纸业体系采购、销售等资源，跟踪期内，随着扩产项目 PM2 纸机逐步达产，公司产能及产销量进一步提高；盈利方面，2022 年以来受白卡纸市场景气度回落及原材料价格上升影响，公司盈利空间收窄；鉴于在建项目投资额较大，未来公司存在较大的资本支出压力

跟踪期内，公司作为金光纸业旗下纸浆和白卡纸产品重要的生产型企业之一，仍主要从事纸浆和白卡纸的生产和销售，依托 APP China Holding 以及金光纸业在国内外成熟的销售网络，2022 年公司实现营业收入 163.97 亿元，同比增长 15.02%，主要系随着金桂二期 PM2 纸机 90 万吨白卡纸产能投产，白卡纸销量大幅增长所致；其中纸浆销售收入合计 9.59 亿元，随着白卡纸生产自用增加，对外销售收入同比进一步减少；白卡纸销售收入合计 99.57 亿元，同比增长 45.55%，自营、来料加工销售收入均大幅增加，同时新增进料加工业务 2.47 亿元。公司其他业务仍主要为纸浆和原材料贸易，较上年规模变化不大。

2022 年末，随着原材料价格的不断上升，以及白卡纸销售价格回落，公司综合毛利率同比下降 7.63 个百分点至 14.56%，其中，自营纸浆毛利率为 19.38%，随着主要原材料木浆、木片、煤炭的价格上涨，同比下降 11.45 个百分点；自营白卡纸毛利率为 20.45%，受纸浆等原材料价格上升以及白卡纸价格回落影响，同比下降 20.05 个百分点，同时白卡纸来料加工业务¹毛利率受当年人民币对美元汇率波动增长影响，亦同比下降 30.55 个百分点至 31.98%。同期末，其他业务毛利率仍为负值，主要系广西金桂本部 2021 年为 PM2 纸机备货

¹ 加工费以美元定价及结算。



的原材料因规格差异转为对外销售，剩余原材料仍于上半年对外销售，不以盈利为目的导致毛利润为亏损，同时受纸浆价格上升影响，亏损幅度有所下降。

2023年1~3月公司实现营业收入31.80亿元，其中，自营白卡纸收入17.38亿元。同期，综合毛利率为12.97%，主要受白卡纸价格进一步回落影响，公司自营白卡纸业务毛利率较上年进一步下降。

表 3：2020~2022 年及 2023 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		2020 年		2021 年		2022 年		2023 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	自营	16.95	12.07	14.80	10.38	9.44	5.76	2.70	8.50
	来料加工	-	-	-	-	0.15	0.09	-	-
白卡纸	自营	65.46	46.62	62.38	43.76	83.86	51.15	17.38	54.64
	来料加工	0.48	0.34	6.03	4.23	13.24	8.07	3.14	9.88
	进料加工	-	-	-	-	2.47	1.51	0.19	0.59
其他（纸浆、原材料贸易）		57.52	40.97	59.35	41.63	54.80	33.42	8.39	26.38
合计		140.41	100.00	142.56	100.00	163.97	100.00	31.80	100.00
毛利率									
纸浆	自营	34.18		30.83		19.38		25.55	
	来料加工	-		-		32.72		-	
白卡纸	自营	41.80		40.50		20.45		12.50	
	来料加工	61.53		62.53		31.98		35.09	
	进料加工	-		-		32.38		26.71	
其他（纸浆、原材料贸易）		0.12		-3.32		-0.33		1.28	
综合毛利率		23.87		22.19		14.56		12.97	

数据来源：公司提供，远东资信整理

制浆及造纸

随着1号和2号化机浆设备通过技改各扩产5万吨产能，以及3号化机浆设备通过技改扩产15万吨产能，2022年公司纸浆产能共提升25万吨，年末增至100万吨/年，公司生产的纸浆部分用于白卡纸的生产自用，剩余部分对外销售。跟踪期内，公司自营纸浆产能利用率均维持在100%以上的较高水平。同期末，随着PM2纸机于2022年初正式投产，公司白卡纸产能由2021年的100万吨/年增至190万吨/年，白卡纸产能居国内前列，跟踪期内产能利用率均维持在100%左右，较2021年有所下降，主要系2022年来料加工业务增加占用产能所致。销量方面，2022年，自营纸浆销量为25.84万吨，随着白卡纸生产自用增加，对外销量同比进一步减少；自营白卡纸销量172.51万吨，随着PM2纸机投产，销量大幅增长。销售价格方面，2022年以来受市场需求扩大和大宗商品价格上涨影响，公司纸浆销售价格回升；受行业景气度下行、下游需求不足影响，公司白卡纸销售价格持续下降。

表 4：近年公司自营纸浆和白卡纸业务产销情况

单位：万吨/年、万吨、%、元/吨

纸浆	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1~3 月
全年设计产能	75.00	75.00	100.00	100.00
产量	105.26	100.85	112.47	30.81
产能利用率	140.35	134.47	112.47	123.24
销量	50.28	44.90	25.84	7.06
销售均价	3,371.00	3,280.00	3,655.00	3,832.00



白卡纸	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1~3 月
全年设计产能	100.00	100.00	190.00	190.00
产量	132.49	111.70	186.95	50.31
产能利用率	132.49	111.70	98.39	105.92
销量	129.85	112.57	172.51	44.32
销售均价	5,041.00	5,541.00	4,861.00	3,921.00
产销率	98.01	100.78	92.28	88.09

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、纸浆及白卡纸业务产销量数据均为不包含来料加工及进料加工。

