

造纸行业

稳定

造纸行业 2018 年度信用展望

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，2017 年以来我国宏观经济稳中向好，造纸行业景气度有所恢复。目前我国造纸行业仍存在结构性和阶段性产能过剩情况，但是持续几年淘汰落后产能以及供给侧改革成效开始显现。受制于资源限制，我国造纸企业原材料对外依赖度较大，2016 年第四季度以来，随着纸浆、废纸等原材料价格上涨以及行业供需状况改善，我国多种纸产品量价齐增，多数造纸企业盈利情况好转。同时成本压力增大，环保政策趋严等因素导致中小型企业经营压力加大，未来造纸企业集中度还将提升。从造纸样本企业来看，收入及盈利同比均有一定增幅，与行业情况保持一致。由于造纸企业多为民营主体，其可获得的政府补贴等非经常性损益较小，盈利主要依靠主业。债务方面，由于民营企业债务融资难度相对较大，且目前样本企业资产负债率已较高，后续融资空间有限。运营效率方面，由于行业景气度好转，企业产销规模扩大，应收账款及存货也有一定增长，企业整体运营效率有所提升。

从发债企业来看，2017 年 1-11 月，行业内新增发债主体一家，债券到期退出主体两家。部分企业信用等级上调，主要是落后产能淘汰背景下，行业内龙头企业规模、品牌优势显现，2016 年第四季度以来纸价上调后，企业盈利情况改善等。从发债企业利差情况看，由于造纸企业整体资产负债率仍然偏高，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。

展望 2018 年，我国造纸行业仍将面临严格的环保政策，木浆、废纸等原材料仍存在价格上涨压力，预计随着季节因素、供需格局变化，造纸产品价格将波动上涨。同时中小企业经营压力将持续增大，从而推动落后产能继续出清，行业结构性产能过剩现象得以改善，行业集中度将继续有所提升。

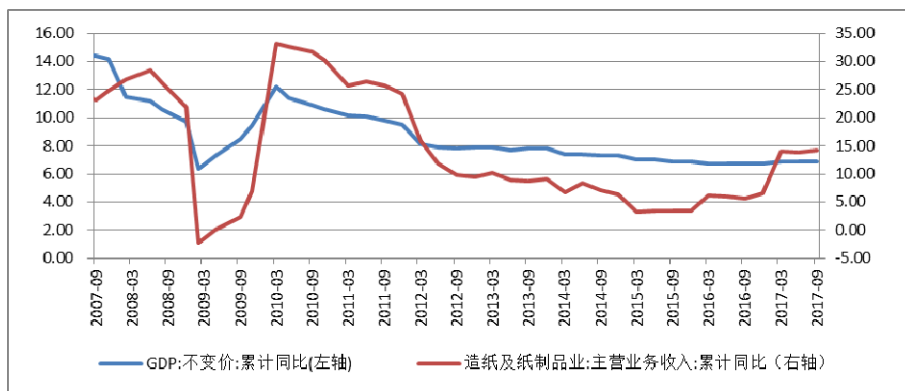
行业基本面

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。2017 年以来，我国宏观经济稳中向好，造纸行业景气度有所恢复。

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

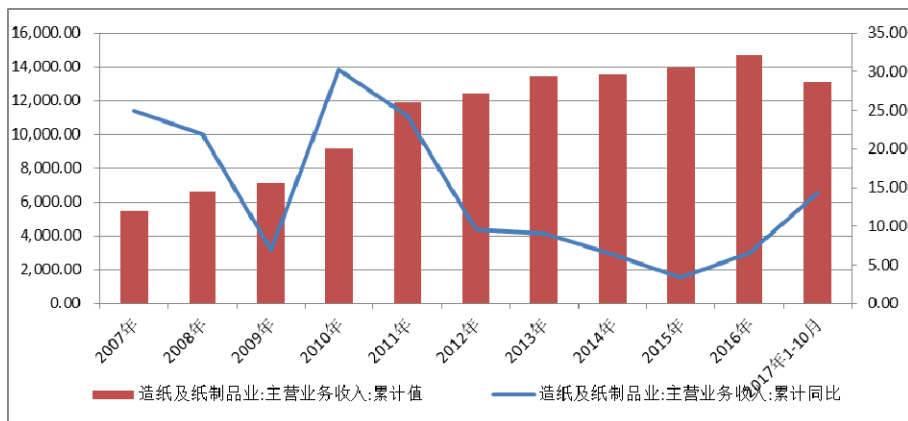
度,且由于其位于制造业产业链的中后端,行业景气度与宏观经济周期的波动较为同步。2017 年 1-10 月,我国造纸及纸制品业实现主营业务收入 13126 亿元,同比增长 14.4%。

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. 2007 年以来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

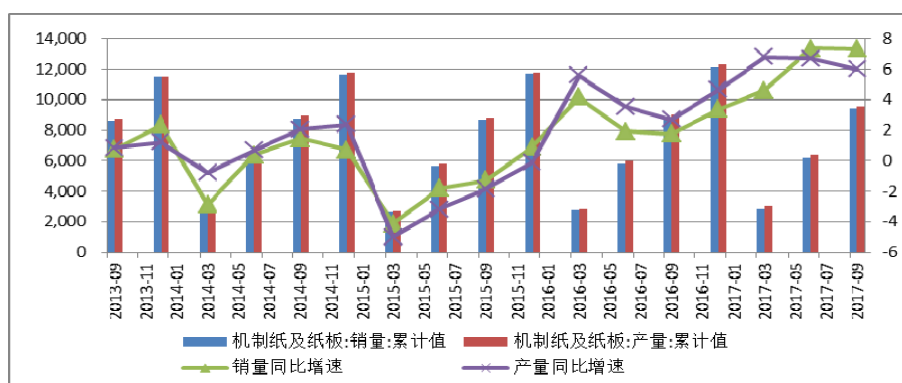
我国造纸行业政策走向仍为加紧淘汰落后产能和日益严格的环保标准,大中型企业面临较好的发展机遇,行业集中度有望持续提升。2017 年以来,由于供给侧改革成效逐渐体现、行业库存低位等原因,我国工业用纸量价齐升,行业景气度改善,预计全年造纸行业盈利情况同比将有一定提升。

