



金东纸业（江苏）股份有限公司 2017 年度企业信用评级报告

大公报 D【2016】528 号（主）

信用等级：AA+

受评主体：金东纸业（江苏）股份有限公司
评级展望：稳定

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2016.9	2015	2014	2013
总资产	643.77	634.60	649.16	650.98
所有者权益	234.92	233.24	230.79	221.83
营业收入	215.39	291.69	274.28	268.69
利润总额	10.08	14.58	12.02	16.21
经营性净现金流	32.12	38.56	17.16	10.00
资产负债率 (%)	63.51	63.25	64.45	65.92
债务资本比率 (%)	56.90	58.23	59.47	60.20
毛利率 (%)	16.64	18.63	16.21	16.02
总资产报酬率 (%)	2.87	4.67	4.03	4.47
净资产收益率 (%)	3.52	5.22	4.40	5.97
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	3.22	2.20	1.05	0.63
经营性净现金流/总负债 (%)	7.93	9.41	4.05	2.33

注：2016年9月财务数据未经审计。

评级小组负责人：冯李媛
评级小组成员：贾杉 廖燕
联系电话：010-51087768
客服电话：4008-84-4008
传 真：010-84583355
Email : rating@dagongcredit.com

评级观点

金东纸业（江苏）股份有限公司（以下简称“金东纸业”或“公司”）主要从事纸及纸浆的生产和销售等业务。评级结果反映了公司在国内铜版纸行业具有显著的规模和技术优势，集约化采购提高了成本控制能力，环保指标优于国家排放标准，经营性净现金流对债务和利息保障程度增强等优势；同时也反映了铜版纸产能过剩给公司带来较大挑战，公司关联交易维持较大规模，受限资产规模较大，短期债务负担较重，对外担保存在一定或有风险等不利因素。综合分析，公司不能偿还到期债务的风险很小。

预计未来 1~2 年，公司以纸品和纸浆为主的业务结构将保持整体稳定，大公对金东纸业的评级展望为稳定。

主要优势/机遇

- 公司是国内最大的铜版纸和无碳复写纸生产企业，铜版纸在国内拥有很强的市场地位，具有显著的规模和技术优势；
- 公司是国内第二大木浆生产企业，依托控股股东公司的林木资源优势 and 集约化采购，建立了稳定的主原料供应渠道，提高了成本控制能力；
- 公司在环保方面持续投入资金和设备，相关环保指标均优于国家的造纸行业排放标准；
- 2013~2015 年，公司经营性净现金流规模逐年增长，对债务和利息保障程度增强。

主要风险/挑战

- 我国铜版纸行业的产能过剩及欧美等国的贸易壁垒限制将给公司产品销售、市场培育等带来较大挑战；
- 由于控股股东公司的集约化采购和销售模式，公司关联交易长期维持较大规模；
- 公司受限资产规模较大，削弱了资产流动性；
- 公司短期有息债务比例较高，短期债务负担较重；
- 公司担保比率较高，且以关联担保为主，存在一定或有风险。

大公国际资信评估有限公司
二〇一七年一月三日



大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与受评主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因受评主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由受评主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至本期融资券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。



受评主体

金东纸业前身为江苏金东纸业有限公司，系经国家外经贸部《关于设立合资企业江苏金东纸业有限公司的批复》（【1997】外经贸资二函字第 201 号）批准，由镇江市轻工业总公司和亚洲浆纸业股份有限公司（新加坡）共同出资组建，分别持有 20%和 80%的股份，初始注册资本为 50.49 亿元。1998 年 12 月，公司更名为现用名。2000 年 12 月，镇江市轻工业总公司将所持 20%股权全部转让予其全资子公司镇江金达工贸公司（后更名为“镇江金达工贸有限公司”）；2002 年 7 月，亚洲浆纸业股份有限公司（新加坡）将持有的 80%股权全部转让予金光纸业（中国）投资有限公司（以下简称“金光纸业”）。后经多次增资及股权变更，截至 2016 年 9 月末，公司注册资本为 143.05 亿元，控股股东金光纸业持股 97.42%，镇江金达工贸有限公司持股 2.58%；由于黄志源是金光纸业的实际控制人，因此公司实际控制人为黄志源。

公司主要从事文化用纸、纸浆等产品的生产和销售，是国内产量最大的铜版纸和无碳复写纸生产企业。截至 2016 年 9 月末，公司拥有 20 家控股子公司，纸及纸制品总产能为 365 万吨/年，纸浆产能为 135 万吨/年，其中金东纸业本部是世界单厂规模最大的铜版纸生产企业，年产能为 200 万吨，子公司海南金海浆纸业有限公司（以下简称“金海浆”）是我国第二大纸浆生产企业；子公司金华盛纸业（苏州工业园区）有限公司（以下简称“金华盛”）是国内最大的无碳复写纸生产企业。

宏观经济和政策环境

近年来我国经济面临下行的压力，但新常态下的新政策使主要经济指标运行在合理区间；产业结构调整呈现积极变化，第三产业对经济的拉动作用明显增强；“十三五”期间供给侧结构性改革和各项稳增长政策的推进，将使我国经济保持多元化的平稳增长

近年来，受传统行业产能过剩、房地产行业景气度下降、实体经济增长乏力等因素影响，我国主要经济指标增速出现下滑，经济下行压力加大。2013~2015 年，我国 GDP 同比增速分别为 7.7%、7.3%和 6.9%，增速逐年放缓；规模以上工业增加值同比增速由 8.3%降至 6.1%，固定资产投资（不含农户）同比增速由 15.7%降至 9.8%，降幅明显。2016 年第三季度，我国 GDP 同比增长 6.7%，增速与前两季度持平；2016 年 1~9 月，规模以上工业增加值和固定资产投资（不含农户）同比增速分别为 6.0%和 8.2%。整体来看，2013 年以来，我国主要经济指标呈下滑趋势。

从世界经济来看，2015 年世界经济增长低于普遍预期，美国、欧元区和日本三大主要发达经济体增速有所上升，其他发达经济体增速



显著下降；新兴市场与发展中经济体整体增速下滑程度加大，主要是由于中国、印度尼西亚和马来西亚等经济规模较大的新兴亚洲国家出现了不同程度的经济增速下滑；俄罗斯、巴西等国陷入负增长。国际贸易方面，2015年最大的特点是全球贸易额出现负增长，其中新兴市场与发展中经济体进出口额的下降幅度略高于发达经济体。债务方面，2015年全球政府债务状况没有明显好转，非金融企业债务水平进一步升高，成为全球金融市场中新的风险点。2015年12月，美联储十年来首次加息，为全球经济带来不确定性。2016年6月24日，英国经过公投脱离欧盟，受此直接影响，英镑及欧元汇率大幅走低，短期内英国及欧盟经济将会出现下行，使欧洲经济和全球经济面临新的不确定性挑战。

2015年，中国经济的特征表现为总体平稳、稳中有进、进中有创、创中提质。面对经济下行压力，宏观调控政策坚持实施“新常态下的新对策”，在潜在增长率下移、去产能、去杠杆的过程中，主要经济指标处于合理区间。2015年，我国第一产业增加值60,863亿元，同比增长3.9%；第二产业增加值274,278亿元，同比增长6.0%；第三产业增加值341,567亿元，同比增长8.3%；第一、二和第三产业增加值占国内生产总值的比重分别为9.0%、40.5%和50.5%，第三产业增加值比重首次突破50%；第三产业对经济增长的拉动作用明显增强，我国经济发展由工业主导向服务业主导转变的趋势更加明显。高新技术产业快速发展，2016年1~9月，高技术产业和装备制造业增加值分别同比增长10.6%和9.1%，增长较快。需求结构持续改善，我国消费需求对经济增长的贡献加强，2015年社会消费品零售总额同比增长10.7%，最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为66.4%，比上年同期提高15.4个百分点；2016年1~9月，社会消费品零售总额同比增长10.4%，增速同比有所回落。

2013年以来，我国保持政策的连续性和稳定性，始终实行积极的财政政策和稳健的货币政策。进入2015年，为了推动“稳增长、促改革、调结构”的经济发展进程，我国继续实施积极的财政政策并加力增效，采取一系列措施如推进重大项目建设、持续增加民生投入、减税降费支持创新创业、积极盘活财政存量资金、推广运用PPP模式等，消化应对“三期叠加”的影响，推动经济平稳运行和提质增效。货币政策方面，2015年，在继续实施稳健货币政策的同时，保持灵活适度，根据经济下行压力增大、经济结构调整的实际需要，适时适度预调微调。我国继续推进利率市场化和汇率形成机制改革，“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”的人民币兑美元汇率中间价形成机制有序运行。人民币加入SDR篮子的各项技术性准备圆满完成，2016年10月1日，人民币加入SDR货币篮子正式生效。

2016年3月17日，《中国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》正式发布，明确提出坚持总量平衡、优化结构，把保持经济运行在合理区间、提高质量效益作为宏观调控的基本要求和政策取向，



在区间调控的基础上加强定向调控、相机调控，采取精准调控措施，适时预调微调。“十三五”期间将供给侧改革作为未来中国发展的主线，解决结构性问题，做好去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大任务，以适应我国经济发展新常态的要求，推动经济转型升级。在“一带一路”、长江经济带、京津冀一体化三大战略引领下，实施创新驱动发展，优化现代产业体系，支持新型制造业、战略新兴产业和现代服务业的发展，主要目标是使经济保持中高速增长。产业政策方面，“十三五”期间我国将把战略性新兴产业作为重要任务，重点培育形成以集成电路为核心的新一代信息技术产业、以基因技术为核心的生物产业以及绿色低碳、高端装备与材料、数字创意等五大产业。

综合来看，我国经济面临下行压力，经济增速有所回落，但新常态下的新政策使主要经济指标运行在合理区间；产业结构调整呈现积极变化，第三产业对经济的拉动作用明显增强；“十三五”期间，国家推进的供给侧结构性改革以及各项稳增长政策，将使我国经济保持多元化的平稳增长，经济结构得到优化升级。

行业及区域经济环境

造纸行业景气度受宏观经济周期性波动影响较大，近年来经济增速放缓导致纸及纸板总体消费量增速回落，短时间内难以消化过剩产能，造纸企业盈利能力仍将维持在较低水平

造纸行业属于国民经济的基础原材料行业，对纸品的实际需求广泛分布于终端的制造业和消费等领域，行业景气度与宏观经济的周期性波动较为一致，属于典型的周期性行业。我国造纸产业经历了供不应求、产能快速提升和供给过剩的发展阶段。2010~2012年是造纸产能集中释放期，逐年新增产能分别为980万吨、1,280万吨和1,080万吨。2013年，造纸行业固定资产投资累计同比增长18.82%，较2011年超过30%的增速出现明显回落。2014年造纸行业增速继续放缓。