截至2023年3月末，公司金桂二期工程在建项目中，年产180万吨高档纸板扩建项目已投资规模37.50亿元，其中第一条生产线PM2纸机已于2022年初投产；年产75万吨化机浆扩建项目已投资规模1.98亿元，对1~3号浆生产线的共25万吨技改已完成，新建4号浆线仍在建设中。金桂二期第二条纸机生产线完工后将进一步提高公司白卡纸产能。

表 5：截至 2023 年 3 月末公司金桂二期在建项目情况

单位：年/月、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	2019.9	87.79	37.50	第一条生产线：2021 年 12 月试产 第二条生产线：2024 年
年产 75 万吨化机浆扩建项目	2022.5	21.58	1.98	计划于 2024 年完工投入运营
合计	-	109.38	39.48	-

资料来源：公司提供，远东资信整理

此外，公司仍依托金光纸业的渠道，开展用于出口的来料加工和进料加工业务，客户仍主要为关联公司金东贸易（香港）有限公司（以下简称“金东香港”）。纸浆来料加工作业量尚小，2022年纸浆来料加工产量为16.83万吨，受大部分转为白卡纸业务的来料加工影响，销量仅为0.61万吨。白卡纸来料加工作业2022年销量为45.92万吨，受2022年宁波中华纸业有限公司（以下简称“宁波中华”）搬迁²，公司承接其工业用纸业务下游客户需求，销量同比增长2.87倍，但受行业供需结构影响，销售价格大幅下降。此外，2022年公司新增白卡纸进料加工业务，销量2.69万吨，实现收入2.47亿元。

表 6：近年公司纸浆和白卡纸来料加工及进料加工业务产销情况

单位：万吨、元/吨

纸浆	项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1~3 月
来料加工	产量	-	1.14	16.83	2.36
	销量	-	1.14	0.61	-
	销售均价	-	2,360.38	2,397.00	-
白卡纸	白卡纸	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1~3 月
来料加工	产量	1.63	14.06	44.18	10.40
	销量	1.75	11.87	45.92	9.52
	销售均价	2,734.30	5,076.15	2,883.00	3,303.00
进料加工	产量	-	-	2.89	0.09
	销量	-	-	2.69	0.24
	销售均价	-	-	9,165.00	7,996.00

资料来源：公司提供，远东资信整理

² 搬迁后宁波中华本部转为销售型公司，不再新建生产线。



其他业务

公司其他业务仍主要为纸浆和原材料贸易。受2021年6月广西金桂本部为PM2纸机投产储备原材料，但因规格差异无法使用，转为对外销售，销售至2022年上半年，因而2022年公司本部业务的毛利率仍为负值，但受益于纸浆价格上升，亏损幅度有所减少。子公司金桂贸易（香港）有限公司（以下“金桂香港”）的业务均为纸浆及原材料贸易，跟踪期内销售规模有所下降，毛利率仍维持在较低水平。

表 7：近年公司其他业务构成及毛利率情况

单位：亿元、%

类型	2020 年		2021 年		2022 年		2023 年 1~3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
公司本部其他业务	4.88	-0.73	20.85	-9.71	28.37	-0.70	4.81	0.87
金桂香港	52.64	0.20	38.50	0.15	26.43	0.15	3.45	0.12
合计	57.52	0.12	59.35	-3.32	54.80	-0.33	8.39	1.28

资料来源：公司提供，远东资信整理

原材料采购

公司生产及贸易所需原材料仍依托金光纸业统一进行采购。2022年受白卡纸机PM2以及纸浆1~3号生产线技改扩产25万吨影响，公司主要原材料采购量均大幅增长；受大宗商品价格上涨影响，主要原料采购价格也大幅上升，导致公司利润空间收窄。

表 8：近年公司主要原材料采购情况

单位：万吨、元/吨、亿元

产品名称	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1~3 月
原木	采购量	58.69	68.22	84.28
	采购均价	550.00	642.54	700.00
	采购总额	3.23	4.38	5.90
木片	采购量（万湿吨）	165.40	140.79	187.27
	采购均价	464.12	445.29	601.61
	采购总额	7.68	6.27	11.27
木浆	采购量	43.48	76.19	74.65
	采购均价	3,457.23	4,295.55	5,035.56
	采购总额	15.03	32.73	37.59
煤	采购量	118.40	120.29	143.62
	采购均价	430.45	656.01	919.45
	采购总额	5.10	7.89	13.20

资料来源：公司提供，远东资信整理

结算方面，公司与供应商之间仍主要以公司开具银行承兑汇票和客户支付的银行承兑汇票背书方式结算，少量货款以现金结算，账期一般在6个月左右。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，2022年及2023年1~3月，公司向前五大供应商采购金额合计分别为68.42亿元和15.77亿元，占采购总额比例分别为53.82%和67.12%，前五大供应商集中度较高。2022年，公司向关联方购买商品、采购服务及设备金额合计35.99亿元，占比营业成本25.69%，关联采购占据一定比例。



表 9：2022 年及 2023 年 1~3 月公司前五大供应商情况

单位：万元、%

2022 年				
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、木片	238,289.48	18.74	否
供应商二	木浆	188,157.94	14.80	否
供应商三	木浆、煤炭	117,025.39	9.21	是
供应商四	木浆	80,033.76	6.30	是
供应商五	电	60,654.93	4.77	否
合计	-	684,161.50	53.82	-
2023 年 1~3 月				
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、木片	72,177.13	30.72	否
供应商二	木浆	32,584.24	13.87	否
供应商三	木浆、煤炭	26,174.44	11.14	是
供应商四	电	16,387.54	6.98	否
供应商五	木浆	10,356.95	4.41	否
合计	-	157,680.30	67.12	-

