

山东太阳纸业股份有限公司
公开发行 2016 年公司债券（第一期）
信用评级报告

主体信用等级： AA 级

债项信用等级： AA 级

评级时间： 2015 年 12 月 28 日



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.

业务声明

本评级机构对山东太阳纸业股份有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）的信用评级作如下声明：

本期债券信用评级的评级结论是本评级机构以及评级分析员在履行尽职调查基础上，按照业务主管部门发布的信用评级相关规范要求以及本评级机构债务人信用评级标准和程序做出的独立判断。

本评级机构及本期债务人信用评级分析员与债务人之间不存在除本次信用评级事项委托关系以外的任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系，并在信用评级过程中恪守诚信原则，保证出具的评级报告客观、公正、准确、及时。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据债务人所提供的资料，债务人对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

鉴于信用评级的及时性，本评级机构将对债务人进行跟踪评级。在信用等级有效期内，债务人在财务状况、外部经营环境等发生重大变化时应及时向本评级机构提供相关资料，本评级机构将按照相关评级业务规范，进行后续跟踪评级，并保留变更及公告信用等级的权利。

本期债务人信用评级结论不是引导投资者买卖或者持有债务人发行的各类金融产品，以及债权人向债务人授信、放贷或赊销的建议，也不是对与债务人相关金融产品或债务定价作出的相应评论。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

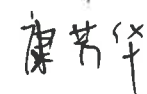
2015 年 12 月 28 日

分析师

钱进
Tel: (021) 63501349-933
E-mail: qj@shxsj.com



康芳华
Tel: (021) 63501349-936
E-mail: kfh@shxsj.com



上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
Tel: (021)63501349 63504376
Fax: (021)63500872
E-mail: mail@shxsj.com
http://www.shxsj.com

山东太阳纸业股份有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）信用评级报告 概要

编号：【新世纪债评(2015)011120】

山东太阳纸业股份有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）

主体信用等级：AA

债项信用等级：AA

评级展望：稳定

主要财务数据及指标

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 前三季度
金额单位：人民币亿元				
发行人母公司数据：				
货币资金	2.86	8.28	3.70	8.53
刚性债务	54.32	54.57	51.50	66.37
所有者权益	37.60	50.74	52.35	63.11
经营性现金净流入量	12.22	3.42	18.35	1.36
发行人合并数据及指标：				
总资产	151.73	158.90	162.93	192.39
总负债	107.17	103.68	104.68	121.54
刚性债务	92.21	86.60	86.39	99.93
其中：应付债券	10.00	13.00	8.00	13.00
所有者权益	44.56	55.22	58.25	70.85
营业收入	104.09	108.95	104.58	79.30
净利润	2.19	3.18	5.47	4.61
经营性现金净流入量	13.87	14.36	26.08	7.63
EBITDA	16.18	17.32	19.76	—
资产负债率[%]	70.63	65.25	64.25	63.17
权益资本与刚性债务 比率[%]	48.32	63.77	67.43	70.90
流动比率[%]	58.31	74.49	62.28	78.26
现金比率[%]	29.31	39.74	32.30	40.38
利息保障倍数[倍]	1.34	1.83	2.21	—
净资产收益率[%]	4.88	6.37	9.64	—
经营性现金净流入量 与负债总额比率[%]	12.98	13.62	25.03	—
非筹资性现金净流入 量与负债总额比率[%]	2.81	5.21	6.09	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.37	3.18	3.57	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.17	0.19	0.23	—

注：根据太阳纸业经审计的 2012-2014 年及未经审计的 2015 年前三季度财务数据整理、计算。

评级观点

优势：

- 太阳纸业产能、产量及收入等主要指标均位于国内造纸行业前列，具有较强的规模经营优势。
- 太阳纸业造纸设备先进，研发能力较强，在关键技术领域拥有多项发明专利。同时，公司环保治理效果良好。
- 太阳纸业积极实施产业转型升级，从工业用纸向生活用纸、溶解浆等领域拓展，以期减少行业周期波动对公司经营带来的负面冲击。
- 太阳纸业积极实施品牌战略，坚持差异化竞争理念，同时凭借较好的品牌认可度，公司积累了众多优质、稳定客户。
- 太阳纸业费用控制较为得当，期间费用率处于行业已发债企业的中低水平。同时，受益于营业毛利的提升，公司资产获利能力较好。

风险：

- 近年来国内纸制品消费增速回落，造纸行业出现产能过剩，行业整体盈利能力偏弱。同时，造纸行业还受到电子书籍、新媒体等的冲击。
- 太阳纸业产品定位高端，木浆占生产成本比重较高。木浆主要依赖进口，且市场价格波动较大，公司经营易受浆价波动影响。
- 持续的资本性支出，导致太阳纸业刚性债务负担较重，且以短期刚性债务为主，债务期限结构不尽合理。
- 太阳纸业的在建及拟建项目后续投资额仍较大，项目进展受公司资金状况及项目所在地政策变化影响而存在不确定性。
- 国家提高了造纸行业环保标准，太阳纸业在环保方面将面临更严格的监管。同时，随着公司不断拓展境外市场，国际贸易保护对公司的影响或将逐步凸显。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

本报告表述了新世纪公司对太阳纸业及其发行的本期债券的评级观点，并非引导投资者买卖或持有太阳纸业发行的金融产品及债权人向太阳纸业授信、放贷、赊销的一种建议。报告中引用的资料主要由太阳纸业提供，所引用资料的真实性由太阳纸业负责。

山东太阳纸业股份有限公司

公开发行 2016 年公司债券（第一期）

信用评级报告

释义

太阳纸业，该公司，或公司：山东太阳纸业股份有限公司

新世纪公司，或本评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

本期债券：山东太阳纸业股份有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）

一、概况

（一）发行人概况

该公司前身为成立于 1976 年的兖州县城关公社纤维板厂。2000 年 3 月 28 日，经山东省体改委“鲁体改函字（2000）第 13 号文”批准，由兖州市金太阳商贸有限公司（2007 年更名为兖州市金太阳投资有限公司，简称“金太阳投资”）作为主发起人，联合兖州市新兖镇集体资产经营管理有限公司（现已更名为兖州市东方投资有限公司）、兖州市旭东浆纸销售有限公司、兖州市天阳再生资源回收有限公司和兖州市阳光纸制品有限公司等四家发起人，以发起方式将公司整体改制为股份有限公司，并更名为现名。改制后公司总股本为 2.01 亿股，实收资本为人民币 2.01 亿元，金太阳投资等五家发起人持股比例分别为 92.70%、3.80%、2.30%、0.60%和 0.60%。

2006 年 11 月，经中国证券监督管理委员会“证监发行字【2006】96 号文”《关于核准山东太阳纸业股份有限公司首次公开发行股票的通知》核准，该公司以募集方式向社会公开发行 A 股股票 0.75 亿股，并于 2006 年 11 月 16 日在深圳证券交易所中小企业板上市交易（证券代码“002078”）。发行后公司总股本增至 2.76 亿股，实收资本增至人民

币 2.76 亿元，控股股东金太阳投资¹持股比例为 67.51%。后经多次增资扩股，截至 2015 年 9 月末，公司股本增至 25.37 亿股，实收资本增至 25.37 亿元，太阳控股集团持股比例为 55.88%²。

截至 2014 年末，该公司经审计的合并口径资产总额为 162.93 亿元，所有者权益 58.25 亿元（其中归属于母公司所有者权益 54.21 亿元）；2014 年公司实现营业收入 104.58 亿元，实现净利润 5.47 亿元（其中归属母公司所有者净利润 4.69 亿元）；经营活动产生的现金流量净额为 26.08 亿元。截至 2015 年 9 月末，公司未经审计的合并口径资产总额为 192.39 亿元，所有者权益 70.85 亿元（其中归属于母公司所有者权益 67.18 亿元）；2015 年前三季度公司实现营业收入 79.30 亿元，实现净利润 4.61 亿元（其中归属母公司所有者净利润 4.16 亿元）；经营活动产生的现金流量净额为 7.63 亿元。

（二）本期债券概况

2015 年 12 月 9 日，该公司第五届董事会第二十八次会议和第五届监事会第十九次会议审议通过了《山东太阳纸业股份有限公司关于发行公司债券的议案》。2015 年 12 月 25 日，此议案经公司 2015 年第四次临时股东大会审议通过。本次债券发行规模不超过人民币 20.00 亿元（含 20.00 亿元），分期发行，首期发行规模为 10 亿元，期限不超过 5 年（含 5 年），募集资金扣除相关发行费用后拟用于调整公司债务结构。

图表 1. 本期拟发行的债券概况

债券名称:	山东太阳纸业股份有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）
发行规模:	10.00 亿元
债券期限:	不超过 5 年（含 5 年）
债券利率:	本期债券为固定利率债券，票面利率由发行人和主承销商按照发行时询价结果共同协商确定，在债券存续期内固定不变
付息方式:	本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
募集资金用途:	调整公司债务结构

资料来源：太阳纸业

¹ 2012 年 9 月 24 日，金太阳投资更名为山东太阳控股集团有限公司（以下简称“太阳控股集团”）。

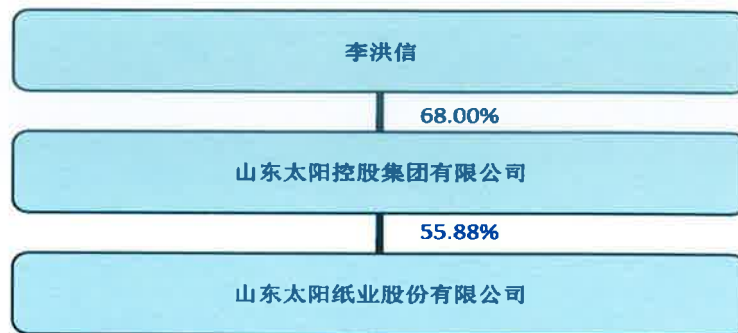
² 截至 2015 年 9 月末，太阳控股集团的持股数量为 14.17 亿股，其中股权质押的数量为 4.03 亿股。

二、公司管理

(一) 股权状况

截至 2015 年 9 月末，该公司股本为 25.37 亿元，其中太阳控股集团的持股比例为 55.88%，是公司的控股股东，李洪信先生为公司的实际控制人。

图表 2. 公司股权结构图



资料来源：根据太阳纸业提供的资料绘制（截至 2015 年 9 月末）

太阳控股集团目前注册资本为人民币 0.79 亿元，由李洪信先生及其子女出资设立。截至 2014 年末，太阳控股集团合并口径资产总额为 175.90 亿元，净资产为 48.76 亿元；全年实现销售收入 105.00 亿元，实现净利润 8.53 亿元；经营性净现金流 31.91 亿元。截至 2014 年末，太阳控股集团母公司口径资产总额为 43.43 亿元，净资产为 19.19 亿元；全年实现销售收入 0.08 亿元，实现净利润 2.54 亿元；经营性净现金流 6.82 亿元。太阳控股集团能够给予公司经营及融资方面较大支持。在经营方面，太阳控股集团将其位于兖州市银河路 1 号的土地 6.13 万平方米免费租赁给公司，约定租赁期限从 2003 年 3 月 3 日起 50 年；将位于银河 1 号的土地 7.81 万平方米自 2010 年 1 月 1 日起租赁给公司，租赁期 5 年，每年租金每亩 1 万元。在融资方面，太阳控股集团近年来持续对公司的银行借款、银行承兑汇票及信用证提供担保，提高了公司的融资能力。2013 年 4 月，公司向太阳控股集团非公开发行股票，扣除发行费用后实际募集资金 9.91 亿元，该募集资金的到位在一定程度上缓解了公司业务发展的资金压力。

