

造纸行业

2017 年信用分析与展望

工商企业评级部 王婷亚 李海瑞

造纸行业属于强周期性行业，各企业在原材料、生产设备和工艺等方面差别不明显，产品同质化严重，产能持续扩张，行业竞争较为激烈。我国造纸行业相对分散，企业规模整体偏小，但行业集中度上升趋势显著。2016 年以来，在宏观经济新常态背景下，行业仍面临较大经营压力，但整体低迷情况略有改善。未来，随着环保政策和淘汰落后产能政策趋严，大型造纸企业面临较好的发展机遇。

从细分市场来看，文化用纸受互联网冲击影响，需求萎缩，产能过剩压力较大；包装用纸则受益于电商发展背景下的快递业务增长，需求略高于供给。这两个细分行业均存在产品同质化程度较高、自主品牌建设程度不足现象，市场竞争主要集中在成本方面。2016 年第四季度以来，由于前期落后产能淘汰、原材料价格上涨、秋冬季节部分地区停产限产等因素叠加导致纸产品价格快速回升，但由于行业供需状况未明显改善，预计后期纸价变化面临较大的不确定性。生活用纸方面，其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。

从发债企业来看，2016 年，行业内新增发债主体三家，原有部分企业信用等级或展望出现变动，但调整原因较个性化，行业特征不明显。从发债企业利差情况看，由于造纸企业整体资产负债率偏高，且近两年盈利表现并不理想，财务压力相对较大；加之企业以民营企业为主，政府和金融机构的支持力度一般，外部支持对降低企业偿债风险的作用有限，造纸行业债券发行利差偏大。

一、行业信用质量分析

作为强周期性行业，造纸行业运行与宏观经济发展状况息息相关。2016 年以来，我国宏观经济发展步入新常态，造纸行业低迷情况略有改善，行业营业收入保持一定的正向增长。

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

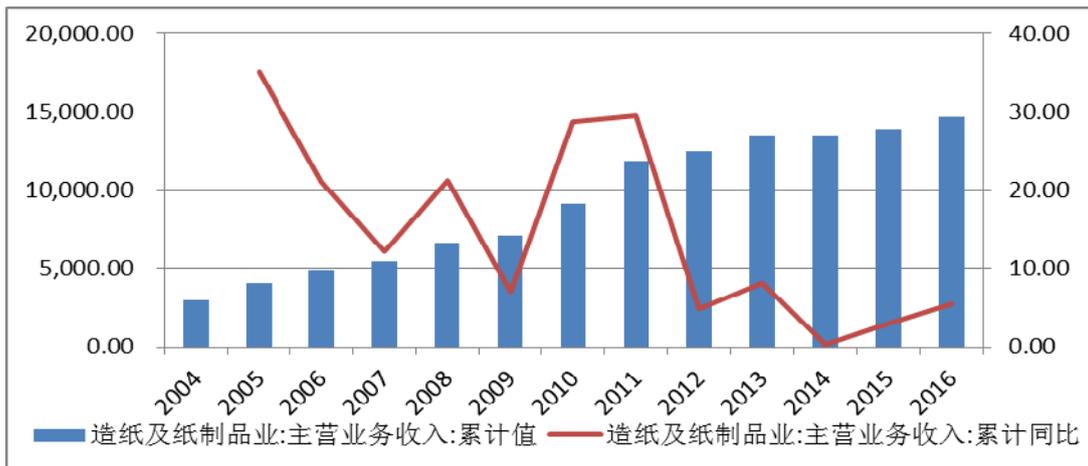
周期的波动较为同步。

图表 1. 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

图表 2. 2004-2016 年我国造纸及纸制品业收入增长趋势 (亿元, %)



资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

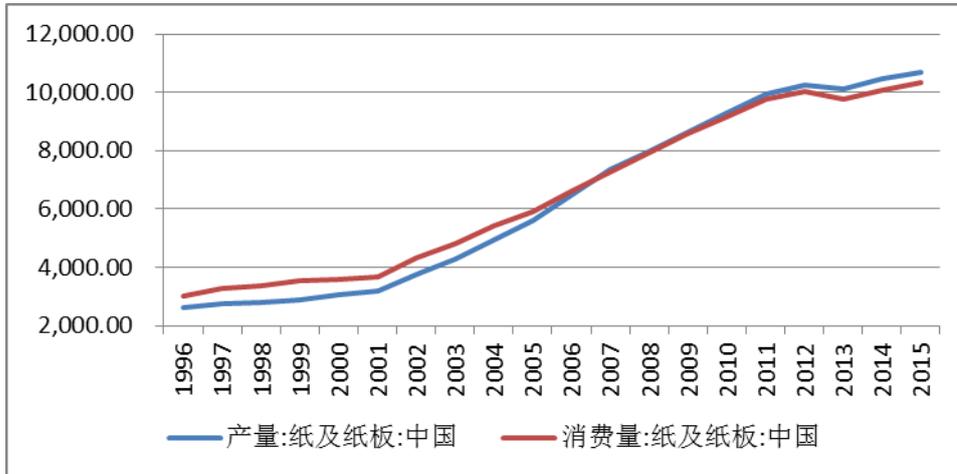
从上表可以看出, 2016 年以来, 我国宏观经济步入新常态, 造纸行业主营业务收入增速虽仍处于较低水平, 但较前两年有所改善。整体看, 行业总体尚未走出疲弱态势, 但已略见起色。

在国内需求放缓的情况下, 我国造纸行业供过于求状态未明显改善。2016 年下半年以来, 落后产能淘汰、原料成本上涨等多因素叠加导致纸产品价格快速回升, 但此次涨价缺乏基本面支撑, 后期纸价变化的不确定性较大。

我国造纸行业产能过剩情况比较明显, 2011 年以来在国家淘汰落后产能政策下, 行业每年实际落后产能淘汰数量均超过任务下达量, 产能利用率则从 2011 年 90%左右下降到目前的 60-70%左右。从消费情况看, 2008 年以来我国纸及纸