资料来源：公司提供，远东资信整理

注：分母为公司总采购金额（含税）

产品销售

公司自营白卡纸仍主要依托 APP China Holding 在国内外的销售网络进行销售，结算方面，公司浆制品、纸制品日常结算方式大部分仍以票据结算为主，国内销售以现金、银行承兑汇票等形式为主，账期一般为 3~6 月，部分为预收，出口销售仍以外汇即期结算为主。

受 APP 集团以及金光纸业统一销售安排的业务模式影响，公司关联方销售占比仍很高。从前五大客户来看，2022 年及 2023 年 1~3 月，公司前五大客户销售金额合计分别为 120.34 亿元和 23.95 亿元，分别占当期公司营业收入的 73.39% 和 75.30%，前五大客户集中度较高，其中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。2022 年，公司向关联方销售商品及提供来料加工业务金额合计 100.14 亿元，占比营业收入 61.08%，受公司业务模式影响，销售仍以关联交易为主。

表 10：2022 年及 2023 年 1~3 月公司前五大客户销售情况

单位：万吨、万元、%

2022 年					
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	161.63	788,533.46	48.09	是
客户二	纸浆	37.49	177,276.36	10.81	否
客户三	纸浆	45.92	132,403.46	8.07	否
客户四	纸浆	12.82	58,862.36	3.59	否
客户五	工业用纸	10.21	46,365.55	2.83	是
合计	-	268.07	1,203,441.19	73.39	-
2023 年 1~3 月					
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	36.43	141,476.73	44.49	是
客户二	工业用纸	7.82	32,057.43	10.08	是
客户三	纸浆	9.52	31,430.48	9.88	是
客户四	纸浆	3.36	19,114.24	6.01	否
客户五	纸浆	2.87	15,407.59	4.84	否

合计	-	60.00	239,486.46	75.30	-
----	---	-------	------------	-------	---

注：1、销售金额占比=对客户销售金额/当期公司营业收入

资料来源：公司提供，远东资信整理

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，需对其关联交易风险保持关注。

从经营效率指标看，跟踪期内，随着 PM2 纸机投入运营、业务规模增加，公司原材料储备、应收款项均大幅增长，导致应收账款周转次数、存货周转次数均小幅下降，经营效率有所下滑。

表 11：近年公司资产周转情况

单位：次/年

指标	2020 年	2021 年	2022 年
应收账款周转次数	7.22	5.31	4.24
存货周转次数	21.36	11.95	8.08
总资产周转次数	0.54	0.47	0.48

资料来源：公司提供，远东资信整理

研发方面，2022年公司研发费用分别为5.43亿元，同比增长42.89%，占营业收入比重为3.31%，研发投入力度逐年提升，主要是技术改造投入增加所致。

从公司主要排放指标来看，公司实际排放情况仍均优于制浆造纸行业废水排放指标。

表 12：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	40~60	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 2020~2022 年经审计的合并财务报表以及 2023 年 3 月未经审计的合并财务报表作为财务分析基础。广西金桂 2020~2022 年合并财务报表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。

2022 年，公司合并范围内一级子公司增加广西金桂物流有限公司，截至 2022 年末，公司合并范围内一级子公司 2 家（见附录 2）。

跟踪期内，得益于股东增资及利润积累，公司权益规模有所增长，但随着业务规模的扩大及金桂二期建设的推进，公司负债水平上升，总债务规模有所扩大，面临一定的短期集中偿付压力；以关联销售为主的业务模式使得公司资产中存货及各类应收款占比较大，对其营运资金形成一定占用，2022 年业务获现能力有所下降；此外，受白卡纸市场景气度下降以及原材料价格上涨等因素影响，公司盈利能力有所下滑

资本结构

跟踪期内，得益于股东增资及利润的积累，公司权益规模有所增长。2022年末公司所有者权益同比增长9.96%，其中实收资本增至125.20亿元，同比增长4.04%，系控股股东金光纸业注资4.86亿元所致。同时，受益于利润累积，2022年末公司未分配利润同比增长29.23%，以及公司按净利润的10%提取盈余公积1.11亿元，盈余公积增至7.42亿元。

跟踪期内，随着业务规模扩大及金桂二期建设的推进，公司负债规模相应大幅增长，2022年末同比增长24.31%，主要系应付账款和长期借款大幅增加所致；流动负债占比较上年末下降4.37个百分点，负债结构仍以流动负债为主。

公司流动负债仍主要由短期借款、应付票据、应付账款、合同负债、其他应付款及一年内到期的非流动负债构成。跟踪期内，公司改善债务结构，2022年末短期借款同比减少21.89%，其中保证借款12.75亿元，质押借款9.11亿元，短期借款年利率区间为1.50%~3.30%（2021年为1.05%至4.57%），利率同比有所下降。公司以银行承兑汇票、信用证为主要结算方式，2022年末，随着业务规模的扩张，公司应付票据及应付账款合计数同比增长35.58%，其中应付账款主要系采购原材料及能源等采购款，账龄主要集中在1年以内。公司合同负债主要系预收货款，2022年末小幅下降。2022年末，公司其他应付款（合计）主要由应付宁波中华的剩余股权投资款及往来款构成，账龄主要集中于1年以内，同比增长112.94%，主要系应付投资款的增加，宁波中华搬迁后股权结构重新调整，公司计划持有其8.26%的股权，2022年末已实际支付3.17亿元，剩余投资款计划于2023年支付完毕。2022年末，公司一年内到期的非流动负债同比增长15.71%，其中一年内到期的长期借款、应付债券、长期应付款和租赁负债分别为0.65亿元、0.48亿元、7.50亿元和2.59亿元。

