

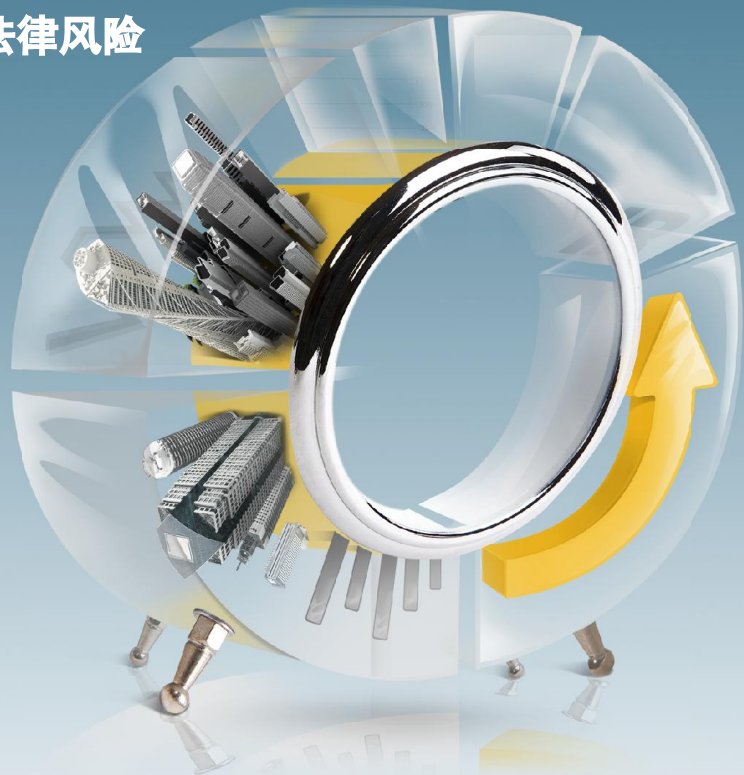


# 2014

# 中国造纸行业 信用分析报告

## China Pulp and Paper Industry Outlook 2014

- 造纸业的经营环境和竞争态势
- 造纸业的增长和盈利趋势
- 造纸行业的成本变化和 risk 事件
- 造纸行业融资环境的变化与趋势
- 造纸行业政府管制与法律风险
- 行业信用展望





## 公司简介

上海新世纪资信评估投资服务有限公司是一家专业从事债券评级、企业资信评估、信用管理咨询等信用服务业务的全国性信用评级机构，主要股东有中国金融教育发展基金会、上海财经大学等。经过二十多年的发展，新世纪公司已经成长为中国信用评级行业内资质齐全、规模较大、声誉良好的资信评级机构之一。

总 编：朱荣恩  
主 编：丁豪樑  
分 析 师：唐 俊  
何泳萱

## 公司资质

- 中国人民银行总行批准的从事全国企业债券信用评级业务资格；
- 中国人民银行总行认定的全国银行间债券市场评级业务资格；
- 中国国家发展和改革委员会认可的从事全国企业债券信用评级业务资格；
- 中国保险监督管理委员会认可的信用评级机构资格；
- 中国证券监督管理委员会核准的从事证券市场资信评级业务资格；
- 中国人民银行上海总部认可的从事上海市借款企业主体信用评级、集团企业评级、担保公司评级和中小企业评级业务资格。

联系人：唐俊  
电话：021-63501349  
邮箱：tj@shxjsj.com

### 重要声明：

本报告版权归新世纪评级所有，未经书面授权与许可，任何单位与个人不得复制、转载、散发和出售报告的信息。

新世纪评级系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

新世纪评级已力求系列报告的独立、客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见都不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，新世纪评级不对任何人因使用报告中的任何内容所导致的损失负法律责任。

## 摘要

本文从造纸行业的竞争环境、收入和盈利增长趋势、成本变化和 risk 事件、资本特征与融资环境、政府管制和法律风险、行业信用展望六个方面对我国造纸行业信用状况进行分析，总体认为，造纸行业周期性较强，易受宏观经济影响，经营环境相对复杂。随着我国造纸行业新增产能的逐步释放、市场需求的趋弱，行业产能过剩日趋严重；整个行业收入和盈利增速放缓，成本压力不断上升，具有高财务杠杆的企业财务风险突出；行业资本集约程度高，较易受信贷环境变化的影响，近年来行业融资环境整体趋紧；政府对行业的监管力度较大，而扶持政策主要侧重在产业结构转型升级方面。未来一年内，行业内企业经营压力进一步增大，产能过剩局面仍将持续；政府监管力度持续加大，行业集中度提升趋势明显；造纸企业业务向多元化延伸，经营效益有待市场进一步检验。

## 目 录

<b>一、造纸业的经营环境和竞争态势</b> .....	<b>1</b>
(一) 行业周期与宏观经济的相关性.....	1
(二) 造纸业竞争环境分析.....	3
1.行业进入壁垒.....	3
(1) 资本壁垒.....	3
(2) 政策壁垒.....	3
2.行业的垄断性.....	4
3.产品生命周期与所处阶段.....	4
4.行业产品质量水平与可替代性.....	4
5. 产品竞争力与价格弹性.....	5
6. 产品商业模式和对外依赖程度.....	5
7.行业竞争态势.....	6
(1) 造纸行业竞争格局.....	6
(2) 造纸行业区域分布情况.....	7
<b>二、造纸业的增长和盈利趋势</b> .....	<b>8</b>
(一) 营业收入增长趋势.....	8
(二) 利润增长趋势.....	9
<b>三、造纸行业的成本变化和 risk 事件</b> .....	<b>13</b>
(一) 行业成本压力.....	13
1.原材料成本.....	13
2.能源成本.....	14
3.环保压力和成本.....	15
4.费用支出.....	16
(二) 供给者和消费者集中度.....	17
(三) 风险管理水平和 risk 事件敏感性.....	18
1. risk 来源.....	18
2. risk 事件.....	18
(1) 中冶纸业债务危机.....	18
(2) 晨鸣纸业污染事件.....	18
<b>四、造纸行业融资环境的变化与趋势</b> .....	<b>19</b>
<b>五、造纸行业政府管制与法律 risk</b> .....	<b>23</b>
(一) 政府监管强度和法律 risk.....	23
(二) 政府产业政策和支持力度.....	25
<b>六、行业信用展望</b> .....	<b>29</b>
(一) 行业延续前期平稳增长态势，产能过剩局面短期内仍将持续.....	29
(二) 政府监管力度持续加大，行业集中度提升趋势明显.....	29
(三) 业务向多元化延伸，经营效果有待市场进一步检验.....	29

附录 1: 我国造纸行业发债企业评级情况.....	31
附录 2: 我国造纸行业发债企业 2013 年财务状况.....	33

## 图表目录

图表 1. 造纸和纸制品行业分类 .....	1
图表 2. 造纸行业增速与 GDP 增速的相关性 .....	2
图表 3. 造纸及纸制品业收入增长率与 GDP 增长率相关性分析 .....	2
图表 4. 造纸企业景气度与宏观经济景气指数比较 .....	3
图表 5. 造纸行业部分产品生命周期比较 .....	4
图表 6. 2006-2013 年造纸行业前 30 家企业产量增速与全行业产量增速比较 .....	6
图表 7. 我国造纸行业产能区域分布情况 .....	7
图表 8. 1999-2013 年我国造纸及纸制品业收入增长趋势 .....	8
图表 9. 我国文化用纸出厂平均价格走势 .....	9
图表 10. 我国包装用纸出厂平均价格走势 .....	9
图表 11. 2003-2013 年我国造纸及纸制品业利润总额与增长率 .....	10
图表 12. 1999-2013 年我国造纸及纸制品业季度毛利率 .....	10
图表 13. 纸及纸板产销量与供应缺口变化情况 .....	11
图表 14. 2006-2013 年我国造纸行业发债企业净资产收益率变动情况 .....	11
图表 15. 2003-2013 年我国造纸及纸制品业固定资产投资情况 .....	12
图表 16. 我国纸浆消耗情况 .....	13
图表 17. 2009 年 1 月-2013 年 12 月外商木浆平均报价 .....	14
图表 18. 2009 年 1 月-2013 年 12 月美废进口价格走势 .....	14
图表 19. 我国造纸及纸制品业月度用电情况 .....	15
图表 20. 各纸种污染物生产指标基准值 .....	16
图表 21. 国内造纸业淘汰落后产能情况 .....	16
图表 22. 我国造纸及纸制品业费用支出情况 .....	17
图表 23. 我国造纸及纸制品业技术投入比率 .....	17
图表 24. 我国造纸行业负债结构和偿债能力 .....	20
图表 25. 我国造纸行业上市公司刚性债务结构 .....	20
图表 26. 我国造纸行业发债企业公司属性 .....	21
图表 27. 我国造纸行业企业亏损情况 .....	21
图表 28. 2009-2013 年我国造纸行业发债企业经营活动产生的现金流量净额与总 负债比率 .....	22
图表 29. 我国造纸行业准入政策一览表 .....	23
图表 30. “十二五”新建、扩建项目起始规模 .....	24
图表 31. 我国造纸行业重点环境保护政策一览表 .....	24
图表 32. “十二五”造纸工业发展环境保护和节能减排目标 .....	25
图表 33. 我国造纸行业原料需求结构 .....	27
图表 34. 我国造纸行业提升原材料自给率相关政策一览表 .....	27
图表 35. 《产业结构调整指导目录》中造纸行业鼓励类项目 .....	28

## 一、造纸业的经营环境和竞争态势

造纸行业主要指制造和使用浆状植物纤维原料的各种工艺过程，从纸浆到造纸、进而到纸制品制造构成了造纸业的各个生产环节和子部门。新世纪评级按照国家统计局国民经济行业分类标准（GB/T 4754-2011），结合国际行业分类标准（GICS, Global Industry Classification Standard）和实际信用评级中的需要，确定行业信用评级分类。

图表 1. 造纸和纸制品行业分类

造纸行业代码	造纸行业分类	行业描述
221	纸浆制造	指经机械或化学方法加工纸浆的生产活动
222	造纸	指用纸浆或其他原料（如矿渣棉、云母、石棉等）悬浮在流体中的纤维，经过造纸机或其他设备成型，或手工操作而成的纸及纸板的制造
223	纸制品制造	指用纸及纸板为原料，进一步加工成纸制品的生产活动

资料来源：国家统计局

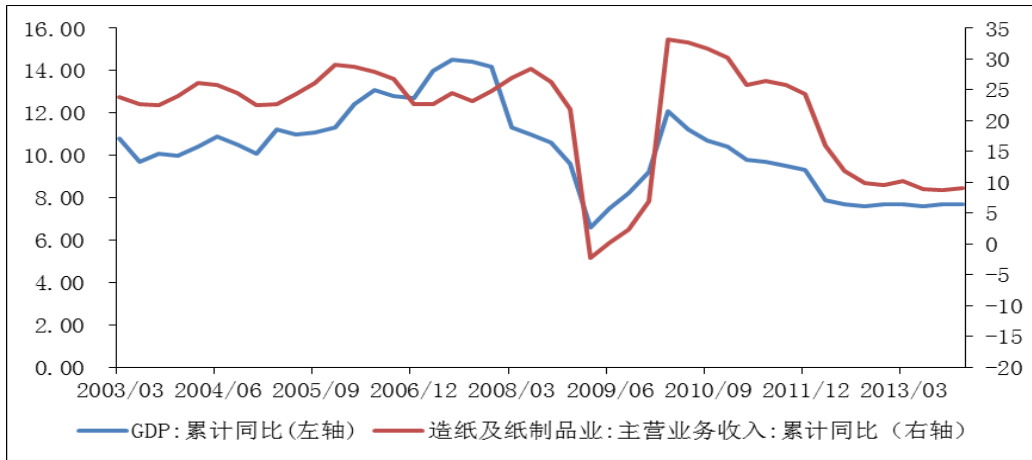
本文中造纸业的界定范围以国家统计局的国民经济行业分类为标准，但由于纸制品制造业的行业特征与纸浆制造、造纸业存在显著差异，因此本文着重关注的子行业包括纸浆制造业和造纸业。

### （一）行业周期与宏观经济的相关性

造纸行业下游渗透国民经济的各个领域，行业景气度基本跟随宏观经济波动，具有较强的周期性特征。从相关数据来看，造纸业增长率波动幅度远大于 GDP 增长率波动幅度，且由于其位于制造业产业链的中后端，行业景气度与宏观经济周期的波动较为同步。2003-2007 年，得益于宏观经济的快速增长和良好的供求状况，造纸行业整体呈现出高速增长态势，2008 年以来，受全球经济危机影响，我国纸及纸板出口量大幅回落，下游需求增速显著放缓，行业增速于 2009 年达到低谷，2010 年，在宏观经济增速回升至 10.4% 的背景下，造纸业经历了短暂的爆发式增长，但随着经济增长由政策刺激向自主增长的转变，我国宏观经济增速显著放缓，并促使造纸行业增长率自 2011 年起持续下降，行业正逐渐步入平稳发展阶段。