板生产量超过消费量，该超出量在 2014 年达到最高点后，2015 年小幅收窄。

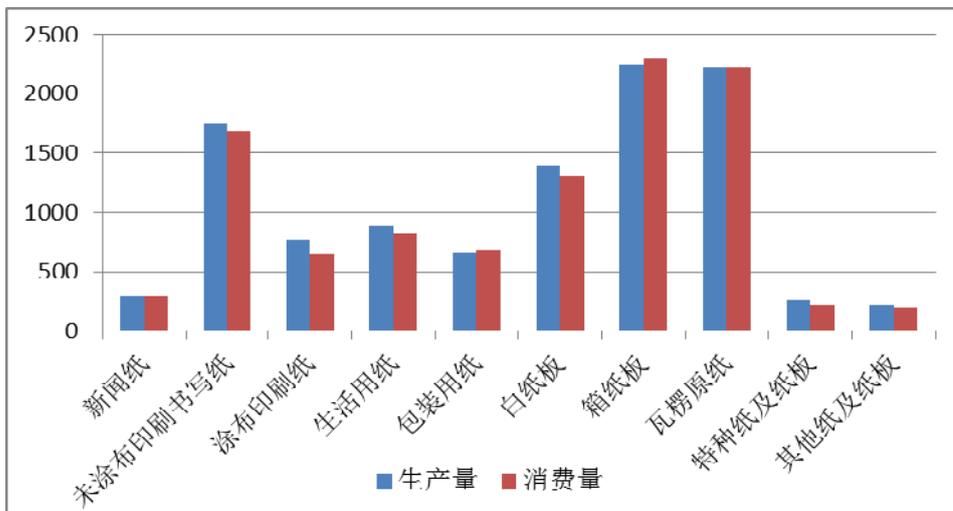
图表 3. 我国纸及纸板产销量情况（单位：万吨）



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

分品类看，非涂布印刷书写纸、涂布印刷纸、生活用纸、白纸板和特种纸及纸板的产量大于消费量，而新闻纸、包装用纸、箱纸板和瓦楞原纸消费量略高于生产量。主要是受互联网冲击，纸作为文化传播的用途大大降低，导致新闻纸产量逐年递减；而近几年电商的崛起使得快递业务迅速增长，带动了包装用纸、箱板纸和瓦楞原纸等与包装业务相关纸品的需求量。2016 年 9 月以来，以瓦楞纸为代表的包装纸销售进入需求旺季，包装纸价格一路上涨，引起下游企业囤货、上游企业惜售等行为，局部地区及市场出现产品供不应求现象。考虑到产量大于消费量的几种纸品，其超出的绝对值和相对值较高，该超出部分消耗尚需一定时间，行业整体仍处于供过于求状态。

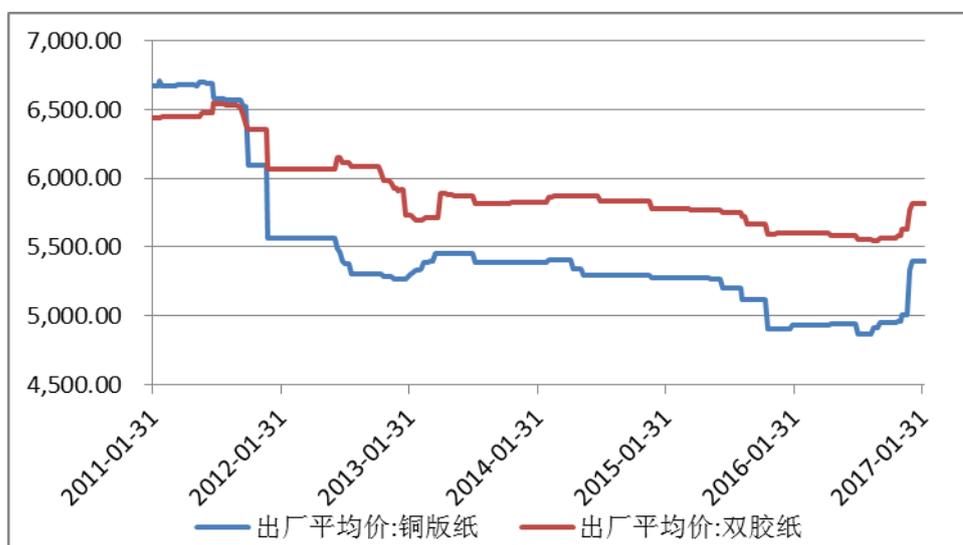
图表 4. 2015 年我国分品类纸及纸板产销量情况（单位：万吨）



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

价格方面，2011-2016年9月以来主要文化用纸和包装用纸价格出现一致下跌现象，其中文化用纸下降趋势更加明显，包装用纸价格2013年下半年以来相对平稳。经过多年低迷期，2016年9月以来，我国文化纸和包装纸价格迅速上涨，多种纸品在3-4个月内价格迅速回升至2012年前后水平，为近年来唯一一次大幅、快速、多品类涨价现象。究其原因，主要是我国造纸行业自2010年以来落后产能持续淘汰、G20峰会期间及秋冬季大气污染治理引起部分地区纸企限产进而导致企业库存出清情况较好¹，另外秋冬季节纸产品陆续进入需求旺季、2016年以来国内原材料价格持续增长、公路运输成本、煤炭能源成本上升等多因素共同作用下，纸制品价格出现回升。预计短期内，我国造纸行业涨价仍将持续，但由于行业整体产销平衡状态尚未明显改变，后续产品价格走势仍存在较大不确定性。