公司非流动负债仍主要由长期借款、应付债券、长期应付款和递延所得税负债构成。2022年末，受业务规模的增长、在建项目投资建设需求、以及公司调整债务期限结构等综合影响，公司长期借款同比增长97.36%，其中项目借款账面原值36.38亿元（含一年内到期），主要系公司于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，2022年末公司已从上述银团贷款取得借款26.05亿元，以及2022年新增10.33亿元保证借款；2022年末，公司长期借款年利率区间为4.00%~4.70%（2021年为4.45%-4.70%）。2022年末，公司应付债券同比减少6.69%，主要系“20金桂02”第二年末回售期公司注销投资者回售的1.40亿元，以及存续债券正常余额摊销所致。2022年末公司长期应付款同比增长178.58%，主要系新增的对北部湾金租、江苏金租、兴业租赁、中建投租赁等机构的融资租赁借款。递延所得税负债主要系固定资产折旧形成。

表 13：2020~2022 年末及 2023 年 3 月末公司负债及权益构成情况

单位：亿元、%

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	21.03	13.61	27.99	17.98	21.87	11.30	22.45	11.35
应付票据及应付账款	39.93	25.84	43.54	27.97	59.03	30.50	54.87	27.75
应付票据	21.64	14.00	28.19	18.11	23.38	12.08	46.43	23.48
应付账款	18.29	11.84	15.35	9.86	35.64	18.42	8.43	4.27

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
预收款项	10.62	6.87	-	-	-	-	-	-
合同负债	-	-	12.02	7.72	10.97	5.67	15.02	7.59
其他应付款（合计）	28.70	18.57	6.66	4.28	14.17	7.32	15.59	7.88
一年内到期的非流动负债	6.11	3.95	9.69	6.23	11.22	5.80	10.91	5.52
流动负债合计	116.01	75.08	103.45	66.46	120.15	62.09	123.28	62.35
长期借款	8.61	5.57	18.10	11.63	35.73	18.46	38.50	19.47
应付债券	15.62	10.11	19.61	12.60	18.30	9.46	17.24	8.72
租赁负债	-	-	4.74	3.05	2.17	1.12	2.17	1.10
长期应付款	7.97	5.16	3.63	2.33	10.10	5.22	9.48	4.79
递延所得税负债	6.31	4.09	6.13	3.94	7.06	3.65	7.06	3.57
非流动负债合计	38.51	24.92	52.21	33.54	73.36	37.91	74.45	37.65
负债合计	154.53	100.00	155.67	100.00	193.51	100.00	197.73	100.00
实收资本	106.59	81.45	120.34	74.70	125.20	70.68	125.20	70.66
盈余公积	4.68	3.57	6.32	3.92	7.42	4.19	7.42	4.19
未分配利润（含当年利润）	19.40	14.83	34.26	21.27	44.27	24.99	44.33	25.02
归属于母公司所有者权益合计	130.69	99.87	160.92	99.89	176.96	99.90	177.00	99.90
所有者权益合计	130.85	100.00	161.09	100.00	177.13	100.00	177.18	100.00

资料来源：公司 2020~2022 年审计报告及 2023 年 3 月未经审计的财务报表，远东资信整理

2023年3月末，公司所有者权益规模变化不大；总负债合计较年初增长2.18%，其中应付票据大幅增长98.56%，应付账款同比减少76.34%，主要系当年以票据形式支付较多应付原材料采购款，应付类款项结构随之调整；年初客户预付款项较多，合同负债较上年末增长36.83%。

跟踪期内，公司有息负债有所增长，2022年末公司总债务规模增至122.77亿元，融资来源仍主要系银行借款、票据融资、债券融资以及融资租赁，债务期限结构转为以长期债务为主。

2023年3月末，随着公司为PM3纸机预付部分设备采购款，商票保贴随之增长带动总有息债务规模进一步提升至147.18亿元，因年初预付采购款票据规模增长影响，短期债务规模阶段性大幅增长。未来随着金桂二期项目建设的推进，公司债务负担或将进一步加重。

表 14：2020~2022 年末及 2023 年 3 月末公司有息债务构成情况

科目	单位：亿元、倍、%			
	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
短期债务	54.30	65.88	56.47	79.79
长期债务	32.20	46.08	66.30	67.39
总债务	86.50	111.96	122.77	147.18
长短期债务比	0.59	0.70	1.17	0.84
总债务资本化比率	39.80	41.00	40.94	45.38
资产负债率	54.15	49.14	52.21	52.74