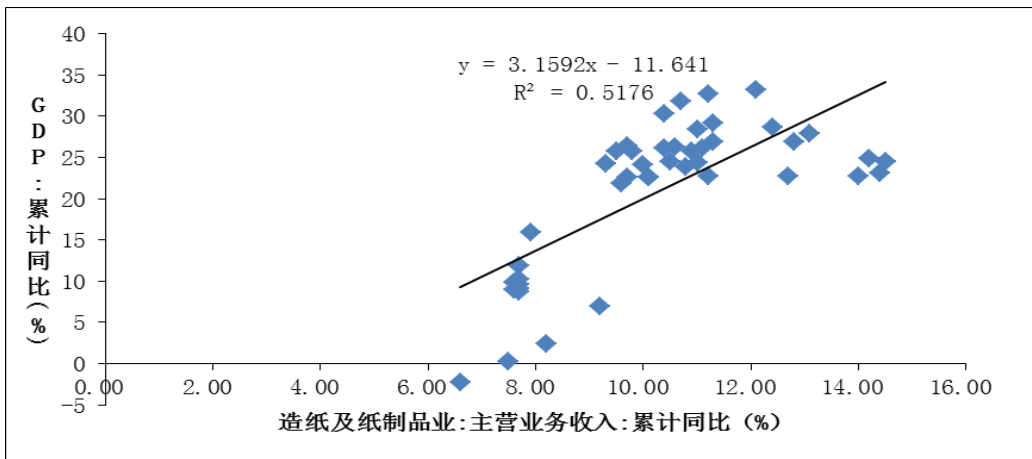
图表 2. 造纸行业增速与 GDP 增速的相关性



资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

造纸行业与宏观经济具有较高的相关性, 且其相关性在统计结果中同样显著。通过对 2003-2013 年间造纸及纸制品业主营业务收入与 GDP 进行回归分析, 二者相关系数达 0.99; 而 2003-2013 年间我国 GDP 名义增长率与造纸及纸制品行业主营业务收入增长率的相关系数为 0.72。

图表 3. 造纸及纸制品业收入增长率与 GDP 增长率相关性分析

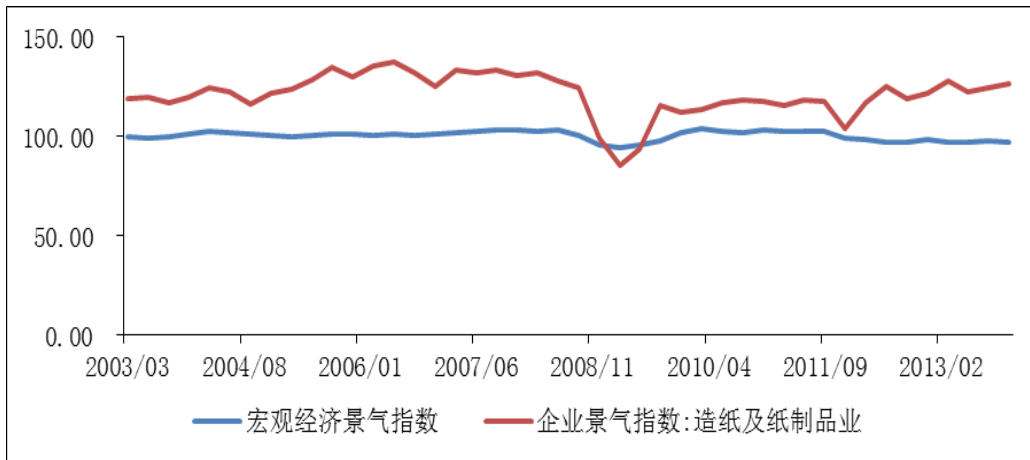


资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

2013 年, 在国际经济弱势复苏的背景下, 我国进出口贸易顺差进一步缩小, 投资增速持续下降, 消费拉动不足, 宏观经济增速回落中趋稳, 对造纸行业产生一定不利影响。但从中长期看, 我国经济将伴随着结构调整、产业升级、区域经济结构优化、城镇化发展、内需扩大等趋势步入稳定增长阶段, 并将为造纸行业的产业结构转型升级带来较为有利的外部环境。



图表 4. 造纸企业景气度与宏观经济景气指数比较



资料来源: Wind 资讯

## (二) 造纸业竞争环境分析

### 1. 行业进入壁垒

造纸行业属于典型的传统行业, 技术门槛低且产品成熟度高, 主要壁垒来自资本和政策两方面因素:

#### (1) 资本壁垒

造纸行业具有资金密集型特征, 固定成本高, 且规模效益显著, 当企业产量不能达到一定规模时, 成本难以得到有效分摊, 因而小型造纸厂面临较大的原材料价格波动及治污成本压力; 同时, 纸及纸制品体积大、价值低的特点决定了造纸企业拥有明显的销售半径, 而在纸品消费地新建产能和仓储设施是企业解决销售半径最主要的方式, 由于充足的资金支持是企业扩大销售半径的关键因素, 因此行业整体存在较高的资本壁垒。

#### (2) 政策壁垒

由于造纸行业属于“两高一资”范畴, 我国已出台一系列政策不断提高行业准入门槛, 包括对新进入投资主体在技术水平、资金实力、管理经验、信誉度方面的要求, 对新建、扩建项目单条生产线起始规模的要求, 此外, 在新项目开工前, 需对项目进行环境影响评价并通过环保部门审批, 在项目正式投产前, 需取得环保部门颁发的排污许可证, 因而行业存在较高的政策壁垒。

从不同子行业来看, 由于生活用纸在属性和销售方式上具有其特殊性, 品牌和渠道成为企业取得市场竞争力的重要因素, 而两者的建立需要投入大量时

间、资金成本，因而除规模和政策外，生活用纸行业同时存在较高的品牌和渠道壁垒。

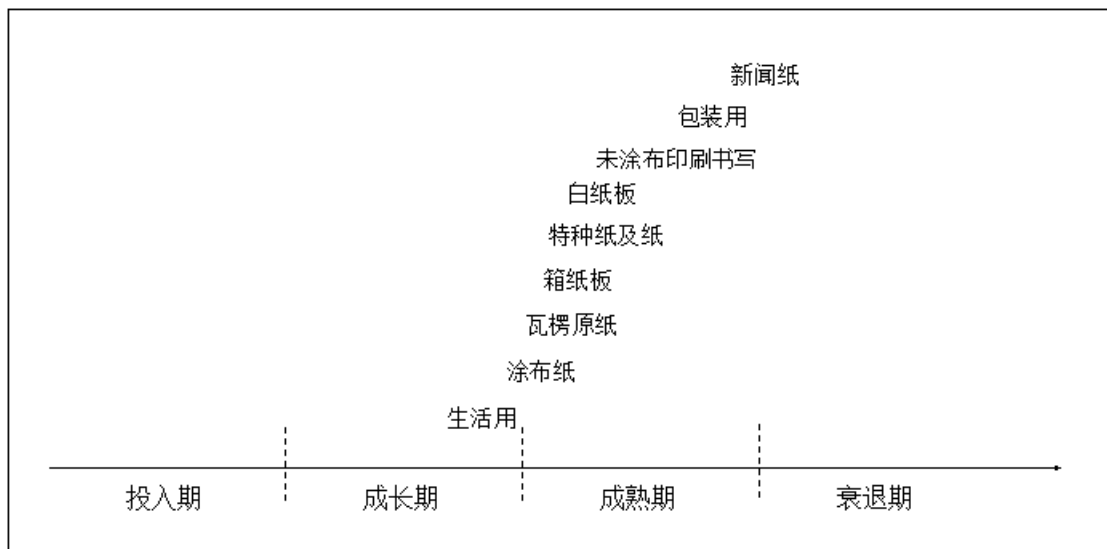
## 2.行业的垄断性

垄断性方面，我国造纸行业整体呈现出企业数量多、规模小、相对分散的局面，但行业集中度正逐步提升，并呈现出以下规律：①不同子行业的销售半径不同，例如箱板纸的销售半径在所有细分纸种中最小，而销售半径大小与各龙头企业在细分行业的市场份额存在正向相关关系；②对于生活用纸行业，品牌效应对企业的垄断性影响较大。

## 3.产品生命周期与所处阶段

产品生命周期方面，由于生活用纸、包装用纸等纸种与居民生活、工业生产等领域密切相关，产品生命周期很长，且市场对新产品开发需求较低，产品在功能上不易过时，但低端纸品正随着技术、工艺设备、原材料结构的不断升级而逐渐被减量化、高质量的产品所替代，部分纸品在质量、规格方面处于升级换代阶段；而新闻纸、书写纸等文化用纸因受无纸化办公和数字媒体的冲击，近年来市场规模显著萎缩，但考虑到部分刚性需求的持续存在，该类产品的生命周期仍将长时间延续。我们主要从产品销售增长率考察产品所处的生命周期阶段，具体产品生命周期所处阶段如下图所示。

图表 5. 造纸行业部分产品生命周期比较



资料来源：中国造纸协会，新世纪评级整理

## 4.行业产品质量水平与可替代性

受制于原材料结构不合理、技术装备落后等原因，我国纸产品整体质量水

平偏低。但在生态环保、绿色消费等可持续发展观念及相关政策的影响下，行业下游对中高档产品的需求不断增加，同时，为提高产品竞争力及市场占有率，具有技术装备引进能力的造纸企业纷纷建立高档产品生产线，促使行业高档纸及纸板的供应能力得到提升，产品结构优化趋势显著，目前个别纸种如新闻纸、铜版纸等产品质量已达到世界先进水平。产品可替代性方面，由于各企业在原材料、生产设备和工艺等方面差别不大，产品同质化严重，可替代性强，尽管生活用纸在品牌方面具有一定差异性，但相似种类、规格的纸品仍具有较强的可替代性。

### 5. 产品竞争力与价格弹性

产品竞争力方面，我国造纸企业自主创新能力普遍不强，且引进技术消化吸收再创新不足，产品缺乏核心竞争力，在成本和质量方面与世界先进水平仍存在一定差距，但因造纸业对资源和环境影响较大，目前发达国家通过将生产基地转移至新兴经济体国家或增加进口来满足对纸产品的需求，因此近年来纸产品出口量仍维持在较大规模。

造纸企业产品同质化程度高，因而产品价格弹性较大。从产品质量看，由于高档纸及纸板在质量方面差异化程度相对较高，客户具有一定粘性，价格弹性相对较低；而普通纸产品同质化严重，相关企业面临产能过剩的局面，产品竞争主要集中在价格方面，因此价格弹性很高。从纸种来看，生活用纸属于生活必需品，具有一定的刚性需求，产品需求量受价格变化影响较小；而工业用纸、文化用纸因不具有必需品属性，价格弹性相对较大。

### 6. 产品商业模式和对外依赖程度

造纸业多数产品较为成熟，且市场对产品个性化需求较低，因此造纸企业主要采用标准化产品模式，即企业生产标准化产品面向市场销售，不需要客户专门定制。从销售模式看，由于工业用纸、文化用纸具有中间产品的属性，企业多选择直销方式将产品销往下游印刷、包装企业，以降低流通环节的成本，目前玖龙纸业、山东世纪阳光等均采用以直销为主的销售模式；而部分企业为缓解新增产能压力，在直销的基础上增加经销模式，从而使产品销售范围扩大并带动销量的提升，如岳阳林纸目前就采用此种销售模式；对于部分中小型造纸企业，因其议价能力较弱，OEM 贴牌生产成为一种较为有效的经营模式。而生活用纸作为终端消费品，目前其销售渠道包括传统经销商、连锁超市和大卖场、直销（如销往宾馆、酒店等）、以及 OEM 商销渠道，由于对销售渠道的控制是企业扩大市场份额、提升品牌知名度的关键因素，因此增加合作经销商

数量成为生活用纸企业拓展市场渠道最主要的方式。

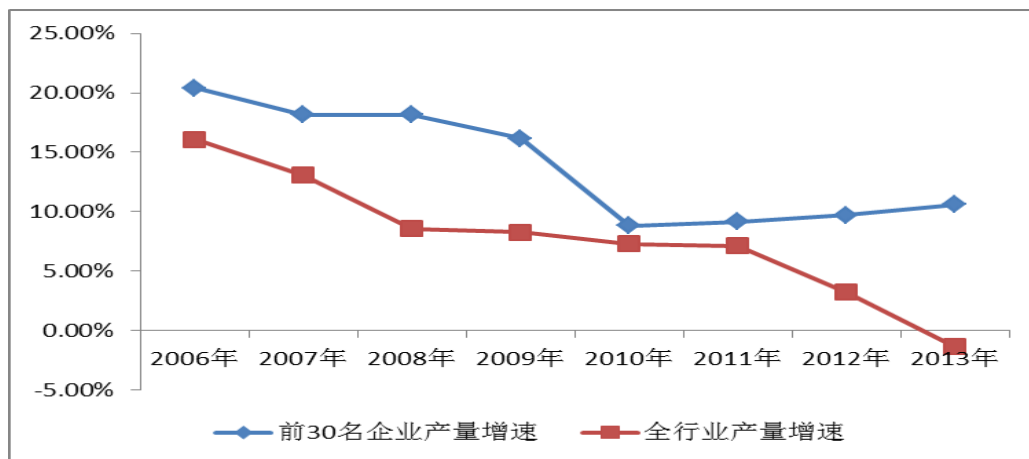
造纸行业对外依赖程度较高，主要体现在以下方面：①我国造纸业主要原材料进口依存度较高，原料价格与国际市场联动性强，加之在产能过剩的情况下企业转嫁成本压力的难度增加，国际原料市场价格的波动对我国造纸企业经营业绩的影响较大；②成品纸出口量直接影响造纸行业下游需求状况，其中部分纸种如铜版纸、双胶纸等的出口量占其同期销量的比重较大，同时，工业包装用纸的需求也间接受到工业品出口形势的影响。