2017 年我国造纸行业政策密集出台,整体上仍然延续了淘汰落后产能和环保政策趋严的政策走向,有利于中小企业产能继续出清,并为大型造纸企业发展带来空间。落后产能淘汰方面,根据《中国造纸协会关于造纸工业“十三五”发展的意见》,“十三五”期间,我国将继续淘汰现有落后造纸产能约 800 万吨。环保政策方面,2017 年 1 月,国家环境保护部印发《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》,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。4 月,环境保护部印发《国家环境保护标准“十三五”发展规划》,提出贯彻落实“水十条”要求,狠抓工业污染防治,完善造纸等行业水污染物排放标准技术内容;修订污水综合排放标准,完善工业源水污染物控制指标和要求;制修印刷包装等行业大气污染物排放标准。

此外对于造纸主要原材料之一废纸，国家多项政策提高了废纸进口标准。2017 年 7 月，国务院办公厅公布《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》，规定 2017 年年底前，禁止进口生活来源废塑料、未经分拣的废纸以及纺织废料、钎渣等品种，同时提倡发展循环经济，到 2020 年，将国内固体废物回收量由 2015 年的 2.46 亿吨提高到 3.5 亿吨。8 月环保部发布新版的《进口废物管理目录》中明确，未经分拣的废纸从限制进口调整为禁止进口，回收纸及纸板被列入了“禁入名单”。10 月环保部又发布《进口废纸环境保护管理规定（征求意见稿）》，其中规定申请进口废纸许可的加工利用企业应为以废纸为原料的生产企业，企业生产能力应不小于 30 万吨/年，并具有与加工利用能力相适应的制浆、造纸等生产加工设备。

从产销情况看，我国纸及纸板产销量维持上涨趋势。2017 年前三季度，我国机制纸及纸板产量 9559.4 万吨，同比增长 6.00%；销量 9444.2 万吨，同比增长 7.33%。

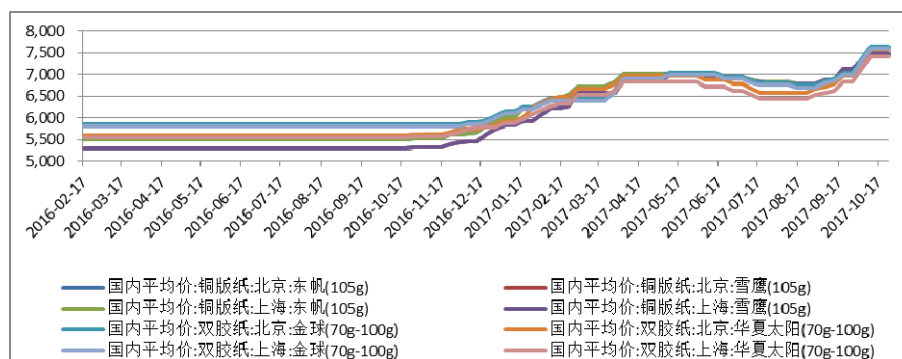
图表 3. 我国纸及纸板产销量情况（单位：万吨、%）



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

2016 年第四季度以来，我国文化纸和包装纸价格迅速上涨，多种纸品价格在 3-4 个月内迅速回升至 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。进入 2017 年，我国造纸行业延续了淘汰落后产能、提高环保标准等政策，外加国内外纸浆、废纸等主要原材料价格上涨，主要的包装纸和文化纸价格虽然有所波动，但整体持续了上年末上涨趋势。

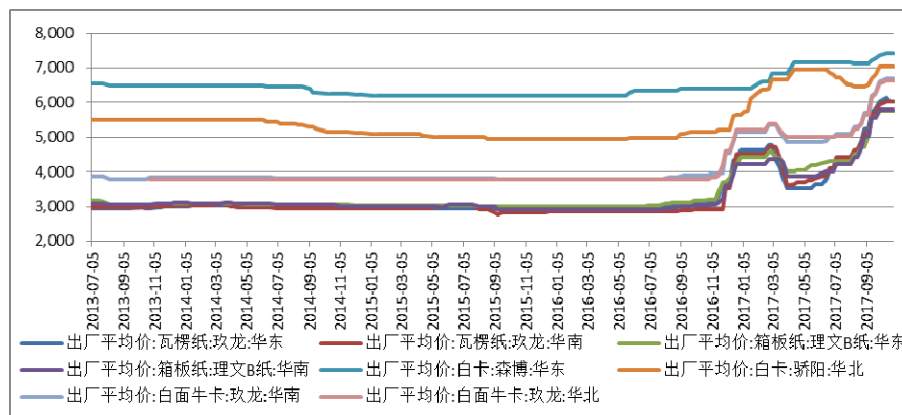
图表 4. 2016 年 2 月以来我国文化用纸价格变化趋势（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

图表 5. 我国包装用纸价格变化趋势（单位：元/吨）

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%。



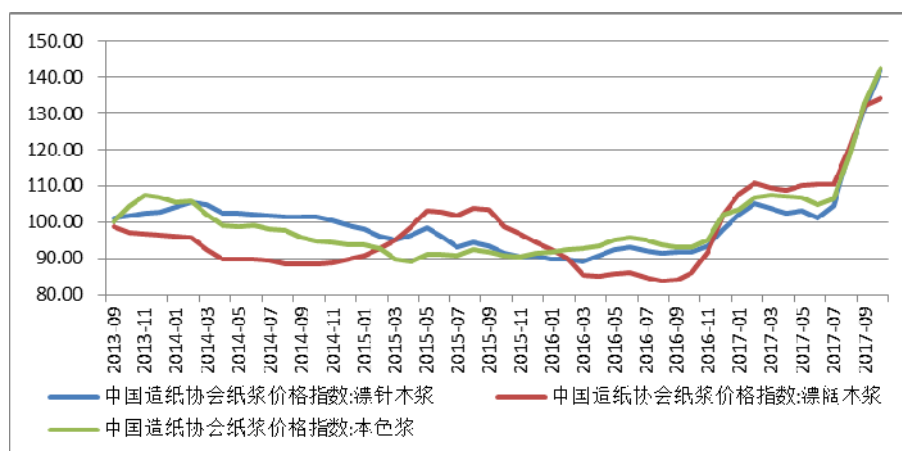
资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

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。根据造纸行业协会资料, 2016 年我国造纸行业木浆和废纸浆消耗量占纸浆消耗总量的 94%, 其中进口木浆占木浆消耗总量的 65.38%; 而进口废纸浆占废纸浆消耗总量的 36.47%。