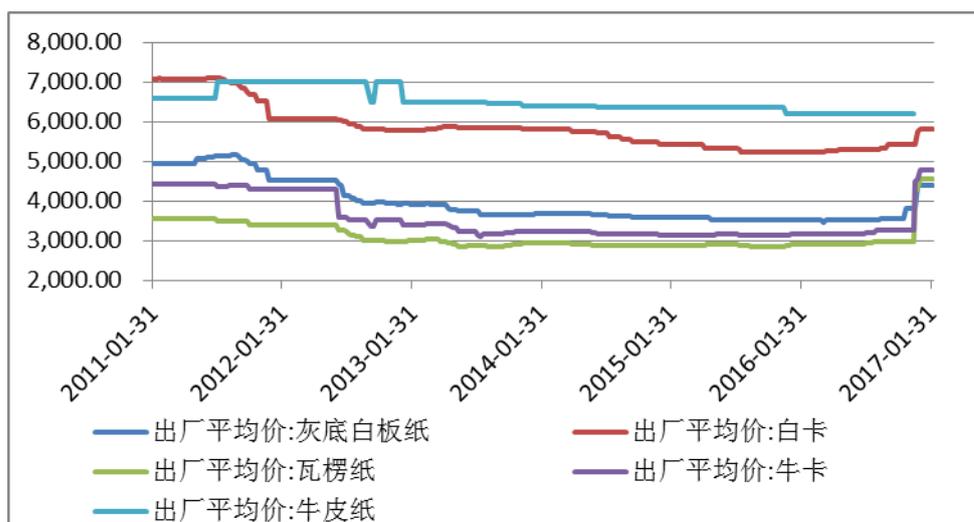
图表 5. 2011 年以来我国文化用纸价格变化趋势（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

¹ 根据 wind 资讯数据，2014-2016 年末，我国机制纸及纸板库存较年初变化比率分别为 14.80%、5.90% 和 -13.40%。

图表 6. 2011 年以来我国包装用纸价格变化趋势（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

盈利方面，2013-2015 年，发债企业中，除个别企业收入下滑外（非大幅明显下降），多数发债企业的收入呈现增长趋势，与行业变化方向一致；但从营业利润率来看，多数造纸企业营业利润率逐渐下滑或者处于持续亏损状态，行业内企业整体盈利能力较弱。但受益于 2016 年第三季度以来产品价格上涨，多家企业 2016 年业绩预增²，且同比涨幅可观。考虑到价格上涨具有周期性和局部调整因素，推测造纸企业业绩持续大幅增长的可能性较小。

图表 7. 发债企业收入及营业利润率变化情况（单位：亿元、%）

企业	营业收入				营业利润率			
	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年前三季度	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年前三季度
恒安国际	211.86	238.31	244.50	-	-	-	-	-
恒安中国	153.14	177.23	186.37	-	19.31	16.91	18.69	-
金光纸业	410.26	442.46	453.65	336.61	6.02	5.49	5.24	5.77
山东晨鸣	203.89	191.02	202.42	165.72	1.98	0.87	5.47	9.35
泰格林纸	82.53	81.76	75.56	-	-5.55	-5.85	-11.21	-
玖龙天津	54.46	57.19	60.81	45.73	0.19	0.15	0.80	1.90
中顺洁柔	25.02	25.22	29.59	27.41	4.77	3.60	3.38	6.83
山鹰纸业	65.78	77.35	97.87	84.67	2.22	0.22	1.27	0.66
太阳纸业	108.95	104.58	108.25	102.01	4.40	6.38	8.19	10.01

² 山东晨鸣 2016 年实现净利润约 20.23 亿元，同比增长 106.82%；太阳纸业预计 2016 年归属于上市公司股东的净利润约 10.66 亿元，同比增长 59.91%；山鹰纸业预计 2016 年归属于上市公司股东的净利润约 2.09 亿元，同比增长 60-80%；景兴纸业预计 2016 年归属于上市公司股东的净利润约 3.18-3.24 亿元，同比增长 26 倍；岳阳林纸预计 2016 年归属于上市公司股东的净利润 0.20-0.40 亿元，实现扭亏为盈；中顺洁柔预计 2016 年归属于上市公司股东的净利润 2.60 亿元，同比增长 195.30%。粤华包预计 2016 年归属于上市公司股东的净利润约 0.53-0.93 亿元，同比减少 30.12-60.18%（上年处置子公司确认投资收益）；合兴包装预计 2016 年归属于上市公司股东的净利润约 1.03 亿元，同比减少 10.29%；河南银鸽预计 2016 年归属于上市公司股东的净亏损约 3.90 亿元。

企业	营业收入				营业利润率			
	2013年	2014年	2015年	2016年 前三季度	2013年	2014年	2015年	2016年 前三季度
寿光晨鸣	204.22	191.17	203.15	-	1.51	0.54	6.01	-
景兴纸业	30.22	28.88	29.54	25.25	-0.12	-0.03	-1.07	2.16
华泰集团	106.97	107.24	99.16	78.82	-0.26	-0.42	-1.45	0.89
亚洲浆	38.07	33.22	36.60	-	8.40	5.96	4.95	-
金红叶	70.50	81.28	95.37	71.51	2.54	2.92	2.74	2.78
粤华包	40.06	35.53	32.82	24.43	1.66	4.34	5.00	2.39
合兴包装	24.42	27.16	28.52	24.80	4.99	5.98	5.38	3.73
海南金海	76.54	86.49	91.50	24.80	7.17	0.27	5.30	3.89
嘉兴实业	22.99	23.24	24.20	26.21	4.51	-1.67	-9.50	-8.65
世纪阳光	38.30	38.23	39.59	-	-0.95	-1.08	0.60	-
岳阳林纸	66.10	65.82	59.29	34.51	-2.80	-4.80	-9.93	-5.22
广州造纸	19.58	18.94	18.45	-	1.10	-13.02	-34.04	-
河南银鸽	35.15	30.05	28.20	18.19	-8.21	-30.91	-10.93	-9.81

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

我国造纸企业原材料自给能力普遍偏弱，其经营业绩受全球纸浆市场价格波动影响较大。此外环保要求提高、运费成本上升，进一步增加了造纸企业运营压力。

我国造纸业原材料成本较高，一般原材料成本占纸张制造平均成本的 65-75%，部分企业甚至超过 80%。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，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。根据造纸行业协会资料，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，2015 年达到 93%，其中进口木浆长期占木浆消耗总量的 60% 以上，2015 年为 64.76%；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 2015 年的 37.74%。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，未来造纸企业原材料自给率有望得到提升，从而使原材料供应及价格的稳定性得到一定保障。

图表 8. 我国造纸行业纸浆消耗情况（万吨、%）

品种	2014年	占比	2015年	占比	同比
总量	9484	100	9731	100	2.60
木浆	2540	27	2713	28	6.81
其中：进口木浆	1588	17	1757	18	10.64
废纸浆	6189	65	6338	65	2.41