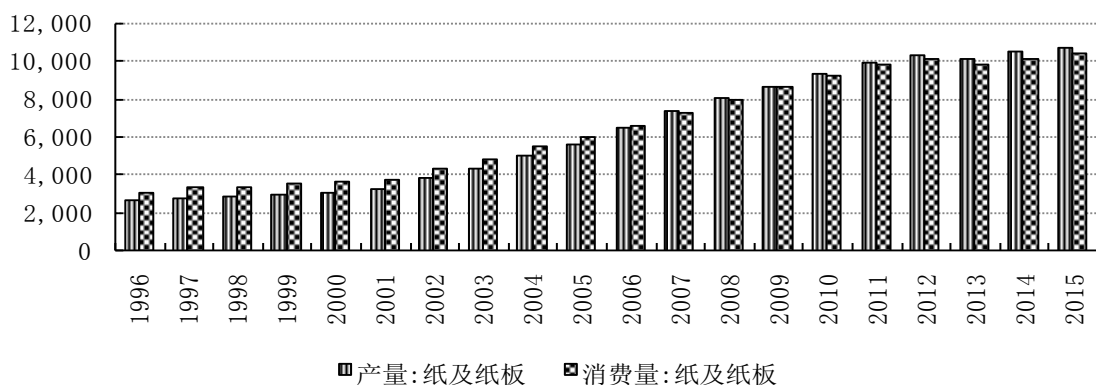


图1 1996~2015年我国纸及纸板产量、消费量情况（单位：万吨）

数据来源：Wind 资讯



2015年，包装、印刷等传统工业消费领域增长乏力，纸品需求持续低迷，全国纸及纸板生产量10,710万吨，较上年增长2.29%，消费量为10,352万吨，较上年增长2.79%；在盈利方面，造纸行业整体营业收入和利润总额虽实现了一定增长，但延续了2014年增速放缓的态势，行业主营业务收入8,003亿元，同比增长2.33%；利润总额373亿元，同比增长2.90%。全行业集中释放的新增产能仍需要一定时间来逐步消化。2016年1~10月，造纸及纸制品业实现主营业务收入11,860亿元，同比增长5.60%，同期行业利润总额为609亿元，同比增长10.90%。

整体来看，随着中国经济结构调整，经济增速放缓将带动纸及纸板总体消费量增速回落，短时间内难以消化过剩产能，造纸行业整体产能过剩情况仍将持续，企业盈利能力仍将维持在较低水平。

我国铜版纸行业的产能过剩以及欧盟和美国对我国铜版纸的反倾销将给公司产品销售、市场培育等整体经营能力带来较大挑战；铜版纸产能集中度很高，预计未来铜版纸行业新增产能较少，行业环境更有利于大型铜版纸企业发展

铜版纸属于文化纸中的高端纸种，行业准入门槛较高，以大型企业为主，行业集中度很高。根据Wind资讯显示，截至2014年末，我国铜版纸行业主要厂家总产能为820万吨，我国产能位居前三位的企业分别为金东纸业、山东晨鸣纸业集团股份有限公司和金海浆，前三家企业产能合计占铜版纸行业主要生产厂家的市场份额比重约为50%。

2010年以来，铜版纸行业新增产能投放较快，其中2010~2011年新增产能约为300万吨，大约是其原有产能的45%。铜版纸产能释放期恰逢国内宏观经济增速放缓，铜版纸行业需求增速相应回落。根据《中国造纸工业2015年度报告》，2015年国内铜版纸生产量680万吨，同比下降0.73%；消费量596万吨，较上年增长1.53%。2006~2015年铜版纸生产量年均增长率6.68%，消费量年均增长率6.72%。

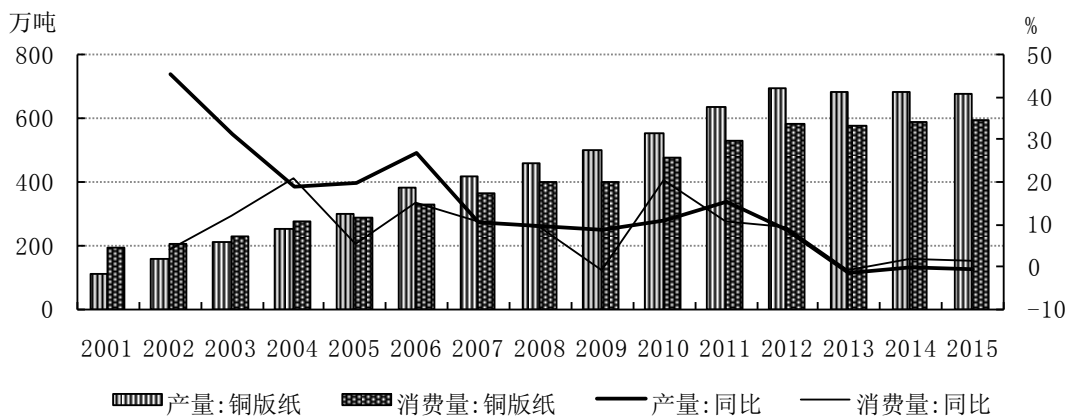


图2 2001~2015年我国铜版纸市场变动情况

数据来源: Wind 资讯

受铜版纸产能过剩矛盾加剧的影响，行业开工率降低，纸品库存



高企，近年来铜版纸纸价在各细分纸种中跌幅最大，企业盈利空间受到大幅挤压，铜版纸价格及盈利水平位于低谷。由于《造纸工业发展“十二五”规划》已明确将限制产量增长，因自 2013 年起我国不再批复铜版纸新生产线，2014 年后全国基本没有新增铜版纸产能。

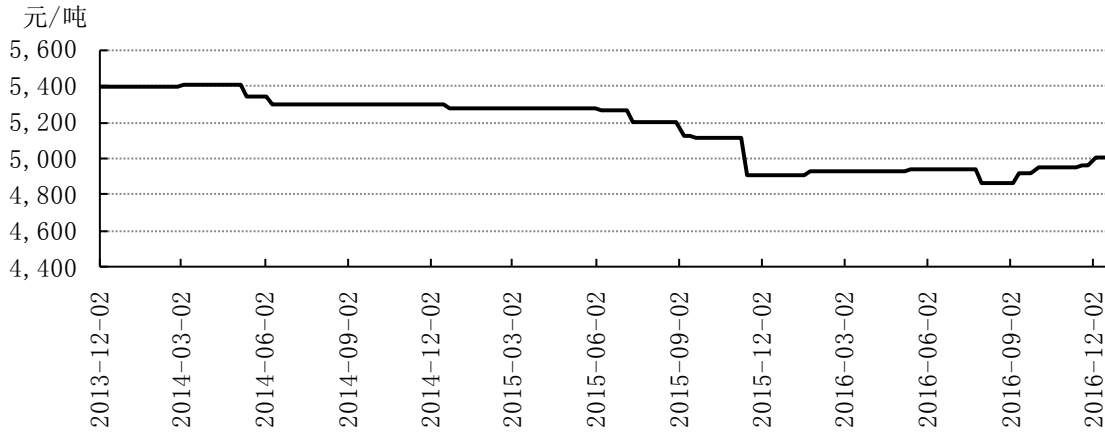


图 3 2013 年 12 月以来国内铜版纸出厂平均价

数据来源：wind 资讯

出口方面，铜版纸是我国纸及纸板出口产品中数量最大的纸种，2014 年我国铜版纸出口量为 174.31 万吨，同比上升 31.56%，出口量占纸及纸板出口总量比重下降至 25.60%；2015 年我国铜版纸出口量为 160.49 万吨，同比下降 7.92%，出口量占纸及纸板出口总量比重约 27.03%。近年来我国铜版纸出口受到欧美等国家较多贸易壁垒的限制，2010 年 11 月 4 日，美国国际贸易委员会最终裁定对华铜版纸反倾销反补贴案税令，中国涉案企业反补贴税率为 19.46%~202.84%，反倾销税率为 7.62%~135.84%。这是继 2007 年对进口自中国的铜版纸进行反补贴和反倾销案后，美国再次对进口自中国的铜版纸进行反倾销制裁。2011 年 5 月 14 日欧盟宣布，对从中国进口的铜版纸开征正式反倾销税和反补贴税，对中国铜版纸征收的反补贴税率为 4.00%~12.00%，反倾销税率为 8%~35.10%，两相叠加，对不同的中国生产企业征收的总税率在 20%~39%；按照欧盟规定，正式反补贴税和反倾销税的征税期均为 5 年。欧美的各项反倾销措施不仅会对金东纸业的对外出口业务产生中长期影响，同时将使公司现存的出口销售渠道遭到削弱，对公司的出口盈利能力产生长期影响。

我国铜版纸行业的产能过剩及欧美国家对铜版纸的反倾销将持续为国内铜版纸企业经营带来较大挑战。预计未来铜版纸行业价格及盈利水平将在低位振荡，整体看，行业环境将更有利于大型铜版纸企业的竞争与发展。

我国木浆和废纸浆等造纸原材料对外依存度较高，价格受世界经济形势波动影响，给造纸企业成本控制带来一定压力

造纸行业原材料主要包括木浆、非木浆和废纸浆等，木浆占比超

过 60%，废纸浆占比超过 30%。由于我国森林资源匮乏，木浆对外依存度较高，进口木浆占 70%左右，废纸浆 40%左右依靠进口。原材料成本占造纸总成本的 65%左右，国际经济形势波动造成木浆价格波动给造纸企业成本控制带来一定压力，也对盈利能力产生一定的影响。2015 年，我国木浆对外依存度较高，进口木浆占 70%左右；纸浆累计进口数量 1,984 万吨，同比增长 10.40%；进口纸浆金额为 127.55 亿美元，同比增长 5.70%。

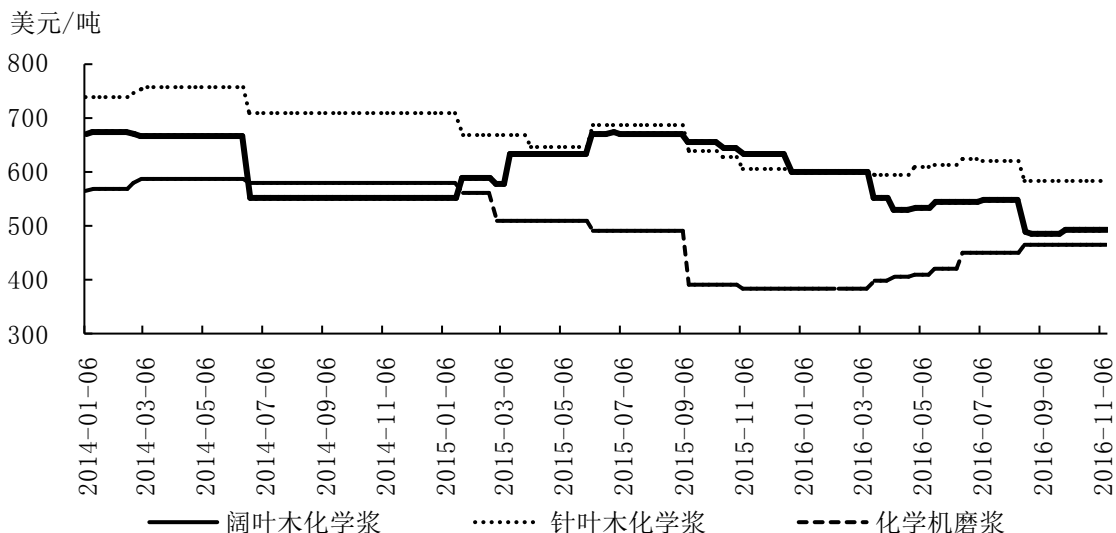


图 4 2013 年 12 月~2016 年 11 月我国进口木浆及废纸浆平均价格走势

数据来源：Wind 资讯

2015 年以来，随着下游纸厂需求相对改善，全球漂针木浆出运量增加，库存有所回落，外盘报价有所提涨，内盘报价跟涨，漂针木浆与漂阔木浆价差不断缩小；国内纸厂纸浆需求同比有所改善，纸浆市场成交均价有所回升。同期，国内纸浆平均价格为 4,500 元/吨，比 2014 年同期上涨 325 元/吨；进口纸浆平均价格为 590 美元/吨，比 2014 年同期上涨 4 美元/吨。2015 年 1~10 月，我国纸浆制造业主营业务收入 108.77 亿元，同比下降 3.02%，利润总额亏损 2.86 亿元，较 2014 年同期亏损的 7.36 亿元相比，亏损大幅缩减，盈利状况有所改善。