资料来源：公司 2020~2022 年审计报告及 2023 年 3 月未经审计的财务报表，远东资信整理

资产质量

跟踪期内，公司总资产规模大幅增长，2022 年末同比增长 17.01%。随着货币资金的增加及应收账款的增加，2022 年资产结构转为以流动资产为主。



公司流动资产仍主要由货币资金、应收票据及应收账款、预付款项、其他应收款及存货构成。截至 2022 年末，公司货币资金同比增长 55.99%，其中受限货币资金 36.77 亿元，受限比例很高，主要系用于开立保函、信用证、银行承兑汇票的保证金等，其中 17.77 亿元系为关联公司金东香港内保外贷业务相关借款提供担保所受限。2022 年末，公司应收账款同比增长 102.54%，主要系随着公司业务规模的扩大应收货款规模随之增加所致，账龄主要集中在 1 年以内，累计计提坏账准备 0.33 亿元，应收账款前五大合计 37.77 亿元，占全部应收账款的 79.96%，集中度较高，主要系应收关联方的货款。2022 年末，公司预付款项同比增长 19.93%，主要系预付关联方及其他供应商对原木、木浆等原材料的采购款，账龄以 1 年以内为主。2022 年末公司其他应收款主要系应收关联方的往来款，同比减少 38.02%，账龄集中于 1 年以内，1 年以上的其他应收款主要系应收股东金光纸业往来款 18.43 亿元³；前五大债务人合计 21.83 亿元，占全部其他应收款的 99.29%，集中度很高，公司应收关联方往来款占比极高，存在一定的回收风险。2022 年末，随着 PM2 纸机投产所需原材料储备的增加和产成品的增加，公司存货规模同比增长 57.49%，主要为原木、木浆等原材料，以及制浆造纸的半成品和产成品，2022 年末原材料 12.43 亿元，半成品 2.46 亿元，产成品 6.36 亿元，累计计提跌价准备 0.06 亿元。

表 15：2020~2022 年末及 2023 年 3 月末公司资产主要构成情况

单位：亿元、%

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	44.06	15.44	36.98	11.67	57.69	15.56	57.14	15.24
应收票据	9.75	3.42	4.17	1.32	2.64	0.71	2.64	0.70
应收账款	16.46	5.77	23.32	7.36	47.23	12.74	36.36	9.70
预付款项	24.71	8.66	37.40	11.81	44.85	12.10	54.50	14.54
其他应收款	44.36	15.55	39.02	12.32	24.19	6.53	34.12	9.10
存货	5.10	1.79	13.46	4.25	21.20	5.72	21.35	5.70
流动资产合计	145.97	51.15	156.65	49.45	200.01	53.96	208.38	55.58
长期股权投资	-	-	-	-	10.04	2.71	10.04	2.68
固定资产	116.30	40.75	100.35	31.68	135.85	36.65	134.20	35.80
在建工程	15.13	5.30	37.94	11.98	1.94	0.52	2.36	0.63
使用权资产	-	-	13.14	4.15	10.79	2.91	10.79	2.88
其他非流动资产	5.34	1.87	4.66	1.47	7.38	1.99	4.56	1.22
非流动资产合计	139.41	48.85	160.10	50.55	170.64	46.04	166.52	44.42
资产总计	285.38	100.00	316.75	100.00	370.64	100.00	374.90	100.00

资料来源：公司 2020~2022 年审计报告及 2023 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固定资产、使用权资产和长期股权投资等。2022 年末，公司新增 10.04 亿元长期股权投资，主要系对联营企业宁波中华的投资。2022 年末，受 PM2 纸机投产转固影响，固定资产同比增长 35.38%，在建工程同比减少 94.88%。公司使用权资产主要系融资租赁租入的机器设备，2022 年末同比减少 17.84%，主要系到期转回及正常计提折旧所致；2022 年末，其他非流动资产主要系预付的 PM3 纸机投资建设资金、设备款以及金桂三期预付土地款。

³ 该笔资金初始为子公司金桂香港的投资收益款，受限于境外资金不易收回影响在金光纸业体系内流转。

2023 年 3 月末，公司总资产规模整体变化不大，同比增长 1.15%。其中应收账款同比下降 23.01%；随着公司业务规模的增长，预付款项同比增长 21.52%；其他应收款同比增长 41.07%，主要系关联方往来款增加，前五大债务人合计 33.51 亿元，占比 98.22%，集中度很高。

受限资产方面，截至 2022 年末，公司受限资产规模合计 81.44 亿元，受限比例为 21.97%，主要为受限货币资金、固定资产和使用权资产。此外，公司为获取中国进出口银行广西壮族自治区分行牵头的二期银团借款 46.20 亿元，将年产 180 万吨白卡纸项目的土地使用权、厂房及机器设备作为该银团贷款的抵押物。

表 16：截至 2022 年末公司受限资产情况

单位：亿元

受限资产	金额	受限原因
货币资金	36.77	保函担保、信用证担保、银行承兑汇票保证金、税收保函等
应收票据	2.64	短期借款质押
应收账款	7.12	短期借款质押
使用权资产	10.79	融资租赁
固定资产	23.88	融资租赁、长期借款质押
无形资产	0.24	长期借款质押
合计	81.44	-

资料来源：公司 2022 年审计报告，远东资信整理

总体看，跟踪期内，随着 PM2 纸机投产及业务规模的增加，公司资产规模有所增长；流动资产中应收账款、其他应收款和存货占比较大，对营运资金存在一定占用，以及货币资金受限比例较高，资产流动性受一定影响。

盈利能力

2022 年公司营业收入同比增长 15.02%，营业成本同比增长 26.29%，综合毛利率同比下降 7.62 个百分点，主要系白卡纸销售价格回落以及原材料成本上升所致。2022 年，公司期间费用率同比下降 0.88 个百分点，期间费用主要由研发费用、财务费用和管理费用构成，2022 年随着项目建设的不断推进，利息支出资本化比例有所增加，财务费用同比下降 26.46%；随着公司研发投入力度的增加，2022 年研发费用同比增长 42.84%，期间费用对公司利润形成了一定侵蚀。

2022 年，受白卡纸销售价格回落、主要原材料木浆、木片、煤炭等价格上涨以及本部贸易业务亏损影响，公司利润总额同比下降 36.89%。盈利指标方面，2022 年公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 4.71%和 6.58%，公司盈利能力周期性下滑。

2023 年 1~3 月，公司实现营业收入 31.80 亿元，综合毛利率为 12.97%，同期实现净利润 0.06 亿元，同比下降 97.43%，需进一步关注盈利情况。