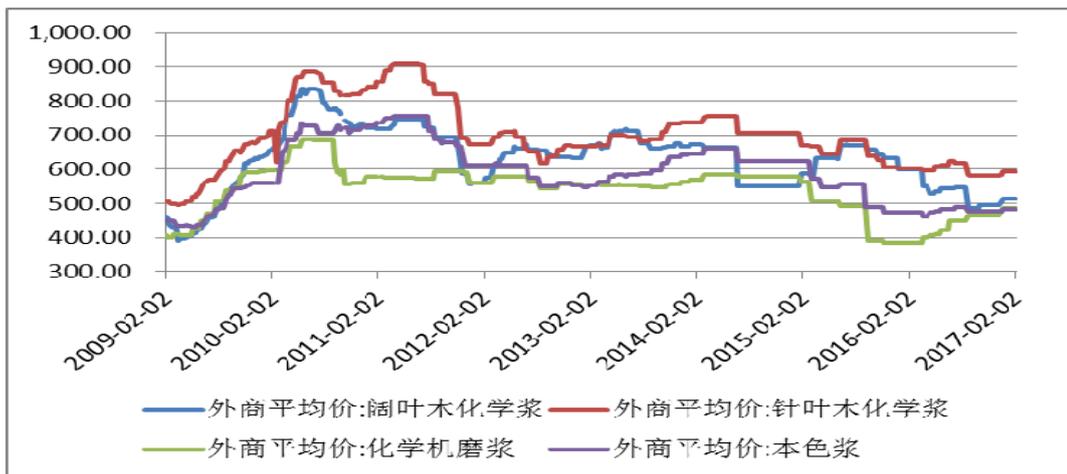
品种	2014年	占比	2015年	占比	同比
其中：进口废纸浆	2243	24	2392	25	6.64
非木浆	755	8	680	7	-9.93

资料来源：中国造纸协会，新世纪评级整理

在目前产能过剩的情况下，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，进口木浆价格经历了大幅上涨，2011年下半年至2012年上半年整体下跌，而2012年至2014年初，进口木浆价格整体走势相对平稳，波动幅度收窄，但平均价格较2009年低点时高出不少。2014年6月以来进口木浆价格持续下跌，至2016年进口木浆价格出现一定分化，其中化学机磨浆价格持续缓慢提升；针叶木化机浆和本色浆价格波幅较小，年末基本回复至年初水平；阔叶木化学浆价格则继续波动下跌。总体看，木浆价格仍处于近年来的较低水平。

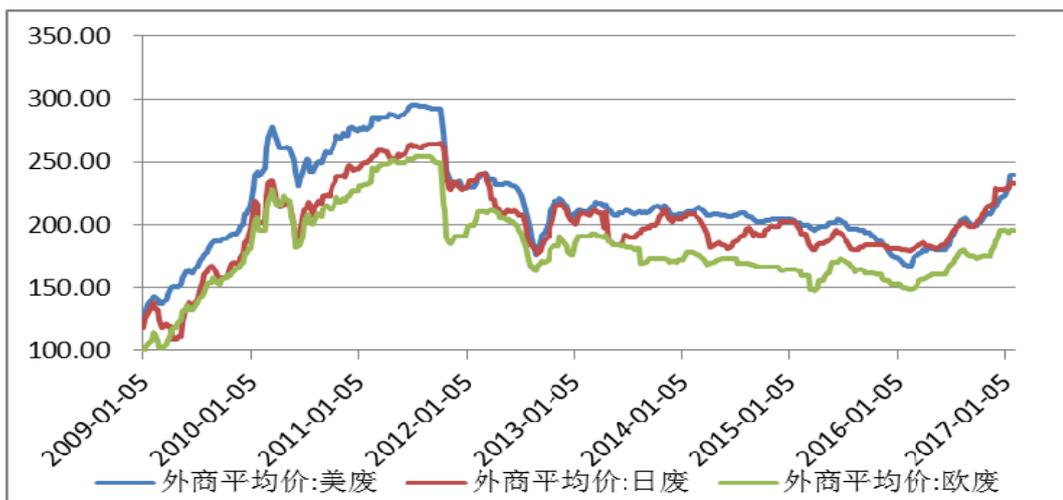
我国进口废纸主要来自美国、欧洲、日本，前几年进口废纸价格与进口木浆价格走势呈现一致性，经历2012年之前大幅上涨和回落后，2012-2015年期间，除在2012年下半年出现一次快速下降及回升过程，其余时段基本处于小幅波动下降的过程；直至2016年以来，进口浆价持续上扬，目前已基本回归至2012年价格水平。国内废纸价格变化较进口废纸滞后几个月，但变化趋势相似，自2016年下半年以来逐渐回升。造纸行业原材料价格波动频繁，增加了行业内企业成本管控难度，加大了行业内企业短期盈利波动的风险。

图9. 2009年以来外商木浆平均报价（美元/吨）



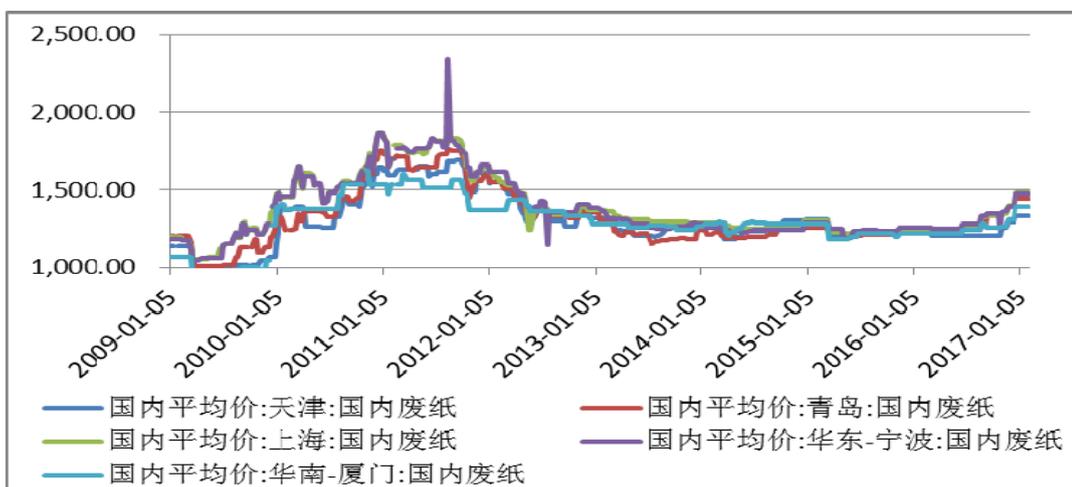
资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