总体看，国内造纸行业原料供给对进口依赖程度较高，且价格与国际市场联动性强。长期来看，原料市场波动使企业面临长期成本上涨压力，增加成本管控难度，同时也加大了企业短期盈利波动的风险。

国家环保政策的趋紧，使造纸企业环保成本加大，预计未来公司将面临持续环保支出压力；但环保政策的趋紧同时也有利于金东纸业等规模化、集约化和环保型企业的发展，行业集中度将持续提高

作为传统意义上的重污染行业，造纸行业是除化工以外的第二大废水排放源行业，每年的废水排放量占全国工业废水排放量 15%以上。在政策层面，国家多次提高造纸业的排放标准，并不断出台新的政策



和措施，大力推进造纸业结构调整和清洁生产。2013年以来我国造纸行业落后产能淘汰力度持续加大，2012~2014年，造纸行业淘汰落后产能分别为1,057.00万吨、831.00万吨和547.00万吨，共涉及1,202家造纸企业。

预计未来1~2年，落后产能淘汰政策仅在一定程度上有助于缓解造纸行业整体产能过剩局面，全国纸制品产能过剩的大趋势并未得到有效改善。由于国家环保政策的趋严，造纸企业环保成本加大，预计未来公司将面临持续环保支出。不符合环保要求的中小纸厂将被淘汰，行业产能将逐渐向符合环保条件的规模化大型造纸企业集中。

江苏省为我国经济发达省份，经济保持平稳较快增长，有助于区域内企业的发展

江苏省是我国经济发达省份，具有产业基础扎实、科技实力雄厚、教育资源丰富、劳动力素质较高等优势。2015年，江苏省实现地区生产总值7.01万亿元，位居全国第二位，按可比价格计算，同比增长8.5%；全省高新技术产业快速发展，全年实现高新技术产业总值6.1万亿元，同比增长7.6%，占规模以上工业总产值比重达40.1%，全省经济在转型升级中保持平稳较快增长。2016年1~9月，江苏省实现地区生产总值5.53万亿元，同比增长8.10%。江苏省经济保持平稳较快增长，有助于区域内企业的发展。

经营与竞争

公司主要从事纸品及纸浆的生产和销售，纸品是收入和利润的主要来源；2013~2015年，在纸品业务的带动下，公司营业收入逐年小幅增长，毛利率水平逐年提升

公司主要从事纸品及纸浆的生产和销售，纸品主要包括铜版纸、无碳复写纸和双胶纸等文化用纸，纸浆主要是木浆。以文化用纸为主的纸品业务是公司收入和利润的主要来源。

2013~2015年，公司营业收入逐年小幅增长，分产品来看，公司铜版纸等纸品产销量增长，因此纸品收入逐年增长；受制于市场价格的下降，纸浆业务收入有所下滑。同期，公司毛利润逐年上升，从比重上看，纸品毛利润逐年增加、比重上升，而纸浆毛利润下降、比重下滑；2015年综合毛利润同比增长22.24%，主要是由于纸品收入增长、通过技术改造使得纸浆单位能耗下降，纸品毛利润增长。

2013~2015年，公司毛利率有所增长，其中纸品业务受益于原材料价格下降、单位能耗降低的影响，毛利率水平提升显著，同时纸浆价格下降、毛利率下滑。

表 1 2013~2015 年及 2016 年 1~9 月公司业务构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年 1~9 月		2015 年		2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	215.39	100.00	291.69	100.00	274.28	100.00	268.69	100.00
纸品	180.17	83.65	232.74	79.79	213.26	77.75	202.80	75.48
纸浆	35.22	16.35	58.95	20.21	61.02	22.25	65.89	24.52
毛利润	35.85	100.00	54.35	100.00	44.46	100.00	43.05	100.00
纸品	30.31	84.55	40.14	73.87	24.26	54.55	20.15	46.81
纸浆	5.54	15.45	14.20	26.13	20.21	45.45	22.90	53.19
毛利率	16.64		18.63		16.21		16.02	
纸品	16.82		17.25		11.38		9.94	
纸浆	15.73		24.09		33.12		34.75	

数据来源：根据公司提供资料整理

2016 年 1~9 月，公司营业收入为 215.39 亿元，同比小幅增长 0.21%，毛利润为 35.85 亿元，毛利率为 16.64%，同比下降 0.82 个百分点，主要由于原材料价格上涨导致营业成本上升。

综合来看，公司收入和毛利润主要来源于纸品和纸浆，随着纸品产销量的增长以及生产成本的降低，营业收入和毛利率提升。预计未来 1~2 年，公司以纸品和纸浆为主的业务结构将保持整体稳定，随着金海浆生活用纸项目的完全投产，公司纸品结构将进一步丰富。

公司是国内最大的铜版纸、无碳复写纸生产企业，木浆生产能力位居国内第二，具有显著的规模和技术优势；随着金海浆生活用纸项目的建成投产，纸品生产能力将进一步提升

截至 2016 年 9 月末，公司纸及纸制品产能 365 万吨/年，木浆产能为 135 万吨/年，是我国最大的铜版纸、无碳复写纸生产企业，其中金东纸业本部产能达 200 万吨/年，是世界单厂规模最大的铜版纸生产企业，在我国铜版纸市场占有率超过 40%，2013 年 7 月金海浆铜版纸项目正式投产，使得公司铜版纸总产能提升至 300 万吨/年。

表 2 2015 年公司本部及下属主要企业生产情况（单位：万吨/年、万吨）

企业	主要产品	品牌名称	产能	产量
公司本部	铜版纸	太空梭、东帆、长鹤	200	204.48
金华盛	双胶纸、无碳复写纸、铜板卡	金彩蝶、立可得	65	62.71
金海浆	铜版纸	金海鲸王	100	108.00
	木浆	龙头、鲸王	135	144.28
合计	-	-	500	519.47

数据来源：根据公司提供资料整理

子公司金华盛拥有年产 11 万吨无碳复写纸、35 万吨双胶纸、16 万吨铜版卡纸及 3 万吨热敏纸的生产能力，其中无碳复写纸产能规模



行业排名第一。金海浆主要生产化学漂白硫酸盐桉木浆，产能为 135 万吨/年，是国内第二大木浆生产企业；同时，金海浆二期生活用纸项目处于试生产阶段，生活用纸项目的完全投产将丰富公司纸品结构，纸品生产能力将进一步提升。总体来看，公司在铜版纸和木浆产品具有显著的规模优势。

表 3 2013~2015 年及 2016 年 1~9 月公司主要产品生产情况（单位：万吨、%）

主要产品	主要产品	2016 年 1~9 月	2015 年	2014 年	2013 年
纸品	年产能	365.00	365.00	365.00	365.00
	产量	281.00	375.19	365.80	321.79
	销量	273.33	370.00	369.00	321.00
	产能利用率	102.55 ¹	102.79	100.22	88.16
纸浆 ²	年产能	135.00	135.00	135.00	125.00
	产量	106.00	144.28	137.41	140.24
	销量	107.00	141.63	138.94	146.10
	产能利用率	104.69	106.87	101.79	112.19

数据来源：根据公司提供资料整理

公司除在生产规模上具有优势外，生产设备和技术水平均处于世界领先水平。公司本部及子公司主要纸机均为国外引进设备，单机生产规模较大，规模经济效应较好。公司设备全部采用自动化生产控制，保证了生产过程的可控性和生产效率，使原材料利用率、产品成型率和出品率都处于较高水平。

公司重视技术研究工作，并设置法务暨知识产权处、研发中心等专门部门负责知识产权和技术研发，在主导产品以及产品的实现过程中取得了一批具有自主知识产权的核心技术和关键技术。截至 2016 年 9 月末，公司拥有专利申请 413 件，其中发明专利 256 件；提交国外专利申请 7 件，其中美国授权发明专利 2 件；国内商标 25 件，在美国、俄罗斯等地注册境外商标 50 件；软件著作权 9 项。获中国专利优秀奖 1 件，日内瓦国际发明金奖 1 件，中国驰名商标 1 件。

公司依托控股股东公司的林木资源优势 and 集约化采购，建立了稳定的主原料供应渠道，提高了成本控制能力；由于木浆自给率水平不高，国际浆价的变化给公司成本控制及盈利水平带来一定不利影响；人民币汇率的波动使公司面临汇兑损失的风险

公司生产所需主要原材料为木浆、原木、木片，能源主要为煤炭。木浆在生产成本中所占比重最大，以铜版纸为例，木浆占其原材料成本的 60%以上，不同纸种木浆成本占比略有不同。公司的木浆、原木及木片和煤炭等通过控股股东公司金光纸业集约化采购，采购成本具有

¹ 全文季度产能利用率均经过年化处理。

² 纸浆的产能、产量数据已剔除自用量。



一定的优势。金海浆的木浆根据金光纸业的统一调配，约 70%供公司自用，其他均需进口。公司所需木浆主要包括漂白针叶木浆（NBKP）、漂白阔叶木浆（LBKP）和化学机械浆（BCTMP），针叶木浆基本依靠进口，金海浆供应部分阔叶木浆，化学机械浆部分由关联公司广西金桂浆纸业有限公司提供。原木及木片主要从国内关联林业公司、海南当地等林场采购，国外主要通过越南、印尼等地进口。煤炭主要是从国内进行采购。公司依托控股股东公司的林木资源优势 and 集约化采购，建立了稳定的主原料供应渠道，提高了成本控制能力。

由于公司木浆等原材料自给率不高，加上原材料购入期、运输期、库存期和销售期的差异，国际浆价的变化给公司成本控制、盈利水平带来一定不利影响。公司与国外供应商主要采用美元结算，因此人民币汇率波动特别是人民币对美元的贬值使得公司面临汇兑损失的风险。

时间	供应商名称	采购原料	采购金额	占采购总额比例
2016 年 1~9 月	GOLD EAST TRADING (HONGKONG) CO. LTD	纸浆/木片	117,987	14.88
	镇江天勤国际贸易有限公司	纸浆	73,108	9.22
	HAOHUNG COMPANY LIMITED	木片	58,808	7.42
	金纸源贸易(上海)有限公司	纸浆	46,226	5.83
	镇江联泰国际贸易有限公司	纸浆	39,536	4.99
合计		—	335,666	42.33
2015 年	镇江天勤国际贸易有限公司	纸浆	86,617	3.65
	GOLD EAST TRADING (HONGKONG) CO. LTD ³	纸浆	78,877	3.32
	金纸源贸易(上海)有限公司	纸浆	56,510	2.38
	镇江联泰国际贸易有限公司	纸浆	50,060	2.11
	苏州皇益贸易有限公司	纸浆	45,580	1.92
合计		—	317,643	13.38