表 17：近年公司盈利情况

单位：亿元、%

科目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1~3 月
营业收入	140.41	142.56	163.97	31.80
营业成本	106.89	110.93	140.09	27.68
销售费用	3.62	0.48	0.55	0.23

科目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1~3 月
管理费用	1.87	1.94	2.09	0.53
研发费用	3.50	3.80	5.43	1.29
财务费用	5.81	5.68	4.18	1.93
营业利润	18.21	19.27	12.31	0.06
利润总额	18.23	19.51	12.31	0.07
净利润	15.95	16.62	11.13	0.06
毛利率	23.87	22.19	14.56	12.97
期间费用率	10.54	8.35	7.47	12.50
总资产报酬率	7.79	7.65	4.71	-
净资产收益率	13.10	11.39	6.58	-

资料来源：公司 2020~2022 年审计报告及 2023 年 3 月未经审计的财务报表，远东资信整理

现金流

2022 年，公司经营活动现金流入 145.55 亿元，随着业务规模扩大同比增长 9.04%。其中，收到其他与经营活动有关的现金较去年增加 10.86 亿元，主要系当年公司实现自主贸易收入以及债券转售所致，受上述因素影响，2022 年公司经营性净现金流由负转正。2022 年，公司现金收入比为 81.91%，同比下降 11.48 个百分点，公司业务获现能力有所下降。

从投资活动来看，2022 年，公司构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比减少 80.29%，主要系对金桂二期工程投资建设支出于上年集中支付，2022 年投资支出有所减少所致；2022 年公司新增对联营企业宁波中华投资款 3.17 亿元，支付其他与投资活动有关的现金主要系为开立保函、保证金以及通道业务等存入的资金，受上述因素影响，2022 年公司投资性净现金流仍呈大幅净流出状态。

筹资性现金流活动方面，2022 年公司收到股东注资规模较去年大幅减少，筹资活动现金流入同比减少 17.33%；2022 年以来，随着公司债务逐渐到期，公司偿还债务支付的现金流出较上年大幅增加，但由于 2021 年已分配完前期计提的应付股利，2022 年公司未进行股利分配，筹资活动现金流出规模大幅下降；综上，筹资活动净现金流规模小幅增长。

表 18：近年来公司现金流情况

科目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1~3 月
销售商品、提供劳务收到的现金	105.20	133.13	134.31	41.20
收到其他与经营活动有关的现金	4.45	0.35	11.21	0.63
经营活动现金流入小计	109.66	133.49	145.55	41.83
经营活动现金流出小计	101.96	140.34	137.95	39.25
经营活动产生的现金流量净额	7.70	-6.85	7.61	2.59
投资活动现金流入小计	0.24	1.40	0.01	0.02
投资活动现金流出小计	18.56	27.84	20.49	6.03
投资活动产生的现金流量净额	-18.32	-26.44	-20.49	-6.01
筹资活动现金流入小计	80.80	106.34	87.91	31.72
筹资活动现金流出小计	48.58	87.46	67.83	32.28
筹资活动产生的现金流量净额	32.22	18.87	20.08	-0.56

资料来源：公司 2020~2022 年审计报告及 2023 年 3 月未经审计的财务报表，远东资信整理



2023 年 1~3 月公司经营活动产生的现金流量净额 2.59 亿元；投资活动现金净流出 6.01 亿元，主要系为支付金东香港的采购款而支付的现金；同期，筹资活动现金流为净流出 0.56 亿元。

偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2022 年末，公司流动比率、速动比率均有所提高。考虑到跟踪期内公司应收票据及应收账款规模大幅增长，需对其回款情况保持关注。同期，货币资金/短期债务为 1.02 倍，但受限货币资金规模较大，短期集中偿付压力仍较大。

从长期偿债能力指标来看，2022 年公司 EBITDA 同比减少 23.85%，同期 EBITDA 利息保障倍数和总债务/EBITDA 分别为 4.41 倍和 5.65 倍，EBITDA 对债务本息的保障能力均有所下降。

表 19：近年来公司偿债能力指标情况

单位：亿元、%、倍

科目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
总债务	86.50	111.96	122.77	147.18
EBITDA	25.58	28.56	21.75	-
流动比率	125.82	151.42	166.47	169.04
速动比率	100.12	102.26	111.50	107.50
经营现金流动负债比	6.64	-6.63	6.33	-
EBITDA 利息保障倍数	11.41	6.78	4.41	-
总债务/EBITDA	3.38	3.92	5.65	-

资料来源：公司 2020~2022 年审计报告及 2023 年 3 月未经审计的财务报表，远东资信整理

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 2023 年 3 月末，公司已获得银行等金融机构授信合计为 159.30 亿元，其中已使用授信额度为 99.39 亿元，尚未使用授信额度为 59.91 亿元。

或有事项

对外担保方面，截至 2023 年 3 月末，公司对外担保余额为 6.79 亿元，对外担保比率为 3.83%，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 20：2023 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	64,877.56	保函
合计	67,877.56	-

资料来源：公司提供，远东资信整理

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 2023 年 5 月 15 日，公司无不良类信贷信息。根据公开信息，截至本报告出具日，公司无公开债务违约记录。



六、外部支持

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生产基地之一，仍获得股东金光纸业在注资、对外担保等方面的支持，以及金光纸业体系内统采统销的成本控制优势和议价能力。