图表 10. 2009 年以来进口废纸价格走势图（美元/吨）



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

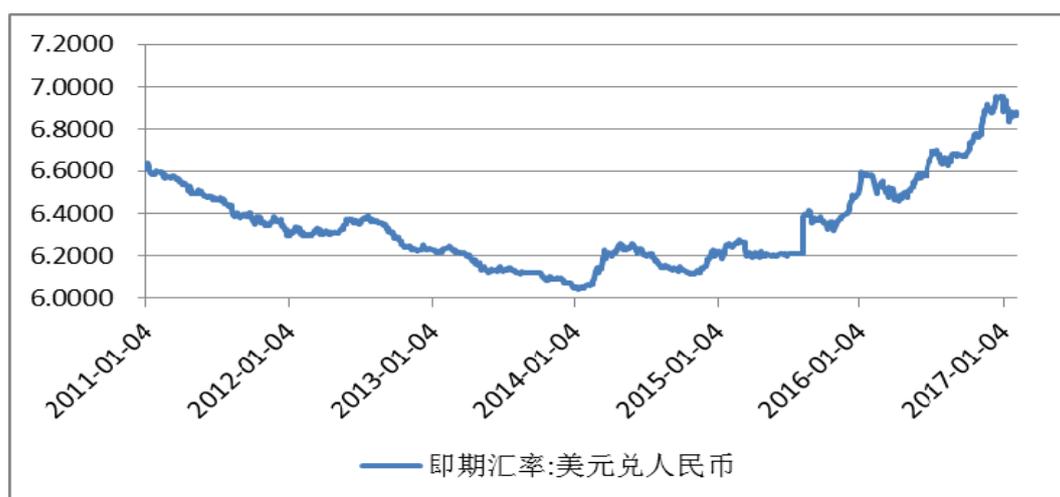
图表 11. 2009 年以来国内废纸价格波动情况（元/吨）



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

目前，造纸企业对外采购原料基本上采用美元进行结算，汇率波动影响原材料采购成本变化，进而影响造纸企业成本控制和盈利能力。人民币的较大幅贬值使造纸企业面临较大的汇兑损失，从中长期看，支持人民币汇率涨跌因素的影响力将交互发力，双向波动趋势将成为新常态，造纸企业汇率风险压力将不断加大。

图表 12. 2011 年以来美元兑人民币中间价波动情况



资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

环境保护方面, 由于北方秋冬季节大气污染形势严峻, 2016 年山东、河南、河北等多省出台临时性环保政策, 对造纸等污染企业进行停产限产措施。另外国务院办公厅于 2016 年 11 月发布《控制污染物排放许可制实施方案》(国办[2016]81 号), 环境保护部印发《关于开展火电、造纸行业和京津冀试点城市高架源排污许可管理工作的通知》, 为首批启动火电、造纸行业排污许可证管理明确了工作任务和具体安排, 要求在 2017 年 6 月 30 日前, 完成造纸行业企业排污许可证申请与核发, 2017 年 7 月 1 日起, 造纸企业应持证排污, 建立自行监测、信息公开、记录台账和定期报告制度。广东省发改委已于 2017 年 1 月 5 日印发《广东省造纸行业 2016 年度碳排放配额分配方案》, 为全国第一个正式发布造纸行业碳排放配额分配方案的企业, 预计其他省份也将陆续发布相关文件, 造纸企业将严格按照各自的碳排放标准进行生产。碳排放配额方案的实施, 将企业碳排放量控制在特定范围内, 今后企业将必须在配额范围内组织生产, 若需扩大生产规模, 势必进一步增大环保投入、做好节能生产工作。交通运输方面, 《超限运输车辆行驶公路管理规定》(交通运输部令 2016 年第 62 号) 于 2016 年 9 月正式实施, 新标准允许货车装载量减少, 导致公路货车单位运输成本提高约 33%, 各地运输公司已相继开始提价。据估计此次新规将导致造纸企业运输成本提高 30% 以上。综合看, 环保要求的提高、运费上涨等因素将进一步增大造纸企业的运营压力。

我国造纸行业相对分散、企业规模整体偏小。但在国家环保标准提高和淘汰落后产能的要求下, 中小企业被兼并、整合的态势日渐显著, 造纸行业集中度存在不断上升的趋势。

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。

图表 13. 各纸种污染物生产指标基准值

纸种 \ 污染物指标	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

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，2015 年国内年产超百万吨造纸企业仅有 17 家，较上年增加两家，同时行业前 30 大公司产量增速明显快于整个行业，表明行业集中度逐渐上升。此外近年来我国实施供给侧改革，不断加大造纸行业淘汰落后产能的力度，淘汰的落后产能主要是高能耗、高污染的中小型造纸企业及大型造纸企业中落后的生产设备。加之行业新建、扩建产能准入门槛的提升，以及国家环保政策的加强，中小企业环保成本提升，经营压力增大，因此被兼并、整合的态势日渐显著。而大型企业资本实力强，技术装备先进，规模优势明显强于中小造纸企业，其产品质量优良，成本较低，因而具有更强的市场竞争力，在未来的市场竞争中将占据主导地位。以上因素都将促进行业集中度的进一步提升。

二、行业内主体信用等级分布及级别迁移分析³

1. 主体信用等级分布⁴

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，行业中企业数量较多，竞争比较激烈。从行业内已发债企业来看，多为上市公司或实力较强的大中型企业，发行人整体信用等级分布比较集中。截至 2016 年末，造纸行业仍在公开发行债券市场有存续债券的发行主体共计 22 家，其中 AAA 级主体 2 家，