2016 年 9 月之前, 漂针木浆、漂阔木浆及本色浆价格基本均处于较低水平, 厂商库存多处于低位; 2016 年 9 月-2017 年 2 月, 以漂阔木浆为首的木浆价格开始上涨, 厂商开始囤货, 下游市场纸价上涨又进一步推动纸浆价格上行, 多种因素作用下纸浆价格全面快速上行, CPAPI 指数上升至近年来较高水平。2017 年 3 月-7 月, 纸浆价格涨幅有所下降, 整体呈现波动; 但第四季度为造纸传统旺季, 加之南美地区阔叶浆浆厂大规模停机检修等, 8 月以来浆价重新恢复快速上涨趋势。

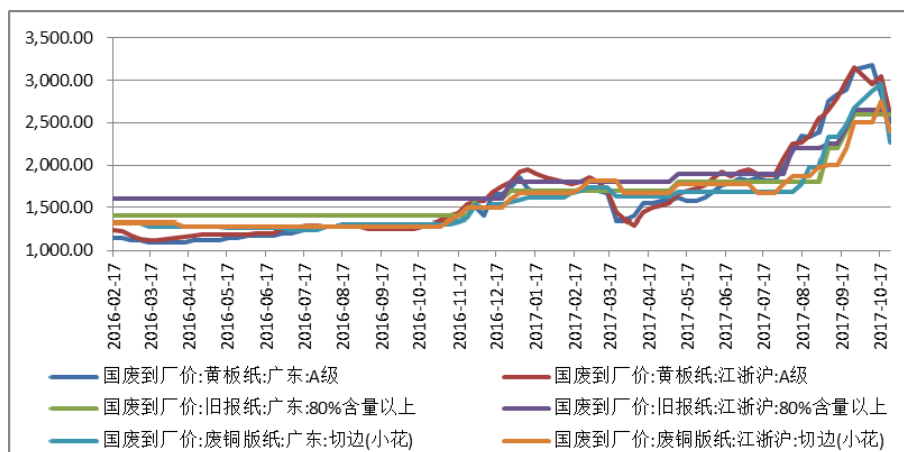
废纸方面, 由于环保督查、废纸供应偏紧等, 2016 年我国废纸库存持续下降, 另外交通新规后运费上涨、煤炭等动力原料价格上升导致废纸企业运营成本增大, 2017 年以来, 国内废纸价格整体上涨。进口废纸价格出现较大波动, 主要是国内废纸涨价导致部分造纸企业需求转向国外, 同时 2017 年以来我国陆续出台多项政策, 不断提高废纸进口标准导致进口废纸供应有所收紧。尽管 10 月份国废价格出现快速向下调整现象, 但考虑到 2018 年我国进口废纸政策明确, 加之国内环保成本增加, 预计废纸价格存在上调动力。

图表 6. 2012 年以来我国纸浆价格指数变化情况



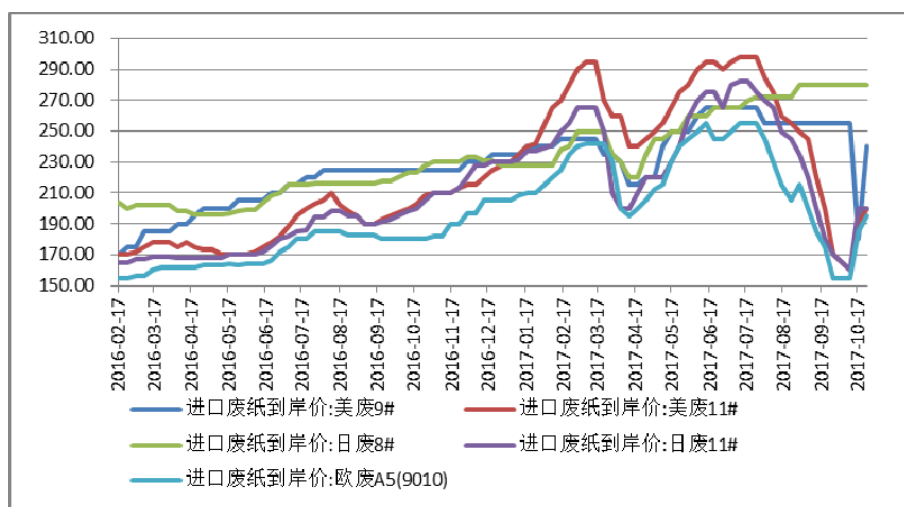
资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

图表 7. 2016 年 2 月以来国内废纸价 (不含税) 波动情况 (元/吨)



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

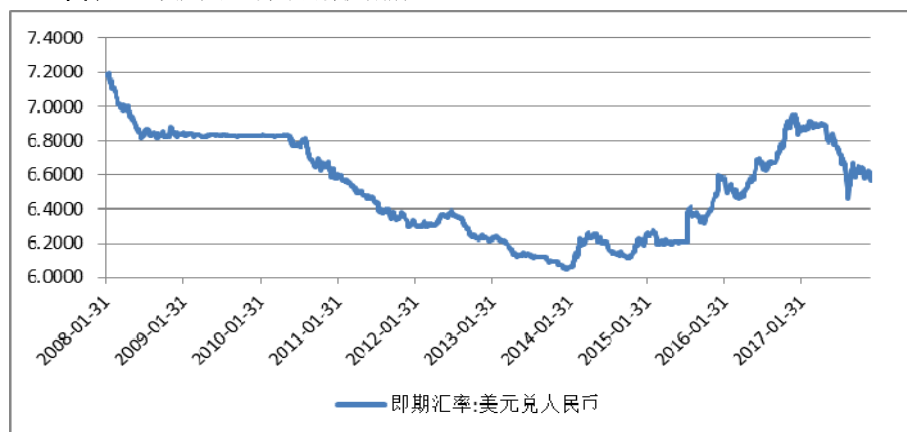
图表 8. 2016 年 2 月以来进口废纸价格走势（美元/吨）



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 9. 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

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，行业竞争激烈。我国造纸行业相对分散、企业规模整体偏小，2016 年全国纸及纸板生产企业约 2800 家，其中年产超百万吨造纸企业仅有 19 家（较上年增加两家）。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。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，大型企业资本实力强，技术装备先进，迎来较好的发展空间。根据中国造纸协会数据，2012-2016 年我国造纸行业 CR30 分别为 45.8%、51.3%、52.4%、52.9% 和 56.5%，行业集中度呈现上升趋势。