## 7.行业竞争态势

### (1) 造纸行业竞争格局

造纸行业属于传统行业，各企业在原材料、生产设备和工艺等方面差别不大，导致产品同质化严重，加之规模是造纸企业竞争的关键因素，造成行业竞争激烈、产能过剩的局面。目前我国造纸行业相对分散、企业规模整体偏小，2013年国内年产超百万吨造纸企业仅有15家，但行业前30大公司产量增速明显快于整个行业，表明行业集中度上升趋势显著。此外，随着行业环保政策和淘汰落后产能政策的趋严，淘汰落后产能将为新增产能释放一定空间，为大型造纸企业的发展提供了市场机遇。

图表 6. 2006-2013年造纸行业前30家企业产量增速与全行业产量增速比较



资料来源：中国造纸协会，新世纪评级整理

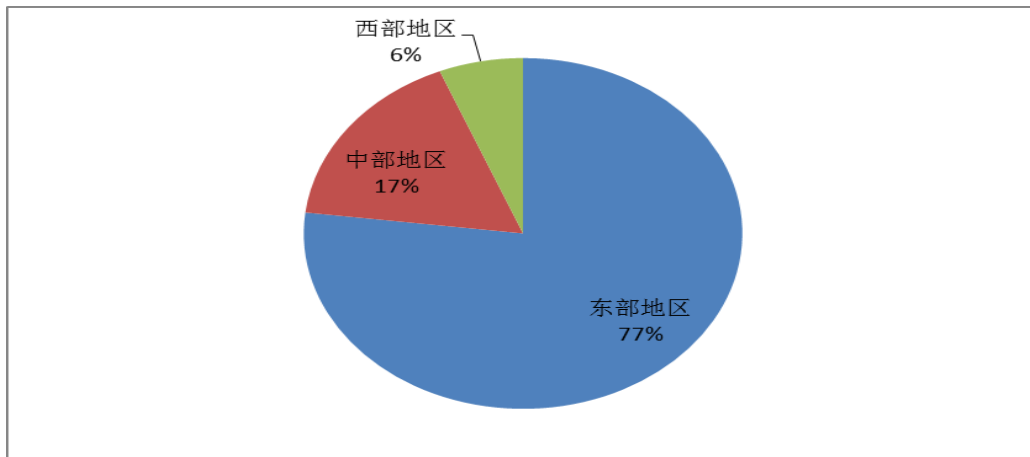
从细分市场来看，各细分纸种行业的竞争特点不同。对于文化用纸和包装用纸企业，由于行业整体产品同质化程度较高、自主品牌建设程度不足、产能过剩压力较大，市场竞争主要集中在成本方面，生产规模大的企业能够将其成本优势转化为价格竞争优势，从而取得市场份额的提升。对于生活用纸企业，生活用纸的消费品属性决定了品牌对企业拓展销售渠道、扩大市场份额的重要

作用，同时，由于品牌和渠道的建立需要持续的宣传推广投入，具有规模、资金优势的企业更易形成持久的市场推广能力，从而保持或提高其市场份额。

## （2）造纸行业区域分布情况

造纸行业具有资源约束型特征，基于我国水、纤维等资源分布不均的特点，我国造纸行业产能主要集中在东部地区，同时，由于造纸行业具有明显的销售半径，东部地区的市场竞争更为激烈。根据造纸行业“十二五”规划，我国重点环境保护区、重点生态功能区和严重缺水地区将禁止新建扩建制浆造纸项目。随着水资源紧缺地区投入产能的下降，东部地区产能占比将进一步增加。

图表 7. 我国造纸行业产能区域分布情况



资料来源：中国造纸协会，新世纪评级整理

从具体区域看，长江中下游地区、黄淮海地区、华南沿海地区分别占全国造纸总产量的 37%、30%和 22%，这些地区普遍呈现出局部造纸企业密集且规模偏小的状况，致使区域环境持续承压，产业发展支撑条件受到限制，根据“十二五”规划，我国政府将在调整企业布局、优化产业结构、淘汰落后产能方面对造纸产能集中区域进行引导；东北地区有一定纤维及水资源条件，但造纸产量仅占总产量的 2%，随着后续原料林基地的建设，东北地区的造纸产能仍有较大提升空间；对于生态环境脆弱、纤维及水资源短缺的西北地区，未来该区域造纸产量将继续下降。

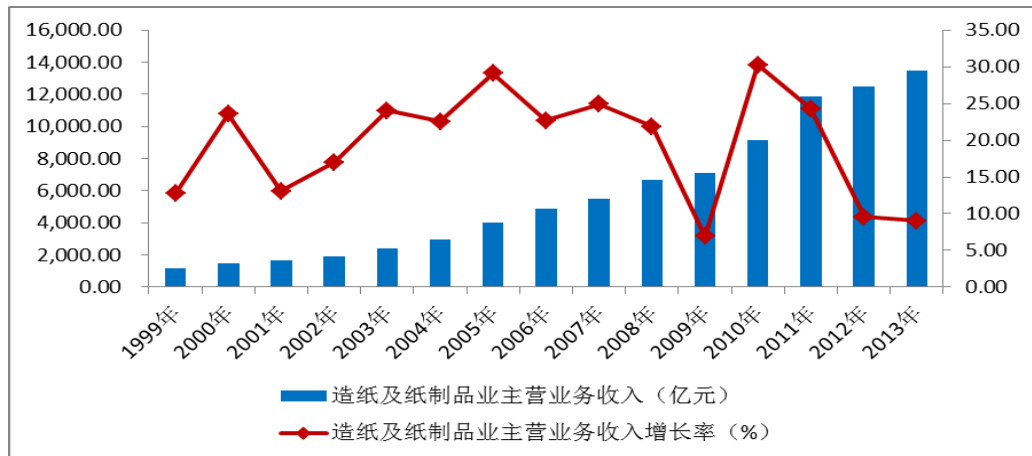
## 二、造纸业的增长和盈利趋势

我国造纸业经过 30 余年的发展，纸及纸板的生产和消费量均居世界第一位，近年来行业虽整体保持适度增长，但产销量增速均呈下降趋势。在产能过剩的压力下，2011 年以来，行业毛利率持续处于 11-13% 的低位，且存在较大波动。

### （一）营业收入增长趋势

得益于国民经济持续增长、社会消费水平提升以及对外贸易的开展，我国造纸业营业收入逐年增加，但在宏观经济周期的影响下，下游行业景气度的波动对造纸业需求增长产生一定冲击。1999 年至 2008 年，行业整体保持着两位数的快速增长态势，但在全球金融危机的冲击下，2009 年收入增长率降至 6.92% 的低谷，2010 年，在政府积极的宏观政策调控下，行业收入增速出现大幅回升，当年收入增长率高达 30% 以上，然而伴随着我国宏观经济增速步入平稳增长阶段，2011 年以来造纸行业收入增速明显减慢，在造纸工业“十二五”发展规划的推动下，2012-2013 年，行业收入增长率均降至一位数，我国造纸业已逐步由“数量主导型”进入“质量效益主导型”的产业结构调整期，预计行业整体将处于稳步发展阶段。

图表 8. 1999-2013 年我国造纸及纸制品业收入增长趋势

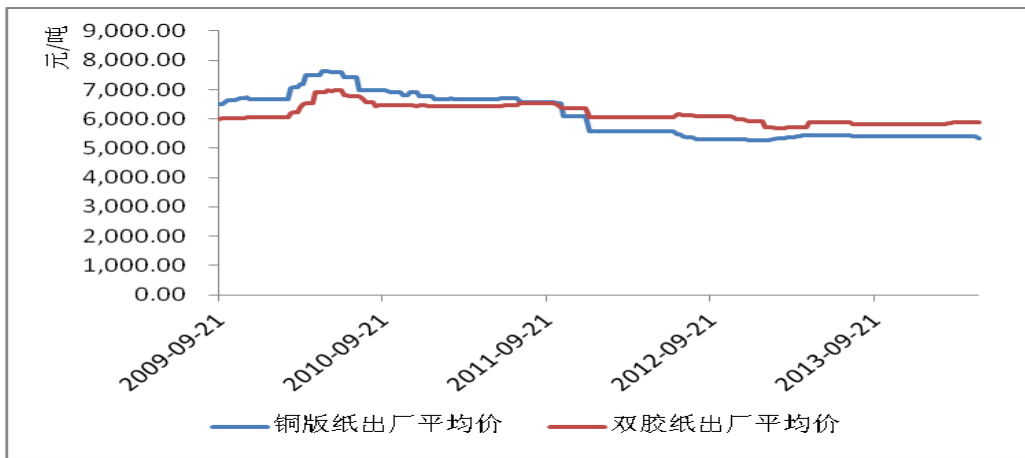


资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

产品价格方面，在经历了 2010 年的短暂增长后，我国主要纸产品价格随着新增产能的集中释放和下游需求的趋弱，自 2011 年下半年起回落。2013 年以来，在下游需求不振的环境下，产品价格整体维持了低位平稳运行的态势。

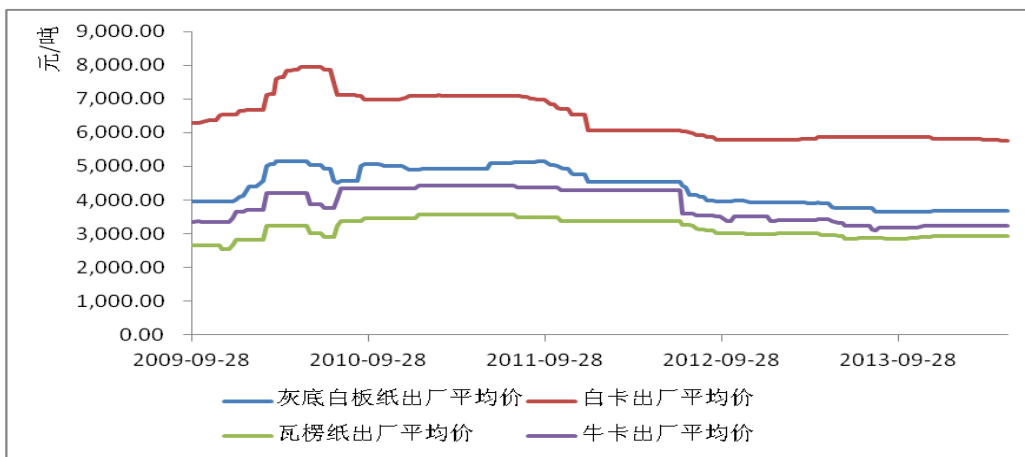


图表 9. 我国文化用纸出厂平均价格走势



资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

图表 10. 我国包装用纸出厂平均价格走势



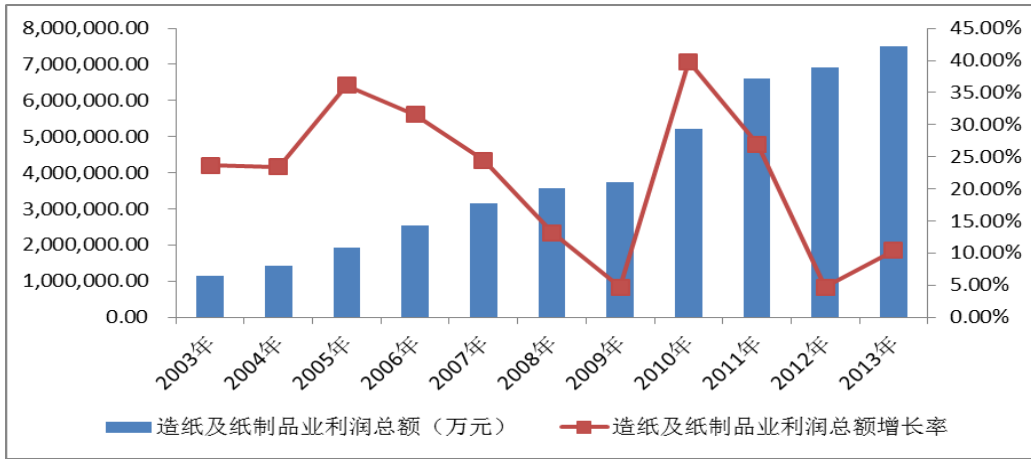
资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

## (二) 利润增长趋势

造纸企业的盈利水平主要受供需结构变动的影 响, 2003-2007 年, 得益于下游需求的稳定增长及良好的供求状况, 行业利润总额保持了快速增长态势, 期间利润总额增长率达 20% 以上, 但同期供不应求的状况促使造纸企业大规模投资扩产, 随着新增产能的逐步释放及需求增速的放缓, 行业供求关系逐渐发生变化, 产能过剩压力日益显著, 并导致造纸企业成本转嫁能力被削弱, 在原材料价格持续波动的背景下, 近年来行业利润总额增长率呈现一定的波动, 并于 2012 年降至 10% 以下的低位, 2013 年利润总额增速虽有所回升, 但仍处于近年来较低水平。



