

# 金东纸业（江苏）股份有限公司

## 2017 年度第一期短期融资券信用评级报告

大公报 D【2016】528 号（债）

### 信用等级：A-1

发债主体：金东纸业（江苏）股份有限公司  
注册总额：18 亿元  
本期发债额度：7 亿元  
本期债券期限：365 天  
偿还方式：到期一次还本付息  
发行目的：偿还到期融资、补充流动资金

### 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及销售等业务。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，环保指标均优于国家的造纸行业排放标准，经营性净现金流对债务和利息保障程度增强等有利因素；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，公司能够对本期融资券的偿还提供很强的保障。

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2016.9	2015	2014	2013
货币资金	61.48	54.88	66.90	81.10
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
速动比率 (倍)	0.81	0.76	0.82	0.79
毛利率 (%)	16.64	18.63	16.21	16.02
净资产收益率 (%)	3.52	5.22	4.40	5.97
应收账款周转天数 (天)	87.22	80.51	67.20	55.94
存货周转天数 (天)	37.65	43.51	49.18	56.23
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/流动负债 (%)	10.66	13.33	5.87	3.41

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

### 有利因素

- 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；
- 公司是国内第二大的木浆生产企业，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；
- 公司在环保方面投入充足资金和设备，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，对债务和利息保证程度增强。

### 不利因素

- 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，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、评审人员与发债主体之间，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，评级意见未因发债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发债主体提供，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。

## 发债情况

### 本期融资券概况

金东纸业拟在银行间市场交易商协会注册总额为18亿元的短期融资券，分期发行，本期为第一期，发行金额7亿元人民币，发行期限365天。融资券面值100元，采用集中簿记建档、集中配售发行方式，到期一次性还本付息。本期短期融资券无担保。

### 募集资金用途

本期短期融资券募集的资金将主要偿还到期融资、补充流动资金。

## 发债主体信用

金东纸业前身为江苏金东纸业有限公司（以下简称“江苏金东”），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）共同出资组建的有限责任公司，最初注册资本为504,890万元，镇江市轻工业总公司和亚洲浆纸业股份有限公司（新加坡）分别持有江苏金东20%和80%的股份。1998年12月，公司更名为现用名。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（中国）投资有限公司（以下简称“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。

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。

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。

公司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（以下简称“金桂浆”）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。

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，目前加工订单每年约有100万吨。根据海关数据，金东纸业是造纸和纸制品行业2015年出口额第一名。

由于公司依托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，出口主要通过金光香港，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。

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。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,环保指标均远远优于国家的造纸行业排放标准,一方面有效降低了公司的运营成本,另一方面也为公司永续经营奠定了基础。综合分析,大公对金东纸业 2017 年度企业信用等级评定为 AA+。

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。

注:发债主体的信用状况是评价短期融资券发行信用风险的基础,本部分观点详见《金东纸业(江苏)股份有限公司 2017 年度企业信用评级报告》。

## 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。

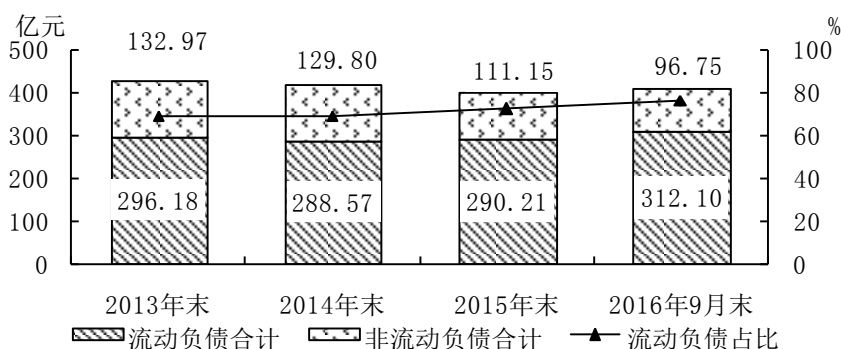


图 1 2013~2015 年末及 2016 年 9 月末公司负债构成情况

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<sup>1</sup>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