行业样本数据分析

本报告选取造纸行业公开市场发债企业和上市公司为样本。对于母子公司均为发债或上市公司的，选取非造纸业务较少的主体，业务差异不大的情况下，剔除子公司；另外剔除未公布三季度报表的企业；剔除不公布三季度报表的香港联交所上市公司²。按照以上标准，最终样本数据包含了 22 家发债或上市造纸企业。具体见附录一。

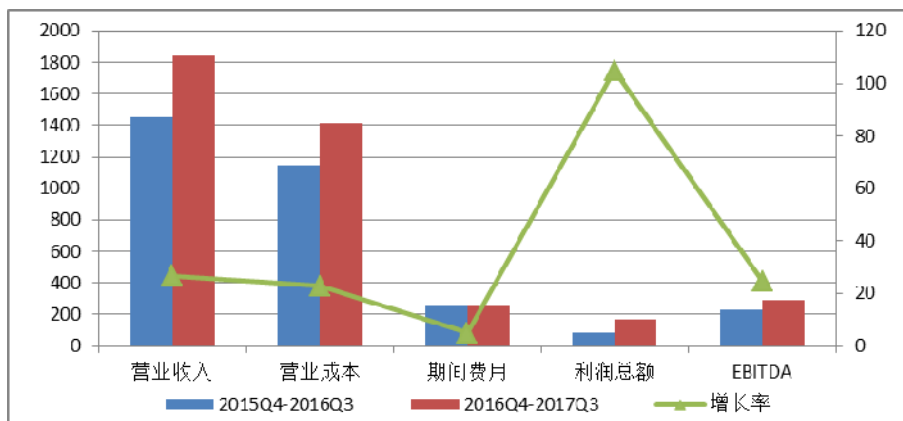
2016Q4-2017Q3，造纸样本企业收入及盈利同比均有一定增幅，与行业情况保持一致。由于造纸企业多为民营主体，其非经常性损益较小，盈利主要依靠主业；此外民营企业融资难度较大，目前负债率已较高，后续融资空间有限。在产能过剩背景下，企业新建产能等资本性支出规模较小，同时分红支出也较小。经营效率方面，随着行业景气度好转，企业产销规模扩大，应收账款及存货绝对值也有一定增长，整体运营效率有所提升。

2016Q4-2017Q3，造纸样本企业合计取得营业收入 1840.24 亿元，同比增长 26.71%，主要是随着供给侧改革、落后产能淘汰、原材料涨价等原因，造纸行业多数产品自 2016 年第四季度以来呈现量价齐增的现象，样本企业营收增长与行业特征相吻合；营业成本同比增长 22.81%，主要是主要原材料纸浆、废纸等价格上涨引起。综合作用下样本企业综合毛利率为 23.24%，同比提高 2.43 个百分点，说明纸浆等原材料价格涨幅低于最终产品价格涨幅。同期，样本企业期间费用同比仅增长 5.05%，这与行业整体景气度低迷时期，大企业加强内部管理、严格控费有关；投资损益方面，造纸企业由于原材料主要依赖进口，部分企业会进行外汇套期保值操作，但规模一般不大，2016Q4-2017Q3，样本企业投资损失为 10.94 亿元³；营业外收支方面，由于造纸企业以民营主体居多，大多无大额补贴等，因此营业外收支规模也较小，2016Q4-2017Q3，样本企业营业外净收入 15.51 亿元；利润总额同比增长 104.99%，EBITDA 同比增长 24.58%。从增幅来看，利润总额增长率较高，主要是其基数绝对值较小，同时营业成本、期间费用等增幅小于收入增幅所致。

图表 10. 样本企业收入及盈利变化情况（亿元、%）

² 玖龙纸业、理文造纸均为我国包装纸龙头企业，由于其为香港联交所上市公司均未公布季报且财务报表执行香港会计准则，因此此次样本中未包含。

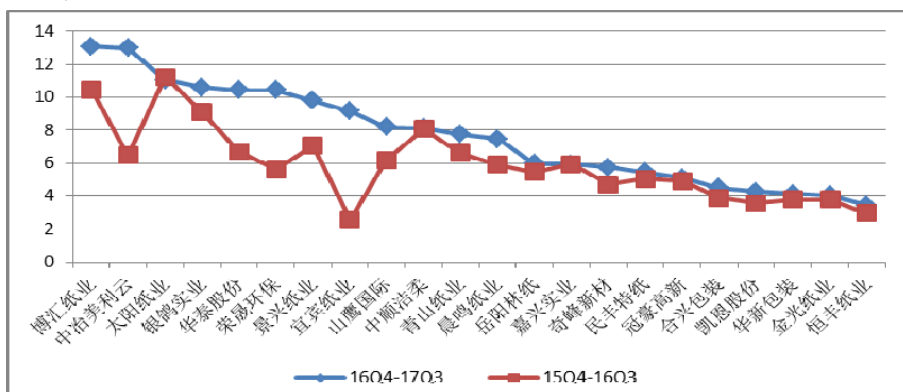
³ 2016Q4-2017Q3，金光纸业、景兴纸业和嘉兴实业投资损失分别为 5.05 亿元、4.32 亿元和 1.32 亿元，其余样本企业投资收益/损失均较小。



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

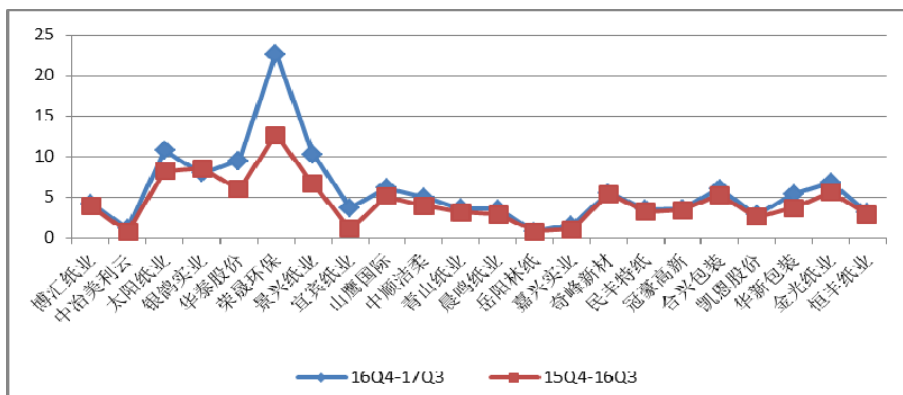
2017 年 9 月末，造纸样本企业存货余额为 315.20 亿元，较上年同期末增长 4.16%⁴；应收账款余额为 321.08 亿元，较上年同期末增长 13.77%⁵，主要是随着造纸企业产销量扩大，企业备货及应收款增长所致，且应收账款及存货增幅分别小于 2016Q4-2017Q3 企业营业收入和营业成本增幅，说明企业库存出清情况及货款回收情况均较好。从周转情况看，样本企业应收账款周转次数整体上升，且应收账款原周转速度较快的，2016Q4-2017Q3 其周转速度提升较快，原周转速度较慢的，此次基本不变或小幅提升。存货周转方面，除个别企业周转次数提升外，大部分样本企业存货周转速度变化不大。