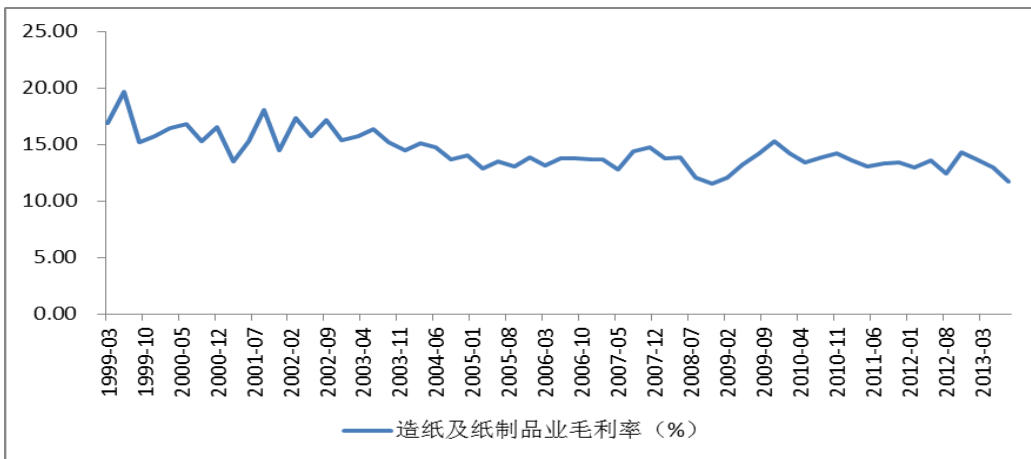
图表 11. 2003-2013 年我国造纸及纸制品业利润总额与增长率



资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

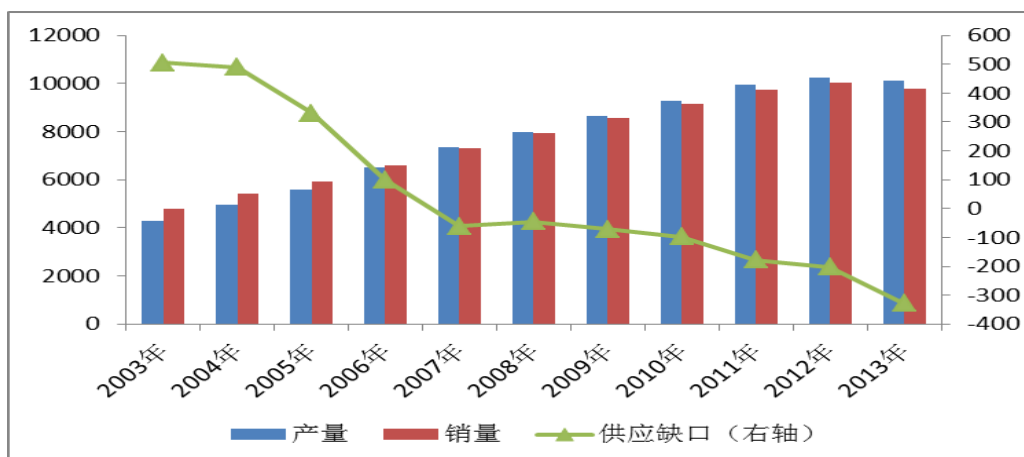
造纸行业毛利受库存压力和原材料价格波动影响较大。1999-2004 年, 受益于快速增长的市场需求, 我国造纸行业毛利率整体维持在 14-17% 的较高水平, 但随着企业数量的增加, 行业利润空间受到挤压, 2005 年以来毛利水平整体下滑, 2005-2010 年期间为 12-14%, 而受产能过剩及原材料价格上涨等因素影响, 2011 年以来, 我国造纸业毛利率进一步降至 11-13% 的较低水平。

图表 12. 1999-2013 年我国造纸及纸制品业季度毛利率



资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

图表 13. 纸及纸板产销量与供应缺口变化情况 (单位: 万吨)



资料来源: 中国造纸协会, 新世纪评级整理

从发债企业看, 近年来我国造纸行业发债企业盈利水平出现一定程度的分化。受益于较为完善的产业链优势, 我国最大的综合性造纸企业金光纸业(中国)投资有限公司(以下简称“金光纸业”)盈利状况较为稳定, 净资产收益率自 2011 年下降以来, 整体维持在 4-5% 的水平; 晨鸣纸业、华泰集团、玖龙太仓、东莞玖龙等龙头企业盈利水平在经历 2-3 年的显著下降后, 于 2013 年得到改善, 其中晨鸣纸业随着新增产能的有效释放, 2013 年净资产收益率回升至 5% 以上, 而华泰纸业、玖龙太仓、东莞玖龙的净资产收益率仍处于 3% 以下的较低水平; 银鸽投资、岳阳林纸等部分国有背景造纸企业盈利下降趋势明显, 其中银鸽投资 2013 年净资产收益率降至 -16.30%, 经营亏损进一步加剧。

图表 14. 2006-2013 年我国造纸行业发债企业净资产收益率变动情况

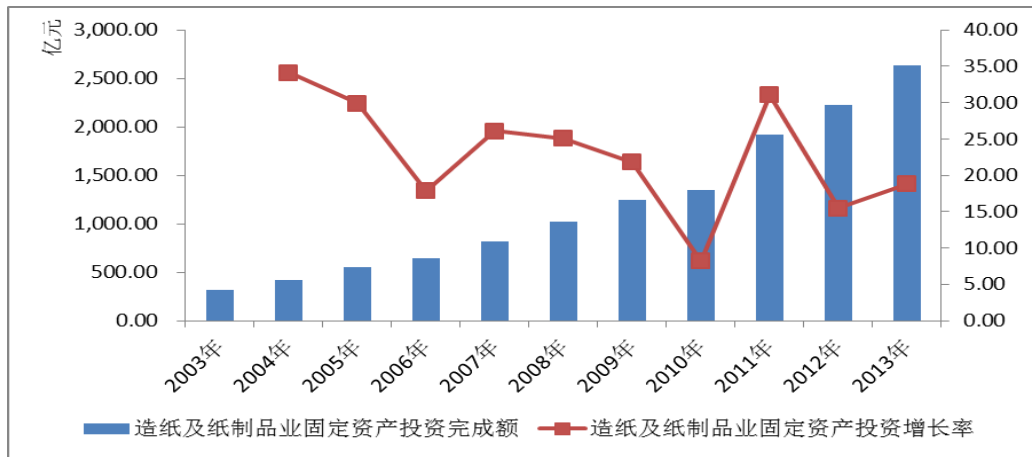
企业名称	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
晨鸣纸业	6.14	12.99	10.24	6.62	8.77	4.50	1.62	5.11
华泰集团	10.78	5.98	6.26	37.33	0.33	1.41	1.70	2.96
玖龙太仓	--	--	4.90	6.26	13.84	3.44	1.85	6.72
亚洲浆纸	--	5.17	1.40	8.82	10.29	9.18	4.71	4.83
岳阳林纸	7.94	6.02	4.64	3.16	3.77	3.12	-4.41	0.36
阳光纸业	--	--	--	2.72	13.18	6.46	4.18	1.78
泰格股份	4.27	--	1.43	0.74	0.12	0.54	-4.88	--
广州造纸	2.30	0.90	-14.63	-66.75	-26.95	-12.54	11.82	--
金红叶纸业	--	--	--	4.42	0.92	3.58	6.07	--
博汇纸业	10.93	10.76	10.70	7.46	5.59	4.25	0.23	--
恒丰纸业	5.54	4.23	5.95	9.49	7.13	7.46	6.98	5.08
景兴纸业	11.87	6.45	-11.63	1.88	6.98	5.34	0.52	0.45
中顺洁柔	--	20.32	18.66	28.41	8.97	3.96	7.43	5.17
金光纸业	5.79	11.84	6.17	8.54	6.34	4.99	4.02	4.31

东莞玖龙	32.74	17.58	-8.19	7.40	9.17	0.37	1.06	2.78
银鸽投资	17.20	16.96	2.55	2.96	1.68	-11.16	0.90	-16.30
山鹰纸业	10.69	4.80	0.31	4.08	10.48	1.47	-0.95	4.71
太阳纸业	19.46	17.21	9.14	17.11	19.45	13.44	4.50	6.30
玖龙重庆	--	--	0.05	0.06	5.12	6.19	3.74	2.95

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

随着我国造纸行业逐渐进入平稳增长的产业结构调整期，行业固定资产投资增速呈下降态势，考虑到行业产能建设期约为 1.5 至 2 年，行业产能增速将有所放缓，并使新增产能带来的供给压力一定程度得到缓解，但在宏观经济弱复苏的背景下，市场需求整体趋弱，行业产能过剩压力仍存在，致使行业整体盈利水平有限。目前我国造纸行业市场集中度不断提升，且产品结构随着产业结构的调整不断优化，中高档纸及纸制品比重不断上升，一定程度平衡了盈利水平下行的压力，预计行业毛利率将维持在 10% 的水平，并随着产业结构的转型升级趋于稳定。

图表 15. 2003-2013 年我国造纸及纸制品业固定资产投资情况



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

### 三、造纸行业的成本变化和 risk 事件

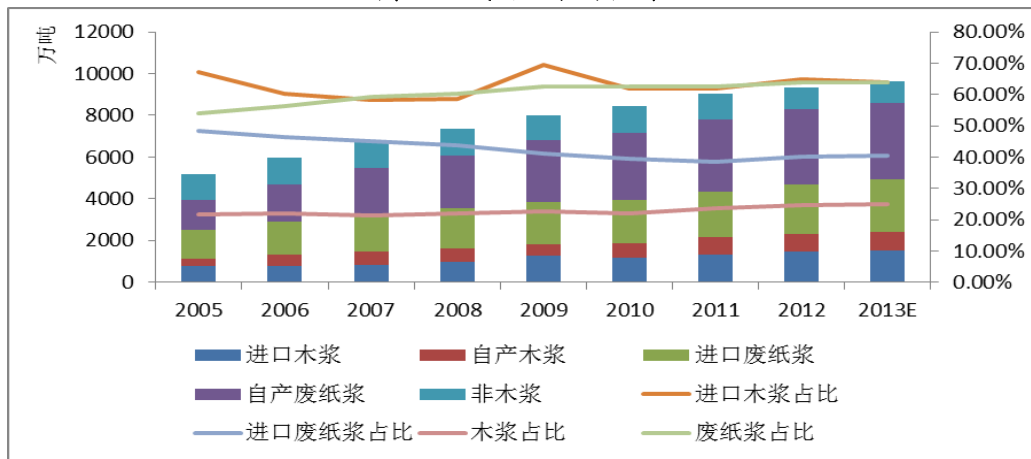
#### (一) 行业成本压力

作为典型的传统行业，我国造纸业在发展过程中以粗放型经济增长方式为主，这一特征决定了行业整体设备投资规模大、资源依赖程度高的状况。另外，环保政策的趋紧使行业环保压力日益增加。行业成本压力成为造纸企业经营中较突出的问题。

#### 1. 原材料成本

从原材料结构看，我国造纸业原材料成本占纸张平均成本的 65-75%，受制于我国林木及纤维资源短缺的现状，行业内企业原材料自给能力普遍偏弱，对外依存度很高。2011 年以来，我国造纸行业木浆和废纸浆消耗量占纸浆消耗总量的 85%以上，并呈逐年上升趋势，其中进口木浆长期占木浆消耗总量的 60%以上，而进口废纸浆占废纸浆消耗总量的比重由 2005 年的近 50% 降至 2013 年的 40% 左右。目前，我国正积极推进林浆纸一体化和废纸回收项目的建设，随着造纸产业链向上游延伸，造纸企业原材料自给率将得到提升，从而使原材料供应及价格的稳定性得到保障。

图表 16. 我国纸浆消耗情况

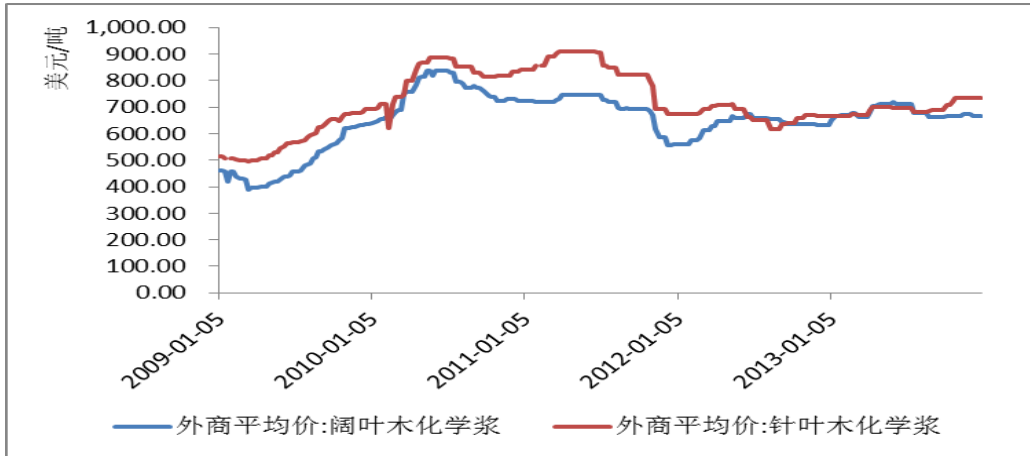


资料来源：中国造纸协会，新世纪评级整理

在产能过剩的情况下，我国造纸行业经营效益较易受到全球纸浆市场价格波动的冲击。2009-2011 年上半年，木浆价格经历了大幅上涨，其中 2009 年针叶木浆和阔叶木浆平均价格涨幅约为 200 美元/吨，针叶木浆价格于 2010 年一度超过 800 美元/吨，达到近五年的最高点，而阔叶木浆价格也在高位维持，并于 2011 年上半年超过 900 美元/吨，在经历了 2011 年的大幅波动后，2012 年以来，木浆价格整体走势相对平稳，波动幅度收窄，但平均价格由 2009 年