数据来源：根据公司提供资料整理

公司拥有完善的销售渠道体系，产品销售以内销为主，外销为辅；国内市场以华东、华南地区为主；控股股东公司金光纸业的集约化采购和销售使得公司关联交易长期维持较大规模

公司以内外销并举的模式发展，内销方面，公司在全国建立了 16 家国内销售公司，形成一套完整的销售、服务和市场一体化的系统。内贸公司同时也负责销售金光纸业下属其他造纸企业的产品。国内销售采用直销和分销两种方式，直销占比 50%以上。产品出口均采用来料加工的模式，公司仅收取加工费。根据海关数据，金东纸业是 2015 年造纸和纸制品行业出口额第一名。

³ 金东贸易(香港)有限公司，为关联方（同受最终控股公司控制）。



从销售区域来看，公司以国内销售为主，内销占比 80%以上，国内市场主要以华东、华南为主。由于欧美等国设置的铜版纸贸易壁垒，目前公司主要出口地区集中在亚洲地区。除了进行地区多元化来消化“双反”对铜版纸出口的影响，公司也积极调整出口产品的结构以规避贸易壁垒，开始在美国销售卷筒铜板卡等。

表 5 2013~2015 年及 2016 年 1~9 月公司销售区域情况（单位：亿元、%）

区域	2016 年 1~9 月		2015 年		2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
内销	183.41	85.15	227.49	83.99	217.61	84.73	218.23	85.93
华东	77.63	36.04	95.84	35.38	94.09	36.63	94.35	37.15
华南	59.99	27.85	62.70	23.15	51.87	20.19	52.01	20.48
华北	28.78	13.36	32.95	12.16	34.78	13.54	34.87	13.73
华中	-	-	24.44	9.02	18.90	7.36	18.95	7.46
华西	16.26	7.55	11.56	4.27	17.98	7.00	18.03	7.10
外销	31.98	14.85	43.37	16.01	39.22	15.27	35.73	14.07
香港	31.98	14.85	43.37	16.01	39.22	15.27	35.73	14.07
合计	215.39	100.00	270.86	100.00	256.83	100.00	253.95	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

公司内销主要以赊销结算为主，外销以电汇和信用证为主。公司销售客户集中度一般。2014 年以来，随着国内宏观经济增长放缓，国内造纸行业产能整体仍过剩，市场竞争日趋激烈，一方面公司为支持长期合作客户，延长了销售收款账期，另一方面，公司加大力度开发终端用户，执行直销策略，从而调整了应收账款政策，适当延长账期。

表 6 2015 年及 2016 年 1~9 月公司前五大客户销售情况（单位：万元、%）

时间	客户名称	产品名称	销售金额	销售占比
2016 年 1~9 月	金东贸易(香港)有限公司	纸品、纸浆	319,804	17.34
	金纸源贸易(上海)有限公司	纸品、纸浆	68,092	3.69
	海南领明国际贸易有限公司	纸品	55,424	3.00
	厦门建发纸业有限公司	纸浆	42,225	2.29
	江西蓝海国际贸易有限公司	纸品	40,319	2.19
合计		-	525,864	28.51
2015 年	金东贸易(香港)有限公司	纸品、纸浆	382,576	13.12
	金纸源贸易(上海)有限公司	纸品、纸浆	127,278	4.36
	厦门建发纸业有限公司	纸品	78,627	2.70
	海南金红叶纸业有限公司	纸品	66,978	2.30
	镇江天勤国际贸易有限公司	纸浆	55,015	1.89
合计		-	710,474	24.36

数据来源：根据公司提供资料整理



由于控股股东公司金光纸业进行集约化采购，因此造成公司向关联方发生采购行为；同时在销售方面，纳入公司合并报表的其他 16 家内贸公司同时也负责金光纸业下属的其他造纸生产企业纸品销售，出口主要通过金东香港，因此造成公司关联交易金额长期维持在较大规模。2015 年，公司向关联方销售的金额有占总销售金额的比重有所下降，公司向关联方销售商品以市场价格定价；同时，公司采购自关联方的金额以及占总采购金额的比例有所上升，公司向关联方采购商品由双方考虑市场价格协商决定。

表 7 2013~2015 年公司关联交易情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年	2014 年	2013 年
关联采购金额	97.73	82.28	98.78
关联采购金额占总采购金额比	41.18	35.81	45.35
关联销售金额	59.24	59.53	64.55
关联销售金额占总销售金额比	20.31	21.70	24.03

数据来源：根据公司提供资料整理

公司在环保方面连续投入充足的资金和设备，相关环保指标均优于国家的造纸行业排放标准

公司在环保方面连续投入充足的资金和设备，配套建设了总装机容量为 29 万千瓦的自备热电厂、日处理能力为 9.9 万吨的清水处理厂、7.5 万吨的污水处理厂以及两个 3.5 万吨级泊位的自备码头等公用设施。公司危险废物全部按法规要求委外综合处置，一般废弃物采用公司内回收利用和委外综合利用模式，做到了生产废弃物 100% 合规处置。2015 年环保运行投入近 1 亿元，累计环保投入 9 亿元。

公司从 2000 年开始，连续多年被评为环境等级绿色及环保先进企业，2003 年被国家环保总局授予“全国环境保护百佳工程”荣誉称号，2004 年荣获首批“国家环境友好企业”称号，2005 年被江苏省环保厅评选为江苏省循环经济推进先进单位，2006 年荣获全国绿化模范单位、工业旅游示范点称号，2009 年荣获省级节水型企业称号，2013 年再次通过清洁生产审核。

表 8 公司主要环保指标执行情况

项目	承诺数据	国家标准	公司指标	
			2016 年 1~9 月	2015 年
吨纸水耗量（吨）	≤10	60	6.38	6.99
吨纸废水排放量（吨）	≤9	20	7.74	5.66
吨纸 COD 排放量（千克）	≤0.61	1.6	0.27	0.38
吨浆水耗量（吨）	≤28	无	21.93	20.70
吨浆废水排放量（吨）	≤17	80	15.94	15.96
吨浆 COD 排放量（千克）	≤2.16	16	1.40	1.48

数据来源：根据公司提供资料整理



综合来看，连续充足的环保投入保证了公司在生产过程的资源最节省和污染排放最小，相关环保指标均优于国家的造纸行业排放标准，为公司长期发展奠定了基础。

公司治理与管理

产权状况与公司治理

截至 2016 年 9 月末，公司注册资本为 143.05 亿元，控股股东金光纸业持有公司 97.42% 的股份，自然人黄志源是金光纸业的实际控制人，因此公司实际控制人为黄志源。

公司根据《公司法》等有关法律法规的相关规定，建立了较为完善的法人治理结构。公司的最高权力机构是股东大会，股东大会下设董事会和监事会，董事会和监事会向股东大会负责，基本形成了股东会、董事会、监事会和经营管理层各司其责、协调运转、有效制衡的法人治理结构。公司组织形式比较健全，有利于公司未来发展。

战略与管理

随着公司业务的快速发展，公司已经实现信息化，借助全球最先进的 SAP 企业管理软件，公司实现了整个中国系统的生产、采购、销售、财务、人事等关键业务流程的专业化、规范化和高效率。

公司从资源节约、环境保护和结构调整三方面明确了公司期间的主要发展方向，即公司将持续加大新用途新市场下的新产品开发，还针对市场上对特种纸需求大的发展趋势，新增特种纸生产项目，实现公司的多样化经营，提高产品附加值，并增加市场机会。

抗风险能力

公司是我国最大的铜版纸、无碳复写纸生产企业，木浆生产能力位居国内第二，具有显著的规模、产业链和技术优势；公司依托控股股东金光纸业进行集约化采购，具有一定的采购成本优势，但仍受国际浆价影响；公司主要通过金东香港进行对外出口，因此关联销售额较大；环保指标优于造纸行业排放标准。预计未来随着金海浆二期生活用纸项目的投产，公司纸品结构将进一步丰富，仍具有很强的规模优势及综合竞争实力。综合来看，公司抗风险能力很强。

财务分析

公司提供了 2013~2015 年及 2016 年 1~9 月财务报表。安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2013~2015 年财务报表分别进行了审计，均出具了标准无保留审计意见的审计报告。公司 2016 年 1~9 月财务报表未经审计。



资产质量

公司资产规模基本稳定，构成以非流动资产为主；应收账款增长较快，周转效率逐年下滑；受限资产比重高，削弱了资产流动性

2013~2015年末及2016年9月末，公司资产规模有所波动，但基本保持稳定；资产构成以非流动资产为主，符合造纸生产型企业的特征。

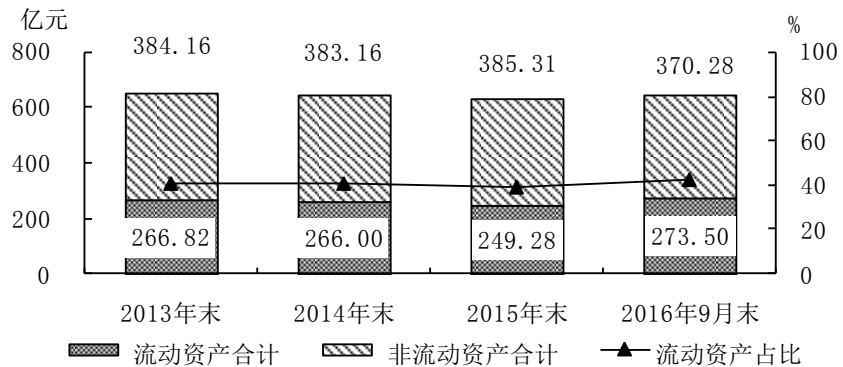


图5 2013~2015年末及2016年9月末公司资产构成情况

公司流动资产主要由应收账款、货币资金、应收票据、预付款项、存货及其他应收款等构成。

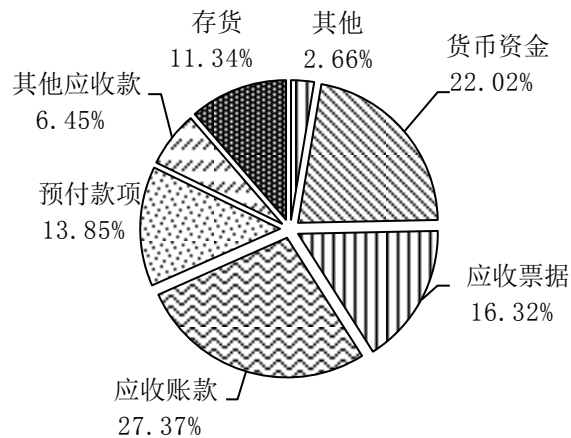


图6 2015年末公司流动资产构成

2013~2015年末，应收账款分别为40.16亿元、62.23亿元和68.23亿元，增长较快，主要是公司延长下游客户信用期所致，其中2015年末，账龄在一年以内的应收账款占比为97.46%，前五名客户应收账款的占比为70%，关联方应收账款为39.62亿元；货币资金分别为81.10亿元、66.90亿元和54.88亿元，其中2015年末同比下降17.97%，主要由于公司与银行机构操作的质押融资业务量下降致使受限货币资金减少；货币资金主要由44.30亿元受限货币资金和10.58亿元银行存