图表 11. 样本企业应收账款周转次数（次）



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

图表 12. 样本企业存货周转次数（次）



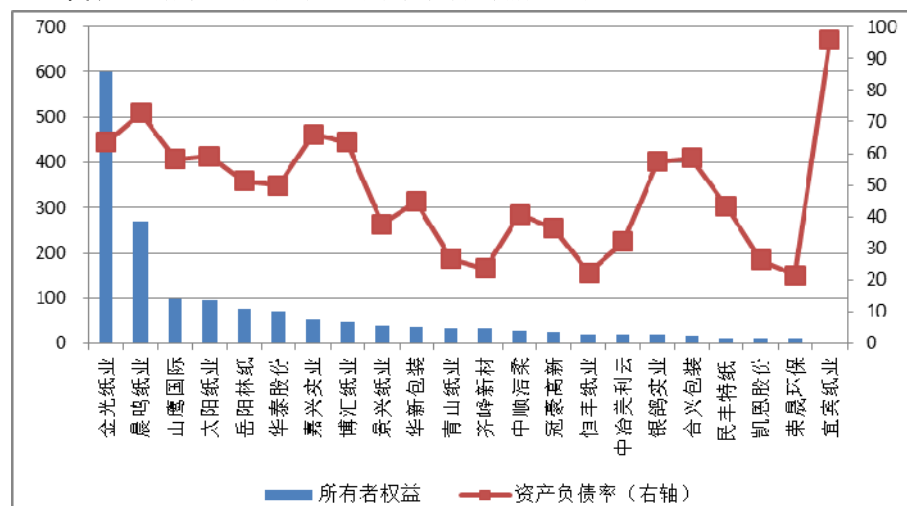
资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

⁴ 其中荣晟环保未公布 2016 年三季度数据，此处计算时以 2016 年末数据替代当年 9 月末数据。

⁵ 处理方法同上。

造纸企业所有者权益普遍偏小，2017 年 9 月末，样本企业中除金光纸业和晨鸣纸业所有者权益分别为 600.23 亿元和 269.95 亿元，其他企业所有者权益均在 100 亿元以下，其中所有者权益位于 50-100 亿元的 5 家，50 亿元以下的 15 家。从资产负债率看，样本企业负债率在 70% 以上的企业 2 家，位于 50-70% 的企业 8 家，40-50% 的 4 家，40% 以下的 8 家。整体看造纸企业负债率偏高，同时负债率在 40% 以下的企业所有者权益普遍较小，除华泰纸业所有者权益 71.49 亿元外，其余 7 家企业所有者权益均小于 40 亿元。考虑到过高的债务会导致企业财务风险增大，企业一般也会将债务率控制在一定水平，因此造纸行业除存量债务外，持续增大债务融资的空间有限。

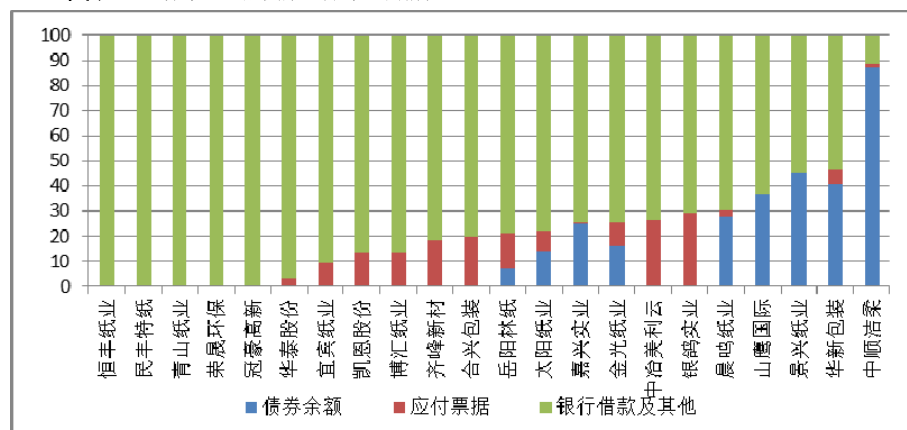
图表 13. 样本企业所有者权益及资产负债率分布情况（亿元、%）



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

2017 年 9 月末，样本企业综合负债率为 61.60%，较年初小幅下降 0.44 个百分点；负债总额为 2606.69 亿元，较年初增长 7.29%。从负债期限结构看，样本企业流动负债占总负债的比重由年初 70.62% 上升至 72.82%。企业债务以流动负债为主，主要是行业去产能背景下，企业资金需求以补充营运资金等短期资金为主，新建产能等长期资金需求相对减少。此外造纸企业中，民营主体较多，除机器设备等抵押借款之外，企业获得长期融资的难度相对较大。从外部融资渠道看，样本企业主要采取银行借款和发行债券融资，除中顺洁柔⁶外，多数企业仍主要依靠银行借款融资。