(二) 与控股股东之间关系

该公司自成立以来，严格按照《公司法》和《公司章程》的有关规定规范运作，逐步建立健全了公司的法人治理结构，在业务、人员、资

产、机构、财务等方面做到了与控股股东分开，具有独立完整的业务及面向市场自主开发经营的能力，并具有独立的供应、生产和销售系统。公司控股股东能够严格规范自己的行为，不存在控股股东占用公司资金的现象，公司也没有为控股股东提供担保的情形。

(三) 关联交易

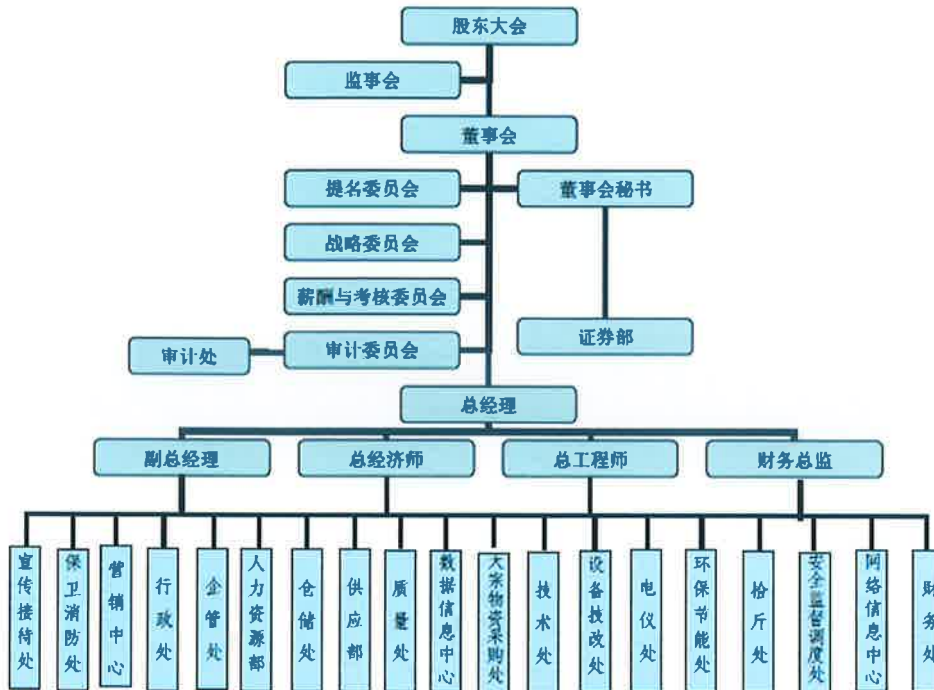
该公司及下属企业与关联方上海东升新材料有限公司（以下简称“上海东升”）、万国纸业太阳白卡纸有限公司（以下简称“万国纸业”）、山东国际纸业太阳纸板有限公司（以下简称“国际纸业”）、山东圣德国际酒店有限公司（以下简称“圣德国际酒店”）等存在一定业务及资金往来。2014 年公司向关联方采购材料的金额为 2.50 亿元，占同类交易金额的比例为 3.72%；接受圣德国际酒店会务劳务费用为 86.80 万元；公司向关联方出售电、蒸汽及纸制品等的金额为 17.23 亿元，占营业收入的 16.66%，向上海东升提供综合服务劳务的金额为 61.52 万元，向太阳控股集团销售材料及纸制品的金额为 3.71 万元。同时，公司向太阳控股集团承租土地，2014 年确认的租赁费用为 117.18 万元。公司与关联方之间的交易按照市场价或者协议价进行。

(四) 组织架构

该公司设立了股东大会、董事会、监事会和总经理岗位，其中董事会由 7 名成员组成，监事会由 3 名成员组成。公司实行董事会领导下的总经理负责制，总理由董事会聘任或解聘，总经理负责公司日常的经营管理，对董事会负责。公司制定了《股东会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《总经理工作细则》等法人治理结构方面的规章制度，并严格遵照实施，促进了公司法人治理结构完善和规范的运作。

该公司董事会设有审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会和战略委员会四个专业委员会，由公司董事会成员构成，对公司运营的重大事项进行集体决策。2013 年，公司根据日常经营管理的需要实施了组织架构的变革，成立了十大事业部、九大职能中心、十一个部室，并引入了模拟法人模式，实行独立核算、改善绩效考核体系，激发了各事业部的活力。截至 2014 年末，公司拥有 10 家子公司。

图表 3. 公司组织结构图



资料来源：根据太阳纸业提供的资料绘制（截至 2015 年 9 月末）

（五）高级经营管理者

该公司高级经营管理团队由总经理、副总经理、财务总监、总经济师、总工程师等 11 人组成，成员均在造纸行业服务多年，具有丰富的经营管理经验。公司高管团队近年来基本保持稳定，为公司战略规划的有效执行和持续稳定运作提供了良好保障。

（六）人力资源

截至 2014 年末，该公司拥有在职员工 6206 人。其中，生产人员、销售人员、技术人员分别占员工总数的 79.20%、5.40%和 10.07%；大专及以上学历员工占比为 28.13%。总体来看，作为生产性企业，公司人员素质能够满足其管理、生产、经营等方面的需要。

（七）业务管理

该公司建立了内部控制体系，制定了覆盖公司经营管理活动各层面的内部控制制度。公司明确界定了各部门、岗位、分（子）公司的目标、职责和权限，建立了相应的授权、检查和逐级问责制度，确保其在授权范围内履行职能；设立控制架构，制定各层级之间的控制程序，以保证董事会及高级管理人员下达的指令能够被严格执行。公司持续加强对预

算管理、资金管理、采购与付款管理、生产与仓储管理、销售与收款管理、投资管理、关联交易、对外担保、内部审计等重要活动的控制，按照《企业内部控制基本规范》及有关规定的要求建立相应的控制制度和程序。

在财务管理方面，该公司设立了财务中心，下设财务管理、资金管理、会计核算三个部门，财务中心在公司财务负责人的直接领导下，全面处理公司财务管理、会计业务。公司在交易授权、职责划分、凭证与记录控制、资产使用记录与移交、独立稽核等方面均建立了较为完整的控制程序，并且得到了严格的遵循。

在采购与付款管理方面，该公司建立了岗位责任制，同一部门或个人不得处理采购与付款业务的全过程。公司还建立了《采购管理制度》、《供应商管理制度》、《货款管理制度》等制度，保障了采购与付款业务均经过严格审批与分层次授权，有效避免了违规采购、超量库存等情形的出现。

在生产环节与仓储管理方面，该公司根据各车间生产实际情况制定了对应的《岗位责任制度》、《安全生产管理制度》、《仓库管理制度》、《存货管理制度》等制度，明确了生产作业的程序、主要内容、生产协作部门的职责及存货流转过程中的控制方法。在产品质量日常监测方面，公司专门制定了《产品质量控制管理制度》、《产品检验管理制度》，确保产品质量。

在销售与收款管理方面，该公司制定了合理的销售政策，明确了年度销售目标、合同评审原则、定价原则、结算办法，建立了收入确认制度，对销售及收款做出明确规定，产品销售与收取货款实行两条线管理。

在投资管理方面，该公司制定有《对外投资管理制度》，要求投资项目的提出均需有关部门提供可行性研究报告，经调研、论证、评估认为可行后，按审批权限做出决定。对收回投资所收到的资金和收益，要办理相应的手续并及时入账。

在关联交易管理方面，根据《公司法》的有关规定，该公司制定了《关联交易决策制度》，明确了关联交易的内容、定价原则、决策程序和审批权限，做到关联交易的公平和公允性，有效维护股东和公司利益。

在对外担保管理方面，该公司根据《公司法》及证监会《关于规范上市公司对外担保行为的通知》要求，制定了《对外担保管理制度》，严格规定了对外担保的审批程序和审批权限，有效地防范了公司对外担保风险。

在内部审计管理方面，该公司制定了《内部审计制度》，设立了审计处，对董事会负责并报告工作，独立行使审计职权，不受其他部门和个人干涉。审计处每季度开展内部控制审计，针对各关键业务环节，开展持续的内部控制审计监督。

三、业务运营

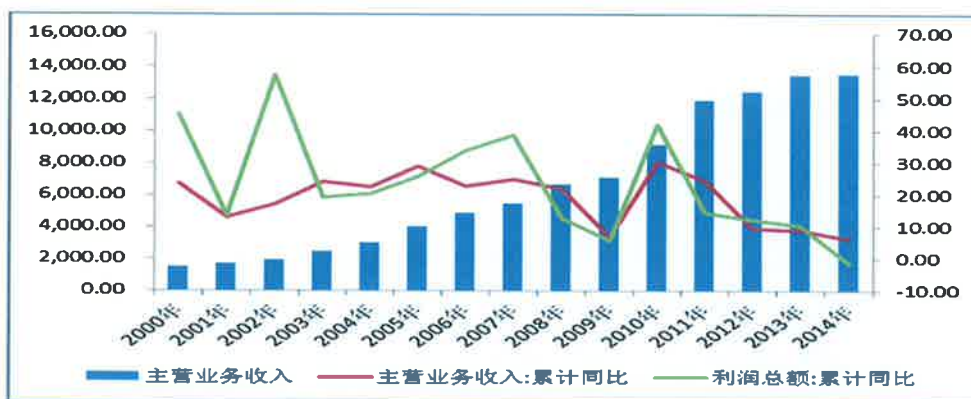
(一) 经营环境

造纸行业是重要的基础原材料行业，其发展与国民经济运行关系密切。受近年来国内经济增速放缓、产能集中释放影响，造纸行业面临较为激烈的竞争。2015年以来，主要受益于能源价格的下跌，造纸行业盈利状况有所改善。

造纸工业属于基础原材料工业，具有连续高效运行、规模效益显著等大工业生产特征；行业产业链较长，与林业、农业、机械制造、化工、热电、环保等产业相关度较高，行业景气度基本跟随宏观经济周期波动。但由于造纸下游需求分散，且生活用纸及部分文化纸具有一定的需求刚性，行业需求的周期性相对较弱。

2003-2007年，在宏观经济持续较快增长的带动下，我国造纸行业快速发展，行业增速高于同期GDP的增长水平。2008-2009年上半年，受国际金融危机影响，造纸行业需求减弱，行业景气度有所下滑。2009年下半年起，随着我国经济刺激政策效果的逐渐显现，我国造纸行业景气度有所回升，但2011年下半年以来，由于受到宏观经济走弱的不利影响，我国造纸行业增速再次放缓。2014年我国造纸行业市场供需格局仍然趋弱。2015年前三季度，我国规模以上造纸企业累计实现主营业务收入1.01万亿元，累计同比增长3.45%，增速较上年同期回落3.61个百分点；累计实现利润483.78亿元，累计同比增长8.57%，增速较上年同期提升4.01个百分点，行业盈利状况有所改善。