款构成；应收票据分别为 47.20 亿元、48.29 亿元和 40.69 亿元，其中 2015 年末同比下降 15.74%，主要由于公司与银行机构操作的质押融资业务量下降致使所有权受限制的票据价值减少所致；应收票据由 31.41 亿元银行承兑汇票和 9.28 亿元商业承兑汇票构成，受限应收票据为 23.19 亿元，关联方应收票据为 5.92 亿元。

表 9 截至 2016 年 9 月末公司应收账款主要欠款单位情况（单位：亿元、%）

欠款单位	关联关系	金额	账龄	占应收账款比重	款项性质
金东贸易(香港)有限公司	关联方	41.40	1 年以内	58.37	货物款项
金纸源贸易(上海)有限公司	非关联方	6.86	1 年以内	9.67	货物款项
CAPITAL ASSET HOLDINGS(L) BERH	非关联方	1.66	1 年以内	2.35	货物款项
玛可木贸易(杭州)有限公司	非关联方	1.62	1 年以内	2.28	货物款项
环新贸易(深圳)有限公司	非关联方	1.59	1 年以内	2.24	货物款项
合计	-	53.13	-	74.90	-

数据来源：根据公司提供资料整理

2013~2015 年末，预付款项分别为 30.36 亿元、35.20 亿元和 34.52 亿元，主要是原材料采购款，2015 年末，关联方预付款项为 21.82 亿元；存货分别为 33.69 亿元、29.11 亿元和 28.26 亿元，规模有所下降，其中 2015 年末存货主要由 9.69 亿元原材料、8.38 亿元库存商品和 4.79 亿元在产品构成，库存商品的年末存货跌价准备为 0.08 亿元；其他应收款分别为 27.47 亿元、18.26 亿元和 16.08 亿元，主要是股权转让款、固定资产转让款等，2014 年末同比减少 9.21 亿元，主要由于公司将部分其他应收款调整至应收账款、预付款项等科目；2015 年末，账龄在一年以内的其他应收款占比为 87.31%，未计提坏账准备，关联方其他应收款为 12.74 亿元。2016 年 9 月末，公司流动资产为 273.50 亿元，其中预付款项为 55.41 亿元，较 2015 年末增长 60.51%，主要由于原材料采购款增加。

公司非流动资产主要由固定资产和在建工程构成。2013~2015 年末，固定资产分别为 315.40 亿元、302.57 亿元和 293.16 亿元，由于计提固定资产折旧，因此规模逐年下降；2015 年末，固定资产主要由机械设备 262.48 亿元和房屋及建筑物 38.34 亿元构成，其中融资租入的机械设备账面价值为 6.43 亿元；在建工程分别为 48.81 亿元、56.72 亿元和 46.77 亿元，其中 2015 年末在建工程同比下降 17.55%，主要是 2015 年 10 月 31 日，公司将化学机械浆生产线剥离至金隆浆纸业（江苏）有限公司⁴；可供出售金融资产为公司对金东香港的投资，2015 年公司完成对金东香港增资，使得期末可供出售金融资产大幅增长。2016 年 9 月末，公司非流动资产为 370.28 亿元，较 2015 年末变动不大。

⁴ 控股股东为 LOYAL EXPRESS DEVELOPMENT LIMITED。

表 10 截至 2016 年 9 月末公司主要在建项目情况（单位：万元）

工程项目名称	预算额	已投入	预计完工日期	完工后产能
卫生纸机项目	387,582	308,302	2016.12.31	50 万吨生活用纸/年
浆厂提产技改项目	271,449	149,625	2016.12.31	5,400 吨干浆/天
其他升级改造、环保类项目	31,016	17,177	-	-
合计	690,047	475,104	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

2013~2015 年，公司应收账款周转天数分别为 55.94 天、67.20 天和 80.51 天，应收账款周转效率下降显著，且 2015 年低于行业平均水平；存货周转天数分别为 56.23 天、49.18 天和 43.51 天，存货周转效率有所上升，且高于行业平均水平⁵。2016 年 1~9 月，公司应收账款周转天数及存货周转天数分别为 87.22 天和 37.65 天。

截至 2016 年 9 月末，公司受限资产合计 327.70 亿元，占总资产和净资产比重分别为 50.90%和 139.50%，受限资产以固定资产、货币资金、应收票据和在建工程为主。同时，公司以持有金海浆 61.61%的股权质押作为自身银行借款的担保。公司受限资产占比较高，影响资产的流动性及再融资能力。

综合来看，公司资产规模基本稳定，构成以非流动资产为主；应收账款增长较快，周转效率下降显著；公司受限资产占总资产比重较高，削弱了资产流动性。

资本结构

2013 年末以来公司负债规模整体变动不大，以流动负债为主；短期有息债务比重较高，短期债务负担较重；对外担保数额较大，且以关联担保为主，存在一定或有风险

2013~2015 年末及 2016 年 9 月末，公司负债总体规模变动不大，以流动负债为主，流动负债占总负债比重在 70%左右。

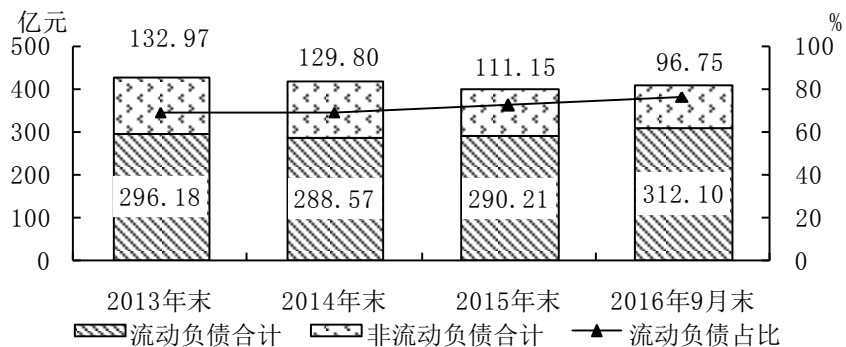


图 7 2013~2015 年末及 2016 年 9 月末公司负债构成情况

⁵ Wind 资讯：2013~2015 年，造纸及纸制品行业存货周转天数平均值分别为 90.00 天、90.00 天和 78.26 天；应收账款周转天数平均值分别为 69.23 天、69.23 天和 58.06 天。



公司流动负债主要由短期借款、一年内到期的非流动负债、应付票据、应付账款及其他应付款等构成。2013~2015 年末，短期借款分别为 105.00 亿元、117.00 亿元和 111.98 亿元，数量较大，占总负债比重 26%左右，其中 2015 年末，短期借款主要由 70.16 亿元保证借款、29.26 亿元质押借款和 7.22 亿元抵押借款构成；一年内到期的非流动负债分别为 62.67 亿元、50.17 亿元和 56.18 亿元，其中 2015 年末，一年内到期的非流动负债主要由 49.59 亿元一年内到期的长期借款和 4.18 亿元一年内到期的应付债券⁶构成。公司经营性应付项目主要为采购款，2013~2015 年末，公司应付票据分别为 35.23 亿元、42.00 亿元和 45.83 亿元，逐年增加，主要由于票据业务结算量增加；应付账款分别为 50.41 亿元、43.91 亿元和 33.48 亿元，逐年大幅减少，其中，公司 2015 年应付账款同比下降 23.75%，主要由于结算方式变化致使现金和票据结算量增加所致，关联方应付账款为 13.67 亿元；其他应付款分别为 11.37 亿元、16.27 亿元和 15.49 亿元，有所波动。2016 年 9 月末，公司流动负债为 312.10 亿元，较 2015 年末增长 21.89 亿元。

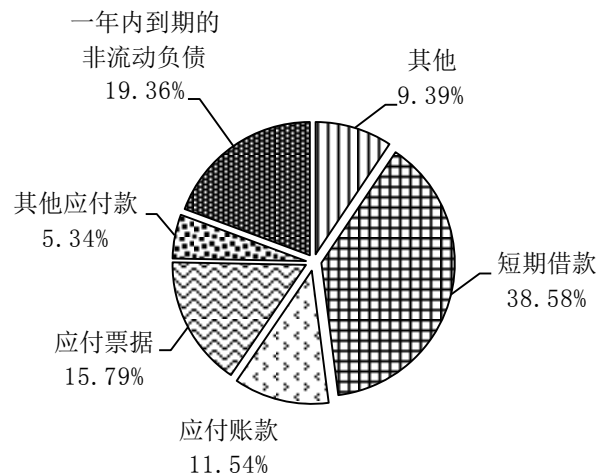


图 8 2015 年末公司流动负债构成

公司非流动负债主要为长期借款和应付债券。2013~2015 年末，长期借款分别为 115.51 亿元、96.71 亿元和 81.85 亿元，规模逐年下降，其中 2015 年末，长期借款主要由 52.32 亿元抵押及保证借款、46.19 亿元保证借款和 27.10 亿元抵押借款构成；应付债券分别为 15.98 亿元、27.72 亿元和 23.62 亿元，2015 年末，应付债券主要包括 5.50 亿元“14 金东纸 PPN001”、2.00 亿元“14 金东纸 PPN002”、4.30 亿元“14 金东纸 PPN003”和 12.00 亿元“13 金海浆纸债”。2016 年 9 月末，公司非流动负债为 96.75 亿元，其中长期借款为 66.75 亿元，较 2015 年末减少 15.10 亿元，主要是偿还到期借款所致。

⁶ 13 金东纸 PPN001，债券到期日 2016 年 11 月 29 日。



表 11 2013~2015 年末及 2016 年 9 月末公司有息债务情况（单位：亿元、%）

指标	2016 年 9 月末	2015 年末	2014 年末	2013 年末
短期有息债务	213.40	213.99	209.17	202.91
长期有息债务	96.75	111.15	129.42	132.61
总有息债务	310.15	325.14	338.59	335.51
短期有息债务占总总有息债务比重	68.80	65.82	61.78	60.48
总有息债务占总负债比重	75.86	81.01	80.93	78.18

2013~2015 年末，公司总有息债务分别为 335.51 亿元、338.59 亿元和 325.14 亿元，总有息债务规模有所波动；总有息债务占总负债比重分别为 78.18%、80.93%和 81.01%，占比上升；短期有息债务占总总有息债务比重分别为 60.48%、61.78%和 65.81%，占比持续上升，公司有息债务以短期有息债务为主，短期债务负担较重。2016 年 9 月末，公司总有息债务以及总有息债务占总负债比重略有下降。

从有息债务期限结构来看，截至 2016 年 9 月末，一年内到期的有息债务占比为 68.80%，构成以短期借款为主，长期有息债务以长期借款为主。

表 12 截至 2016 年 9 月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

期限	≤1 年	(1, 2]年	(2, 3]年	(3, 4]年	(4, 5]年	>5 年	合计
金额	213.40	52.82	26.84	8.83	4.11	4.16	310.15
占比	68.80	17.03	8.65	2.85	1.33	1.34	100.00