<sup>1</sup> 13 金东纸 PPN001, 债券到期日 2016 年 11 月 29 日。

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。

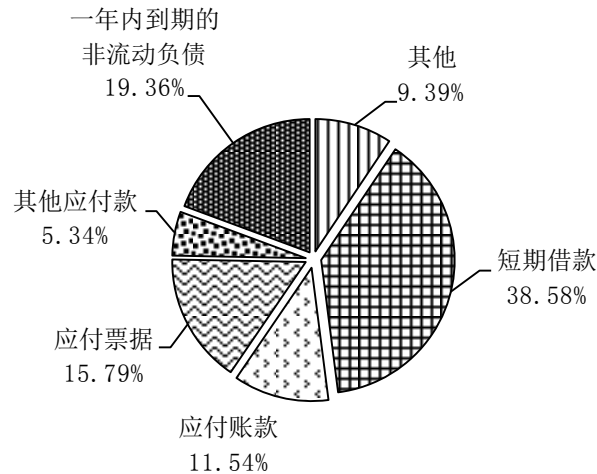


图 2 2015 年末公司流动负债构成

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。

表 1 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
<b>总有息债务</b>	<b>310.15</b>	<b>325.14</b>	<b>338.59</b>	<b>335.51</b>
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，长期有息债务以长期借款为主，一年内到期的有息债务占比为 68.81%，构成以短期借款为主；短期有息债务分季度来看，2016 年第四季度到期债务较大，季度分布整体较为均衡。

**表 2 截至 2016 年 9 月末公司未来一年有息债务期限结构（单位：亿元、%）**

借款到期季度	短期借款	一年内到期的非流动负债	应付票据	小计	占比
2016 年第四季度	25.12	20.35	18.12	63.59	29.80
2017 年第一季度	32.15	3.30	18.35	53.80	25.21
2017 年第二季度	23.58	13.46	6.97	44.01	20.62
2017 年第三季度	32.36	13.14	6.50	52.00	24.37
<b>合计</b>	<b>113.21</b>	<b>50.25</b>	<b>49.94</b>	<b>213.40</b>	<b>100.00</b>

数据来源：根据公司提供资料整理

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<sup>2</sup>，整体来看，公司流动资产对流动负债的保障程度较弱。

**表 3 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。

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，存在一定或有风险。

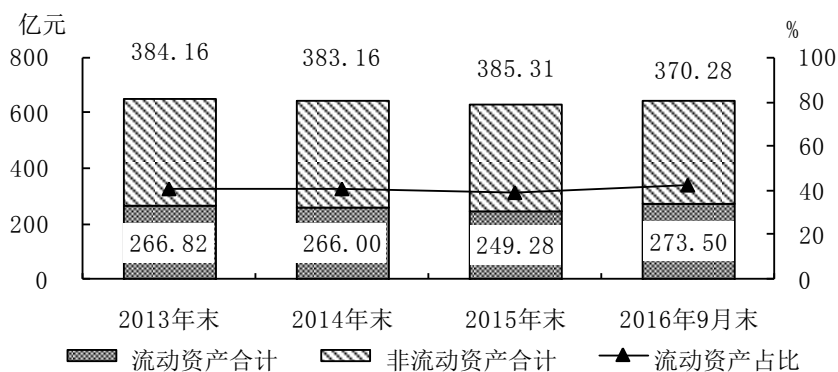
综合来看，公司有息债务规模有所波动，未来 1~2 年有息债务偿债压力较重；公司对外担保比率较高，存在一定或有风险。

<sup>2</sup> 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。

## 内部流动性

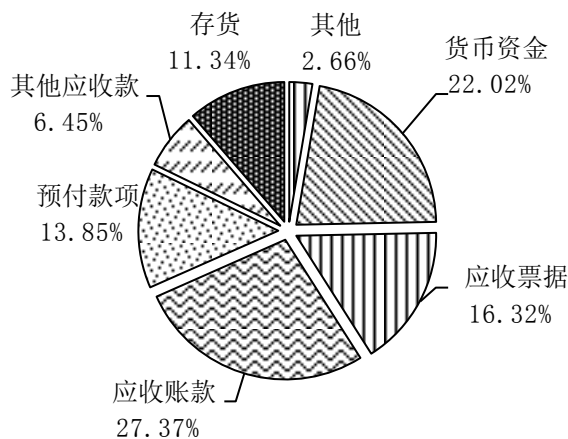
**公司资产规模基本稳定，构成以非流动资产为主；应收账款增长较快，周转效率逐年下滑；受限资产比重高，削弱了资产流动性**

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3 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4 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。

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
<b>合计</b>	-	<b>53.13</b>	-	<b>74.90</b>	-