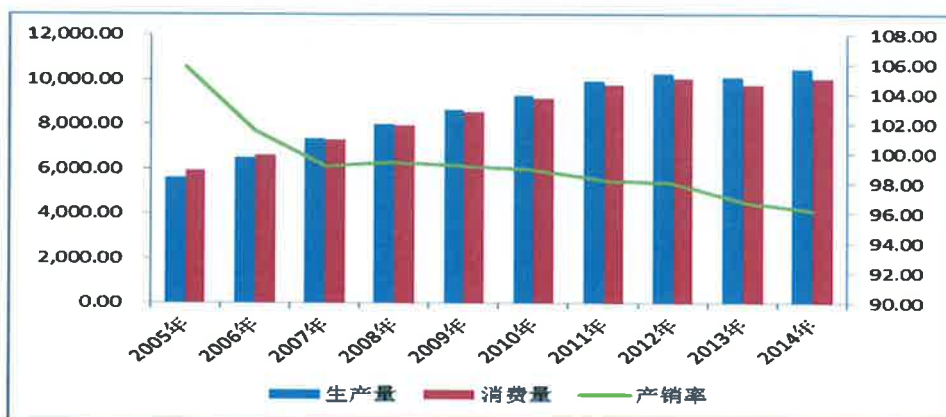
图表 4. 我国规模以上造纸企业主营业务收入情况³ (单位: 亿元, %)



资料来源: wind 资讯

从行业需求看,我国纸制品消费需求主要来自下游印刷、包装等产业。2005-2014年,国内纸及纸板消费量年均增长 6.06%; 2014 年全国纸及纸板消费量为 10071 万吨,同比增长 2.95%; 当年我国纸及纸板的人均消费量为 74 千克,较 2013 年增加 2 千克。从行业供应看,2005-2014 年我国纸制品生产量年均增长 7.20%, 生产量增速高于同期消费量增速。2003-2007 年造纸行业的高景气度推动了大量新增产能项目的投资。而后产能快速释放时,由于经济走弱导致纸制品消费需求增速放缓,造纸行业出现产能过剩局面。新建产能的释放给纸制品生产企业造成一定压力,造纸行业面临着较为激烈的竞争。2014 年以来,造纸行业产能增速放缓,当年全国纸及纸板生产量为 10470 万吨,同比增长 3.56%。分品种看,2014 年我国纸及纸板的生产和消费结构未发生重大变化,箱纸板、瓦楞原纸、非涂布印刷书写纸、白纸板 and 涂布印刷纸产销量排名居前。其中非涂布印刷书写纸生产量略微有所下降,但消费量继续增长; 涂布印刷纸中的铜版纸生产量与上年持平,但消费量继续增长。

图表 5. 2005-2014 年我国纸及纸板生产和消费情况 (单位: 万吨, %)



资料来源:《中国造纸工业 2014 年度报告》

³ 2007-2010 年 wind 资讯中无截至 12 月的累计值, 本评级报告中用截至 11 月的数据替代。

产品价格方面，2014 年我国造纸行业供需基本达到平衡，但需求增速低于供应增速，产品价格整体保持稳定。当年华东区铜版纸（神盾-128g/157g）的国内平均价为 5150 元/吨，上下浮动 25 元/吨；瓦楞原纸（玖龙 A 级-太仓）的国内出厂平均价为 2900 元/吨，上下浮动 25 元/吨。

原材料供给方面，木浆、木片、原木等是造纸业所需的主要原材料，在生产成本构成中占比较高。我国林木资源缺乏，造纸所需原材料长期依赖进口。2014 年，我国纸浆消费量为 9484 万吨，但纸浆生产总量仅为 7906 万吨，低于消费量的部分缺口由进口进行弥补。当年我国累计进口纸浆 1588 万吨，同比增长 5.44%。

国家不断提高造纸行业环保门槛，有利于加快淘汰落后产能，促进转型升级，这给具有比较优势的大型造纸企业带来了发展机遇，同时也将使企业面临更加严格的监管。

造纸工业是国民经济的重要组成部分之一，也是衡量一个国家文明和现代化程度的标尺，环保政策和循环经济应该成为推动纸业技术研发的主要因素。2012 年初，国家发改委、工信部和林业局联合印发《造纸工业“十二五”发展规划》（以下简称“《规划》”），政府计划到 2015 年，全国纸制品消费量达到 11470 万吨，比 2010 年年均增长 4.60%；纸制品总产能达到 13000 万吨左右，总产量达到 11600 万吨，年均增长 4.60%。到 2015 年，预计年产 100 万吨以上大型综合性制浆造纸企业集团达到 20 余家，其中若干企业的销售额进入全球纸业排名 100 强。同时《规划》明确指出，未来五年造纸行业的重要任务之一是淘汰落后产能、减排减污。《规划》重点强调我国造纸业和资源、环境的依存关系。

2013 年国家加大对造纸行业的整治力度，国家工业和信息化部公布了两批工业行业淘汰落后产能企业名单，其中涉及造纸行业的企业较多，两批合计 341 家，其中第二批淘汰落后企业名单中 67 家皆为造纸企业。国家在环境保护方面的政策也不断趋严，对造纸生产排放控制除原有的 COD、BOD 指标外，又增加了氨氮指标和锅炉脱硝要求。随着国家对造纸行业环保门槛的不断提高，造纸企业运行成本将有所提升，这有利于加快淘汰落后产能、促进产业转型升级。低能耗、低污染行业发展模式的推广给具有比较优势的大型造纸企业带来了发展机遇。

近年来，我国造纸行业遭遇的国际贸易摩擦逐渐增多，随着国内大型造纸企业不断拓展国际市场，贸易摩擦对行业的影响将逐步凸显。

产品出口方面，2009 年、2011 年美国 and 欧盟相继对从我国进口的

铜版纸征收“双反”关税（反倾销和反补贴关税），“双反”关税的征收不利于国内产能的转移。随着国内大型造纸企业不断拓展国际市场，将遭遇更多的贸易摩擦，对行业发展的不利影响可能越来越显著。

产品进口方面，2013年2月6日我国商务部正式对北美和巴西进口溶解浆进行反倾销调查，11月6日初步裁定中国浆粕产业受到实质损害，经营者在进口被调查产品时，应向海关提供相应的保证金。2014年4月4日商务部发布第18号公告，终裁决定自4月6日起，对原产于美国、加拿大和巴西的进口浆粕征收反倾销税，为期5年。根据终裁决定，美国公司反倾销税率为16.9%-33.5%，加拿大公司反倾销税率为0%-23.7%，巴西公司反倾销税率为6.8%-11.5%。在溶解浆反倾销终裁的影响下，国内溶解浆价格有所提升。

东部地区是我国造纸工业的主要生产区域，其中山东省造纸行业发展较为突出，但同时区域竞争也较为激烈。

从产能分布看，东部地区是我国造纸工业的主要生产区域。2014年我国东部地区12个省（区、市）纸及纸板产量占全国纸及纸板产量的比例为77.30%，较2013年提高0.40个百分点。

图表 6. 2012-2014 年我国造纸行业区域布局变化（单位：万吨、%）

	2012 年		2013 年		2014 年	
	产量	比例	产量	比例	产量	比例
纸及纸板产量	10250	100.00	10110	100.00	10470	100.00
其中：东部地区	7728	75.40	7773	76.90	8095	77.30
中部地区	1887	18.40	1706	16.90	1672	16.00
西部地区	635	6.20	631	6.20	703	6.70

资料来源：中国造纸协会

2014年纸及纸板产量超过100万吨的省份有广东、山东、浙江、江苏、福建、河南、河北、湖南、重庆、广西、天津、安徽、四川、湖北、海南和江西等16个省（区、市），产量合计达9995万吨，占全国纸及纸板总产量的95.46%。在上述省份中，山东省产量排名第二，为1750万吨。当年纸及纸板产量超过100万吨的造纸企业共计17家，其中山东晨鸣纸业集团股份有限公司、该公司、华泰集团有限公司、山东世纪阳光纸业集团有限公司、山东博汇纸业股份有限公司等5家企业位于山东省。总体来看，山东省造纸行业发展较为突出，但同时区域竞争也较为激烈。

(二) 经营状况

该公司主业突出，经营规模较大，品牌认可度较高，近年来产品差异化程度有所提高，产业链进一步延伸，市场竞争力较强，经营状况总体较好。但 2011 年以来，国内外消费市场相对疲软、行业产能集中释放加剧了市场竞争，纸制品价格趋降，公司经营压力有所增大。此外，公司新增投资项目投入规模较大、建设周期较长，可能会给其带来一定的资金压力和营运风险。

作为国内大型民营造纸行业上市公司之一，该公司在山东兖州拥有国内先进的非涂布高档文化用纸和溶解浆生产基地，主要工艺装备均达国际先进水平。截至 2014 年末，公司已形成 90 万吨纸浆、196 万吨纸制品的生产能力。根据中国造纸工业协会的统计数据，当年公司纸制品产量达到 313.00 万吨⁴，位居国内造纸行业第 5 位。

2012-2014 年及 2015 年 1-9 月，该公司分别实现主营业务收入 102.28 亿元、107.84 亿元、103.44 亿元和 77.97 亿元。2014 年主要受化纤行业景气度弱的影响，公司溶解浆销售收入同比下滑 34.08%，受此影响公司主营业务收入同比下滑 4.08%。从收入构成来看，非涂布文化用纸和铜版纸是公司收入的主要来源，2014 年以上两种产品销售收入合计占主营业务收入的比重为 68.43%，占比较上年下降 4.75 个百分点，主要系当年公司调整了非涂布文化用纸的统计口径，将原统计在非涂布文化用纸范围的淋膜原纸作为一个新的产品系列单独进行统计所致。同期，公司主营业务毛利率分别为 12.49%、16.48%、19.63%和 22.66%，主要受益于能源价格和原材料采购成本的下滑，公司主营业务毛利率呈现上升态势。

图表 7. 2012 年以来公司主营业务收入及毛利率情况 (单位: 亿元, %)

项目	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1-9 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
主营业务收入	102.28	100.00	107.84	100.00	103.44	100.00	77.97	100.00
非涂布文化用纸	40.96	40.05	43.82	40.63	36.08	34.88	26.18	33.58
涂布包装纸板	3.18	3.11	0.40	0.37	0.003	0.004	0.00	0.00
铜版纸	34.69	33.92	35.10	32.55	34.70	33.55	23.71	30.41
生活用纸	--	--	--	--	1.70	1.64	4.15	5.32
淋膜原纸 ⁵	--	--	--	--	6.65	6.43	5.34	6.85
化机浆	7.41	7.24	10.45	9.69	9.93	9.60	6.28	8.05

⁴ 该产量包含联营企业万国纸业和国际纸业的纸制品产量。

⁵ 该公司将 2012 年和 2013 年的淋膜原纸销售收入计入非涂布文化用纸中。

项目	2012年		2013年		2014年		2015年1-9月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
溶解浆	9.07	8.87	9.39	8.71	6.19	5.98	6.38	8.18
电及蒸汽	6.97	6.81	8.68	8.05	8.19	7.92	5.93	7.61
主营业务毛利率	12.49		16.48		19.63		22.66	
非涂布文化用纸	12.16		16.97		17.99		22.54	
涂布包装纸板	-1.78		6.43		-33.33		--	
铜版纸	10.06		14.94		18.10		20.71	
生活用纸	--		--		11.76		15.66	
淋膜原纸	--		--		17.44		18.54	
化机浆	18.17		17.02		25.28		28.66	
溶解浆	14.45		2.45		1.13		4.70	
电及蒸汽	24.47		35.50		43.96		52.61	