2013~2015 年末，由于长期有息债务的减少，公司资产负债率、债务资本比率均小幅下降；流动比率、速动比率均有所波动，略高于行业平均水平⁷，整体来看，公司流动资产对流动负债的保障程度较弱。

表 13 2013~2015 年末及 2016 年 9 月末公司部分财务指标

指标	2016 年 9 月末	2015 年末	2014 年末	2013 年末
资产负债率（%）	63.51	63.25	64.45	65.92
债务资本比率（%）	56.90	58.23	59.47	60.20
长期资产适合率（%）	89.57	89.38	94.11	92.36
流动比率（倍）	0.88	0.86	0.92	0.90
速动比率（倍）	0.81	0.76	0.82	0.79

2013~2015 年末，公司所有者权益逐年小幅增加，其中 2015 年末所有者权益主要由股本 143.05 亿元、少数股东权益 55.33 亿元、未分配利润 23.30 亿元构成，少数股东权益主要为金华盛 10.80 亿元和金华海浆 42.80 亿元。2016 年 9 月末，公司所有者权益较 2015 年末略有上升，其中未分配利润较 2015 年末减少 7.29 亿元，主要是期间公司向股东分配利润所致；2016 年 9 月末，公司本年利润为 6.98 亿元。

⁷ Wind 资讯：2013~2015 年末，造纸及纸制品业速动比率平均值分别为 0.71 倍、0.71 倍和 0.74 倍。

2015 年末，公司对外担保形成的或有负债达到 132.80 亿元，担保比率 56.94%；截至 2016 年 9 月末，根据公司提供数据，公司对外担保余额为 104.58 亿元，担保比率为 44.52%，主要是为第三方进口代理商信用证业务及关联方贷款提供的担保（详细情况见附件 4）。公司对外担保比率较高，且以关联担保为主，存在一定或有风险。

综合来看，公司有息债务规模有所波动，未来 1~2 年有息债务偿债压力较重；公司对外担保比率较高，存在一定或有风险。

盈利能力

2013~2015 年，公司营业收入逐年增长；受有息债务、汇兑损失增加影响，财务费用逐年增长

2013~2015 年，公司营业收入规模逐年增长，毛利率持续上升，高于国内造纸及纸制品行业毛利率平均水平⁸。

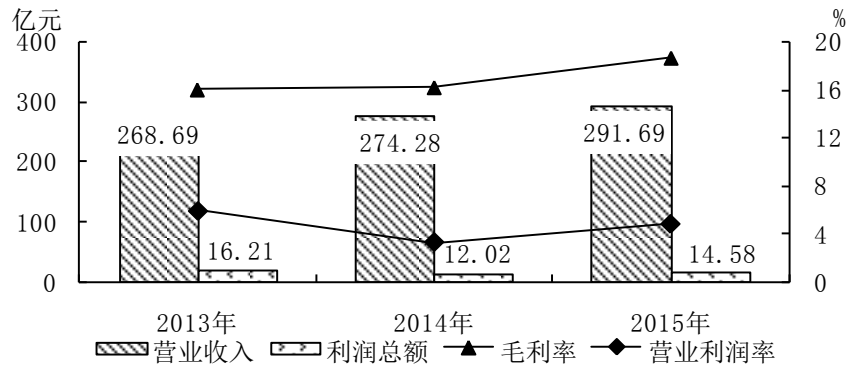


图 9 2013~2015 年公司的收入及盈利情况

2013~2015 年，期间费用合计占公司营业收入的比重分别为 10.52%、13.62%和 13.36%，财务费用增长较快，一方面由于公司期间发行多期债券，另外 2014 年以来，受人民币整体贬值趋势影响，产生的汇兑损失增加，其中 2014~2015 年，汇兑损失分别为 0.44 亿元和 2.39 亿元。

表 14 2013~2015 年及 2016 年 1~9 月公司期间费用及占营业收入比重情况（单位：万元、%）

项目	2016 年 1~9 月	2015 年	2014 年	2013 年
销售费用	101,164	124,851	128,296	109,837
管理费用	40,220	96,278	99,311	62,170
财务费用	116,154	168,485	145,836	110,560
期间费用合计	257,537	389,614	373,443	282,567
占营业收入比重	11.96	13.36	13.62	10.52

2013~2015 年，投资收益分别为 3.52 亿元、2.46 亿元和 -0.45

⁸ Wind 资讯：2014~2015 年及 2016 年 1~8 月，造纸及纸制品行业毛利率（当季值）平均值分别为 13.83%、12.89% 和 12.89%。



亿元，主要来源于处置衍生金融工具利得，其中 2015 年投资收益损失 0.45 亿元，主要由于公司签订的远期外汇买卖合同到期交割时的损失 0.36 亿元以及处置子公司金隆浆股权损失 0.64 亿元所致。远期外汇交易产生的投资收益受到人民币汇率变动等因素影响，未来收益存在不确定性。2013~2015 年，营业外收入分别为 0.47 亿元、3.07 亿元和 0.58 亿元，有所波动，主要由政府补助和保险赔付构成。2013~2015 年，公司利润总额分别为 16.21 亿元、12.02 亿元和 14.58 亿元，有所波动，其中，公司 2015 年利润总额同比增长 21.30%；净利润分别为 13.25 亿元、10.15 亿元和 12.18 亿元，有所波动，其中公司 2015 年净利润同比增长 20%。2015 年，由于原材料价格下降，利润空间增长，因此公司营业利润、利润总额等增长较快。

2016 年 1~9 月，公司营业收入为 215.39 亿元，同比小幅增长 0.21%，毛利率为 16.64%，同比下降 0.82 个百分点；期间费用为 25.75 亿元，占营业收入 11.96%，营业利润为 9.47 亿元，同比下降 29.54%，主要由于成本上升导致毛利润下降，同时财务费用增长；利润总额为 10.08 亿元，同比下降 26.85%。

2013~2015 年，公司总资产报酬率分别为 4.47%、4.03%和 4.67%，净资产收益率分别为 5.97%、4.40%和 5.22%，均高于行业平均水平⁹。2016 年 1~9 月，公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 2.87%和 3.52%。

综合来看，公司营业收入逐年增长，受有息债务、汇兑损失增加影响，财务费用逐年增长。

现金流

2013~2015 年，公司经营性现金流持续净流入，且规模逐年增长，对债务和利息的保障程度有所增强

2013~2015 年，公司经营性净现金流分别为 10.00 亿元、17.16 亿元和 38.56 亿元，持续增加，2015 年经营性净现金流同比增长 124.78%，主要由于公司销售收入增加、存货减少；投资性净现金流分别为-1.43 亿元、14.22 亿元和-19.32 亿元，波动较大，其中，公司 2015 年投资性净现金流转为净流出，主要由于公司对金东香港进行注资所致；筹资性净现金流分别为-9.08 亿元、-26.67 亿元和-28.84 亿元，筹资性净现金流持续流出，主要是公司偿还到期债务所致。

⁹ Wind 资讯：2013~2015 年，造纸及纸制品业总资产报酬率平均值均为 0.20%，净资产收益率平均值分别为 0.40%、-0.40%和-0.40%。

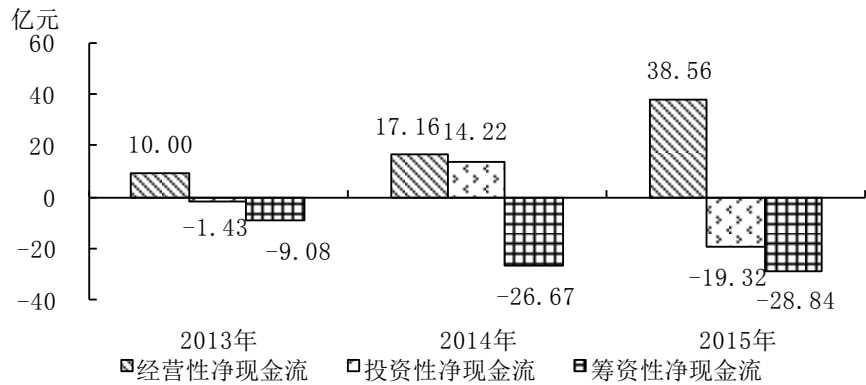


图 10 2013~2015 年公司的现金流情况

2016 年 1~9 月，公司经营性净现金流、投资性净现金流和筹资性净现金流分别为 32.12 亿元、1.45 亿元和 -26.75 亿元。鉴于金海浆二期 50 万吨生活用纸项目已试生产，公司资本支出和融资需求将整体保持稳定。

表 15 2013~2015 年及 2016 年 1~9 月公司债务及利息的覆盖情况

项目	2016 年 1~9 月	2015 年	2014 年	2013 年
经营性净现金流/流动负债 (%)	10.66	13.33	5.87	3.41
经营性净现金流/总负债 (%)	7.93	9.41	4.05	2.33
经营现金流利息保障倍数 (倍)	3.22	2.20	1.05	0.63
EBIT 利息保障倍数 (倍)	1.85	1.69	1.61	1.84
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	2.70	2.68	2.80

2013~2015 年，随着公司经营性净现金流规模的增长，其对债务和利息的保障程度增强；EBIT 及 EBITDA 利息保障倍数变动不大，整体对利息保障倍数基本稳定。

偿债能力

公司在铜版纸行业的规模优势及设备和技術优势保证了的市场地位，2013~2015 年公司营业收入逐年增长，毛利率有所增长，整体盈利水平仍高于造纸行业平均水平。公司资产构成以非流动资产为主，受限资产占总资产比重较高，在一定程度上影响了资产的流动性；总有息债务占总负债比重上升，且短期有息债务占总息债务比重较高，短期债务负担较重。随着经营性净现金流的波动，公司经营性净现金流对债务和利息的覆盖程度持续增强，EBIT 和 EBITDA 对利息的保障程度较为稳定。综合分析，公司偿债能力很强。

债务履约情况

根据公司提供的由中国人民银行征信中心提供的《企业信用报告》，截至 2016 年 11 月 18 日，公司本部共有 12 笔已结清合计金额为 8,836



万元的垫款，根据公司提供的说明，其中 1 笔 2005 年产生的 2,450 万元的垫款属不实信息，另 11 笔 2001 年产生的合计金额为 6,386 万元的垫款为债务重组中各银行与公司达成协议，由银行先行垫付公司到期的票据，随后由公司还款所形成。公司本部有已结清关注类贷款 50 笔，已结清关注类贸易融资 9 笔，已结清关注类保理 7 笔，已结清关注类票据贴现 45 笔，已结清关注类银行承兑汇票 11 笔，根据各授信银行提供的说明，公司上述信贷业务均已结清。截至本报告出具日，公司到期债券均已按时兑付本息，存续债券尚未到还本付息日。

结论

公司是我国最大的铜版纸、无碳复写纸生产企业，木浆生产能力位居国内第二，具有显著的规模、产业链和技术优势；公司依托控股股东金光纸业进行集约化采购，具有一定的采购成本优势，但仍受国际浆价影响；公司主要通过金东香港进行对外出口，因此关联销售额较大；环保指标优于造纸行业排放标准。预计未来随着金海浆生活用纸项目的投产，公司纸品结构将进一步丰富。同时，2013 年以来，公司关联交易较大，资金运转效率下降，资产流动性受限，短期债务负担较重，人民币汇率波动使公司面临汇兑损失等风险。综合分析，公司不能偿还到期债务的风险很小。