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<sup>3</sup>；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。

<sup>3</sup> 控股股东为 LOYAL EXPRESS DEVELOPMENT LIMITED。

**表 5 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	-	-
<b>合计</b>	<b>690,047</b>		-	-

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<sup>4</sup>。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，影响了资产流动性及再融资能力。

#### **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，公司营业收入分别为 268.69 亿元、274.28 亿元和 291.69 亿元，规模逐年增长；毛利率分别为 16.02%、16.21%和 18.63%，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<sup>5</sup>。

<sup>4</sup> 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。

<sup>5</sup> Wind 资讯：2014~2015 年及 2016 年 1~6 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 12.93%。

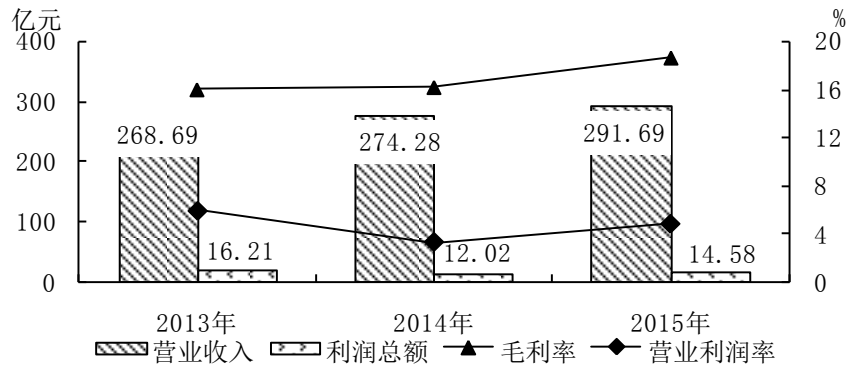


图5 2013~2015年公司的收入及盈利情况

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%，其中财务费用占比较高，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，同时公司发行多期债券，因此财务费用增长较快。

表6 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
<b>期间费用合计</b>	<b>257,537</b>	<b>389,614</b>	<b>373,443</b>	<b>282,567</b>
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<sup>6</sup>。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。

### 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。

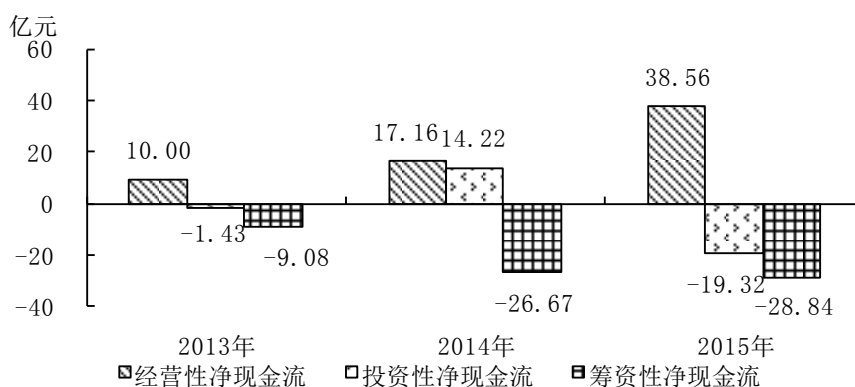


图6 2013~2015年公司的现金流情况

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7 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

<sup>6</sup> 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%。



2013~2015年，随着公司经营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。

## 外部流动性

公司国内最大的铜版纸生产企业，木浆生产能力位居国内第二，具备较强的商业信用和取得银行信用的能力，近年来与多个银行均保持了良好的合作关系。同时，公司多次在银行间市场上成功发行债务融资工具，利息均按期兑付，在资本市场上树立了良好的信誉。综合来看，公司融资渠道较多，获得外部资金支持的能力较强。

## 短期偿债能力

2013~2015年末及2016年9月末，公司流动比率分别为0.90倍、0.92倍、0.86倍和0.88倍，速动比率分别为0.79倍、0.82倍、0.76倍和0.81倍，公司流动比率和速动比率均有所波动，整体来看，流动资产对流动负债的覆盖能力较弱。2013~2015年末及2016年9月末，公司现金比率分别为27.38%、23.21%、18.91%和19.70%，现金回笼率分别为114.01%、104.51%、120.37%和103.18%，现金流回笼情况较好。2013~2015年及2016年1~9月，公司经营净现金流分别为10.00亿元、17.16亿元、38.56亿元和32.12亿元，规模逐年增长，对债务和利息保障程度增强。总体来看，公司短期偿债能力很强。