资料来源：根据太阳纸业提供资料整理计算

1. 原材料采购

该公司生产所需主要原材料为木浆、原木和木片等。2014年，公司新增生活用纸项目及部分文化用纸机继续转产淋膜原纸，公司用浆量增加，故木浆采购量较上年增长 18.55%，但原木采购量大幅下降 24.88%。2014年公司前五大供应商的采购金额为 17.79 亿元，占采购总量的 26.44%。从原材料采购价格来看，近年来公司的原材料采购平均价格分别为 1486.42 元/吨、1406.80 元/吨、1416.03 元/吨和 1360.71 元/吨，2014年受公司木浆采购量增加的影响，公司原材料采购平均价格有所增加。公司原材料采购渠道保持稳定，且木浆、原木和木片以进口为主。

该公司生产所需能源主要为电和煤。目前，公司自备热电厂总装机容量为 32.50 万千瓦，电及蒸汽可实现自给自足。2014年公司采购煤炭 212.75 万吨，同比增长 3.33%，但当年煤炭价格的下滑，公司煤炭平均采购价格同比下降 17.14%，故煤炭采购金额同比下滑 14.38%。公司从事纸制品生产多年，与兖州当地主要煤炭供应商保持着长期稳定的商业合作。因此公司整体上能源供应充足、渠道畅通。

图表 8. 2012 年以来公司原料采购情况（单位：万吨，亿元，元/吨）

采购材料	2012年		2013年		2014年		2015年1-9月	
	采购数量	平均价格	采购数量	平均价格	采购数量	平均价格	采购数量	平均价格
木浆	71.83	3985.80	69.33	3950.49	82.19	3875.98	53.73	3972.35
原木	85.52	1329.51	85.38	1259.70	64.14	1004.28	46.36	856.27
木片	18.71	1421.70	53.14	1187.42	52.23	1325.97	49.25	1307.69

采购材料	2012年		2013年		2014年		2015年1-9月	
	采购数量	平均价格	采购数量	平均价格	采购数量	平均价格	采购数量	平均价格
煤	207.08	555.34	205.89	421.20	212.75	349.01	160.64	287.98
化工材料	97.68	1219.29	132.75	1163.70	127.66	1164.02	90.46	1140.74
合计	480.82	1486.42	546.49	1406.80	538.97	1416.03	400.44	1360.71

资料来源：太阳纸业

山东省水利厅向该公司颁发的《取水许可证》规定额定年取水量为3285万立方米⁶，目前公司实际新鲜用水量约2000-2200万立方米。公司不断进行技术改造，近年来，废水循环利用量不断增加，吨纸耗水持续降低，目前平均吨纸耗水量约为5-7立方米，许可证规定的取水量完全可以满足公司生产用水需要。

2. 产品生产

该公司采取“以销定产”的生产方式，在市场定位上逐步实现产品生产的专业化和特色化。公司产品线较丰富，产品定位于中高端产品，且产品性价比较高，具有一定的市场知名度，同时公司重视技术进步和新产品研发，采取“高、精、特、差异化”策略，使公司具有了较高的市场地位。

在生产工艺方面，目前该公司采用“中性造纸”工艺技术，化机浆采用国际先进的高白度过氧化氢工艺，溶解浆采用预水解连蒸连煮工艺，化学浆采用漂白硫酸盐法制浆（即碱法制浆），公司所采用工艺技术成熟，且均处于国内或国际先进水平。公司的关键技术装备居国内先进水平，主要有1760纸机、2362纸机、2800纸机、3400纸机、3520纸机、4950纸机、铜板造纸机、碱回收设备、水处理设备、制浆设备及发电设备等，核心设备由芬兰和德国进口，非核心设备则以国内采购为主。

近年来，该公司不断调整纸制品的生产结构，2014年公司新增生活用纸的生产，因投产时间有限，目前产能利用率处于低水平；2014年涂布包装纸板已停产，其两条生产线从2011年起逐步转产淋膜原纸⁷；因淋膜原纸单独统计后，非涂布文化纸的统计口径有所缩小，2014年非涂布文化纸产能及产量较上年明显下降。2012-2014年，公司产能利用率分别为90.77%、89.26%和84.31%，呈现下降态势。

⁶ 该公司于2013年1月取得由山东省水利厅颁发的取水（鲁）字[2013]第019号取水许可证，年可取水量调整为3285万立方米，有效期至2017年8月12日。

⁷ 2014年以前，该公司将淋膜原纸的产能和产量计入非涂布文化纸中。

图表 9. 2012 年以来太阳纸业主要产品生产情况 (单位: 万吨, %)

产品	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1-9 月		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
非涂布文化纸	90.00	87.20	96.89	95.00	89.23	93.93	90.00	73.29	81.43	80.00	55.26	-
涂布包装纸板	10.00	7.56	75.60	5.00	0.36	7.20	-	-	-	-	-	-
铜版纸	80.00	72.47	90.59	80.00	76.69	95.86	80.00	75.91	94.89	80.00	55.97	-
生活用纸	-	-	-	-	-	-	6.00	2.88	24.00	12.00	6.67	-
淋膜原纸	-	-	-	-	-	-	20.00	14.57	72.85	20.00	11.30	-
小计	180.00	167.23	92.91	180.00	166.28	92.38	196.00	166.65	85.03	192.00	129.20	-
化机浆	45.00	40.68	90.40	60.00	49.74	82.90	60.00	48.79	81.32	60.00	36.10	-
化学浆	30.00	23.55	78.50	30.00	24.98	83.27	30.00	25.68	85.60	30.00	17.49	-
小计	75.00	64.23	85.64	90.00	74.72	83.02	90.00	74.47	82.74	90.00	53.59	-
合计	255.00	231.46	90.77	270.00	241.00	89.26	286.00	241.12	84.31	282.00	182.79	-

资料来源: 太阳纸业

(1) 自制浆生产

该公司纸产品的原材料主要为木浆, 多为进口。为保障充足的原材料来源, 公司积极向产业链上游拓展。截至 2014 年末, 公司拥有 2 条化学浆 (其中 1 条同时可生产溶解浆) 生产线和 4 条化机浆生产线。

从自制浆产能看, 截至 2014 年末, 该公司各类纸浆产能共 90 万吨。其中, 化机浆产能为 60 万吨, 化学浆 (含溶解浆) 产能为 30 万吨。从自制浆产量看, 2014 年公司纸浆产量为 74.47 万吨, 其中化机浆产量为 48.79 万吨; 化学浆产量为 25.68 万吨。2015 年 1-9 月, 公司自制浆总产量为 53.59 万吨。

自 2013 年下半年开始, 该公司对溶解浆生产工艺进行新一轮优化, 已于 2014 年落实到实际生产, 溶解浆的生产成本进一步下降。目前, 公司化学浆转产溶解浆项目运行良好, 公司已经成为国内重要的溶解浆供应商, 产品质量达到进口溶解浆的水平。

(2) 非涂布类文化用纸

该公司的非涂布文化用纸包括高档双胶纸、高松厚度纯质纸、静电复印纸等, 定位于高端文化纸市场, 是公司产品发展的重点。近年来, 随着低端文化纸产能逐渐被市场淘汰, 市场供给存量整合空间较大, 而非涂布类文化用纸市场的需求增长平稳, 因而未来可能出现供需缺口, 具有较好的盈利前景。2012-2014 年及 2015 年 1-9 月, 非涂布文化用纸的产量分别为 87.20 万吨、89.23 万吨、73.29 万吨和 55.26 万吨, 2014

年以来受统计口径变化的影响，产量下降明显。

（3）铜版纸

该公司的铜版纸包括双面铜版纸、亚光铜版纸等。2011年7月，主要用于生产铜版纸的24号纸机正式投产，铜版纸产能大幅提升至80万吨/年，位居国内前列。公司铜版纸的主要消费群体为国内出版社和印刷厂等，客户需求较为稳定。2012-2014年及2015年1-9月，铜版纸产量分别为72.47万吨、76.69万吨、75.91万吨和55.97万吨，2014年铜版纸产量略有下滑。

（4）淋膜原纸

该公司自2011年起逐步将两条以废纸为原料的涂布白板纸生产线改造为淋膜原纸生产线⁸，2014年已全部改造完毕，公司已停产涂布包装纸板。当年，公司淋膜原纸产能为20万吨，产量为14.57万吨，产能释放程度一般，但后续产能利用率有望逐步提高。

（5）生活用纸

该公司于2013年9月启动“幸福阳光”生活用纸项目，主要从事中高档生活用纸系列产品的生产，2014年6月上线第一台原纸纸机，产能为6万吨/年；2015年3月上线第二台原纸纸机，生活用纸产能已达12万吨/年。2014年6-12月及2015年1-9月，公司生活用纸的产量分别为2.88万吨和6.67万吨，目前产能利用率偏低。

3. 产品销售

针对2011年以来行业景气度下滑的市场形势，2013年该公司对营销体系进行调整，对营销架构、考核制度、品牌推广、国际贸易等实施一系列变革。营销架构设置国内销售、国际贸易和市场部三大板块，将原有的6片区25个驻外办事处调整为5个销售大区（华南区、华东区、华北区、东北区、鲁豫区）、16个办事处，形成了辐射全国各省市的销售网络。公司还完善了营销制度，提高了业务人员的主动性和积极性。

从纸制品的销售价格走势看，2012年以来行业内非涂布文化用纸没有较大的产能释放，公司对双胶纸进行了小幅提价，非涂布文化用纸销售价格小幅上扬；铜版纸的供需仍不平衡，近年来铜版纸销售价格呈现下滑态势。

⁸ 淋膜原纸主要用来生产纸杯、面碗。

图表 10. 2012 年以来公司产品平均销售价格情况 (单位: 元/吨)

产品名称	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-9 月
非涂布文化用纸	4725	4829	4925	4847
涂布包装纸板	4320	3690	—	—
铜版纸	4720	4590	4517	4356
淋膜原纸	—	—	4744	4652
生活用纸	—	—	6922	6554
化机浆	3435	3283	3435	3173
溶解浆	6829	5740	5296	5171

资料来源: 太阳纸业

2012-2014 年及 2015 年 1-9 月, 该公司纸制品销售量分别为 167.53 万吨、168.22 万吨、166.54 万吨和 126.27 万吨, 产销率分别为 100.18%、101.17%、99.93%和 97.73%, 受行业景气度下行的影响, 公司纸制品产销率呈现下滑态势, 但仍处于较好水平。同期, 自制浆销量分别为 34.85 万吨、48.28 万吨、40.44 万吨和 32.12 万吨, 产销率分别为 54.26%、64.61%、54.30%和 70.32%, 公司所产化机浆约 30-40%自用, 化学浆基本自用, 不对外销售, 但 2011 年化学浆生产线成功转产溶解浆后, 将所产溶解浆产品全部对外销售, 因此化学浆的外销量大幅增长, 产销率亦随之大幅提升。2014 年, 公司化学浆产销率下滑幅度较大, 一是 2014 年 4 月我国商务部公布了对美国、加拿大和巴西三国的反倾销终裁结果, 国内部分化纤公司趁机加大对进口浆粕的采购数量, 以应对国内浆粕在我国开始征收反倾销税后的提价行为; 二是下游化纤行业景气度弱所致。2015 年以来, 化纤行业景气度有所好转, 公司溶解浆产销率大幅提升。2014 年及 2015 年 1-9 月, 生活用纸销量分别为 2.45 万吨和 6.34 万吨, 销售收入分别为 1.70 亿元和 4.15 亿元。公司采取线上线下相结合的销售方式, 目前线上销售收入占比 20%。但生活用纸市场集中度和客户忠诚度偏高, 公司市场推广进度较为缓慢。