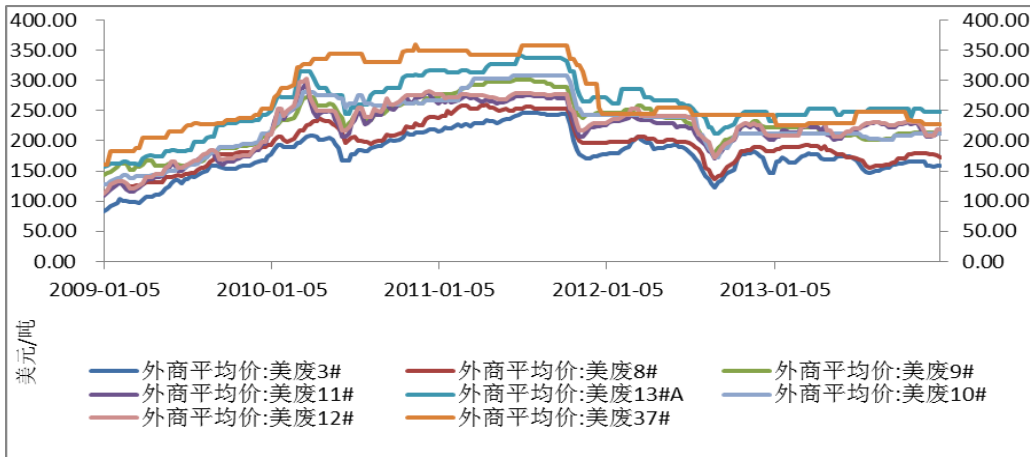
的 400-500 美元/吨升至 2013 年的 600-700 美元/吨。美废价格在 2010-2011 年上半年期间同样出现大幅上涨，与木浆价格走势整体保持一致，并由 2009 年的 80-160 美元/吨升至 2013 年的 150-250 美元/吨，反映了原材料价格长期上涨的趋势。原材料市场的价格波动使行业内企业面临长期成本上涨压力，增加了成本管控难度，同时，也加大了企业短期盈利波动的风险。

图表 17. 2009 年 1 月-2013 年 12 月外商木浆平均报价



资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

图表 18. 2009 年 1 月-2013 年 12 月美废进口价格走势



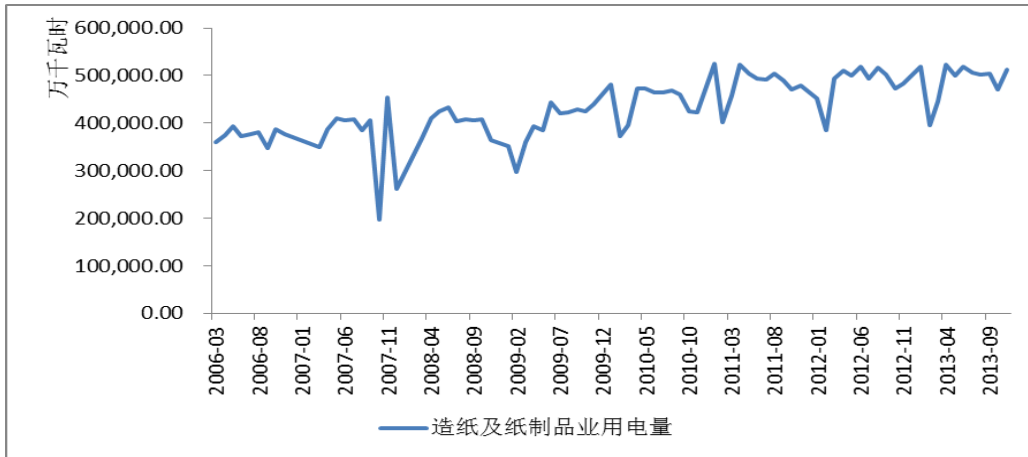
资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

## 2. 能源成本

我国造纸行业对水、煤炭、电力消耗较大，并呈逐年上升趋势，如全行业月度用电量从 2006 年初的 36 亿千瓦时增至 2013 年底的 51 亿千瓦时。但随着行业淘汰落后产能及资源综合利用的推进，造纸行业单位产量对能源的消耗量呈下降趋势，“十一五”期间，我国吨纸浆平均综合能耗（标准煤）由 0.55t 降至 0.45t；吨纸及纸板平均综合能耗（标准煤）由 0.83t 降至 0.68t；吨纸浆、纸及纸板平均取水量由 103m<sup>3</sup> 降至 85m<sup>3</sup>。目前能源成本约占纸张平均成本的

10%左右，随着吨纸平均能耗的下降，造纸行业抵御能源市场价格波动风险的能力将增强。

图表 19. 我国造纸及纸制品业月度用电情况



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

### 3. 环保压力和成本

造纸行业是我国污染较严重的行业之一，目前我国制浆造纸工业污水排放量约占全国污水排放总量的 10%以上，排放污水中化学需氧量 COD 约占全国排放总量的 40%。在环境问题日益严峻的情况下，政府对造纸行业的监管力度不断加强。2008 年，环保部门发布了《制浆造纸工业水污染排放标准》，提高了造纸企业水污染物排放标准，规定新建制浆企业、造纸企业、制浆和造纸联合生产企业 COD 排放限值分别为 100mg/L、80mg/L、90mg/L，现有企业 COD 排放限值分别为 200mg/L、100mg/L、120mg/L，并规定现有企业于 2011 年 6 月起统一执行新建企业排放限值标准；2013 年，《制浆造纸行业清洁生产评价指标体系》（征求意见稿）对各细分产品提出差异化考核指标，指标类型包括资源和能源消耗指标、生产技术特征指标、资源综合利用指标、污染物生产指标，除污染物排放外，同时将能耗、生产设备效率、资源利用纳入评价范围，表明对造纸企业清洁生产要求进一步提高。行业整体面临的环保压力持续上升，如晨鸣纸业历年在环保方面累计投入达 30 多亿元，目前我国规模以上造纸企业环保投入约占总成本的 10%左右。

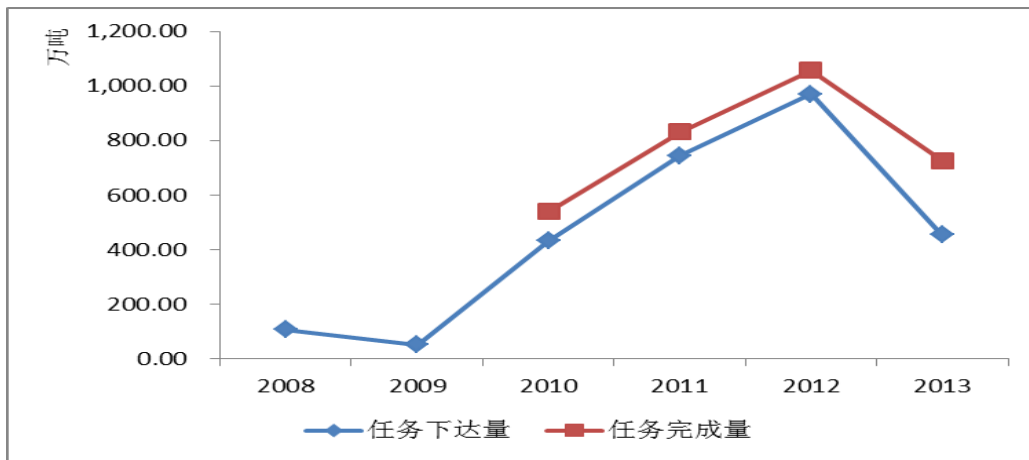
图表 20. 各纸种污染物生产指标基准值

污染物指标 纸种	COD 产生量 (kg/t)	BOD 产生量 (kg/t)	SS 产生量 (kg/t)
新闻纸	31	10	22
印刷书写纸	15	10	18
生活用纸	25	6	12
涂布纸	50	15	40

资料来源：新世纪评级整理

另外，我国造纸行业淘汰落后产能呈现逐年递增的态势，2010-2012 年依次为 432 万吨、820 万吨和 970 万吨；2013 年，工信部先后公布两批工业行业淘汰落后产能名单，共涉及 341 家造纸企业，共淘汰约 740 万吨的落后产能，淘汰企业多为小型低端造纸厂；根据《造纸工业发展“十二五”规划》（以下简称“《规划》”），“十二五”期间，我国将年均淘汰纸及纸板落后产能 1000 万吨以上。

图表 21. 国内造纸业淘汰落后产能情况



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

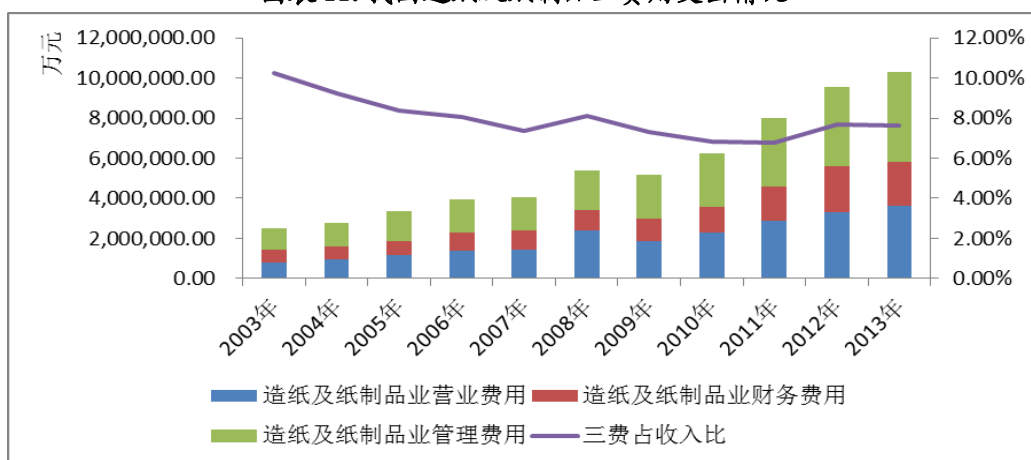
#### 4. 费用支出

费用方面，我国造纸行业“三费”规模逐年上升，近两年行业财务费用增幅较明显，2012 年以来达 200 亿元以上，表明行业整体融资成本压力上升。管理费用在“三费”中比重最大，其中研发投入为管理费用的重要组成部分，由于造纸行业具有传统产业发展时间长、生产技术稳定、产品成熟度高的特征，市场对新产品的开发需求较低，行业内企业研发投入规模较小，但在政策引导下，近年来企业研发投入有所提高，行业技术投入比率由 2002 年的 0.2% 增加至 2013 年的 1%。相较于主营业务成本，“三费”占收入的比重很小，且由



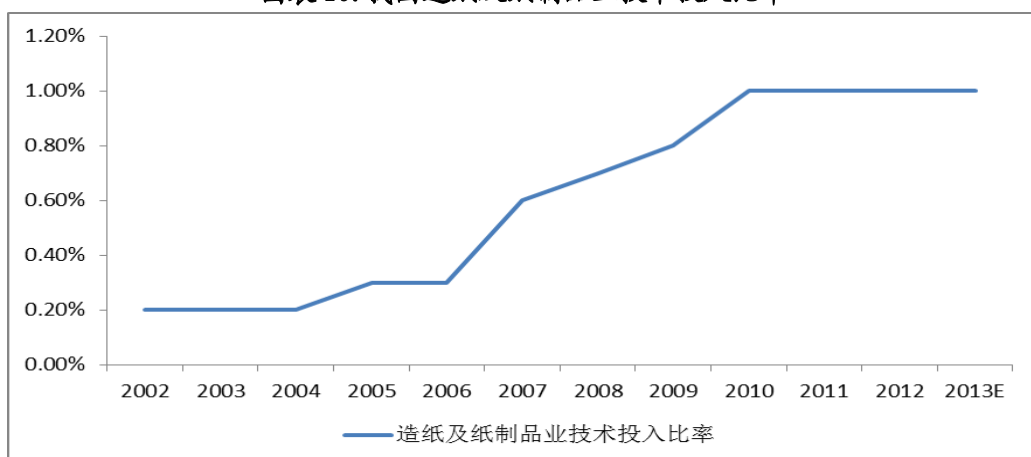
2003 年的 10.24% 降至 2013 年的 7.64%，因此对盈利影响不大。

图表 22. 我国造纸及纸制品业费用支出情况



资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

图表 23. 我国造纸及纸制品业技术投入比率



资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

## (二) 供给者和消费者集中度

造纸行业需求广泛覆盖印刷、包装、日常消费领域, 下游客户整体较分散, 如纸制品包装行业规模以上生产企业超过 4000 家, 且绝大多数为中小型企业, 市场集中度较低, 但随着消费品市场品牌化趋势不断加强, 包装行业下游食品饮料、家电、消费电子等行业的市场集中度已相对较高, 日用品、医药等行业的集中度也正逐渐提升, 因而造纸业下游产业集中度上升趋势较为显著。从行业供给看, 我国造纸企业原材料进口依赖程度较高, 目前国际纸浆制造行业已形成寡头垄断格局, 供应商集中度较高, 国内企业主要从巴西、智利、北美等地的跨国纸业巨头(巴西 Fibria、智利 Arauco、瑞士 Mercer、加拿大 Canfor 等)进行原材料采购, 议价能力相对较弱。