## 结论

综合分析，公司能够对本期融资券的到期偿付提供很强的保障。

## 跟踪评级安排

金东纸业（江苏）股份有限公司（以下简称“发债主体”）拟发行 7 亿元人民币的 2017 年度第一期短期融资券。在本期短期融资券的存续期内，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对其进行持续跟踪评级。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，大公将持续关注发债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发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体本期融资券的信用状况。

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

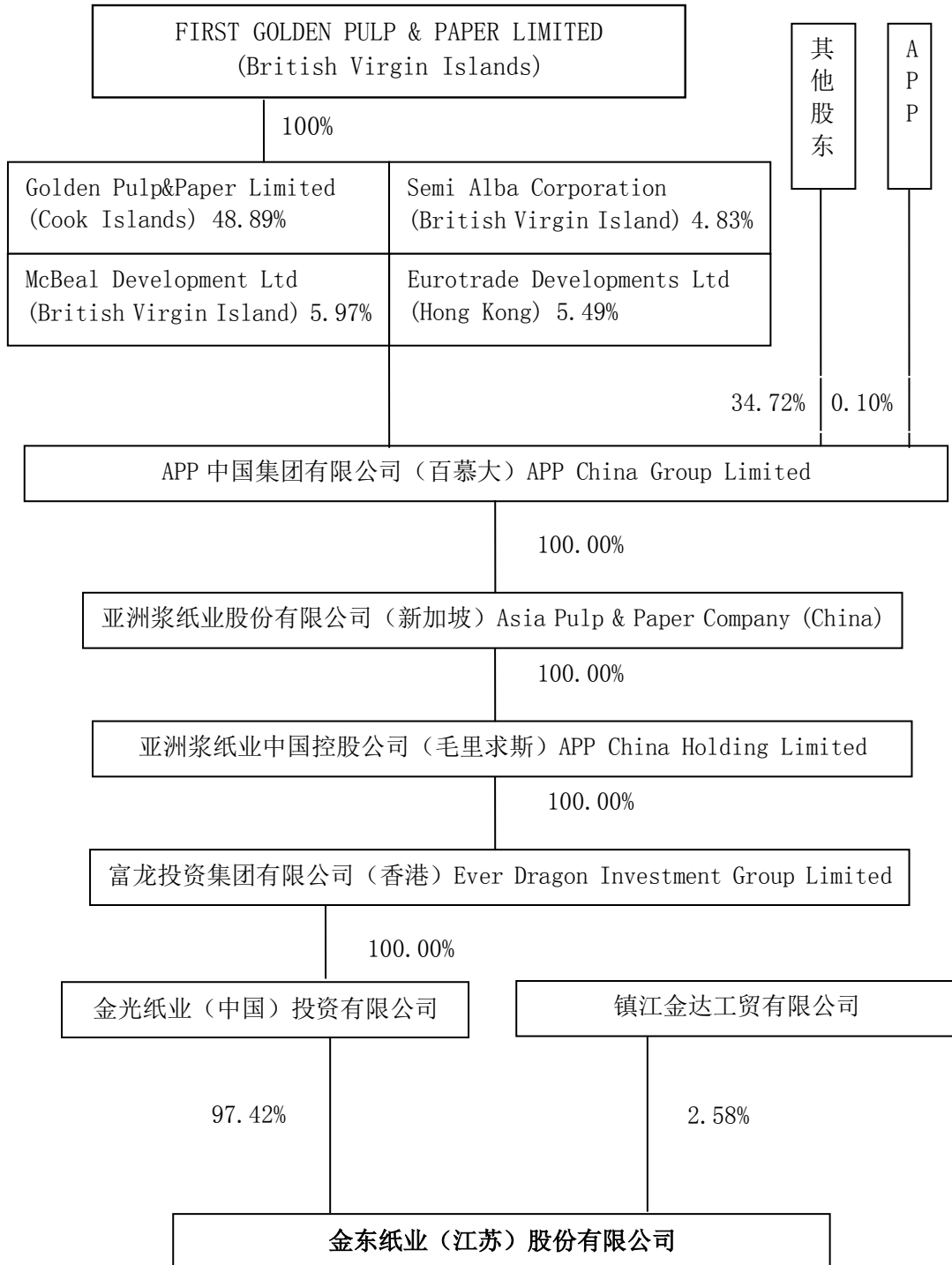
跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