图表 11. 2012 年以来太阳纸业主要产品销售情况 (单位: 万吨, %)

产品	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1-9 月	
	销量	产销率	销量	产销率	销量	产销率	销量	产销率
非涂布文化纸	86.68	99.40	90.74	101.69	73.26	99.96	54.01	97.74
涂布包装纸板	7.36	97.35	1.01	280.56	—	—	—	—
铜版纸	73.49	101.41	76.47	99.71	76.82	101.20	54.44	97.27
淋膜原纸	—	—	—	—	14.01	96.16	11.48	101.59
生活用纸	—	—	—	—	2.45	85.07	6.34	95.05
小计	167.53	100.18	168.22	101.17	166.54	99.93	126.27	97.73

产品	2012年		2013年		2014年		2015年1-9月	
	销量	产销率	销量	产销率	销量	产销率	销量	产销率
化机浆	21.57	53.02	31.92	64.17	28.75	58.93	19.78	54.79
化学浆 ⁹	13.28	78.77	16.36	65.49	11.69	45.52	12.34	128.81
小计	34.85	54.26	48.28	64.61	40.44	54.30	32.12	70.32
合计	180.81	—	184.58	—	206.98	—	158.39	—

资料来源：太阳纸业

该公司销售目标市场主要为国内市场，国内市场销售额占总销售收入的比例约为 80%。2012-2014 年，公司境外销售收入分别为 18.18 亿元、18.03 亿元和 20.11 亿元，占主营业务收入的比重分别为 12.65%、17.77%和 16.72%，2011-2012 年公司开拓了新的国际业务，特别是打开了日本市场，出口数量明显扩大，国外销售收入保持高速增长，其在总销售收入中的占比提升至近 20%。2013 年，受日元汇率变化的影响，公司对日出口额有所下降，导致公司境外销售收入首次出现负增长。

4. 在建及拟建项目

截至 2015 年 9 月末，该公司在建工程概算投资额为 69.65 亿元，已累计投资 31.43 亿元，尚需投资 30.58 亿元¹⁰。

图表 12. 截至 2015 年 9 月末公司在建工程情况 (单位：万吨，亿元，%)

主要项目	产能	概算投资	截至2015年9月末累计投资	投资计划			建设进度
				2015年	2016年	2017年	
老挝林浆纸一体化项目 ¹¹	30.00	12.66	0.70	--	3.00	6.00	完成部分林地
10000吨木糖(醇)项目	1.00	1.20	1.88	0.10	--	--	基本完工
“幸福阳光”生活用纸项目	12.00	7.37	4.51	0.60	--	--	已完工结转
30万吨轻型纸改扩建项目 ¹²	30.00	8.50	8.03	5.49	--	--	完工

⁹ 2011 年以来所销售的化学浆均为溶解浆。

¹⁰ 该金额为扣减了已完工项目中概算投资超过实际投资的金额。

¹¹ 该项目原计划于 2015 年初投产，但目前的林地暂不能支撑年产 30 万吨漂白化学浆的原料需求，故公司适当减缓了纸浆项目的建设速度，按当前林地建设进度，项目预计于 2017 年投产。2015 年项目实际投资额大幅减少，主要系受建设进度放缓的影响，项目购置的设备转销给 35 万吨天然纤维素循环经济一体化项目使用，待林地具备采伐条件时，再重新购置相关设备。

¹² 该项目投产后将主要生产高端轻型纸（轻型胶版纸），主要应用于教育、文化出版行业，也适用于复印、打印及书写。轻型纸的主要特点是质量轻，质感和松厚度好，便于印刷，方便携带和阅读；由于采用原色调并且不含荧光增白剂，能够保护读者视力。该项目已于 2015 年 9 月中旬进入试产阶段。

主要项目	产能	概算投资	截至2015年9月末累计投资	投资计划			建设进度
				2015年	2016年	2017年	
35万吨天然纤维素循环经济一体化项目 ¹³	35.00	16.00	11.01	13.90	1.00	--	完工
50万吨低克重高档牛皮箱板纸项目 ¹⁴	50.00	23.92	5.30	6.66	14.62	--	22%
合计	158.00	69.65	31.43	26.75	18.62	6.00	--

资料来源：太阳纸业

图表 13. 截至 2015 年 9 月末公司拟建工程情况 (单位: 万吨, 亿元)

项目名称	年规划产能	计划投资金额	证照情况	备注
50万吨高档纺筒纸板项目	50	24.10	登记备案号 1300000083 鲁环审【2013】163号	暂不建设

资料来源：太阳纸业

5. 技术研发

长期以来，该公司一直注重技术研发和工艺创新。目前，公司本部设有技术研发处，负责全公司的工艺技术和研发管理工作。公司陆续成立了山东省制浆造纸工程技术研究中心、院士工作站、博士后科研工作站和国家级企业技术中心；在美国建立了中国亚美科技研究所，形成了参与国际竞争的技术平台；在上海浦东新区设立了高科技研发中心，聘请国际著名学者进行造纸技术研发与实验；在北京设立了技术研发中心。此外，公司通过与陕西科技大学、中国制浆造纸研究院、北京林业大学、山东轻工业学院、山东省造纸工业研究设计院等科研院所建立科研与技术合作关系，以提升研发实力，确保公司技术装备与生产工艺在行业内处于先进水平。2014年，公司申请专利13项，当年新增的发明专利4项，其中实用新型专利2项，获得的科研经费支持近600万元。2015年5月，“幸福阳光”生活用纸推出“无添加”系列生活用纸，采用“类中国结”纤维缠绕（锁扣）工艺，目前该工艺已经申请发明专利，并通过美国FDA食品级鉴定、欧盟AP食品级鉴定及清华大学、上海交通大学“无添加”检测鉴定。

6. 节能环保

造纸行业属于污染较重的行业，生产过程中主要污染物为污水、灰渣、烟气和噪音等。其中污水主要为纸机白水和混合污水，纸机白水经

¹³ 该项目位于邹城工业园内，由控股子公司山东太阳宏河纸业有限公司实施，项目建设周期18个月。项目利用进口木片，通过生物质精炼技术提炼木素、木糖等产品。2015年11月，该项目已经开始设备调试并进入试产阶段。项目进行可研分析时，按照成套设备采购方式确定采购价格，采购成本较高。实际操作中，该公司对各类设备分开采购，降低了采购成本，故实际投资额低于概算投资。

¹⁴ 该项目为2015年该公司非公开发行股票的募投项目。

处理后一般可以回收利用，不会对环境造成污染；而混合污水由于化学成分复杂，未经处理直接排放会对当地的环境造成较重污染。

该公司是全国首批一级安全标准化试点达标企业，也是全国造纸行业唯一试点企业，主要排放指标已达到国际先进水平（综合废水 COD 稳定在 60mg/L，BOD 达到 10mg/L 以下）。公司废水治理节能减排及资源化工程暨 8 万方水处理工程投入运营，对废水实现了分级处理、集中处理、分质回用和循环利用，在全国造纸行业第一家实现废水充分循环利用及区域“零排放”；另外，造纸固废综合利用及余热发电项目也顺利投入运行，还淘汰了落后锅炉及配套发电机组，每年减排二氧化硫达 300 吨。

该公司积极推行清洁生产，从源头削减了污染负荷，并于 2004 年通过了 ISO14001 环境管理体系认证。此外，近三年公司先后荣获“全国造纸行业节能减排优秀技术创新成果优秀奖”、“山东省优秀循环经济企业”、“山东省低碳经济与绿色环保十佳示范企业”、“山东省循环经济示范单位”等称号。

（三）发展战略

该公司以科技为支撑，以创新为驱动，以环保为重点，以提高发展质量和效益为中心，继续走内涵式绿色发展之路，主动适应经济发展的“新常态”，加快战略结构调整，向生物质精炼新材料、生物食品添加剂和快速消费品领域转型，实现产业链上产品的多元化、差异化和价值最大化。公司在巩固造纸主业的同时，以造纸产业的技术、资金、人才为基础，发展生物质新材料、进军快速消费品行业，通过对资源的有效整合，使公司三大产业齐头并进，相互支撑，稳步构造造纸产品利润占 40%、生物质新材料占 30%、生活用纸占 30%的“四三三”战略格局。

四、财务分析

近三年该公司债务结构不尽合理，债务负担较重，随着后续项目建设的深入，公司仍面临较大的资本支出压力。但公司经营环节现金回笼情况良好，且资本实力通过经营积累增加和非公开发行股票得到增强；受益于上游原材料成本和能源价格的下跌，营业毛利逐年提升，资产获利能力较好，可为其债务的偿还提供一定支撑。

(一) 债务分析

1. 债务结构

2012-2014 年末，该公司负债总额分别为 107.17 亿元、103.68 亿元和 104.68 亿元，同期末资产负债率分别为 70.63%、65.25%和 64.25%，受益于公司股东权益的增加和刚性债务的小幅下降，公司负债经营程度呈现下降态势。2015 年 9 月末，公司负债总额增至 121.54 亿元，但受益于 2015 年 3 月 10 亿元的非公开发行股票融资，公司资产负债率下降至 63.17%。

从债务结构来看，2012-2014 年末及 2015 年 9 月末，该公司长短期债务比分别为 32.73%、40.85%、35.98%和 32.07%，流动负债占比偏高，负债期限结构有待优化。

2012-2014 年末，该公司流动负债分别为 80.74 亿元、73.61 亿元和 76.98 亿元，2013-2014 年末同比分别增长-8.84%和 4.59%。公司流动负债主要由短期刚性债务和应付账款构成。2014 年末，公司短期刚性债务余额为 59.83 亿元，较上年末增长 5.22%。短期刚性债务现金覆盖率为 41.56%，较上年末下降 9.88 个百分点；应付账款余额为 12.83 亿元，较上年末增长 8.42%，其中应付材料款余额为 10.19 亿元，应付工程及设备款余额为 2.48 亿元。2015 年 9 月末，公司流动负债余额为 92.03 亿元，较上年末增长 19.54%，其中短期刚性债务余额为 71.74 亿元，较上年末增长 19.91%，一方面系应付票据较上年末大幅增长 81.15%至 9.28 亿元；另一方面系 13 太阳 MTN1 将于 2016 年 4 月到期偿付，公司将其计入一年内到期的非流动负债所致；应付账款余额为 15.64 亿元，较上年末增长 21.88%，主要系公司的 30 万吨轻型纸改扩建项目于 2015 年投产，公司增加了木浆、化工原料等的采购量所致。

2012-2014 年末，该公司非流动负债分别为 26.42 亿元、30.07 亿元和 27.70 亿元。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2014 年末，公司长期借款余额为 10.07 亿元，较上年末下降 38.73%；应付债券余额为 7.97 亿元，为公司发行的两期中期票据；长期应付款余额为 8.53 亿元，较上年末大幅增长 58.72%，主要为公司机器设备售后租回业务形成的应付融资租赁款，当年新增应付建信金融租赁有限公司的融资租赁款项为 4.56 亿元。2015 年 9 月末，公司非流动负债为 29.51 亿元，较上年末增长 6.55%。

2012-2014 年末及 2015 年 9 月末，该公司刚性债务分别为 92.21 亿元、86.60 亿元、86.39 亿元和 99.86 亿元，股东权益与刚性债务比率分