### （三）风险管理水平和风险事件敏感性

造纸行业市场对产品质量要求较低，且行业相对分散，在产品质量、群体性事件方面风险发生概率较小，但由于行业具有“两高一资”的特点，行业整体对风险事件仍具有一定的敏感性。

#### 1. 风险来源

根据造纸企业的生产经营特点，造纸行业的风险主要来源于以下方面：①流动性风险，产能扩张或林浆纸一体化项目建设使企业面临较大的资金需求，且投资回收期较长，并随着行业景气度的波动存在不确定性，致使企业面临资金链断裂的风险上升；②环境污染风险，由于生产设备不符合行业标准、环保设备故障或环保设备未按要求运转等因素引起污水处理不达标、超标排放等事件；③安全事故风险，主要是由液氯等化学品泄露引起的相关事故。

#### 2. 风险事件

##### （1）中冶纸业债务危机

2013年8月，国内大型文化纸造纸企业中冶纸业集团有限公司（以下简称“中冶纸业”）停止偿付大部分到期银行借款和利息，导致相关贷款出现逾期。近年来，中冶纸业推行激进的扩张策略，陆续新增多个大型浆纸项目，致使公司负债经营程度不断上升、资金链趋紧，在行业景气度下滑的背景下，新建项目收益未达预期，公司整体资金链持续承压，造成现金流严重恶化，并最终陷入债务危机。中冶纸业风险事件反映出产能大规模扩张的造纸企业对流动性风险较高的敏感性，以及对企业流动性管理很高的要求。

##### （2）晨鸣纸业污染事件

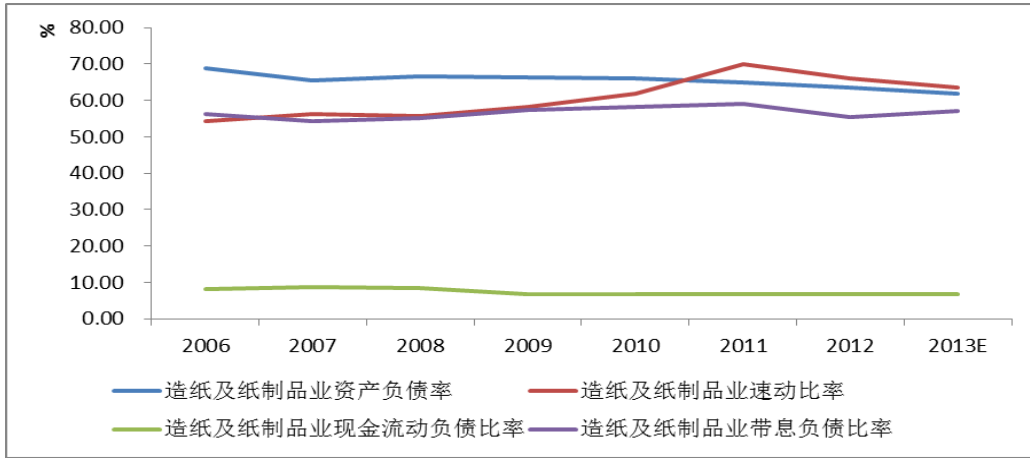
2004年以来，全国综合性大型造纸企业山东晨鸣纸业集团股份有限公司（以下简称“晨鸣纸业”）下属公司多次遭到环保局的通告或处罚，其中2010年的海拉尔河污染事件在社会引起较大反响，并对全行业产生一定负面影响；2011年，24家环保组织针对晨鸣纸业屡次发生环境污染问题联合发起责问，反映出造纸行业在成本控制和环境污染相互平衡之间面临的压力。尽管多数大型造纸企业环保设备已设置到位，但受制于较高的成本压力，行业整体存在环保设备运转不充分的情况，因而行业内企业对环保风险事件存在一定的敏感性。

## 四、造纸行业融资环境的变化与趋势

造纸业属于资金密集型行业，项目投资金额大，产能建设期较长，加之企业存在持续的流动资金需求，因而较易受信贷政策和企业融资渠道的影响。对于具有一定规模和行业地位的企业，产能的扩张使其存在较大的项目资金需求，但在市场需求不振、库存压力大的情况下，新增产能的释放和投资回报期面临不确定性，企业经营业绩的稳定性成为抵御融资环境变化的关键因素，对于单机规模有限、产品结构单一的企业，其盈利稳定性受下游需求变动影响较大，在行业景气度下滑的情况下，融资环境的变化较易造成该类企业资金链的断裂。而中小型造纸企业由于受行业发展政策的限制，目前无法实现规模化的产能扩张，因此对项目资金需求相对较小，企业资金需求集中在生产经营所需的流动资金，但受行业淘汰落后产能、提高排污标准等政策的影响，近年来中小企业在设备更新、环保投入方面的资金压力持续加大，加之中小规模企业抵御原材料价格波动及经济下行风险的能力偏弱，融资环境的变化易使企业的盈利水平产生波动，并面临一定的资金链断裂风险。

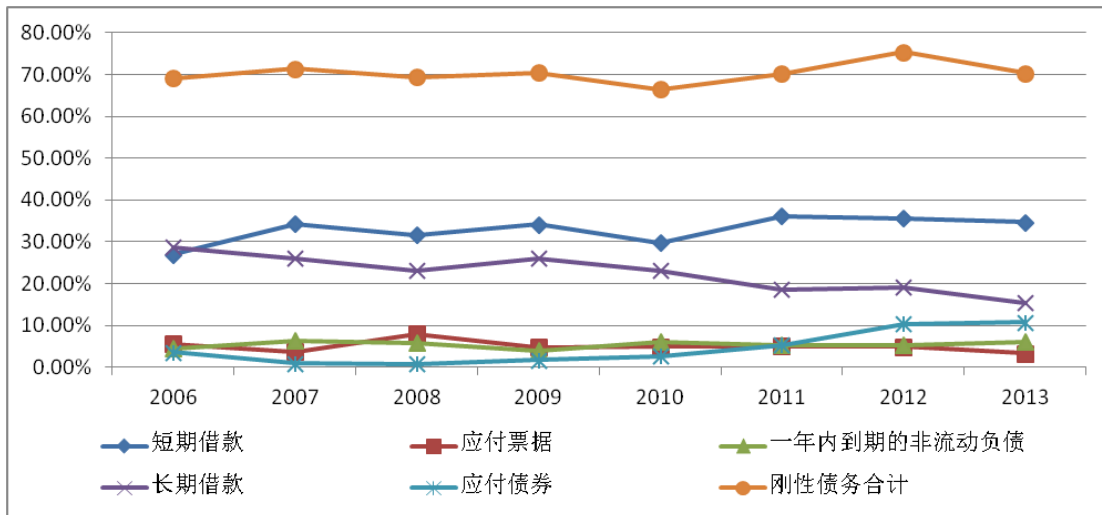
2000-2013 年间，我国造纸行业资产负债率整体呈下降趋势，由 2000 年的 75% 以上降至 2013 年的近 60%，但行业负债经营程度仍较高，此外，行业带息负债比率持续处于 50-60% 的较高水平，行业刚性债务偿付压力较大。近年来，我国造纸行业速动比率整体呈上升态势，并于 2013 年增至 65% 左右，但基于行业重资产的特征，相较于其他轻工业约 80% 的速动比率，行业资产流动性仍然偏弱。从上市公司财务数据来看，2006 年以来，造纸行业上市公司刚性债务规模占比呈现先下降后上升的趋势，其中短期借款占负债总额比重约为 30-40%，在刚性债务中占比最大，长期借款占比呈下降趋势，应付债券占比在经历了 2007-2009 年的低位后，从 2010 年起显著上升，并于 2012 年增至 10% 以上，表明行业内上市公司通过发行债券直接融资的趋势日渐显著，而通过银行信贷获取长期资金支持的趋势减弱。

图表 24. 我国造纸行业负债结构和偿债能力



资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

图表 25. 我国造纸行业上市公司刚性债务结构

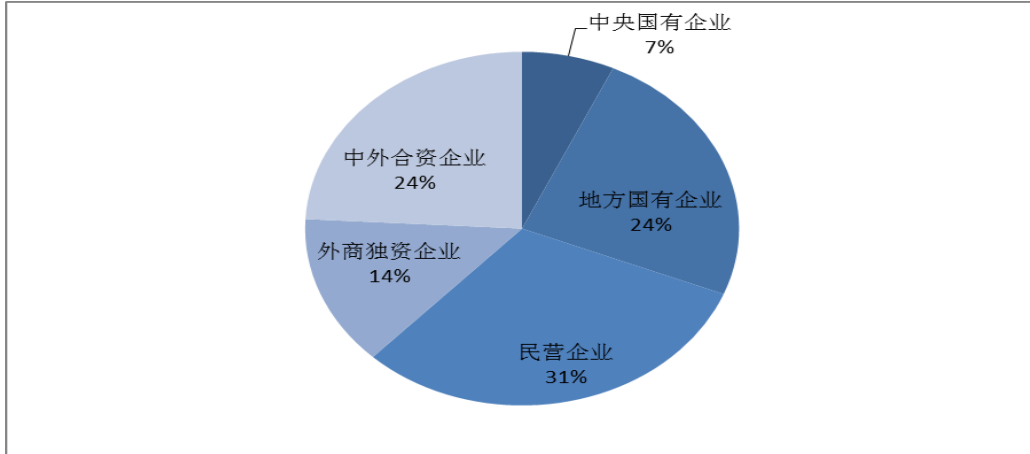


资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

我国造纸行业融资渠道包括直接融资和间接融资两种。直接融资方面, 行业内企业主要通过资本市场发行债券方式进行债权融资和发行股票进行股权融资。截至 2013 年底, 我国造纸行业共有 28 家企业在境内上市, 通过发行债券方式进行融资的企业有 29 家 (含可转债), 其中 12 家为上市公司, 而在 17 家非上市公司中, 包括东莞玖龙纸业有限公司在内的 6 家企业为国内 (含香港) 上市公司的子公司或关联方, 而海南金海浆纸业有限公司等 5 家企业为金光纸业的子公司; 从公司属性看, 造纸行业发债企业中民营企业有 9 家, 占比 31%, 地方国有企业和中外合资企业分别有 7 家, 外商独资企业 4 家 (均为金光纸业全资或控股子公司), 中央国有企业 2 家, 表明民营造纸企业在资本市场相对活跃。随着资本市场的发展, 近年来我国造纸行业通过资本市场发行股

票和债券直接融资的企业不断增加，但受制于规模和发行成本等因素，目前采用直接融资方式的企业仍以大型造纸企业及其子公司为主，中小型造纸企业较难通过资本市场取得资金支持。

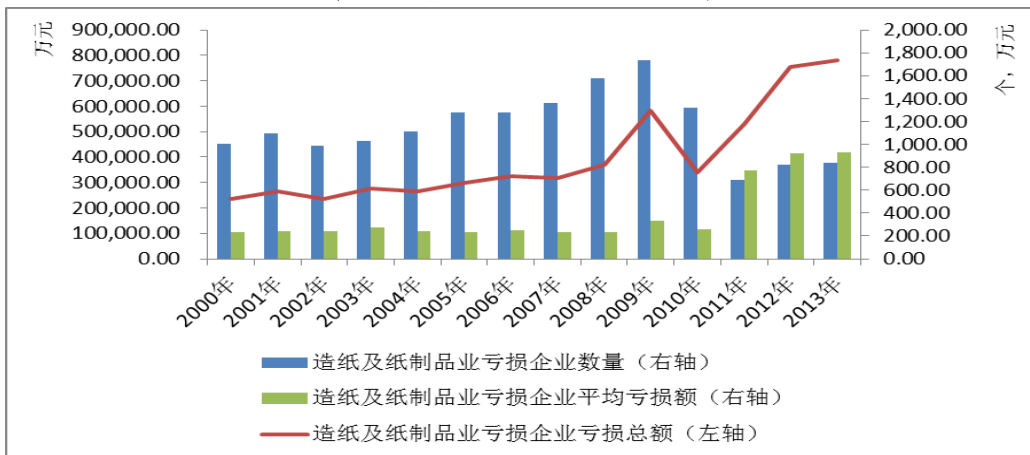
图表 26. 我国造纸行业发债企业公司属性



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

造纸行业资金用途主要为满足生产设备、厂房等固定资产的消耗、存货积压以及生产经营的流动资金，对于不具备直接融资能力的企业，其主要通过抵押贷款、担保贷款、民间借贷等间接融资方式满足较大的资金需求。在宏观经济下行、行业产能过剩、人工成本、原材料和能源价格上涨的环境下，造纸行业利润空间被不断挤压，尽管 2010 年以来行业内亏损企业数量显著下降，但单位企业亏损金额持续增加，不良贷款率普遍高于平均水平，致使行业整体融资环境趋紧，融资成本上升的压力加大。