图表 14. 样本企业融资渠道分布比例情况（%）

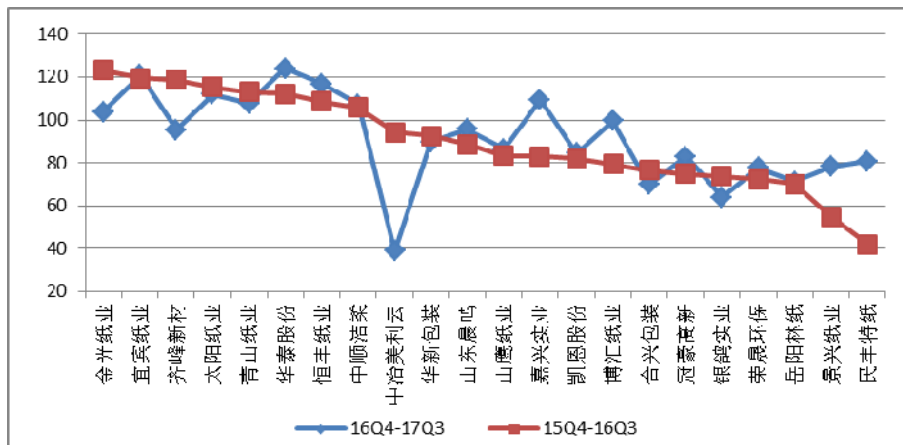


资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

⁶ 2017 年 9 月末，中顺洁柔资产负债率为 40.81%，其中刚性债务中公司债券余额 8.30 亿元，银行借款 0.84 亿元，其他刚性债务规模很小。

从现金回笼情况看，样本企业整体营业收入现金率情况略有好转。2016Q4-2017Q3，22 家样本企业中，营业收入现金率大于 100% 的 8 家，介于 80-100% 的 8 家，80% 以下的 6 家。相比上一期（2015Q4-2016Q3），以上区间样本数量分别为 8 家、6 家、8 家，尽管本期企业营业收入现金率变化情况不一，但整体来讲 80% 以下企业数量减少两家。

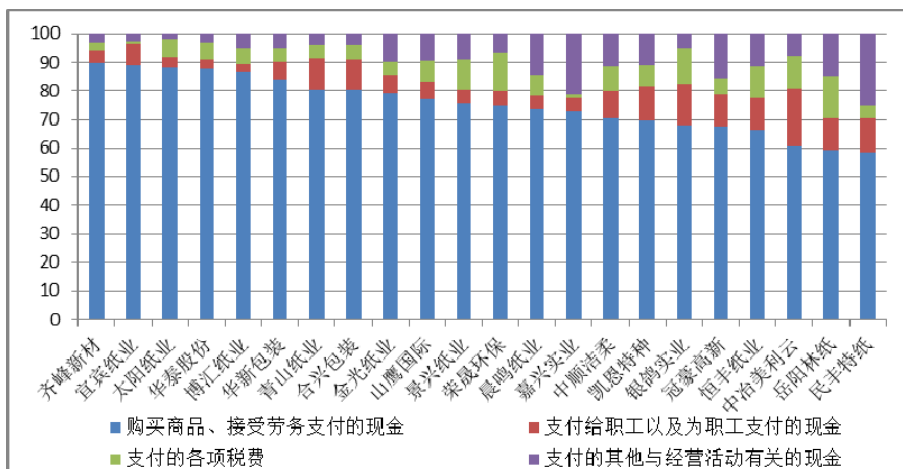
图表 15. 样本企业现金回笼分布情况 (%)



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

样本企业经营性现金支出主要是购买商品、接受劳务产生，2016Q4-2017Q3，公司购买商品、接受劳务支付的现金占经营性现金流出的比例区间为 58.46-89.87%，其中占比超过 70% 的企业 15 家。此外支付给职工的现金以及各项税费在企业经营性现金支出中占比也较大。

图表 16. 样本企业现金支出分布情况 (%)



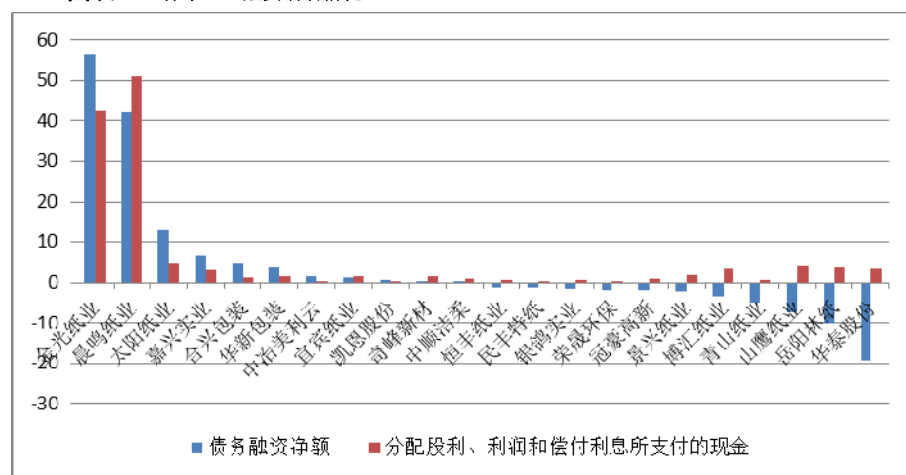
资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

资本性支出方面，由于近几年行业处于产能出清阶段，新建产能较少，样本企业构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金规模不大，2016Q4-2017Q3 样本企业该项支出合计 105.14 亿元，较上期略减少 0.16%。

2016Q4-2017Q3，样本企业融资规模与分红及偿付利息规模具有一定一致性，大部分发债企业债务融资净额、分红及偿付利息规模均较小，样本中 11 家企业融资净额为负。金光纸业、晨鸣纸业和太阳纸业等融资规模较大的企业，分红及偿付利息支出也较

大。其他山鹰纸业、岳阳林纸、华泰股份净融资为负，但分红及偿付利息较大的，分红及利息偿付项也主要由利息偿付构成，分红情况一般⁷。

图表 17. 样本企业融资活动情况 (%)



资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

发债企业信用等级分布及级别迁移分析⁸

主体信用等级分布与迁移

图表 18. 造纸行业主体信用等级分布⁹

发行主体最新 信用等级	2017 年 1-11 月		截至 2017 年 11 月末	
	发行主体数量 (家)	占比 (%)	存续主体数量 (家)	占比 (%)
AAA	-	-	3	14.29
AA+	3	42.86	3	14.29
AA	4	57.14	12	57.14
AA-	-	-	1	4.76
A-	-	-	1	4.76
BBB+	-	-	1	4.76
合计	7	100	21	100.00

数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

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 2017 年 11 月末, 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 21 家¹⁰, 其中 AAA 级主体 3 家, AA+级主体 3 家, AA 级主体 12 家¹¹, AA-级主体 1 家, A-级主体 1 家, BBB+级主体 1 家。其中 2017 年 1-11 月, 造纸行业公开发行债券主体共计 7 家, 其中 AA+级主体 3 家, AA 级主体 4 家。