别为 48.32%、63.77%、67.43%和 70.95%，随着公司股东权益的增加，股东权益对刚性债务的覆盖程度提高，但仍处于偏弱水平，公司债务偿付压力较大。

2. 公司借款及应付债券情况

2012-2014 年末，该公司银行借款余额分别为 73.60 亿元、71.22 亿元和 64.66 亿元，随着公司应付融资租赁款的增加和债券的发行，银行借款规模逐年下降。公司主要以保证方式借款，2014 年末保证借款占比 57.02%。

图表 14. 2014 年末公司借款情况 (单位: 亿元)

科目	质押借款	保证借款	信用借款	抵押借款	抵押保证借款	合计
短期借款	5.58	25.03	15.19	—	2.00	47.79
长期借款 ¹⁵	0.11	11.84	—	3.74	1.18	16.87
合计	5.69	36.87	15.19	3.74	3.18	64.66

资料来源: 根据太阳纸业 2014 年审计报告财务数据整理

截至 2015 年 9 月末，该公司已发行在外债券本金为 13.00 亿元，公司对已发行债券均能够按时付息，未出现延迟支付本息情况。

图表 15. 截至 2015 年 9 月末公司已发行债券偿还情况 (单位: 亿元, %)

项目	起息日	兑付日	发行金额	票面年利率
13 太阳 MTN1	2013.4.16	2016.4.16	8.00	5.09
15 太阳 MTN001	2015.3.19	2018.3.19	5.00	6.30
合计	—	—	13.00	—

资料来源: 中国债券信息网

3. 或有负债

截至 2014 年末，该公司未对合并范围外企业提供担保。

(二) 盈利性分析

2012-2014 年，该公司分别实现营业收入 104.09 亿元、108.95 亿元和 104.58 亿元。2014 年主要受化纤行业景气度弱的影响，公司溶解浆销售收入同比下滑 34.08%，受此影响公司营业收入同比下滑 4.01%。同期，公司营业毛利分别为 14.10 亿元、18.45 亿元和 20.97 亿元，受益于上游原材料成本和能源价格的下跌，公司营业毛利呈现增长态势。同期，公司综合毛利率分别为 13.55%、16.94%和 20.05%。2015 年前三季度，公司实现营业收入 79.30 亿元，基本与上年同期持平。但主要受益于能

¹⁵ 含一年内到期的长期借款。2014 年末，一年内到期的长期借款余额为 6.80 亿元。

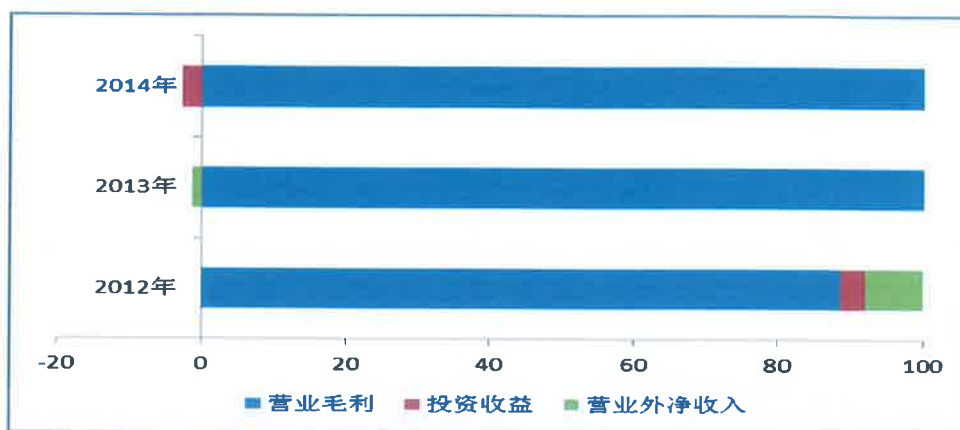
源价格的下跌，公司综合毛利率提高至 22.98%，较上年同期提高 3.14 个百分点。

2012-2014 年，该公司期间费用分别为 13.04 亿元、13.14 亿元和 13.27 亿元，期间费用率分别为 12.53%、12.06%和 12.69%，公司期间费用控制较为得当，期间费用率处于行业已发债企业的中低水平。2015 年前三季度，公司期间费用为 11.05 亿元，同比增长 8.65%，主要系当期公司增大了生活用纸的营销力度，销售费用较上年同期增长 19.05% 所致。

目前该公司盈利主要来源于毛利，营业外净收入受政府补助、固定资产处置利得以及营业外支出波动的影响，波动幅度较大。2012-2014 年，公司营业外收入分别为 1.30 亿元、0.35 亿元和 0.38 亿元，其中政府补助分别为 0.97 亿元、0.31 亿元和 0.33 亿元。同期，投资净收益分别为 0.56 亿元、0.06 亿元和 -0.56 亿元，主要来源于联营企业万国纸业和国际纸业的投资收益，2013 年以来万国纸业、国际纸业和山东万国太阳食品包装材料有限公司（以下简称“万国食品包装”）受行业环境的影响，经营业绩下降，且于 2014 年出现营业净亏损，受此影响 2014 年公司出现投资净亏损。2015 年前三季度，公司的投资净亏损扩大至 1.39 亿元。2015 年 8 月 12 日，公司与太阳控股集团签署《股权转让协议》，太阳控股集团以现金购买的方式收购了公司持有的万国纸业、国际纸业和万国食品包装的全部股权。

2012-2014 年，该公司净利润分别为 2.19 亿元、3.18 亿元和 5.47 亿元，主要受益于营业毛利的增加，净利润逐年增加。同期公司总资产报酬率分别为 6.03%、6.42%和 7.59%，净资产收益率分别为 4.88%、6.37%和 9.64%，资产获利能力处于行业已发债企业的中上水平。2015 年前三季度，公司净利润为 4.61 亿元，较上年同期增长 25.00%，主要系营业毛利较上年同期增长 34.34% 所致。

图表 16. 2012-2014 年公司盈利构成情况 (单位: %)



资料来源: 根据太阳纸业提供资料整理

(三) 现金流分析

2012-2014 年, 该公司营业收入现金率分别为 120.61%、120.38% 和 121.65%, 总体处于高水平, 主营业务的现金回笼能力很强。同期, 公司经营性净现金流分别为 13.87 亿元、14.36 亿元和 26.08 亿元。经营性现金净流入量与短期刚性债务比率分别为 20.35%、23.36% 和 44.70%, 逐年增长, 经营环节现金流能够对短期刚性债务形成一定覆盖。2015 年 1-9 月, 公司营业收入现金率为 106.84%, 较上年同期下滑 14.04 个百分点; 同期公司经营活动产生的现金净流量为 7.63 亿元。

近三年该公司陆续实施设备技改、节能减排和扩大自制浆生产规模等项目, 期间 20 万吨化机浆生产线技改、化学浆转产溶解浆、30 万吨高松厚度纯质纸、废水治理节能减排及资源化工程、造纸固废综合利用及余热发电、900 吨碱回收及白泥回收工程等项目已完工投产或投入使用, 老挝林浆纸一体化、10000 吨木糖醇、“幸福阳光”生活用纸、30 万吨轻型纸改扩建项目、35 万吨天然纤维素循环经济一体化、50 万吨低克重高档牛皮箱板纸等项目投资稳步推进。2012-2014 年及 2015 年前三季度, 公司投资性净现金流分别为 -10.87 亿元、-8.86 亿元、-19.74 亿元和 -10.75 亿元, 资本性支出规模较大。

2012-2014 年, 该公司筹资活动产生的现金净流量分别为 -5.63 亿元、-0.43 亿元和 -11.89 亿元, 公司经营环节净回笼资金基本可满足其投资环节的资金需求, 加之 2013 年非公开发行募集资金的到位, 筹资活动产生的现金净流量呈现净流出状态。2015 年前三季度, 公司筹资活动产生的现金净流量为 13.50 亿元, 主要系当期公司非公开发行股票募集资金到位, 使得吸收投资收到的现金大幅增至 10.04 亿元所致。

2012-2014 年, 该公司 EBITDA 分别为 16.18 亿元、17.32 亿元和

19.76 亿元，主要来源于利润总额、列入财务费用的利息支出和固定资产折旧。目前，公司 EBITDA 对利息支出的保障程度良好。

图表 17. 2012-2014 年公司 EBITDA 及现金流对债务的覆盖情况

指标名称	2012 年	2013 年	2014 年
EBITDA/利息支出(倍)	2.37	3.18	3.57
EBITDA/刚性债务(倍)	0.17	0.19	0.23
经营性现金流净额(亿元)	13.87	14.36	26.08
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	17.25	18.61	34.64
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	12.98	13.62	25.03

资料来源：太阳纸业

(四) 资产质量分析

2012-2014 年末及 2015 年 9 月末，该公司所有者权益分别为 44.56 亿元、55.22 亿元、58.25 亿元和 70.85 亿元。2013 年及 2015 年前三季度受益于非公开发行股票，公司的所有者权益较上年末大幅增长。2014 年末，公司实收资本和资本公积合计为 27.52 亿元，占所有者权益的 47.24%，资本稳定性一般。

2012-2014 年末及 2015 年 9 月末，该公司资产总额分别为 151.73 亿元、158.90 亿元、162.93 亿元和 192.39 亿元，逐年增加。作为生产型企业，公司固定资产投资较大，资产以非流动资产为主。同期末，非流动资产占比分别为 68.96%、65.49%、70.58%和 62.57%。

该公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产和在建工程构成。2014 年末，公司非流动资产余额为 114.99 亿元，较上年末增长 10.40%。其中，长期股权投资余额为 7.39 亿元，较上年末下降 6.58%，主要系联营企业万国纸业、万国食品包装发生营业净亏损，根据权益法确认投资净损失所致；固定资产余额为 77.49 亿元，基本与上年末持平，主要是生产设备和厂房等；在建工程余额为 17.16 亿元，较上年末增长 172.11%，主要系 35 万吨天然纤维素循环经济一体化项目、30 万吨轻型纸改扩建项目和“幸福阳光”生活用纸等项目投资增加所致。2015 年 9 月末，公司非流动资产余额为 120.38 亿元，较上年末小幅增长 4.69%。其中，长期股权投资余额为 0.97 亿元，较上年末大幅下降，主要系当期公司转让了万国纸业、国际纸业和万国食品包装三家合营企业的股权所致；在建工程余额为 22.77 亿元，较上年末增长 32.70%，主要系 50 万吨低克重高档牛皮箱板纸项目、年产 35 万吨天然纤维素循环经

济一体化项目等支付的工程款项增加所致。

该公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款、预付款项、存货和其他流动资产构成。2014年末，公司流动资产为47.95亿元，较上年末下降12.56%。其中，货币资金余额为14.30亿元，所有权或使用权受限的金额为7.96亿元，当年末现金比率为32.30%，处于较高水平，可为即期债务偿还提供一定保障；应收票据与应收账款余额合计为17.47亿元，占流动资产的36.43%，同比下降9.37%，主要为应收下游客户的货款，其中一年以内到期的应收账款余额为6.81亿元，占应收账款余额的98.69%，应收账款的信用质量较好；预付款项余额为3.16亿元，同比下降9.67%，主要系预付的原材料采购款；存货余额为11.24亿元，主要为库存商品和原材料；其他流动资产余额为1.27亿元，主要为尚未抵扣的增值税进项税。2015年9月末，公司流动资产余额为72.02亿元，较上年末大幅增长50.21%。其中，货币资金余额为23.58亿元，较上年末大幅增长64.92%，主要系2015年3月非公开发行股票募集资金到账以及股权出售收入部分到账所致。当期末现金比率增至40.38%；应收票据和应收账款余额为24.55亿元，较上年末大幅增长40.53%，主要系当期按合同约定未到期收回款项增加所致；其他应收款余额为3.87亿元，较上年末大幅增长，主要系联营企业股权出售剩余价款按协议未结清所致。