图表 27. 我国造纸行业企业亏损情况



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

近年来我国造纸行业发债企业现金流状况整体存在一定波动。2011 年以来，晨鸣纸业、金光纸业、东莞玖龙等龙头企业经营性现金流均出现显著下滑，

尽管 2012 年有所回升，但在行业产能过剩的背景下，造纸企业库存消化压力普遍增大，通过经营活动获取偿债资金的能力整体趋弱。

图表 28. 2009-2013 年我国造纸行业发债企业经营活动产生的现金流量净额与总负债比率

企业名称	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
博汇纸业	19.59%	-8.05%	6.89%	-0.60%	-6.70%
晨鸣控股	12.11%	3.83%	-1.18%	5.79%	3.31%
晨鸣纸业	12.16%	4.29%	-1.43%	5.86%	3.41%
东莞海龙	26.87%	27.05%	9.31%	25.12%	--
东莞玖龙	32.70%	18.58%	3.78%	20.29%	9.66%
广州造纸	-4.38%	-3.63%	5.08%	8.49%	-0.77%
华泰集团	10.27%	2.08%	6.55%	8.22%	12.27%
金东纸业	--	--	--	11.62%	2.33%
金光投资	22.44%	4.44%	-2.24%	8.94%	0.33%
金海浆纸	9.74%	6.64%	0.85%	17.34%	-0.85%
金红叶纸业	5.67%	20.28%	8.17%	3.99%	1.96%
景兴纸业	14.58%	1.83%	4.60%	4.08%	14.94%
玖龙太仓	16.60%	12.11%	9.79%	8.87%	-7.53%
玖龙重庆	1.79%	18.77%	5.71%	13.33%	6.34%
山鹰纸业	9.15%	9.33%	-5.51%	0.10%	7.04%
太阳纸业	8.80%	17.07%	9.96%	12.95%	13.85%
泰格股份	3.19%	5.30%	0.38%	1.19%	2.42%
天津玖龙	--	3.58%	6.58%	8.20%	4.00%
亚洲浆纸	10.72%	0.08%	1.56%	1.01%	3.66%
阳光纸业	5.97%	12.39%	4.84%	16.80%	16.54%
银鸽投资	4.52%	-6.14%	-12.05%	2.36%	-2.68%
岳阳林纸	0.56%	1.85%	2.81%	0.19%	2.00%
中顺洁柔	23.05%	7.00%	-4.97%	24.09%	9.79%

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理



## 五、造纸行业政府管制与法律风险

### (一) 政府监管强度和法律风险

我国造纸行业整体产能过剩，且对环境污染较严重，因而政府对行业的监管力度较大，主要体现在行业准入和环保监管方面。行业准入方面，我国造纸行业已出台一系列政策不断提高行业准入门槛，包括对新进入投资主体在技术水平、资金实力、管理经验、信誉度方面的要求，对新建、扩建项目单条生产线起始规模的要求，此外，在新项目开工前，需对项目进行环境影响评价并通过环保部门审批，在项目正式投产前，需取得环保部门颁发的排污许可证。具体行业准入政策如下表所示：

图表 29. 我国造纸行业准入政策一览表

法规名称	相关内容
《造纸产业发展政策》	(1) 进入造纸产业的国内外投资主体必须具备技术水平高、资金实力强、管理经验丰富、信誉度高的条件。企业资产负债率在 70%以内，银行信用等级 AA 级以上。(2) 造纸产业发展要实现规模经济，突出起始规模。新建、扩建制浆项目单条生产线起始规模要求达到：化学木浆年产 30 万吨、化学机械木浆年产 10 万吨、化学竹浆年产 10 万吨、非木浆年产 5 万吨；新建、扩建造纸项目单条生产线起始规模要求达到：新闻纸年产 30 万吨、文化用纸年产 10 万吨、箱纸板和白板纸年产 30 万吨、其他纸板项目年产 10 万吨。薄页纸、特种纸及纸板项目以及现有生产线的改造不受规模准入条件限制。(3) 单一企业（集团）单一纸种国内市场占有率超过 35%，不得再申请核准或备案该纸种建设项目；单一企业（集团）纸及纸板总生产能力超过当年国内市场消费总量的 20%，不得再申请核准或备案制浆造纸项目。
《造纸工业发展“十二五”规划》	(1) 严格造纸行业准入条件，落实项目建设环境影响评价及水土保持方案报告制度，严格执行“三同时”制度和目标责任制，从源头防止环境污染和生态破坏。(2) 对“十二五”期间新建、扩建项目起始规模的具体规定。
《中华人民共和国环境影响评价法》	(1) 建设项目的环境影响评价文件未经法律规定的审批部门审查或者审查后未予批准的，该项目审批部门不得批准其建设，建设单位不得开工建设。 (2) 设项目建设过程中，建设单位应当同时实施环境影响报告书、环境影响报告表以及环境影响评价文件审批部门审批意见中提出的环境保护对策措施。
《排污许可证管理条例》	新建项目的排污者申请领取排污许可证，应当具备下列条件： (1) 建设项目环境影响评价文件经环境保护行政主管部门批准或者重新审核同意；(2) 有经过环境保护行政主管部门验收合格的污染防治设施或措施；(3) 有维持污染防治设施正常运行的管理制度和技术能力；设施委托运行的，运行单位应取得环境污染治理设施运营资质证书；(4) 有应对突发环境事件的应急预案和设施、装备；(5) 排放污染物满足环保行政主管部门验收的要求；(6) 法律、法规规定的其他条件。  负责审批的环境保护行政主管部门对新建项目的排污者，符合规定条件的颁发排污许可证，否则不予发证。

资料来源：新世纪评级整理



图表 30. “十二五”新建、扩建项目起始规模

项目	新建	扩建
(一) 纸浆		
化学木浆	单条生产线 30 万吨/年及以上	单条生产线 10 万吨/年及以上
化学机械木浆	单条生产线 10 万吨/年及以上	单条生产线 5 万吨/年及以上
化学竹浆	单条生产线 10 万吨/年及以上	单条生产线 5 万吨/年及以上
非木纤维制浆	单条生产线 10 万吨/年及以上	单条生产线 3.4 万吨/年及以上
废纸浆	单条生产线 10 万吨/年及以上	单条生产线 5 万吨/年及以上
(二) 纸及纸板		
新闻纸	限制新建、扩建	单条生产线 10 万吨/年及以上
文化用纸	单条生产线 10 万吨/年及以上 (铜版纸限制新建、扩建)	单条生产线 5 万吨/年及以上 (含铜版纸)
箱板纸、白纸板	单条生产线 30 万吨/年及以上	单条生产线 10 万吨/年及以上
瓦楞原纸及其他纸板	单条生产线 10 万吨/年及以上	单条生产线 5 万吨/年及以上

资料来源：《造纸工业发展“十二五”规划》

环保监管方面，造纸行业是污染较严重的行业之一，且对资源、能源消耗大，我国环保有关部门在污染物总量排放、排放标准、废水处理技术、用水量、淘汰落后产能等方面相继出台了法律法规及行业标准。重点环保监管政策如下表所示：

图表 31. 我国造纸行业重点环境保护政策一览表

法规/标准名称	主要内容
《造纸产业发展政策》	制浆造纸废水排放要实行许可证管理，严格执行国家和地方排放标准及污染物总量控制指标。全面建设废水排放在线监测体系，定期公布企业废水排放情况。鼓励达标企业加大技术改造和工艺改进力度，进一步减少水污染物排放。依法责令未达标企业停产整治，整改后仍不达标或超总量指标的企业要依法关停。
《造纸工业发展“十二五”规划》	加快淘汰落后产能，减排减污。着力加快解决重点流域和重点区域的造纸工业结构调整和污染问题。 现有制浆造纸企业要进一步加大力度淘汰污染严重的落后工艺与设备，淘汰年产 5.1 万吨以下的化学木浆生产线、单条年产 3.4 万吨非木浆生产线和单条年产 1 万吨及以下废纸浆生产线，以及窄幅、低车速、高消耗、低水平造纸机。(2) 禁止采用石灰法地池制浆（宣纸除外），限制新上项目采用元素氯漂白工艺（现有企业逐步淘汰），禁止进口国外落后的二手制浆造纸设备。 (3) 完善“三废”治理设施，严格控制污染物排放。对经限期治理仍不能达标的企业或生产线要依法整顿或关停。(4) “十二五”期间，继续实行产业退出机制，调整和明确淘汰标准，量化淘汰指标，加大淘汰力度。(5) 新增日处理污水能力 300 万吨，淘汰纸及纸板落后产能 1000 万吨以上。
《制浆造纸工业水污染物排放标准》(GB3544-2008)	规定了制浆造纸工业企业水污染物排放限值、监测和监控要求。
《制浆造纸行业清洁生产评价指标体系（试行）》	用于评价制浆造纸企业的清洁生产水平，作为创建清洁先进生产企业的主要依据，为企业推行清洁生产提供技术指导。依据综合评价所得分值将企业清洁生产等级划分为两级，即代表国内先进水平的“清洁生产先进企业”，和代表

	国内一般水平的“清洁生产企业”。
《取水定额第 5 部分：造纸行业》	规定了造纸产品取水定额的术语和定义、计算方法及取水量定额等。
《制浆造纸废水治理工程技术规范》	规定了纸浆造纸工业废水治理工程设计、施工、验收、运行与维护的技术要求。
《关于进一步加强造纸和印染行业总量减排核查核算工作的通知》	各地要加强造纸、印染行业建设项目环境管理，落实主要污染物排放总量控制要求。(2)各地要督促造纸、印染企业建设废水深度处理设施，实施工艺技术改造,稳定达标排放。(3)造纸、印染企业应切实加强污水处理设施的运行、维护和管理”确保污水处理设施正常运行”严禁无故停运。(4)2015 年底前，全部制浆造纸企业、印染企业应安装运行管理监控平台。
《2013 年造纸淘汰落后产能企业名单》	淘汰 274 家制浆造纸企业落后产能。
《2013 年工业行业淘汰落后产能企业名单(第二批)》	淘汰 67 家制浆造纸企业落后产能。
《产业结构调整指导目录(2013 年)》	限制类： 新建单条化学木浆 30 万吨/年以下、化学机械木浆 10 万吨/年以下、化学竹浆 10 万吨/年以下的生产线；新闻纸、铜版纸生产线。(2)元素氯漂白制浆工艺。 淘汰类： (1)石灰法地池制浆设备(宣纸除外)。(2)5.1 万吨/年以下的化学木浆生产线。(3)单条 3.4 万吨/年以下的非木浆生产线。(4)单条 1 万吨/年及以下、以废纸为原料的制浆生产线。(5)幅宽在 1.76 米及以下并且车速为 120 米/分以下的文化纸生产线。(6)幅宽在 2 米及以下并且车速为 80 米/分以下的白板纸、箱板纸及瓦楞纸生产线。

资料来源：新世纪评级整理

图表 32. “十二五”造纸工业发展环境保护和节能减排目标

项目	措施	2010 年	2015 年	预计年均增长 (%)	属性
资源消耗	吨纸制品平均综合能耗(吨标准煤)降低 22%	0.68	0.53	-4.90	约束性
	吨纸浆平均综合能耗(吨标准煤)18%	0.45	0.37	-3.80	
	吨纸浆、纸制品平均取水量(立方米)降低 18%	85	70	-3.80	
环境保护	化学需氧量(COD)排放总量	2015 年比 2010 年降低 10-12%			约束性
	氨氮排放总量	2015 年比 2010 年降低 10%			
淘汰落后产能	总量	1000 万吨以上			约束性

资料来源：新世纪评级整理

## (二) 政府产业政策和支持力度

造纸行业是国民经济中重要的基础原材料行业，也是重要的消费品行业，

在行业产能过剩的情况下，我国政府对造纸业的扶持政策主要集中在产业结构转型升级方面，具体体现在对优化原材料结构、优化技术结构、优化企业结构、优化产品结构、优化产业布局方面的支持。

我国造纸行业原材料供求矛盾问题突出，行业对进口纤维原料依存度较高，且纸产品原材料结构不合理，对行业内企业的持续发展产生不利影响。2007年，国家发改委颁布《造纸产业发展政策》，在原料结构调整方面提出“充分利用国内外两种资源，提高木浆比重、扩大废纸回收利用、合理利用非木浆，逐步形成以木纤维、废纸为主、非木纤维为辅的造纸原料结构”的长期目标；2011年，《造纸工业发展“十二五”规划》在行业原料结构持续改善方面进一步提出具体目标，继续推进木浆、废纸浆在原材料结构中比重的提升。为缓解原材料对外依存度高的现状，我国造纸产业政策同时加大对林纸一体化项目、废纸回收和资源综合利用的支持力度，并发布《全国林纸一体化工程建设“十五”及2010年专项规划》等相关政策，以确保提高原材料自给率相关项目的落实。

图表 33. 我国造纸行业原料需求结构 (单位: 万吨)