⁷ 2016 年山鹰纸业、华泰股份和岳阳林纸分配股利、利润和偿付利息支付的现金分别为 4.21 亿元、3.92 亿元和 3.30 亿元, 派发现金红利分别为 1.14 亿元、0.55 亿元和 0 元。

⁸ 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, 即不考虑中债信评的评级结果。此外, 统计主体等级分布时剔除了重复主体, 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。本部分发债企业样本除行业样本企业中的发债企业外, 同时包含了子公司发债的情形。

⁹ 包含超短期融资券发行主体。

¹⁰ 与年初相比减少一家, 其中“07 湘泰格债”和“14 津玖龙 MTN001”到期兑付, “17 金东纸业 CP001”发行成功, 分别减少两家和新增一家公开发债企业。

¹¹ 寿光晨鸣控股有限公司由中诚信国际和中诚信证评两家公司评级, 分别给予 AA 和 AA+主体级别, 由于中诚信证评所做评级针对发行人的私募债券, 因此本报告按照中诚信国际的评级结果统计。

图表 19. 造纸行业主体信用等级迁移情况

2017 年 11 月末 2016 年末		2017 年 11 月末					
		AAA	AA+	AA	AA-	A-	BBB+
AAA		2	-	-	-	-	-
AA+		1	1	-	-	-	-
AA		-	1	12	-	-	-
AA-		-	-	1	1	-	-
A-		-	-	-	-	1	-
BBB+		-	-	-	-	-	1

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

2017 年 1-11 月，造纸行业发生级别迁移的企业 3 家，均为上调。

根据大公国际 2017 年 6 月 27 日公告，决定将金光纸业主体等级/评级展望由“AA+/稳定”调整至“AAA/稳定”，主要基于以下几点考虑：国家环保政策的趋紧及淘汰落后产能有利于加速造纸业的优胜劣汰和资源整合，大型造纸企业的规模优势将会更加突出；金光纸业是国内最大的综合性造纸企业，纸品种类多样，具有显著的规模、技术和品牌优势，综合竞争力和抗风险能力强；金光纸业林、浆、纸一体化程度较高，自营林面积和制浆产能均位居国内前列，木浆自给能力仍较强；随着经营规模的扩大和市场价格的回升，金光纸业盈利能力提高，经营性净现金流持续增长，对债务和利息保障程度提高。

根据新世纪评级 2017 年 6 月 13 日公告，决定将太阳纸业主体等级/评级展望由“AA/稳定”调整至“AA+/稳定”，主要基于以下几点考虑：太阳纸业浆纸产能进一步增大，产品种类有所丰富，公司保持较好的规模优势；太阳纸业通过持续的工艺技术创新保证产品较高的质量，同时公司研发科技含量高、市场需求量大的新产品，保持较好的品牌认可度；随着太阳纸业产能释放及产品价格提升，公司收入及利润规模快速增长，盈利能力有所提升，同时公司经营性现金流同比大幅增长，能够为即期债务偿付提供一定保障；太阳纸业所有者权益进一步增长，负债率有所降低，同时现金流同比大幅提升，公司对债务的依赖程度有所下降；太阳纸业与各商业银行保持良好关系，银行授信较为充足，且作为上市公司，通过资本市场补充资金能力较强，融资渠道较为畅通。

根据联合信用 2017 年 5 月 26 日公告，决定将岳阳林纸主体等级/评级展望由“AA-/稳定”调整至“AA/稳定”，主要基于以下几点考虑：跟踪期内，公司新增园林业务，将依托自身林纸资源、规模及平台优势，推动园林和造纸双主业发展，提升未来抗风险能力和盈利能力；2017 年公司完成非公开发行股票，进一步提升公司的资本实力和整体抗风险能力。

总体看，在我国环保要求提高以及落后产能淘汰背景下，行业内龙头企业规模、品牌优势显现；2016 年第四季度以来，纸产品价格上涨等因素导致部分发债企业财务情况有所好转。以上因素共同作用下，造纸行业整体信用质量有所提升。

发债企业主要债券品种利差分析¹²

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。2017 年度 1-11 月，造纸行业企业合计发行 7 支一般短期融资券、4 支中期票据、3 支公司债，具体情况如下：

1. 短期融资券¹³

¹² 本部分所统计债券种类均为公开发行的债券。

2017 年 1-11 月，造纸行业发行一般短期融资券 7 支，发行主体分别为晨鸣纸业（2 支）、金东纸业、山鹰纸业（2 支）、金红叶（2 支）。其中晨鸣纸业和金东纸业主体信用等级为 AA+ 级，山鹰纸业和金红叶主体信用等级为 AA 级。发行主体中，金东纸业利差表现较差为 354.94BP；金红叶两期短券发行利差差异较大，分别为 254.21BP 和 323.87BP；山鹰纸业两期短券发行利差为分别 236.58BP 和 281.99BP；晨鸣纸业两支短期融资券利差相对较为接近，分别为 211.01BP 和 217.83BP。

图表 20. 造纸行业短期融资券发行利差情况（单位：BP）

发行时主体信用等级	样本数	发行利差	
		区间	均值
AA+	3	211.01-354.94	261.26
AA	4	236.58-323.87	274.16

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

2. 中期票据¹⁴

2017 年 1-11 月，造纸行业发行中期票据 4 支，发行主体分别为晨鸣纸业和金红叶纸业。其中晨鸣纸业主体级别 AA+，两支中期票据的发行利差差异较大，分别为 334.40BP 和 272.71BP；金红叶纸业两支中期票据的发行利差分别为 345.70BP 和 340.60BP。

图表 21. 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
2 年	AA	2	340.60-345.70	343.15
3+N 年	AA+	2	272.71-334.40	302.25

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

3. 公司债券

2017 年 1-11 月，造纸行业发行一般公司债券 3 支，发行主体分别为金红叶和晨鸣纸业。其中晨鸣纸业主体信用等级为 AA+，债券发行利差为 289.89BP；金红叶主体信用等级为 AA，两期公司债发行利差分别为 321.10BP 和 422.87BP，利差差异较大。

图表 22. 造纸行业公司债发行利差情况（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
2 年	AA	2	321.10-422.87	371.99
5 年	AA+	1	289.89-289.89	289.89

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

2018 年行业信用展望

造纸行业属于高污染行业，随着国家环保政策趋严，企业环保成本不断上升；由于原材料成本占比较高，木浆、废纸等原材料价格上涨增大了企业成本控制压力。在经营压力持续增大的情况下，行业落后产能将持续出清，大中型企业发展机遇较好。

