



远东资信评估有限公司
Fareast Credit Rating Co., Ltd.

广西金桂浆纸业有限公司

2025 年跟踪评级报告

远东跟踪 (2025) 0052 号

2025 年 06 月



www.sfecr.com

北京市东直门南大街 11 号中汇广场 B 座 11 层

上海市大连路 990 号海上海新城 9 层

服务资本市场 助力信用中国

声 明

本次评级为评级对象委托评级。除因本次评级事项使远东资信与评级对象构成受托委托关系外，远东资信及本次评级分析师与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

远东资信及本次评级分析师已履行尽职调查与诚信尽责的义务，保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。远东资信依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，远东资信对评级信息进行审慎分析，但对相关信息的真实性、准确性和完整性不作任何保证。远东资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

远东资信出具的评级结论是根据远东资信信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织及个人的影响改变评级意见。

本次评级结果在本评级报告出具之日起一年内有效，在有效期限内，远东资信拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

本评级报告对评级对象信用状况的表述和判断仅供相关决策参考，并非某种决策的结论和建议。远东资信不对任何投资者使用本评级报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级对象使用本评级报告或将本评级报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

未经远东资信书面同意，本评级报告及评级结果不得用于其他债券的发行。远东资信对本评级报告的未授权使用、超越授权使用或不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

广西金桂浆纸业有限公司 2025 年跟踪评级报告

本次评级结果	评级时间：2025.06.27		
主体信用等级	AA ⁺	评级展望	稳定

评级观点

跟踪期内，广西金桂浆纸业有限公司（以下简称“公司”或“广西金桂”）仍为金光纸业（中国）投资有限公司（以下简称“金光纸业”）在中国布局的浆纸一体化重要生产基地之一，继续保持其在行业地位、销售及采购成本等方面的综合竞争优势；2024 年，公司白卡纸产销量仍进一步增长。远东资信同时关注到，跟踪期内，公司盈利能力承压、短期偿债压力加重、关联交易占比较高因素可能对公司基本信用面造成一定不利影响。

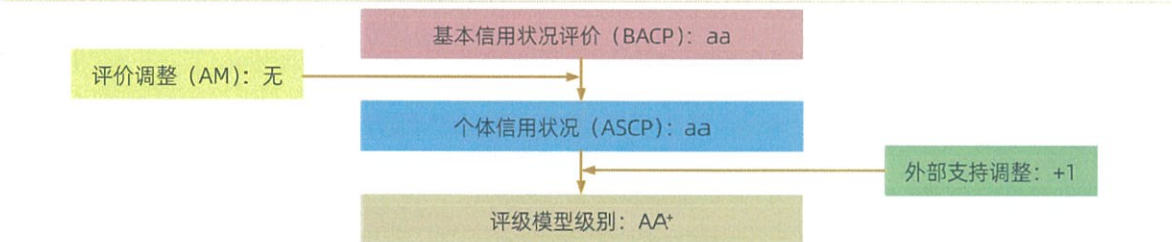
主要优势与关注	优势	关注
	较高市场知名度。 跟踪期内，公司仍为金光纸业在中国布局的浆纸一体化重要生产基地之一，主营白卡纸和纸浆的生产与销售，其生产的白卡纸产品仍在国内保持较高市场知名度。	盈利能力承压。 跟踪期内，国内白卡纸价格仍处于历史低位，纸浆价格亦下行，公司白卡纸及纸浆业务毛利率下降，盈利能力承压。
	白卡纸产能优势。 跟踪期内，公司白卡纸产能仍居国内前列，且随着公司生产技术的改进及销售结构调整，公司白卡纸产销量进一步提升。	短期偿债压力较大。 跟踪期内，公司债务规模仍较大，且非受限货币资金对短期债务的覆盖程度不足，仍面临较大的短期偿债压力。
	销售及采购成本优势。 跟踪期内，公司仍依托金光纸业体系在国内外的销售网络及统一采购体系进行销售和采购，可一定程度节约公司销售及采购成本。	关联交易占比较高。 受业务模式影响，公司销售及采购仍以关联交易为主，资产中各类应收款占比仍较大，对营运资金形成一定占用；此外仍需关注公司关联交易定价公允性。

评级展望

广西金桂浆纸业有限公司的主体评级展望为稳定。公司作为金光纸业在中国布局的浆纸一体化重要生产基地之一，继续保持其在行业地位、销售及采购成本等方面的综合竞争优势，可得到股东金光纸业的稳定支持。