项目	2010 年			2015 年 (预计)		
	原料用量	纸浆产量	比例 (%)	原料用量	纸浆产量	比例 (%)
纸及纸板消费量	9173			11470		
纸及纸板生产量	9270			11600		
年耗纸浆总量	8461			10457		
年耗纸浆总量中:	原料用量	纸浆产量	比例 (%)	原料用量	纸浆产量	比例 (%)
1、木浆	--	1859	22.0	--	2541	24.3
其中: 国产木浆	2820	708	8.4	3770	1077	10.3
进口木浆	--	1151	13.6	--	1464	14.0
2、废纸浆	6631	5305	62.7	8365	6692	64.0
其中: 国内废纸浆	4016	3213	38.0	5359	4287	41.0
进口废纸浆	2615	2092	24.7	3006	2405	23.0
3、非木浆	3535	1297	15.3	3421	1224	11.7

资料来源:《造纸工业发展“十二五”规划》

图表 34. 我国造纸行业提升原材料自给率相关政策一览表

扶持方向	相关政策	主要内容
林纸一体化项目	《造纸产业发展政策》、《造纸工业发展“十二五”规划》、《全国林纸一体化工程建设“十五”及 2010 年专项规划》	提倡发展“公司+基地+合作组织”和适当发展“公司+基地+农户”等经营模式,提高基地供材能力。“十二五”期间,继续完成《全国林纸一体化工程建设“十五”及 2010 年专项规划》配套 500 万公顷林(竹)原料基地的目标;扩大利用林业间伐材、小径材、加工剩余物和木片;有条件的地区通过调整现有木材消费结构,减少农民自用材和烧材。
废纸回收和资源综合利用	《关于调整完善资源综合利用产品及劳务增值税政策的通知》、《造纸产业发展政策》、《造纸工业发展“十二五”规划》	(1)“十二五”期间,将国内废纸回收率由 43.8%提高至 46.7%,同时仍充分利用境外废纸资源,使我国造纸工业废纸利用率由 71.5%提高至 72.1%。 (2)对销售以沙柳为原料自产的箱板纸实行增值税即征即退 80%的政策。对销售以蔗渣为原料生产的各类纸制品(蔗渣所占原料比重不低于 70%)实行增值税即征即退 50%的政策。

资料来源:新世纪评级整理

技术升级方面,造纸技术工艺和装备的自主研发以及节能减排降耗的生产技术是我国造纸行业发展的重点。根据造纸行业“十二五”规划,“十二五”期间我国要建设国家级企业技术中心 10 家以上,制浆造纸装备自主化比重由 30%提高至 50%,重点骨干造纸企业主体制浆造纸技术与装备达到国际先进

水平，部分自主研发的制浆造纸装备接近国际先进水平。

图表 35. 《产业结构调整指导目录》中造纸行业鼓励类项目

类别	项目
鼓励类	单条化学木浆 30 万吨/年及以上、化学机械木浆 10 万吨/年及以上、化学竹浆 10 万吨/年及以上的林纸一体化生产线及相应配套的纸及纸板生产线（新闻纸、铜版纸除外）建设；采用清洁生产工艺、以非木纤维为原料、单条 10 万吨/年及以上的纸浆生产线建设
	先进制浆、造纸设备开发与制造
	无元素氯（ECF）和全无氯（TCF）化学纸浆漂白工艺开发及应用

资料来源：新世纪评级整理

此外，在企业结构方面，我国政府提出加快行业整合速度，发展大型综合性制浆造纸企业集团的发展方向，根据“十二五”规划目标，到 2015 年形成纸及纸板年产 100 万吨以上企业 20 余家，木浆年产 100 万吨以上企业 3 家，排名行业前 30 名的企业纸及纸板产量占总产量的比重由目前的 42.3%提高至 45.0%以上；产品结构方面，提出重点开发低定量、功能化纸及纸板新产品、不断推进低档产品的升级换代、以及发展环保型纸产品的方针；产业布局方面，提出在重点环境保护区、重点生态功能区和严重缺水地区禁止新建扩建制浆造的要求。未来造纸行业在产业集中度、产品供给结构和产业布局调整上将取得相应的提升。

## 六、行业信用展望

2014 年，在美、日等发达经济体复苏的带动下，世界经济增长情况有望较 2013 年好转，但发达国家财政整顿和政策仍存在诸多不确定性，使全球经济增长的动力尚不明朗，而我国等新兴经济体结构性矛盾突出，经济增长仍将保持平稳放缓态势，2014-2015 年，在国内外经营环境诸多不确定因素影响下，造纸行业市场需求较难显著提升，行业景气度仍处于下行阶段，预计 2014 年造纸行业发展将呈现以下特点：

### （一）行业延续前期平稳增长态势，产能过剩局面短期内仍将持续

2014 年以来，受益于发达经济体的复苏，我国造纸行业出口数量和出口金额均出现一定回升，但国内市场仍是造纸行业下游需求的主要构成，受经济增长趋缓和市场需求趋弱的影响，行业收入整体延续了前期增速放缓的态势，而产销量于 2013 年出现首次下降，其中 2014 年初纸浆、新闻纸、未涂布印刷书写用纸产量同比均出现大幅下滑。短期内，尽管固定资产投资规模增速的放缓和淘汰落后产能可使行业新增产能增长速度趋缓，但在需求趋弱的情况下，新增产能的增速仍高于市场需求增速，因而行业产能过剩压力仍在加大，市场供需矛盾或将更加突出，行业盈利水平仍将在低位维持。长期来看，随着行业淘汰落后产能的速度加快，我国造纸行业的退出产能相较于新增产能规模不断上升，并能够有效冲减新增产能集中释放压力，使行业供需关系趋于好转。

### （二）政府监管力度持续加大，行业集中度提升趋势明显

我国造纸行业污染问题较为严重，近年来，国家在环境保护方面的政策整体趋严，对造纸企业污染物排放指标要求不断提高，目前，行业内仍有较多企业不能满足环保新标准的要求，随着节能减排指标要求的提高，造纸企业在环保方面投入加大，而不具有资金实力的中小造纸企业面临被关停或整改的压力，加之行业新建、扩建产能准入门槛的提升，中小企业被兼并、整合的态势日渐显著，我国造纸行业集中度存在不断上升的趋势。

### （三）业务向多元化延伸，经营效果有待市场进一步检验

在主营业务不振、盈利空间受到挤压的情况下，近年来我国造纸企业不断向多元化业务延伸。一方面，由于生活用纸具有需求刚性的特征，且随着三、四线城市对生活用纸需求量的增加，生活用纸行业下游需求量较大，且盈利水平较为稳定，工业用纸企业因此开始转向生活用纸领域，并加大在生活用纸生产线的投入，如浙江景兴纸业的“品萱”品牌生活用纸已在长三角地区积累了一定知名度，而晨鸣纸业等大型造纸企业也开始投建生活用纸产能。此外，我

国部分造纸企业也开始向非造纸行业的外延领域延伸，例如晨鸣纸业涉足房地产市场、太阳纸业向木糖醇的研发、生产、销售业务拓展、嘉兴市实业投资经营范围同时涵盖房地产、煤炭、钢材等领域。值得注意的是，由于生活用纸行业具有一定的品牌和渠道壁垒，工业造纸企业向生活用纸领域的延伸能否带来盈利稳定性的提升具有较大的不确定性；另外，行业内企业经营外延业务、使主营结构发生较大变化的行为可能会削弱企业主营业务的核心竞争力，因此对于试水行业外领域的企业，其多元化经营行为对企业的影响有待市场的进一步检验。



### 附录 1：我国造纸行业发债企业评级情况

企业名称	最新长期评级日	最新长期评级	评级展望	评级机构	主营业务
金光纸业(中国)投资有限公司	2014/7/1	AA+	稳定	大公	在国家鼓励和允许外商投资的林业营造, 林业产品, 各种纸张, 纸产品深度加工, 化工原料, 机械设备等领域进行投资
山东晨鸣纸业集团股份有限公司	2014/6/20	AA+	稳定	中诚信	机制纸、纸板等纸品和造纸原料、造纸机械的生产、加工、销售
东莞玖龙纸业有限公司	2014/1/21	AA	稳定	新世纪	高档纸和纸板(新闻纸除外)的生产、销售
玖龙纸业(太仓)有限公司	2013/11/25	AA	稳定	新世纪	生产高档纸及纸板(不含新闻纸)及配套建设自备热电厂、自备兼公用码头, 销售公司自产产品
玖龙纸业(天津)有限公司	2014/2/17	AA	稳定	新世纪	生产和销售高档纸和纸板(新闻纸除外)
玖龙纸业(重庆)有限公司	2013/7/26	AA	稳定	新世纪	生产、销售高档纸及纸板(不含新闻纸)
岳阳林纸股份有限公司	2014/6/10	AA	负面	联合	纸浆、机制纸的制造、销售, 制浆造纸相关商品、煤炭贸易及对集团及其子公司的水、电、汽的供应
华泰集团有限公司	2014/1/24	AA	稳定	大公	纸浆及机制纸
中顺洁柔纸业股份有限公司	2014/4/24	AA	稳定	鹏元	生产、加工和销售高档生活用纸系列产品
寿光晨鸣控股有限公司	2013/6/28	AA	稳定	中诚信	对造纸、电力、热力、林业项目的投资
海南金海浆纸业有限公司	2013/6/28	AA	稳定	大公	生产销售木纸浆、纸、纸制品、相关化工产品及相关制浆造纸类机器和配件
山东太阳纸业股份有限公司	2013/9/16	AA	稳定	新世纪	机制纸、纸板制造; 纸制品制造、加工
东莞海龙纸业有限公司	2014/1/21	AA	稳定	新世纪	生产和销售高档纸和纸板(新闻纸除外)
金红叶纸业集团有限公司	2013/10/15	AA	稳定	新世纪	各种涂布白卡纸、卷筒卫生纸、餐巾纸、面巾纸、手巾纸、婴儿纸尿裤、卫生巾、湿巾纸、短衬裤等纸制品及相关产品
厦门合兴包装印刷股份有限公司	2013/6/24	AA	稳定	鹏元	中高档瓦楞纸箱及纸、塑等各种包装印刷制品, 研究和开发新型彩色印刷产品
佛山华新包装股份有限公司	2014/4/24	AA	稳定	联合	包装材料、包装制品、装饰材料、铝塑复合材料
泰格林纸集团股份有限公司	2013/7/15	AA	负面	联合	纸浆、机制纸及纸板制造
嘉兴市实业资产投资集团有限公司	2013/12/23	AA	稳定	大公	造纸; 资产投资经营、管理; 公司所属房屋租赁
安徽山鹰纸业股份有限公司	2013/6/28	AA-	稳定	中诚信	纸、纸板、纸箱制造
宁波亚洲浆纸业有限公司	2014/4/14	AA-	稳定	大公	各类纸张、纸板、纸制品、制浆造纸设备、制浆造纸原材料及制浆造纸化工产品的设计、生产、加工、销售
山东世纪阳光纸业集团	2014/6/27	AA-	稳定	大公	机制纸及高级纸板、造纸助剂、造纸原料

有限公司					
金东纸业(江苏)股份有限公司	2009/1/20	A+	负面	中诚信	生产、加工各类纸张、纸板、纸制品、化工产品、机械设备及相关产品
河南银鸽实业投资股份有限公司	2014/4/22	A	负面	鹏元	纸张、纸浆及其深加工、百货销售
广州造纸股份有限公司	2013/8/30	A-	稳定	联合	生产、加工纸、高档纸及纸板和纸制品及其副产品

**附录 2：我国造纸行业发债企业 2013 年财务状况**

企业名称	总资产(亿元)	净资产(亿元)	主营业务收入(亿元)	利润总额(亿元)	资产负债率(%)
东莞玖龙纸业有限公司	209.69	97.61	139.73	1.85	52.55
金光纸业(中国)投资有限公司	1378.52	440.12	410.26	25.42	64.25
岳阳林纸股份有限公司	173.28	53.69	66.10	0.34	69.00
安徽山鹰纸业股份有限公司	181.50	58.89	65.78	3.05	67.34
河南银鸽实业投资股份有限公司	60.91	15.76	35.15	-2.76	73.22
华泰集团有限公司	229.58	24.21	1069.73	1.90	71.05
中顺洁柔纸业股份有限公司	44.93	22.82	25.02	1.50	49.20
山东晨鸣纸业集团股份有限公司	475.22	140.40	203.89	8.66	69.20
玖龙纸业(重庆)有限公司	80.14	26.14	17.73	0.79	67.39
山东太阳纸业股份有限公司	158.90	50.91	108.95	4.57	65.25
玖龙纸业(太仓)有限公司	137.32	50.25	72.68	3.85	63.40
玖龙纸业(天津)有限公司	108.14	27.30	54.46	0.19	74.75
宁波亚洲浆纸业有限公司	140.28	55.09	38.07	3.27	60.73
金红叶纸业集团有限公司	171.21	70.68	70.50	1.81	58.72
厦门合兴包装印刷股份有限公司	22.08	9.58	24.42	1.27	55.10
佛山华新包装股份有限公司	57.73	17.30	40.06	1.41	43.27
浙江景兴纸业股份有限公司	51.89	28.83	30.22	0.06	42.60
山东世纪阳光纸业集团有限公司	73.27	17.22	38.30	0.45	73.83
嘉兴市实业资产投资集团有限公司	109.26	58.35	22.99	1.52	46.60



上海新世纪资信评估投资服务有限公司  
*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*



地址：中国 上海 汉口路 398 号华盛大厦 14 楼  
邮编：200001  
电话：021-63501349 021-63500711  
传真：021-63500872  
E-mail: mail@shxsj.com  
<http://www.shxsj.com>