³ 本部分主体信用等级均仅考虑发行人付费模式的评级机构的评级结果，即不考虑中债资信的评级结果。此外，统计主体等级分布时需剔除重复主体，即单一主体发行多期债券时只按该主体最新信用等级计一次。

⁴ 本部分信用等级分布统计截至 2016 年末，各家企业最新评级。寿光晨鸣主体级别按照中诚信国际 2016 年 6 月给予的 AA 级别，暂未按照中诚信证券 2017 年 1 月给予的 AA+ 级别统计。

AA+级主体 2 家，AA 级主体 13 家，AA-级主体 3 家，A-级主体 1 家，BBB+级主体 1 家，具体情况详见附录一。其中 2016 年度，造纸行业公开发行业主体共计 10 家，其中 AAA 级主体 2 家，AA+级主体 2 家，AA 级主体 6 家。

图表 14. 造纸行业主体信用等级分布⁵

发行主体最新 信用等级	2016 年		截至 2016 年末	
	发行主体数量 (家)	占比 (%)	发行主体数量 (家)	占比 (%)
AAA	2	20	2	9.09
AA+	2	20	2	9.09
AA	6	60	13	59.09
AA-	-	-	3	13.64
A-	-	-	1	4.55
BBB+	-	-	1	4.55
合计	10	100	22	100

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

2. 主体信用等级迁移

2016 年度，造纸行业发生级别迁移的企业 2 家，发生评级展望变动的企业 3 家（不含级别变动企业）。

根据联合资信 2016 年 7 月 25 日公告，将泰格林纸主体等级/评级展望由“AA/负面”调整至“AA-/稳定”，将岳阳林纸主体等级/评级展望由“AA/负面”调整至“AA-/稳定”。泰格林纸和岳阳林纸是母子公司关系，主体级别遭下调理由相似，主要是造纸行业产能过剩，景气度低，对公司经营产生不利影响（泰格林纸主营亏损扩大、岳阳林纸连续发生经营亏损），公司主业盈利能力偏弱；下属湘江纸业停工搬迁，对公司收入造成影响（针对两家公司）；公司债务规模较大，且以短期债务为主，短期支付压力大（针对两家公司）；公司权益稳定性偏弱，归属于母公司的权益比重较低，未来随着子公司岳阳林纸非公开发行的完成，公司对其持股比例将进一步下降（针对泰格林纸）。

此外，世纪阳光（鹏元资信评级）、景兴纸业（联合信用评级）和河南银鸽⁶（鹏元资信评级）主体级别不变，但展望由负面调整为稳定。世纪阳光因箱板纸行业回暖，公司于 2015 年实现扭亏为盈；另外公司符合 50%的增值税即征即退条件，有利于获得增值税返还收入；公司终端客户较为稳定。景兴纸业主业在区域市场仍具备较强竞争力，2015 年公司产品产销量小幅增长，通过加强成本控制主导产品毛利率上升；公司 30 万吨/年高瓦纸项目投产，未来生活用纸和高瓦纸产能释放有利于丰富产品线；公司负债规模小幅下降，费用控制能力较好；公

⁵ 包含超短期融资券发行主体。

⁶ 鹏元资信评级于 2017 年 2 月将河南银鸽主体长期信用等级列入信用评级观察名单。

司享受增值税即征即退 50% 的优惠政策。河南银鸽非公开发行股票募集资金 14.94 亿元，资本结构得到改善，偿债压力有所减轻；政府扶持力度加大，公司获得较大规模的补贴资金。

总体看，除增值税即征即退政策等共性因素外，级别或展望被调整的 5 家造纸企业多是由于个体原因引起，不具有行业共性。整体而言，造纸企业级别未大规模调整，整体信用风险稳定中出现分化。

图表 15. 造纸行业主体信用等级迁移情况

2016 年末 2015 年末	AA+	AA	AA-	A-	BBB+
AA+	2	-	-	-	-
AA	-	10	2	-	-
AA-	-	-	3	-	-
A-	-	-	-	1	-
BBB+	-	-	-	-	1

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

三、行业主要债券品种利差分析⁷

由于造纸企业目前发债主体数量相对较少，同时已发债企业近年对超短期融资券的发行选择倾向较明显，行业内发行一般短期融资券、中期票据、企业债和公司债等传统债券支数较少。2016 年度，造纸行业企业合计发行 5 支一般短期融资券、2 支中期票据、4 支公司债，具体发行利差情况详见附录二。

1. 短期融资券⁸

2016 年度，造纸行业发行一般短期融资券 5 支，发行主体分别为华泰集团、金红叶（2 支）、山鹰纸业和海南金海，主体信用等级均为 AA 级。发行主体中，山鹰纸业利差表现较好为 136.39BP，华泰集团相对较差，短券发行利差为 322.36BP，其余为金红叶短券发行利差分别为 270.39BP 和 153.39BP，海南金海短券发行利差为 263.79BP。

⁷ 本部分所统计债券种类均为公开发行的债券。

⁸ 短期融资券统计对象仅为 1 年期短期融资券，不包含超短期融资券。

图表 16. 造纸行业短期融资券发行利差情况（单位：BP）

期限	发行时主体信用等级	样本数	发行利差	
			区间	均值
1 年	AA	5	136.39-322.36	229.26

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

2. 中期票据⁹

2016 年度，造纸行业发行中期票据 2 支，发行主体分别为金光纸业和恒安国际，其主体级别分别为 AA+和 AAA。从债券发行利差看，高级别的恒安国际发行利差较低，仅为 80.97BP，金光纸业发行利差较高，为 292.73BP。

图表 17. 造纸行业中期票据发行利差情况（单位：BP）

期限	发行时主体信用等级	样本数	发行利差	
			区间	均值
5 年	AA+	1	292.73-292.73	292.73
3 年	AAA	1	80.97	80.97