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

3) 如发债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发债主体提供所需评级资料。

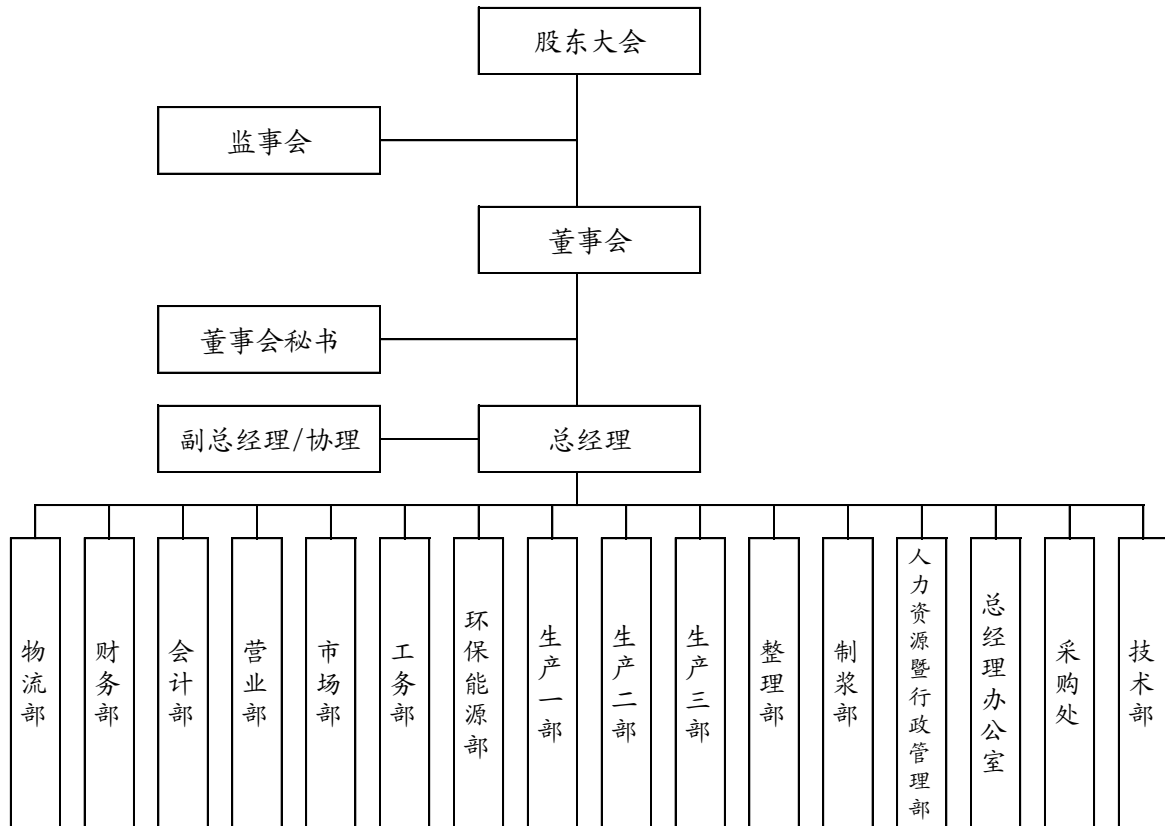


附件 1 截至 2016 年 9 月末金东纸业（江苏）股份有限公司股权结构图





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
<b>负债类</b>				
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
<b>占负债总额比 (%)</b>				
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
<b>权益类</b>				
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
<b>损益类</b>				
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
<b>占营业收入比 (%)</b>				
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
<b>现金流类</b>				
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
<b>财务指标</b>				
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
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	民营企业	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

**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	民营公司	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	民营公司	71,747	否	无	否	2017/10/19
金东贸易（香港）有限公司	民营公司	639,963	否	无	否	2018/3/22
<b>合计</b>	-	<b>1,045,757</b>	-	-	-	-

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 <sup>7</sup>	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

<sup>7</sup> 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<sup>8</sup> =  $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数<sup>9</sup> =  $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
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) =  $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

<sup>8</sup> 前三季度取 270 天。

<sup>9</sup> 前三季度取 270 天。

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 短期债券信用等级符号和定义

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

注：每一个信用等级均不进行微调。