预计未来 1~2 年，公司以纸品和纸浆为主的业务结构将保持整体稳定。因此，大公对金东纸业的评级展望为稳定。

跟踪评级安排

自评级报告出具之日起，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对金东纸业（江苏）股份有限公司（以下简称“受评主体”）进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注受评主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及受评主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映受评主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

1) 跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本期融资券发行后 6 个月内发布定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下 1 个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

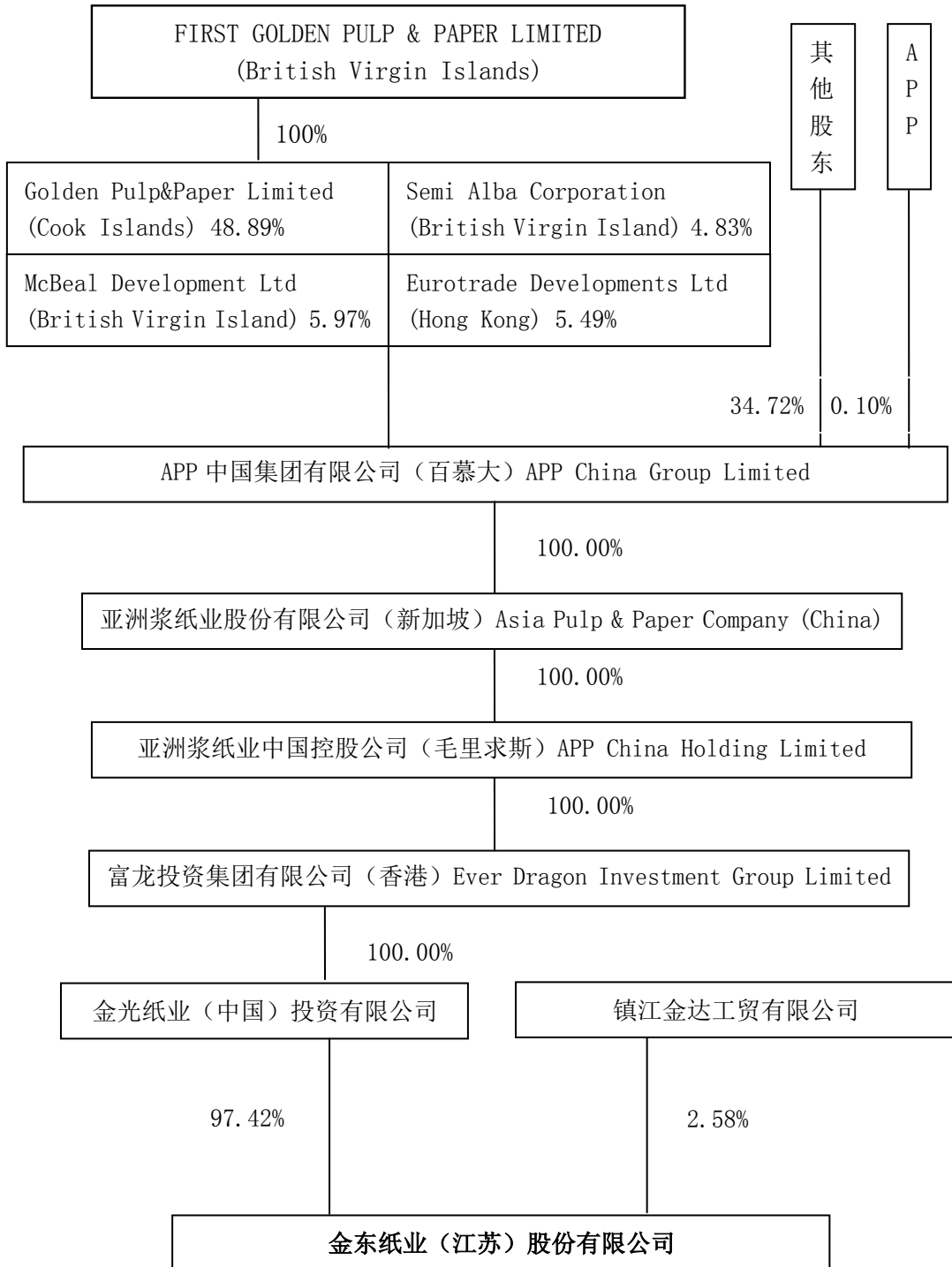
2) 跟踪评级程序安排

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

大公的跟踪评级报告和评级结果将对受评主体、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

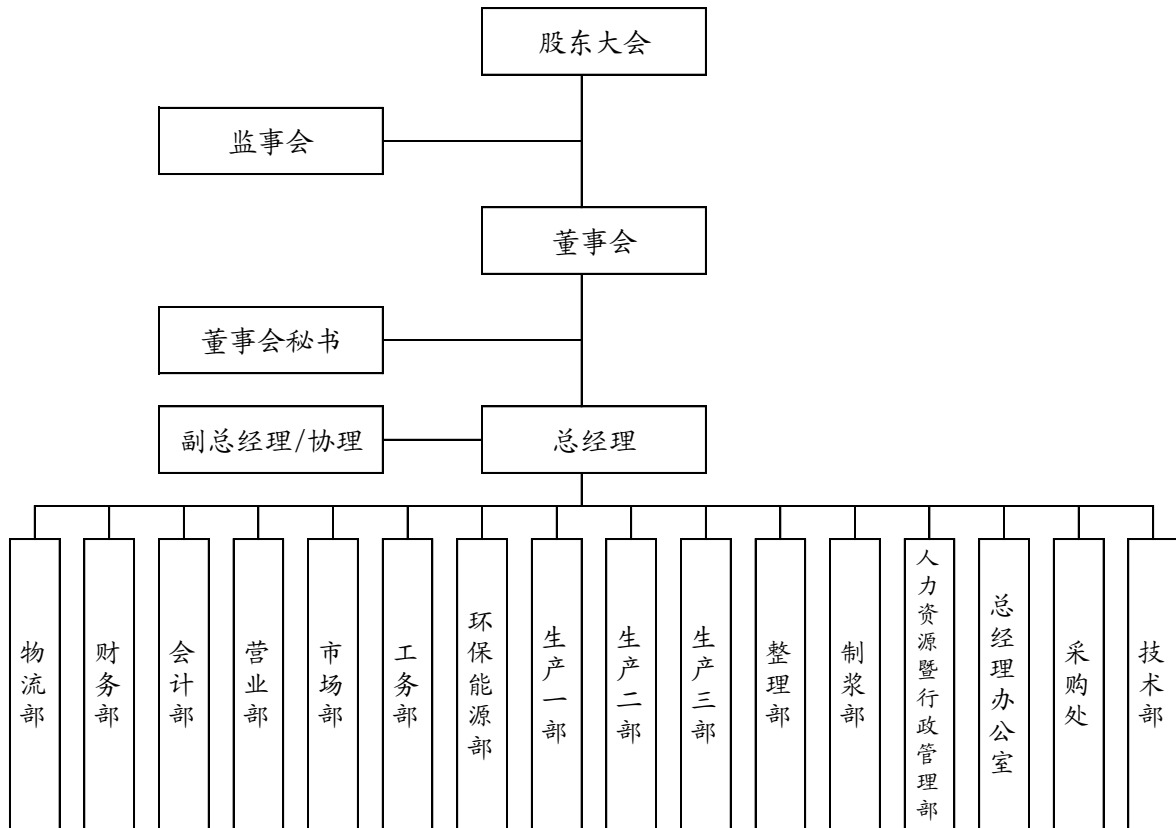
3) 如受评主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至受评主体提供所需评级资料。

附件 1 截至 2016 年 9 月末金东纸业（江苏）股份有限公司股权结构图





附件 2 截至 2016 年 9 月末金东纸业（江苏）股份有限公司组织结构图





附件 3 金东纸业（江苏）股份有限公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2016年9月 (未经审计)	2015年	2014年	2013年
资产类				
货币资金	614,839	548,821	669,038	811,010
应收票据	348,668	406,912	482,876	472,045
应收账款	709,283	682,327	622,319	401,579
其他应收款	204,638	160,783	182,623	274,729
预付款项	554,078	345,208	352,027	303,622
存货	218,082	282,572	291,091	336,871
流动资产合计	2,734,967	2,492,846	2,659,978	2,668,172
可供出售金融资产	160,903	160,903	64,960	67,960
长期股权投资	4,751	4,751	4,738	72,693
固定资产	2,803,767	2,931,566	3,025,701	3,154,016
在建工程	476,224	467,657	567,195	488,051
无形资产	107,792	109,291	112,296	96,045
非流动资产合计	3,702,754	3,853,148	3,831,632	3,841,646
总资产	6,437,721	6,345,994	6,491,610	6,509,818
占资产总额比 (%)				
货币资金	9.55	8.65	10.31	12.46
应收票据	5.42	6.41	7.44	7.25
应收账款	11.02	10.75	9.59	6.17
其他应收款	3.18	2.53	2.81	4.22
预付款项	8.61	5.44	5.42	4.66
存货	3.39	4.45	4.48	5.17
流动资产合计	42.48	39.28	40.98	40.99
可供出售金融资产	2.50	2.54	1.00	1.04
长期股权投资	0.07	0.07	0.07	0.07
固定资产	43.55	46.20	46.61	48.45
在建工程	7.40	7.37	8.74	7.50
无形资产	1.67	1.72	1.73	1.48
非流动资产合计	57.52	60.72	59.02	59.01

附件 3 金东纸业（江苏）股份有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年 份	2016 年 9 月 (未经审计)	2015 年	2014 年	2013 年
负债类				
短期借款	1,132,067	1,119,758	1,169,973	1,050,020
应付票据	499,458	458,324	420,001	352,329
应付账款	435,395	334,835	439,102	504,070
预收款项	160,139	116,245	82,596	125,856
其他应付款	179,136	154,922	162,653	113,689
应付股利	92,055	67,812	9,238	93,750
一年内到期的非流动负债	502,459	561,830	501,703	626,703
其他流动负债	60,254	33,788	42,196	35,038
流动负债合计	3,121,024	2,902,106	2,885,710	2,961,782
长期借款	667,547	818,514	967,145	1,155,082
应付债券	236,953	236,241	277,155	159,796
非流动负债合计	967,513	1,111,479	1,298,012	1,329,720
负债合计	4,088,538	4,013,586	4,183,721	4,291,502
占负债总额比 (%)				
短期借款	27.69	27.90	27.96	24.47
应付票据	12.22	11.42	10.04	8.21
应付账款	10.65	8.34	10.50	11.75
预收款项	3.92	2.90	1.97	2.93
其他应付款	4.38	3.86	3.89	2.65
应付股利	2.25	1.69	0.22	2.18
一年内到期的非流动负债	12.29	14.00	11.99	14.60
其他流动负债	1.47	0.84	1.01	0.82
流动负债合计	76.34	72.31	68.97	69.02
长期借款	16.33	20.39	23.12	26.92
应付债券	5.80	5.89	6.62	3.72
非流动负债合计	23.66	27.69	31.03	30.98
权益类				
股本	1,430,473	1,430,473	1,430,473	1,430,473
资本公积	4,380	5,352	8,939	15,276
盈余公积	110,347	110,347	102,245	94,347
未分配利润	160,053	232,971	241,550	158,599
归属于母公司所有者权益	1,775,036	1,779,144	1,783,208	1,698,695
少数股东权益	574,147	553,264	524,681	519,621
所有者权益合计	2,349,183	2,332,408	2,307,889	2,218,316