注资方面，2022 年，金光纸业向公司实缴资本 4.86 亿元。2022 年末，公司从金光纸业获得担保的余额为 97.74 亿元，较上年略有增加。

广西金桂的采购和销售依托金光纸业的集约化体系进行，在一定程度上降低了公司的采购和销售成本，拓展了公司的市场空间。

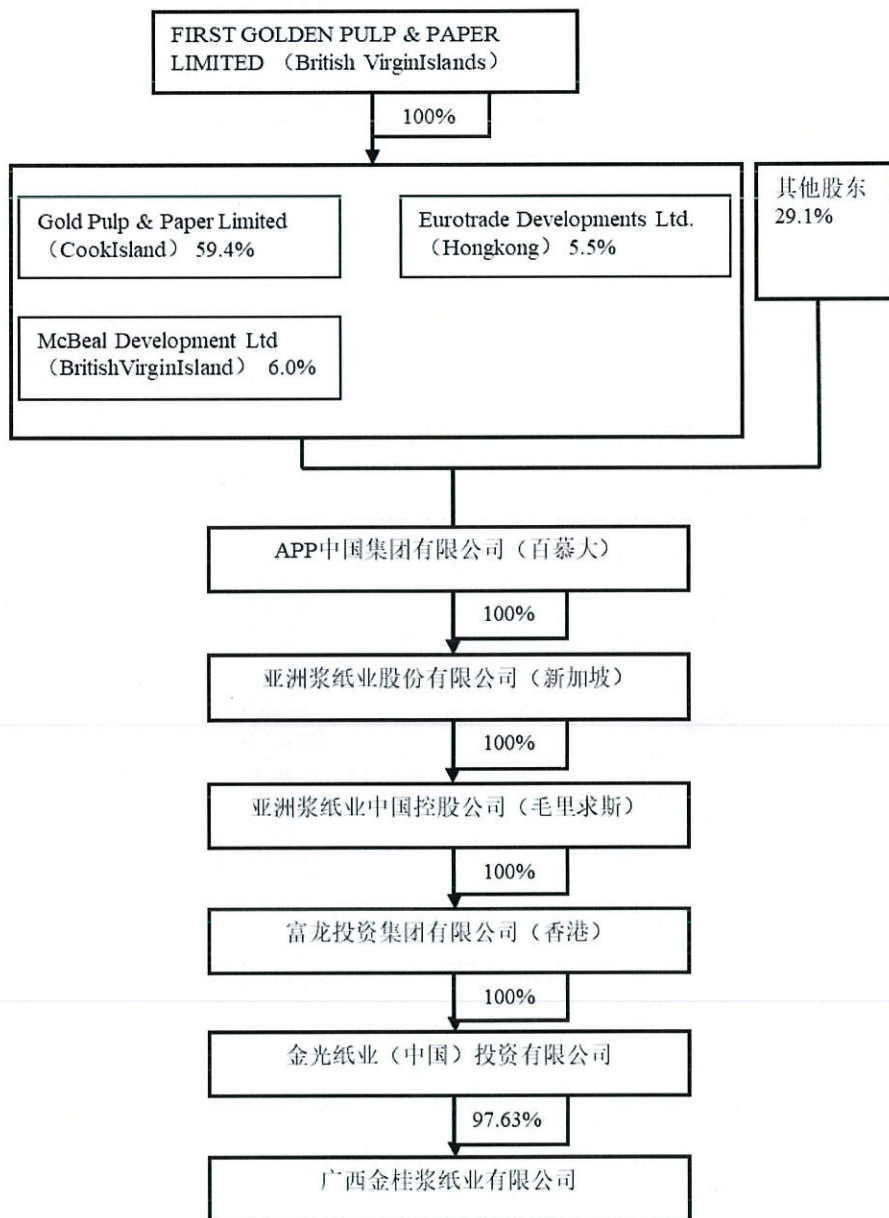
总体看，广西金桂作为金光纸业在中国布局的浆纸一体化生产基地之一，获得了股东在注资、对外担保等方面的支持。截至 2023 年 3 月末，金光纸业持有公司 97.63% 股权，为公司控股股东，公司董事会和监事会成员均由股东会选举产生，总理由董事会指定聘任或解聘。公司生产的纸浆除自用外主要用于金光纸业体系内其他子公司生产，公司生产的高档白卡纸在金光纸业体系内产量占比较高，公司主营业务与股东业务高度融合。考虑到公司若发生信用违约事件，将会对股东的声誉、品牌形象影响较大，会使股东面临较大风险，股东支持意愿较强。

七、评级结论

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



附录 1 公司股权结构图（截至 2022 年末）



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 Best Reliance Management (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。First Golden Pulp & Paper Limited 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 First Golden Pulp & Paper Limited 及其下属公司并控制该公司的 100% 投票权。通过 First Golden Pulp & Paper Limited 间接持有 Golden Pulp & Paper Limited 100% 的股权；Golden Pulp & Paper Limited 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。