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

3. 公司债券

2016 年度，造纸行业发行一般公司债券 4 支，发行主体中太阳纸业、山鹰纸业和亚洲浆主体信用等级均为 AA，恒安中国主体信用等级为 AAA 级。从发行利差看，高级别主体恒安中国公司债发行利差较小，仅为 72.61；低级别主体利差相对较高，太阳纸业和山鹰纸业公司债发行利差分别为 239.75BP 和 252.29BP，亚洲浆公司债¹⁰由金光纸业担保，债项级别为 AA+，其发行利差较高，为 382.05BP。

图表 18. 造纸行业公司债券发行利差情况（单位：BP）

期限	发行时主体信用等级	样本数	发行利差	
			区间	均值
3 年	AA	1	239.75-239.75	239.75
7 年	AA	1	252.29-252.29	252.29
5 年	AA	1	382.05-382.05	382.05
	AAA	1	72.61-72.61	72.61

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

⁹ 不包含中小企业集合票据。

¹⁰ 期限 3+2 年，第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

四、行业信用展望

原材料价格压力增大。由于原材料成本在纸张制造成本中占比很高，木浆、废纸浆的价格波动直接影响企业经营成本。近几年，纸浆价格整体处于低位，但2016年以来，木浆价格波动幅度增大，年底至今废纸浆价格出现持续性上涨，预计国内纸浆的供求失衡状态仍将持续一段时间。2017年，随着国外纸浆新产能的陆续投放，国内纸浆供求失衡状态或逐渐改善，但传导过程仍需一定时间。此外，由于原材料进口依赖度较高，人民币汇率频繁波动也加大了造纸企业成本控制难度。目前纸浆涨价和人民币汇率波动阶段，我国造纸企业原料成本控制压力仍然较大，企业能否及时消化原材料涨价压力、或能够多大程度上将涨价压力传递至下游企业，将直接影响其近期的经营业绩。

环保政策趋严。2016年以来，我国先后颁布一系列环境保护方面的法规或通知¹¹，对水、土地、大气等污染及治理提出更严格的要求；各地政府也相继出台相关政策，对重污染行业企业进行整治。秋冬季节，由于大气污染原因，多地造纸企业遭遇临时性限产停产；2016年底至今，各省陆续推出造纸企业碳排放许可证办法细则。造纸行业作为环境污染较为严重的行业，在国家环保要求不断提高的背景下，必然面临日益严格的政策管制及要求，以秸秆、蔗渣等为主要原料的造纸企业首当其冲，一些由于资金或经济原因未安装高质量环保设施的造纸企业也将在环保趋严背景下，面临更大的经营压力。

结构性产能过剩现象不断改善。2010年以来，我国持续对造纸行业落后产能进行淘汰，工信部每年下达并监督行业落后产能淘汰任务的执行。近几年淘汰落后产能实际完成量均高于任务下达量，十二五期间，造纸行业淘汰落后产能超过3000万吨，行业产能过剩现象已有所缓解。同时在产能过剩情况下，我国仍有很多高端纸种无法自产，必须完全依赖进口，说明我国造纸行业的产能过剩属于结构性过剩。目前，我国每年淘汰、关停大量造纸产能，同时大型企业不断投产新建先进产能，说明产能结构得以不断优化。预计未来，优质产能仍将不断替代落后产能。

行业集中度提高。造纸行业污染较为严重，并且前期行业产能扩张力度过大，导致行业产能过剩情况严重。近几年国家加大力度淘汰落后产能，同时不断提高造纸新建产能的审批，单产规模小的生产线将不再批复。因此，淘汰的产能数量逐渐转向资金实力及市场情况优良的中大型企业，行业集中度将逐渐提高。

成品纸价格波动加大。2016年下半年以来，包装纸和部分文化用纸相继提

¹¹ 《水污染防治法修正案（草案）》、《“十三五”生态环境保护规划》、《关于实施工业污染源全面达标排放计划的通知》、《控制污染物排放许可制实施方案》等。

价，且提价幅度和频率为近年来较高水平。究其原因，可能与我国持续多年坚持淘汰造纸行业落后产能、行业上游废纸浆价格提升、运费新规下企业面临的运输成本上升等多方面因素有关。但是目前行业整体供过于求现象未明显改善，并且需求端并无基本经济面的强有力支撑，预计纸业大规模涨价不会持续，后期主要产品价格可能在经历波动后进入新的平衡点。

部分企业融资方式或受影响。目前造纸企业 22 家发债主体中，上市公司数量为 10 家，其中曾计划进行或已进行过非公开发行股票的企业数量为 6 家。2016 年通过非公开发行股票方式成功募集资金的企业 2 家，另外合兴包装非公开发行股票募集资金已获证监会审议通过，太阳纸业非公开发行股票申请已被证监会受理，非公开发行股票为造纸企业融资的重要方式之一。但是近期证监会新规对非公开发行股票进行了约束，造纸企业通过该种方式融资的方式受到限制。此外，从以往案例看，造纸企业非公开发行股票募资用途多为建设新项目，因此新规或一定程度上影响部分企业产能扩张计划。

细分行业分化。近几年生活用纸龙头企业盈利增长高于行业平均水平，行业内其他造纸企业如理文造纸、太阳纸业等相继投入生活用纸生产线；生活用纸由于具有较强的消费属性，预计未来随着人们生活水平提高，仍有具有较好的增长空间。受益于快递包装行业的快速发展，包装用纸表现出较好的增长趋势，包装用纸也是此次造纸行业涨价的主要品种；据相关统计，我国快递业务增长尚未见顶，因此短期内包装纸仍将受益。文化用纸价格在此次涨价潮中，也有较好表现，但细分纸种新闻纸的产量维持两位数下降趋势，未来细分行业规模或进一步萎缩。

总体来看，造纸行业作为基础性工业，下游渗透国民经济的各个领域，随着社会经济发展和人们生活水平提高，行业仍有较大发展空间。近几年，在供给侧改革及市场因素共同作用下，我国造纸行业环保性能及纸质要求不达标企业加速出清，行业产能结构有所改善，集中度有所提升，但供过于求现象仍然存在。因此未来国家将继续推行淘汰落后产能政策，环保政策将趋严，造纸企业成本端压力持续增大，以上因素将进一步推动产能结构的优化，规模较小的企业由于经营压力增大，信用风险将不断提高，大中型企业则迎来较好的发展机遇。从细分行业看，包装行业受益于互联网经济及快递业务的迅速增长，生活用纸受益于城镇化发展及全面二孩政策实施等，以上两个细分行业可能先迎来复苏。文化用纸由于缺乏强有力的需求端增长的支持，或面临更长时间的低迷和调整。