附件 3 金东纸业（江苏）股份有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年 份	2016 年 9 月 (未经审计)	2015 年	2014 年	2013 年
损益类				
营业收入	2,153,898	2,916,853	2,742,765	2,686,911
营业成本	1,795,389	2,373,386	2,298,131	2,256,395
销售费用	101,164	124,851	128,296	109,837
管理费用	40,220	96,278	99,311	62,170
财务费用	116,154	168,485	145,836	110,560
投资收益	0	-4,540	24,561	35,160
营业利润	94,689	140,928	90,415	159,226
营业外收支净额	6,069	4,864	29,772	2,828
利润总额	100,757	145,792	120,187	162,054
所得税费用	17,959	23,953	18,691	29,586
净利润	82,798	121,839	101,497	132,468
归属于母公司所有者的净利润	69,782	99,327	90,850	109,713
占营业收入比 (%)				
营业成本	83.36	81.37	83.79	83.98
销售费用	4.70	4.28	4.68	4.09
管理费用	1.87	3.30	3.62	2.31
财务费用	5.39	5.78	5.32	4.11
投资收益	0.00	-0.16	0.90	1.31
营业利润	4.40	4.83	3.30	5.93
营业外收支净额	0.28	0.17	1.09	0.11
利润总额	4.68	5.00	4.38	6.03
所得税费用	0.83	0.82	0.68	1.10
净利润	3.84	4.18	3.70	4.93
归属于母公司所有者的净利润	3.24	3.41	3.31	4.08
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	321,156	385,619	171,554	99,951
投资活动产生的现金流量净额	14,476	-193,222	142,173	-14,307
筹资活动产生的现金流量净额	-267,497	-288,441	-266,741	-90,764
财务指标				
EBIT	184,568	296,429	261,460	291,118
EBITDA	-	473,557	436,538	443,173
总有息负债	3,101,498	3,251,392	3,385,890	3,355,108



附件 3 金东纸业（江苏）股份有限公司主要财务指标（续表 3）

年 份	2016 年 9 月 (未经审计)	2015 年	2014 年	2013 年
财务指标				
毛利率 (%)	16.64	18.63	16.21	16.02
营业利润率 (%)	4.40	4.83	3.30	5.93
总资产报酬率 (%)	2.87	4.67	4.03	4.47
净资产收益率 (%)	3.52	5.22	4.40	5.97
资产负债率 (%)	63.51	63.25	64.45	65.92
债务资本比率 (%)	56.90	58.23	59.47	60.20
长期资产适合率 (%)	89.57	89.38	94.11	92.36
流动比率 (倍)	0.88	0.86	0.92	0.90
速动比率 (倍)	0.81	0.76	0.82	0.79
保守速动比率 (倍)	0.31	0.33	0.40	0.43
存货周转天数 (天)	37.65	43.51	49.18	56.23
应收账款周转天数 (天)	87.22	80.51	67.20	55.94
经营性净现金流/流动负债 (%)	10.66	13.33	5.87	3.41
经营性净现金流/总负债 (%)	7.93	9.41	4.05	2.33
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	3.22	2.20	1.05	0.63
EBIT 利息保障倍数 (倍)	1.85	1.69	1.61	1.84
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	2.70	2.68	2.80
现金比率 (%)	19.70	18.91	23.21	27.38
现金回笼率 (%)	103.18	120.37	104.51	114.01
担保比率 (%)	44.52	56.94	57.20	60.90

附件 4 截至 2016 年 9 月末金东纸业（江苏）股份有限公司对外担保情况

单位：万元

被担保企业	企业性质	担保余额	是否逾期	反担保方式	是否互保	担保到期日 ¹⁰
青岛恒源嘉贸易有限公司	外资公司	6,000	否	无	否	2017/7/7
金胜浦纸制品有限公司	合资公司	1,500	否	无	否	2016/10/10
		6,000	否	无	否	2017/7/29
		3,000	否	无	否	2017/1/14
苏州皇益贸易有限公司	外资公司	10,000	否	无	否	2017/3/1
		3,489	否	无	否	2017/6/14
		2,991	否	无	否	2016/12/20
		1,960	否	无	否	2017/3/11
		3,070	否	无	否	2017/10/27
		4,500	否	无	否	2017/5/8
亚龙纸制品（昆山）有限公司	外资公司	3,288	否	无	否	2016/11/3
		943	否	无	否	2018/4/8
宁波中华纸业有限公司	合资公司	9,000	否	无	否	2016/10/23
		4,836	否	无	否	2017/2/3
金红叶纸业集团有限公司	外资公司	6,970	否	无	否	2019/9/19
		5,342	否	无	否	2017/4/28
宁波亚洲浆纸业有限公司	合资公司	18,000	否	无	否	2017/3/31
金丰矿业有限公司	合资公司	1,020	否	无	否	2017/7/15
玛可木贸易（杭州）有限公司	外资公司	21,950	否	无	否	2018/5/18
镇江市汇源金属贸易有限公司	民营公司	247	否	无	否	2017/2/23
		1,776	否	无	否	2017/2/1
		3,621	否	无	否	2017/12/14
		3,465	否	无	否	2017/2/15
		3,785	否	无	否	2016/7/31
		3,604	否	无	否	2017/3/16
镇江天勤国际贸易有限公司	外资公司	3,575	否	无	否	2017/8/29
		2,561	否	无	否	2016/2/15
		14,167	否	无	否	2017/4/7
		3,770	否	无	否	2016/7/9
		2,343	否	无	否	2016/9/14
		5,758	否	无	否	2016/5/28

¹⁰ 根据公司提供的担保合同，截至 2016 年末，公司对到期担保仍具有担保责任。

附件 4 截至 2016 年 9 月末金东纸业(江苏)股份有限公司对外担保情况(续表 1)

单位：万元

被担保企业	企业性质	担保余额	是否逾期	反担保方式	是否互保	担保到期日
镇江联泰国际贸易有限公司	外资公司	1,209	否	无	否	2017/9/17
		5,936	否	无	否	2017/4/6
		2,416	否	无	否	2017/7/19
		903	否	无	否	2016/5/11
		6,835	否	无	否	2016/9/23
海南仲盛国际贸易有限公司	民营企业	55,529	否	无	否	2017/11/30
金光纸业(中国)投资有限公司	外资公司	73,800	否	无	否	2017/8/31
海南领明国际贸易有限公司	外资公司	24,888	否	无	否	2017/7/3
海南金海贸易(香港)有限公司	民营企业	71,747	否	无	否	2017/10/19
金东贸易(香港)有限公司	民营企业	639,963	否	无	否	2018/3/22
合计	-	1,045,757	-	-	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理。



附件 5 截至 2016 年 9 月末对外担保企业财务数据

单位：亿元

被担保企业	年份	期末总资产	期末总负债	营业收入	利润总额	净利润	经营性净现金流
海南仲盛国际贸易有限公司	2016年1~9月	2.71	1.65	2.60	0.03	0.02	-
	2015年	7.21	6.16	3.21	0.04	0.03	0.37
金光纸业（中国）投资有限公司	2016年1~9月	1,535.13	961.90	336.61	13.69	20.93	41.37
	2015年	1,530.83	981.47	453.65	23.88	21.03	23.21
海南领明国际贸易有限公司	2016年1~9月	5.98	4.01	9.43	0.04	0.03	-
	2015年	7.49	5.55	10.81	0.04	0.03	0.34
青岛恒源嘉贸易有限公司	2016年1~9月	8.51	7.37	9.02	0.04	0.03	-0.14
	2015年	7.12	6.01	13.31	0.05	0.04	0.05
金胜浦纸制品有限公司	2016年1~9月	4.98	4.12	2.42	0.009	0.007	-
	2015年	-	-	-	-	-	-
苏州皇益贸易有限公司	2016年1~9月	8.82	7.47	8.78	0.01	0.008	-
	2015年	7.95	6.60	14.50	0.01	0.01	0.17
亚龙纸制品（昆山）有限公司	2016年1~9月	13.69	7.34	7.62	-0.04	-0.05	-
	2015年	14.87	8.48	11.45	0.007	0.01	0.51
宁波中华纸业有限公司	2016年1~9月	67.89	43.83	16.55	0.78	0.59	-
	2015年	-	-	-	-	-	-
金红叶纸业集团有限公司	2016年1~9月	265.34	170.88	71.51	2.30	1.87	7.00
	2015年	243.55	157.61	95.37	2.80	2.11	5.74
宁波亚洲浆纸业有限公司	2016年1~9月	149.41	89.54	27.06	2.50	1.88	12.27
	2015年	159.43	101.43	36.60	1.86	1.60	1.30
玛可木贸易（杭州）有限公司	2016年1~9月	5.27	4.38	6.21	0.05	0.04	-
	2015年	-	-	-	-	-	-
镇江市汇源金属贸易有限公司	2016年1~9月	0.60	0.002	1.65	0.00 ¹¹	0.00	-
	2015年	-	-	-	-	-	-
镇江天勤国际贸易有限公司	2016年1~9月	3.32	2.02	8.51	0.04	0.03	-
	2015年	4.07	2.80	12.75	0.05	0.04	0.05
镇江联泰国际贸易有限公司	2016年1~9月	2.49	1.32	5.37	0.02	0.02	-
	2015年	2.77	1.61	8.03	0.04	0.03	0.07

¹¹ 利润总额为 8.76 万元，净利润为 8.76 万元。

附件 5 截至 2016 年 9 月对外担保企业财务数据（续表 1）

单位：亿美元

被担保企业	年份	期末 总资产	期末 总负债	营业 收入	利润 总额	净利润	经营性 净现金流
金东贸易（香港） 有限公司	2016 年 1~9 月	58.96	47.85	18.38	-	0.61	-
	2015 年	58.96	48.13	24.38	-	0.33	-
海南金海贸易（香 港）有限公司	2016 年 1~9 月	4.38	3.59	1.89	-	0.10	-
	2015 年	5.21	4.48	4.47	-	0.10	-

数据来源：根据公司提供资料整理

注：公司未提供金丰矿业（安徽）有限公司财务报表

附件 6 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) = $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) = $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数¹² = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数¹³ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资$

¹² 前三季度取 270 天。

¹³ 前三季度取 270 天。

本化利息)

22. EBITDA 利息保障倍数 (倍) = EBITDA/利息支出 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息)
23. 经营性净现金流利息保障倍数 (倍) = 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息)
24. 担保比率 (%) = 担保余额/所有者权益 × 100%
25. 经营性净现金流/流动负债 (%) = 经营性现金流量净额/[(期初流动负债 + 期末流动负债) / 2] × 100%
26. 经营性净现金流/总负债 (%) = 经营性现金流量净额/[(期初负债总额 + 期末负债总额) / 2] × 100%

附件 7 企业主体信用等级符号和定义

大公主体信用等级符号和定义：

AAA 级：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：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：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：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 级：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 级：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：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：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：不能偿还债务。

注：除 **AAA** 级、**CCC** 级（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。

大公评级展望定义：

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。