2012-2014年末及2015年9月末，该公司流动比率分别为58.31%、74.49%、62.28%和78.26%；同期末速动比率分别为39.01%、51.50%、43.57%和59.17%，公司的资产流动性弱。

五、外部支持

该公司股票在深圳证券交易所上市交易，融资渠道较通畅。同时，公司与多家商业银行建立了良好的合作关系。截至2015年9月末，公司从各家银行获得的综合授信总额为209.78亿元，尚未使用额度为122.14亿元，未来融资空间仍较大。

此外，太阳控股集团可为该公司外部融资提供必要的信用支持，使公司融资能力得到进一步提升。

六、主要优势与风险

1. 主要优势

(1) 具有一定的规模优势

作为国内大型民营造纸行业上市公司之一，该公司在山东兖州拥有国内先进的非涂布高档文化用纸和溶解浆生产基地，主要工艺装备均达国际先进水平。截至 2014 年末，公司已形成 90 万吨纸浆、196 万吨纸制品的生产能力。根据中国造纸工业协会的统计数据，当年公司纸制品产量位居国内造纸行业第 5 位。

(2) 研发能力较强

该公司造纸设备先进，研发能力较强，在关键技术领域拥有多项发明专利。公司先后承担多项国家级、省部级重大科研课题项目，多项技术获得国家、省部级奖项。其中，公司制造溶解浆所采用的连蒸连煮工艺处于国际先进水平。2015 年 5 月，“幸福阳光”生活用纸推出“无添加”系列生活用纸，采用“类中国结”纤维缠绕（锁扣）工艺，目前该工艺已经申请发明专利，并通过美国 FDA 食品级鉴定、欧盟 AP 食品级鉴定及清华大学、上海交通大学“无添加”检测鉴定。同时，公司投入大量资金用于污染治理，实施循环经济，目前达到了国际先进水平。

(3) 品牌认可度较高

该公司积极实施品牌战略，2009 年公司被评为中国十佳纸业品牌上榜企业，2011 年公司“金太阳”商标获得国家驰名商标称号。凭借较好的品牌认可度，多年来公司在国内高端包装纸市场、高级文化办公纸市场等领域不断拓展，发展了大量优质稳定客户。

(4) 进一步延伸产业链

该公司积极实施企业的战略调整与转型，从工业用纸向生活用纸、溶解浆等领域拓展，实现产业链上的产品多元化、差异化、价值最大化。2014 年，高档生活用纸项已投产，老挝林浆纸一体化项目、50 万吨低克重高档牛皮箱板纸、30 万吨轻型纸改扩建项目以及 35 万吨天然纤维素循环经济一体化项目均在推进过程中。

(5) 费用控制能力较好，资产获利能力处于行业中上水平

2012-2014 年，该公司期间费用分别为 13.04 亿元、13.14 亿元和 13.27 亿元，期间费用率分别为 12.53%、12.06%和 12.69%，公司期间费用控

制较为得当，期间费用率处于行业已发债企业的中低水平。同期，公司总资产报酬率分别为 6.03%、6.42%和 7.59%，净资产收益率分别为 4.88%、6.37%和 9.64%，资产获利能力处于行业已发债企业的中上水平。

2. 主要风险

(1) 行业景气度仍处于偏弱状态

受经济增速放缓的影响，国内纸及纸板总体消费量增速回落，造纸行业持续呈现产能过剩状态，短时间内难以完全消化过程产能，行业整体盈利水平维持在较低水平。同时，造纸行业受电子书籍、新媒体等的冲击较大。

(2) 公司经营易受国际浆价波动影响

该公司产品定位高端，木浆占生产成本比重较高。目前，木浆主要依赖进口，且市场价格波动较大，因此在公司自制浆产能未提升至理想规模之前，不可避免地要受到国际浆价波动因素影响。

(3) 债务负担较重，且债务结构不尽合理

2012-2014 年末，该公司股东权益与刚性债务比率分别为 48.32%、63.77%和 67.43%，近年来公司股东权益逐年增加，但股东权益对刚性债务的保障程度仍然偏低。同期末，公司短期刚性债务余额分别为 66.10 亿元、56.86 亿元和 59.83 亿元，占刚性债务的比重分别为 71.68%、65.66%和 69.25%，债务期限结构不尽合理。

(4) 在建项目后续投资规模较大，且后续经营存在一定的不确定性

截至 2015 年 9 月末，该公司在建工程概算投资额为 69.65 亿元，已累计投资 31.43 亿元，尚需投资 30.58 亿元，后续投资规模较大。同时，在建项目建设进展及后续经营状况易受公司资金状况、项目所在地政策以及行业环境波动等的影响而具有不确定性。

(5) 外部环境或将对公司经营产生不确定性

近年来，国家提高了造纸行业环保标准，该公司在环保方面将面临更严格的监管。同时，随着公司不断拓展境外市场，国际贸易保护对公司的影响或将逐步凸显。

七、募集资金投向

该公司本期公司债券发行拟募集资金 10.00 亿元，用于调整公司债

务结构。

八、本期债券偿付保障分析

（一）营业毛利逐年增长

2012-2014年，该公司营业毛利分别为14.10亿元、18.45亿元和20.97亿元，受益于上游原材料成本和能源价格的下跌，公司营业毛利呈现增长态势。同期，公司综合毛利率分别为13.55%、16.94%和20.05%。

（二）经营性现金流状况良好，且货币资金较为充裕

2012-2014年，该公司经营性净现金流分别为13.87亿元、14.36亿元和26.08亿元，经营性现金净流入量与短期刚性债务比率分别为20.35%、23.36%和44.70%，逐年增长，经营环节现金流能够对短期刚性债务形成一定覆盖。2012-2014年末，公司货币资金分别为8.65亿元、16.91亿元和14.30亿元，现金比率分别为29.31%、39.74%和32.30%，现金类资产可为公司即期债务偿付提供一定支撑。

（三）融资能力较强

该公司股票在深圳证券交易所上市交易，融资渠道较通畅。同时，公司与多家商业银行建立了良好的合作关系。截至2014年末，公司从各家银行获得的综合授信总额为155.46亿元，尚未使用额度为90.38亿元，未来融资空间仍较大。此外，太阳控股集团可为公司外部融资提供必要的信用支持，使公司融资能力得到进一步提升。

附录一：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2012年	2013年	2014年	2015年 前三季度
资产总额 [亿元]	151.73	158.90	162.93	192.39
货币资金 [亿元]	8.65	16.91	14.30	23.58
刚性债务[亿元]	92.21	86.60	86.39	99.93
所有者权益 [亿元]	44.56	55.22	58.25	70.85
营业总收入[亿元]	104.09	108.95	104.58	79.30
净利润 [亿元]	2.19	3.18	5.47	4.61
EBITDA[亿元]	16.18	17.32	19.76	—
经营性现金净流入量[亿元]	13.87	14.36	26.08	7.63
投资性现金净流入量[亿元]	-10.87	-8.86	-19.74	-10.75
资产负债率[%]	70.63	65.25	64.25	63.17
长期资本固定化比率[%]	147.42	122.01	133.79	119.94
权益资本与刚性债务比率[%]	48.32	63.77	67.43	70.90
流动比率[%]	58.31	74.49	62.28	78.26
速动比率 [%]	39.01	51.50	43.57	59.17
现金比率[%]	29.31	39.74	32.30	40.38
利息保障倍数[倍]	1.34	1.83	2.21	—
有形净值债务率[%]	264.95	203.56	196.99	186.36
营运资金与非流动负债比率[%]	-127.39	-62.45	-104.83	-67.80
担保比率[%]	—	—	—	—
应收账款周转速度[次]	18.19	18.56	15.11	—
存货周转速度[次]	7.10	6.89	6.78	—
固定资产周转速度[次]	1.29	1.40	1.34	—
总资产周转速度[次]	0.69	0.70	0.65	—
毛利率[%]	13.55	16.94	20.05	22.98
营业利润率[%]	1.10	4.40	6.38	6.42
总资产报酬率[%]	6.03	6.42	7.59	—
净资产收益率[%]	4.88	6.37	9.64	—
净资产收益率*[%]	4.50	6.30	8.92	—
营业收入现金率[%]	120.61	120.38	121.65	106.84
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	17.25	18.61	34.64	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	12.98	13.62	25.03	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	3.73	7.12	8.43	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	2.81	5.21	6.09	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.37	3.18	3.57	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.17	0.19	0.23	—

注：表中数据依据太阳纸业经审计的 2012-2014 年及未经审计的 2015 年前三季度财务报表整理计算。

附录二：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计+期末非流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录三：

评级结果释义

本评级机构发行人长期信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力具有最大保障；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响最小。
	AA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力很强；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响很小。
	A 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力较强；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展易受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会产生波动。
	BBB 级	短期债务的支付能力和长期债务偿还能力一般，目前对本息的保障尚属适当；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会有较大波动，约定的条件可能不足以保障本息的安全。
投机级	BB 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较弱；企业经营与发展状况不佳，支付能力不稳定，有一定风险。
	B 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较差；受内外不确定因素的影响，企业经营较困难，支付能力具有较大的不确定性，风险较大。
	CCC 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力很差；受内外不确定因素的影响，企业经营困难，支付能力很困难，风险很大。
	CC 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力严重不足；经营状况差，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素很少，风险极大。
	C 级	短期债务支付困难，长期债务偿还能力极差；企业经营状况一直不好，基本处于恶性循环状态，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素极少，企业濒临破产。

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	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。
投机级	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。

附录四：

跟踪评级安排

根据政府主管部门要求和本评级机构的业务操作规范，在本期评级的信用等级有效期【至本期债券本息的约定偿付日止】内，本评级机构将对其进行持续跟踪评级，包括持续定期跟踪评级与不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，本评级机构将持续关注太阳纸业外部经营环境的变化、影响太阳纸业经营或财务状况的重大事件、太阳纸业履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，以动态地反映太阳纸业的信用状况。

（一）跟踪评级时间和内容

本评级机构对太阳纸业的跟踪评级期限为本评级报告出具日至失效日。

定期跟踪评级将在本期信用评级报告出具后每年太阳纸业经审计的年度财务报告披露日起两个月内出具一次正式的定期跟踪评级报告。定期跟踪评级报告与首次评级报告保持衔接，如定期跟踪评级报告与上次评级报告在结论或重大事项出现差异的，本评级机构将作特别说明，并分析原因。

不定期跟踪评级自本期评级报告出具之日起进行。在发生可能影响本期评级报告结论的重大事项时，太阳纸业应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项。本评级机构及评级人员将密切关注与太阳纸业有关的信息，在认为必要时及时安排不定期跟踪评级并调整或维持原有信用级别。

（二）跟踪评级程序

定期跟踪评级前向太阳纸业发送“常规跟踪评级告知书”，不定期跟踪评级前向太阳纸业发送“重大事项跟踪评级告知书”。

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

本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对债务人、债务人所发行金融产品的投资人、债权代理人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具5个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2015年12月28日