附录一 造纸行业发债主体信用等级分布及主要经营财务数据

发行人名称	简称	最新主体评级	评级机构	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	净利润 (亿元)	经营活动 净现金流 (亿元)
恒安国际集团有限公司	恒安国际	AAA/稳定	中诚信国际	301.53	141.36	53.12	98.41	45.45	16.38	14.38
恒安(中国)投资有限公司	恒安中国	AAA/稳定	中诚信证券	251.76	149.39	40.66	96.52	38.67	13.52	18.04
金光纸业(中国)投资有限公司	金光纸业	AA+/稳定	大公国际	1535.13	573.23	62.66	336.61	21.35	16.11	41.37
山东晨鸣纸业集团股份有限公司	山东晨鸣	AA+/稳定	中诚信国际	857.57	223.37	73.95	165.72	31.16	15.38	-31.20
寿光晨鸣控股有限公司 ¹²	寿光晨鸣	AA/稳定	中诚信国际	878.88	190.62	78.31	106.06	31.51	8.71	-26.98
玖龙纸业(天津)有限公司	玖龙天津	AA/稳定	新世纪评级	103.44	35.49	65.69	45.73	12.96	1.45	6.66
中顺洁柔纸业股份有限公司	中顺洁柔	AA/稳定	鹏元资信	43.45	26.17	39.77	27.41	35.47	1.81	5.63
安徽山鹰纸业股份有限公司	山鹰纸业	AA/稳定	新世纪评级	200.14	82.70	58.68	84.67	15.57	2.11	7.57
山东太阳纸业股份有限公司	太阳纸业	AA/稳定	新世纪评级	201.86	78.73	61.00	102.01	21.29	7.15	22.15
浙江景兴纸业股份有限公司	景兴纸业	AA/稳定	联合信用	55.57	31.73	42.91	25.25	11.66	1.68	3.02
厦门合兴包装印刷股份有限公司	合兴包装	AA/稳定	鹏元资信	33.63	16.55	50.78	24.80	17.39	0.83	2.21
华泰集团有限公司	华泰集团	AA/稳定	大公国际	226.51	68.79	69.63	78.82	16.15	1.42	12.27
宁波亚洲浆纸业有限公司	亚洲浆	AA/稳定	新世纪评级	159.43	58.32	63.62	36.60	16.35	1.60	1.30
金红叶纸业集团有限公司	金红叶	AA/稳定	新世纪评级	265.34	94.46	64.40	71.51	27.73	1.87	7.00
海南金海浆纸业有限公司	海南金海	AA/稳定	大公国际	305.11	118.26	61.24	63.29	18.40	1.97	14.81
嘉兴市实业资产投资集团有限公司	嘉兴实业	AA/稳定	大公国际	139.72	51.76	62.95	26.21	10.85	0.59	7.58
佛山华新包装股份有限公司	粤华包	AA/稳定	联合资信	62.99	35.35	43.89	24.43	13.34	0.75	-0.97
山东世纪阳光纸业集团有限公司	世纪阳光	AA-/稳定	鹏元资信	79.39	19.03	76.03	21.42	20.35	0.53	4.53
泰格林纸集团股份有限公司	泰格林纸	AA-/稳定	联合资信	220.25	59.38	73.04	75.56	11.96	-5.94	4.68
岳阳林纸股份有限公司	岳阳林纸	AA-/稳定	联合信用	151.06	52.43	65.29	34.51	16.49	0.19	6.88
广州造纸股份有限公司	广州造纸	A-/稳定	联合信用	123.72	22.66	81.68	8.01	10.03	7.36	10.04
河南银鸽实业投资股份有限公司	河南银鸽	BBB+/稳定	鹏元资信	51.90	22.77	56.14	18.19	7.58	-1.25	1.56

注：主要财务数据恒安国际、恒安中国、寿光晨鸣、世纪阳光和广州造纸为 2016 年半年报，泰格林纸和亚洲浆为 2015 年报，其余均为 2016 年三季度报数据。

¹² 寿光晨鸣 2017 年 1 月发行的私募债级别为 AA+/稳定，评级机构为中诚信国际。

附录二 2016 年度造纸行业发债主体级别调整情况

发行人	评级机构	最新主体等级及展望	最新评级日期	2015 年末主体等级及展望
泰格林纸集团股份有限公司	联合资信	AA-/稳定	2016.7.25	AA/负面
岳阳林纸股份有限公司	联合资信	AA-/稳定	2016.4.29	AA/负面
山东世纪阳光纸业集团有限公司	鹏元资信	AA-/稳定	2016.6.24	AA-/负面
浙江景兴纸业股份有限公司	联合信用	AA/稳定	2016.6.24	AA/负面
河南银鸽实业投资股份有限公司	鹏元资信	BBB+/稳定	2016.4.26	BBB+/负面

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

附录三 2016 年度造纸行业发行债券利差情况

发行债券种类	发行期限(年)	发行时主体和债项信用等级	发行主体	发行利差(BP)
短期融资券	1	AA/稳定/AA	华泰集团有限公司	322.36
	1	AA/稳定/AA	金红叶纸业集团有限公司	270.39
	1	AA/稳定/AA	金红叶纸业集团有限公司	153.39
	1	AA/稳定/AA	安徽山鹰纸业股份有限公司	136.39
	1	AA/稳定/AA	海南金海浆纸业有限公司	263.79
中期票据	5	AA+/稳定/AA+	金光纸业(中国)投资有限公司	292.73
	3	AAA/稳定/AAA	恒安国际集团有限公司	80.97
公司债	3	AA/稳定/AA	山东太阳纸业股份有限公司	239.75
	7	AA/稳定/AA	安徽山鹰纸业股份有限公司	252.29
	5	AAA/稳定/AAA	恒安(中国)投资有限公司	72.61
	3+2	AA/稳定/AA	宁波亚洲浆纸业有限公司	382.05

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理