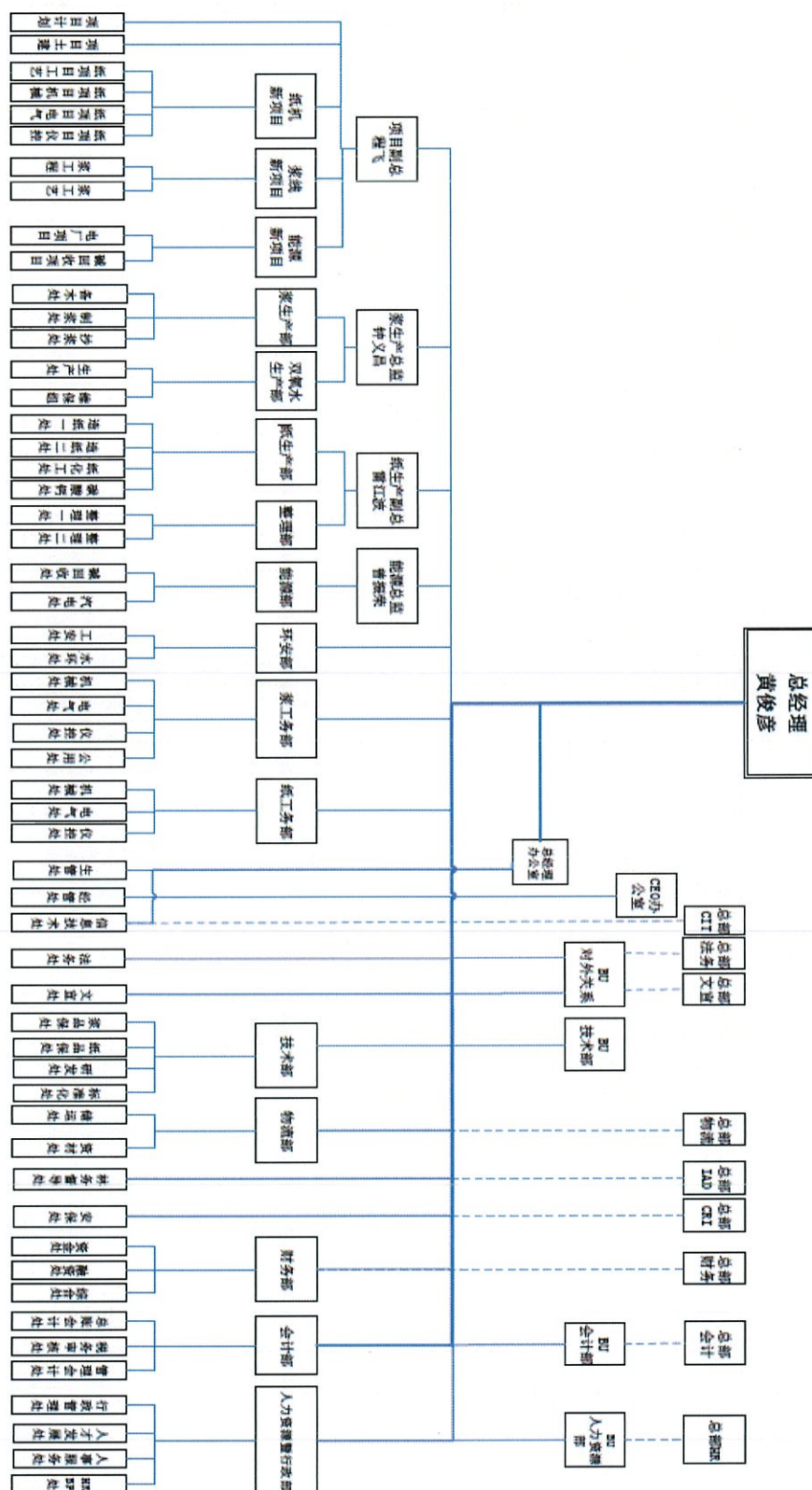


附录 2 2022 年末公司合并范围主要子公司情况

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
广西金桂物流有限公司	钦州市	2,000.00	75.00	75.00

资料来源：公司提供，远东资信整理

附录3 公司组织结构图（截至2022年末）



附录 4 公司主要财务数据及指标

单位：亿元、%

财务数据	2020	2021	2022	2023.3
资产总额	285.38	316.75	370.64	374.90
所有者权益	130.85	161.09	177.13	177.18
短期债务	54.30	65.88	56.47	79.79
长期债务	32.20	46.08	66.30	67.39
总债务	86.50	111.96	122.77	147.18
营业收入	140.41	142.56	163.97	31.80
利润总额	18.23	19.51	12.31	0.07
净利润	15.95	16.62	11.13	0.06
EBITDA	25.58	28.56	21.75	-
经营性净现金流	7.70	-6.85	7.61	2.59
财务指标	2020	2021	2022	2023.3
应收账款周转率（次）	7.22	5.31	4.24	-
存货周转次数(次)	21.36	11.95	8.08	-
总资产周转次数(次)	0.54	0.47	0.48	-
现金收入比	74.93	93.39	81.91	129.54
营业利润率	12.97	13.52	7.51	0.20
总资产报酬率	7.79	7.65	4.71	-
净资产收益率	13.10	11.39	6.58	-
长期债务资本化比率	19.75	22.24	27.24	27.55
总债务资本化比率	39.80	41.00	40.94	45.38
资产负债率	54.15	49.14	52.21	52.74
流动比率	125.82	151.42	166.47	169.04
速动比率	100.12	102.26	111.50	107.50
经营现金流动负债比	6.64	-6.63	6.33	-
EBITDA 利息保障倍数(倍)	11.41	6.78	4.41	-
总债务/EBITDA(倍)	3.38	3.92	5.65	-

资料来源：公司 2020~2022 年度审计报告及 2023 年 3 月未经审计财务报表，远东资信整理



附录 5 主要财务指标计算公式

指标名称	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
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
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据
长短期债务比	长期债务/短期债务
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+研发费用+财务费用)/营业收入×100%
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收票据及应收账款净额+期末应收票据及应收账款净额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货净额+期末存货净额)/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%
现金短债比	现金类资产/短期债务
现金比率	现金类资产/流动负债×100%
经营现金流负债比	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

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	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	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，有较高违约风险。
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	在破产或重组时可获得保护较小，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。