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、废纸的价格波动直接影响企业经营成本。2017 年以来，纸浆及废纸价格均有不同程度的上涨。2018 年，全球木浆新增供应量有限，预计木浆价格会随淡旺季有所波动，但不存在较大

¹³ 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。

¹⁴ 不包含中小企业集合票据。

下行空间。废纸方面，从已发布的废纸进口政策看，未来我国维持或持续提高废纸进口标准的可能性较大，废纸成本或将持续上涨。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。目前纸浆价格和人民币汇率均处于波动阶段，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，将直接影响其经营业绩。

成品纸价格波动加大。2017 年以来，包装纸和部分文化用纸相继提价，且提价幅度和频率为近年来较高水平，主要是我国持续多年坚持淘汰造纸行业落后产能、行业上游木浆和废纸价格提升、运费新规下企业面临的运输成本上升等多方面因素有关。考虑到未来中短期内政策基本面不变、原材料存在涨价压力，预计造纸产品随淡旺季、供需结构将持续调整，纸价还存在上行空间。

环保政策趋严。2017 年以来，我国密集推行多项环境保护政策对造纸等污染企业进行治理，年初造纸企业排污许可证管理的规定以及后续严格执行、年中提出对污水处理、大气污染物排放标准等的修订，以及对进口废纸加以限制等标明我国环境保护力度不断加大。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。随着环保高压、原材料成本上涨等，未来小企业经营压力将持续增大，行业产能结构将得以不断优化。

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。

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的企业加速出清，行业产能结构有所改善，集中度有所提升，但结构性失衡现象仍然存在。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。

附录一

造纸行业样本企业信用等级分布及主要财务数据与指标

(2016/Q4~2017/Q3, 合并口径, 亿元, %)

发行人名称	最新主体评级	评级机构	期末总资产	期末所有者权益	期末资产负债率	期末现金类资产	期末刚性债务	期末流动比率	年度营业收入	年度净利润	年度 EBITDA	年度经营性现金流量净额
金光纸业(中国)投资有限公司	AAA/稳定	大公国际	1,648.73	600.23	63.59%	349.07	823.54	1.22	536.69	27.66	110.83	21.89
山东晨鸣纸业集团股份有限公司	AA+/稳定	大公国际	987.89	269.95	72.67%	194.35	578.40	0.91	282.64	32.09	56.52	36.60
山东太阳纸业股份有限公司	AA+/稳定	新世纪评级	235.36	96.26	59.10%	47.11	104.73	0.82	179.61	19.63	28.63	23.46
浙江景兴纸业股份有限公司	AA/稳定	联合信用	62.90	39.21	37.67%	16.88	16.49	1.91	50.68	6.71	6.68	2.32
中顺洁柔纸业股份有限公司	AA/稳定	鹏元	49.33	29.20	40.81%	7.21	9.50	1.99	44.21	3.26	5.56	7.32
山鹰国际控股股份公司	AA/稳定	新世纪评级	234.28	98.00	58.17%	37.74	111.11	0.87	160.52	15.85	16.96	7.66
厦门合兴包装印刷股份有限公司	AA/稳定	中诚信国际	44.14	18.26	58.64%	3.99	16.28	1.14	53.42	1.73	3.03	-2.83
嘉兴市实业资产投资集团有限公司	AA/稳定	大公国际	151.52	51.54	65.98%	13.45	55.58	1.05	39.90	0.83	3.97	-7.37
佛山华新包装股份有限公司	AA/稳定	联合资信	65.18	35.96	44.83%	12.71	24.57	1.32	37.23	0.93	4.15	5.19
岳阳林纸股份有限公司	AA/稳定	联合信用	158.20	77.09	51.27%	10.41	59.39	1.39	54.02	2.09	6.41	12.38
河南银鸽实业投资股份有限公司	BBB+/稳定	鹏元	45.55	19.43	57.35%	8.44	19.88	0.88	26.45	-3.34	-0.74	3.81
广东冠豪高新技术股份有限公司	--	--	39.67	25.29	36.25%	3.66	2.80	0.89	18.61	0.80	2.80	1.41
山东博汇纸业股份有限公司	--	--	129.67	47.18	63.61%	35.09	11.28	0.83	88.39	7.25	11.28	12.04
牡丹江恒丰纸业股份有限公司	--	--	26.70	20.73	22.36%	6.74	4.13	2.45	14.41	1.03	2.93	3.76
山东华泰纸业股份有限公司	--	--	142.65	71.49	49.88%	26.21	45.86	1.05	132.19	5.52	17.03	30.84
浙江凯恩特种材料股份有限公司	--	--	17.48	12.87	26.36%	2.90	3.02	2.32	10.11	0.63	1.18	0.69
中冶美利云产业投资股份有限公司	--	--	29.43	19.99	32.08%	2.39	2.26	2.52	8.00	0.74	0.77	0.05
民丰特种纸股份有限公司	--	--	22.81	12.93	43.33%	3.65	6.51	1.22	15.68	0.18	1.90	1.44

造纸行业样本企业信用等级分布及主要财务数据与指标

(2016/Q4~2017/Q3, 合并口径, 亿元, %)

发行人名称	最新主体评级	评级机构	期末总资产	期末所有者权益	期末资产负债率	期末现金类资产	期末刚性债务	期末流动比率	年度营业收入	年度净利润	年度 EBITDA	年度经营性现金流量净额
齐峰新材料股份有限公司	--	--	44.33	33.85	23.63%	12.41	6.00	2.77	33.45	1.77	2.81	-1.69
福建省青山纸业股份有限公司	--	--	47.58	34.82	26.82%	12.87	8.06	2.87	25.31	1.33	2.67	-0.37
浙江荣晟环保纸业股份有限公司	--	--	12.08	9.47	21.56%	3.65	0.01	2.83	18.78	3.27	1.89	0.24
宜宾纸业股份有限公司	--	--	36.50	1.54	95.78%	1.65	22.30	0.26	9.95	1.50	1.16	-0.14

注：①期末主要财务数据为 2017 年 9 月末数据；年度主要财务数据为 2016 年 9 月末至 2017 年 9 月末数据。

②刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+应付短期债券+长期借款+应付债券+应付利息+其他具期债务。

③现金类资产=货币资金+衍生金融资产+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据。

附录二

造纸行业样本企业信用质量

(略)