营业执照



注册号 310110000035996
证照编号 10000000201501040043

名称 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

类型 有限责任公司(国内合资)

住所 上海市杨浦区控江路1565号A座103室K-22

法定代表人 朱荣恩

注册资本 人民币3000.0000万元整

成立日期 1992年7月30日

营业期限 1992年7月30日至不约定期限

经营范围 资信服务, 企业资产委托管理, 债券评估, 为投资者提供投资咨询及信息服务, 为发行者提供投资咨询服务。

【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关

2015年01月04日





营业执照

(副本使用)



注册号 310110000035996

证照编号 10000000201501040044

名称 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
 类型 有限责任公司(国内合资)
 住所 上海市杨浦区控江路 1555 号 A 座 103 室 K-22
 法定代表人 朱荣恩
 注册资本 人民币 3000.0000 万元整
 成立日期 1992 年 7 月 30 日
 营业期限 1992 年 7 月 30 日 至 不约定期限
 经营范围 资信服务, 企业资产委托管理, 债券评估, 为投资者提供投资咨询及信息服务, 为发行者提供投资咨询服务。
 【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关



2015 年 07 月 04 日

仅用于评级报告附件，不作他用。



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：朱荣恩

注册地址：上海市杨浦区控江路1555号A座103室K-22

编号：ZPJ003



中国证券监督管理委员会(公章)

2012年11月2日

仅用于评级报告附件，不作他用。

中国人民银行文件

银发[1997]547号

关于中国诚信证券评估有限公司等机构 从事企业债券信用评级业务资格的通知



中国人民银行各省、自治区、直辖市分行，深圳经济特区分行：

为了加强企业债券资信评级工作，总行初步确定以下机构的企业债券资信评级资格：中国诚信证券评估有限公司、大公国际资信评估有限责任公司、深圳市资信评估公司、云南资信评估事务所、长城资信评估有限公司、上海远东资信评估公司、上海新世纪投资服务公司、辽宁省资信评估公司、福建省资信评级委员会。有关事项如下：

一、除中国人民银行总行认可具有企业债券资信评级

仅用于评级报告附件，不作他用。

资格的机构外，其他机构所进行的企业债券信用评级人民银行不予承认。

二、企业债券发行前，必须经人民银行总行认可的企业债券信用评级机构进行信用评级。

三、取得企业债券资信评级资格的评级机构可以在全国范围内从事企业债券信用评级。任何地区和部门不得阻挠其开展工作。

四、总行将另行制定包括企业债券在内的证券评级业务的管理办法。

以上通知，请严格遵照执行。



主题词：金融市场管理 企业债券 评级资格 通知

抄 送：中国诚信证券评估有限公司、大公国际资信评估有限责任公司
内部发送：办公厅、非银行司、银行司、稽核局、条法司

打 字：刘 焱 校 对：卢志城 谢金荣
中国人民银行办公厅

一九九七年十二月十七日印发

企业名称变更核准通知书

沪工商注名变核字第01200407260808号

上海新世纪投资服务有限公司

根据《企业名称登记管理规定》、《企业名称登记管理实施办法》等规定，同意变更企业名称为：

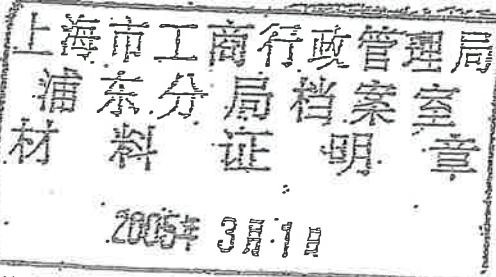
上海新世纪资信评估投资服务有限公司

该企业的注册资本为：1000.0000 万元（人民币）

该企业名称保留期至2005年01月26日。在保留期内，企业名称不得用于经营活动，不得转让。经企业登记机关变更登记，颁发营业执照后企业名称正式生效。



经办人：



附承诺书

许可企业名称：

上海新世纪资产评估有限责任公司，上海新世纪财务管理有限公司

注：1、变更核准的企业名称未到企业登记机关完成变更登记的，通知书规定的有效期满后自动失效。有正当理由，需延长变更核准名称有效期的，申请人应在有效期满前1个月内申请延期。有效期延长时间不超过6个月。

2、名称变更核准时不审查投资人资格和企业变更条件，投资人资格和企业变更条件在企业登记时审查，申请人不得以企业名称已核为由抗辩企业登记机关对投资人资格和企业变更条件的审查。企业登记机关也不得以企业名称已核为由不予审查就准予企业变更登记。

3、根据《企业名称登记管理规定》第五、二十五条规定：登记主管机关有权纠正已登记注册的不适宜的企业名称；两个以上的企业因已登记注册的企业名称相同或者近似而发生争议时，登记主管机关依照注册在先原则处理。

4、变更核准的企业名称中如果含有法律、行政法规规定需报经审批内容，该企业变更登记时，必须提交有关批准文件。如不能提交，不得以本通知核准的企业名称办理变更登记，应另行申请变更企业名称。

5、企业变更登记后，企业登记机关应将本通知书原件存入企业档案。

签收人：

签收日期：2004年8月2日

仅用于评级报告附件，不作他用。

中国保险监督管理委员会文件

保监发〔2003〕133号

关于增加认可企业债券信用评级机构的通知



各保险公司、保险资产管理公司：

根据《保险公司投资企业债券管理暂行办法》（保监发〔2003〕74号）第二条的有关规定，经研究决定，增加上海新世纪投资服务有限公司为保监会认可的信用评级机构。保险公司可以买卖经该公司评级在AA级以上的企业债券。

特此通知



二〇〇三年十月十三日

仅用于评级报告附件，不作他用。



中国证券监督管理委员会

证监机构字[2007]250号

关于核准上海新世纪资信评估投资服务有限公司从事证券市场资信评级业务的批复

上海新世纪资信评估投资服务有限公司：

你公司报送的《上海新世纪资信评估投资服务有限公司关于证券市场资信评级业务许可的申请》（沪新信评（总）[2007]19号）及相关文件收悉。根据《证券法》、《证券市场资信评级业务管理暂行办法》（证监会令50号）的有关规定，经审查，现批复如下：

- 一、核准你公司从事证券市场资信评级业务。
- 二、你公司应当严格按照《证券法》、《证券市场资信评级业务管理暂行办法》的规定，开展证券市场资信评级业务。

三、你公司应当自本批复下发之日起30个工作日内，到我会领取《证券市场资信评级业务许可证》，并依法办理工商变更登记。

四、你公司应当依据《公司法》及本批复修改公司章程，并报我会备案。

五、你公司在开展证券市场资信评级业务过程中，遇到重大问题，应当及时向我会报告。



主题词：证券市场 资信评级 批复

抄送：国家工商总局，中国人民银行，上海证监局，上海、深圳专员办，各证券、期货业协会，中国证券登记结算公司，中国证券业协会。

分送：会领导。发行部，公众公司办，市场部，机构部，上市部，基金部，期货部，稽查一局，稽查二局，法律部，会计部，国际部，存档。

证监会办公厅

2007年10月9日印发

打字：祖晓光

校对：张倩

共印40份

仅用于评级报告附件，不作他用。



中国银行间市场交易商协会

National Association of Financial Market Institutional Investors

地址：北京市西城区金融大街甲9号金融街中心16层 (100033)
Address: 16/F, Financial Street Center, 9A Financial Street, Xicheng District, Beijing 100033, P.R. China
电话/Tel: 86 10 66539000 传真/Fax: 86 10 66539100
网址/Web: www.nafmi.org.cn

仅用于评级报告附件，不作他用。

中国银行间市场交易商协会 2012年度会员会费缴纳通知

各常务理事会员单位：

中国银行间市场交易商协会 2012 年度会费收缴工作现已开始。根据《中国银行间市场交易商协会章程》和《中国银行间市场交易商协会会员管理规则》及会费收缴标准，贵单位是金融机构常务理事会员单位，应于 2012 年 3 月 31 日前缴纳本年度会费伍拾伍万元整。

请贵单位按照下列信息缴纳会费，并及时登录会员信息管理系统 (<http://114.255.185.136>) 填写会费缴纳回执。若汇款后一个月未收到会费收据，请及时与我们联系。

账户名称：中国银行间市场交易商协会

开户银行：招商银行北京金融街支行

账号：866580226510001

联系人：李雅心 010-66539036

宁洁 010-66539121



仅用于评级报告附件，不作他用

中华人民共和国 组织机构代码证

代 码: 13220672-1



机构名称: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

机构类型: 企业法人

地 址: 上海市杨浦区控江路1555号A座103室K-22

有 效 期: 自二〇一三年四月二十二日到二〇一七年四月十八日截止

颁发单位: 上海市质量技术监督局

登 记 号: 沪质管字104102709067

说 明

1. 中华人民共和国组织机构代码是组织机构在中华人民共和国境内唯一的，始终不变的法定代码标识，《中华人民共和国组织机构代码证》是组织机构代码法定代码标识的凭证，分正本和副本。
2. 《中华人民共和国组织机构代码证》不得出租、出借、冒用、转让、伪造、变造、非法买卖。
3. 《中华人民共和国组织机构代码证》登记项目发生变化时，应向发证机关申请变更登记。
4. 各组织机构应当按照有关规定，接受发证机关的年度检验。
5. 组织机构依法注销、撤销时，应向原发证机关办理注销登记，并交回全部代码证。



中 华 人 民
共 和 国

国家质量监督检验检疫总局

年 检 记 录

年 月 日	年 月 日	年 月 日	年 月 日

NO.2012 4072081



全国性社会团体费统一票据



No 1401151895

国财 01402

交款单位或个人：上海新世纪资信评估投资服务有限公司 2011年 1月 20日

项目编码	项目名称	单位	标准	数量	金 额								
					百	十	万	千	百	十	元	角	分
	会费					55	0	0	0	0	0	0	
金额合计 (小写)						¥	55	0	0	0	0	0	
金额合计 (大写)							伍拾伍	万	仟	伍	拾	元	角 分

第二联 收据

收款单位 (盖章):

收款人 (章):

支票号:



关于认可 7 家信用评级机构能力备案的公告

仅用于评级报告附件，不作他用

保监公告（2013）9 号

根据《中国保监会关于加强保险资金投资债券使用外部信用评级监管的通知》（保监发〔2013〕61 号）的规定，中国保监会对下列 7 家信用评级机构能力认可的备案材料进行了评估，现予以公告。

具体名单如下（按公司名称字母顺序排列）：

大公国际资信评估有限公司

东方金诚国际信用评估有限公司

联合信用评级有限公司

联合资信评估有限公司

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

中诚信国际信用评级有限责任公司

中诚信证券评估有限公司

上述信用评级机构承诺接受中国保监会的持续监管及行业协会的自律管理，配合中国保监会对相关信用评级业务的询问和检查，依规履行报告义务。

中国保险监督管理委员会

二〇一三年十月九日



中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名：钱进

性别：男

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

编号：R0070212090001

证书取得日期 2012-09-26

证书有效截止日期 2016-12-31

仅限于山东太阳纸业股份有限公司公开发行2016年公司
债券(第一期)使用



2015年04月21日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名: 康芳华

性别: 女

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

编号: R0070215100001

证书取得日期 2015-10-05

证书有效截止日期 2017-12-31

仅限于山东太阳纸业股份有限公司公开发行2016年公司债(簿记)簿记使用



2015年11月02日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。