评级模型

工商企业通用信用评级方法与模型（FECR-GSTY-V03-202503）
外部支持专项评价方法（FECR-WBZC-V02-202407）



模型评估与调整说明：受评企业的评级模型级别在个体信用状况的基础上考虑外部支持调整得到。其中个体信用状况综合反映了基本信用状况评价以及个体相关的评价调整因素，外部支持主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。

主要财务数据及指标（人民币：亿元）

项目	2022	2023	2024	2025.3
资产总额	370.64	361.21	362.55	368.96
所有者权益	177.13	188.54	196.64	198.67
总债务	122.77	147.29	142.90	145.48
营业收入	163.97	136.92	113.87	26.59
净利润	11.13	11.40	8.16	2.03
EBITDA	21.75	24.86	21.21	--
营业利润率(%)	7.51	8.92	8.00	8.87
资产负债率(%)	52.21	47.80	45.76	46.15
总债务资本化比率(%)	40.94	43.86	42.09	42.27
EBITDA 利息保障倍数(倍)	4.41	4.71	4.44	--
总债务/EBITDA(倍)	5.65	5.93	6.74	--

数据来源：公司 2022~2024 年审计报告及 2025 年 3 月未经审计合并财务报表。

历史评级信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组	评级方法/模型	评级报告
--	--	--	--	--	--

项目组成员

联系方式

万骏飞	wanjunfei@fecr.com.cn	电 话：	010-57277666	021-65100651
余智跃	yuzhiyue@fecr.com.cn	网 址：	www.sfecr.com	
		地 址：	北京市东直门南大街 11 号中汇广场 B 座 11 层 上海市大连路 990 号海上海新城 9 层	

一、跟踪评级原因

根据行业惯例和相关法规要求，远东资信评估有限公司（以下简称“远东资信”）对广西金桂浆纸业有限公司（以下简称“公司”或“广西金桂”）主体进行跟踪评级。本次评级为定期跟踪评级。

二、运营环境

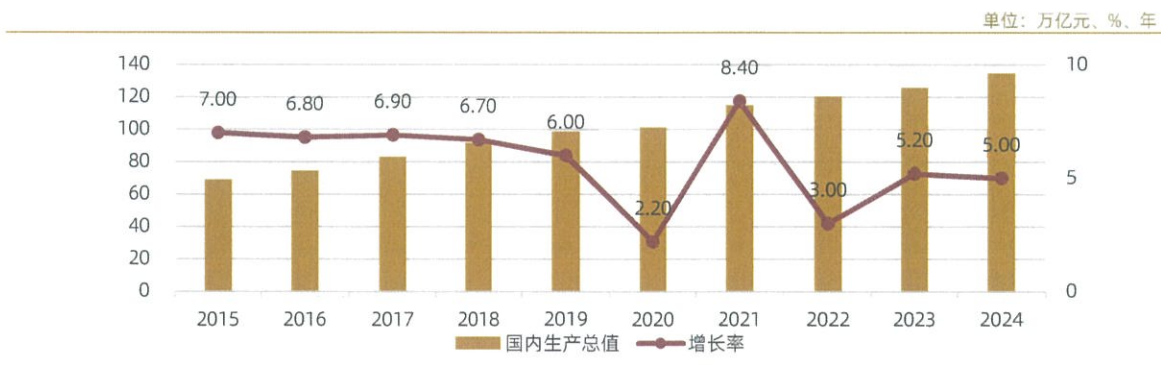
2024年中国经济运行韧性较强，顺利实现年度预期增长目标；随着逆周期调节力度加大以及增量政策组合效应持续释放，2025年中国经济稳中有进的基本面不会改变

2024年中国经济运行总体平稳，并呈现出较强的韧性，四个季度的经济运行节奏呈“U型”走势。其中，在内需偏弱的拖累下，二、三季度经济运行边际走弱，但在7月及9月中央政治局会议两次加力部署增量政策的支撑下，四季度我国宏观经济显著回升，同比增长5.4%，相较三季度加快0.8个百分点。在四季度宏观经济稳中有升的过程中，消费和服务业回升势头更强，或表明经济产需两端的正向循环趋势正在逐步确立。从宏观经济运行的主要经济指标来看，2024年中国经济运行体现出以下特征：一是工业与服务业生产保持韧性，高技术相关的生产增速较高；二是固定资产投资内部分化，出口对于制造业投资形成了较强拉动；三是价格水平总体偏低，但核心CPI好转反映出内需边际改善；四是企业、居民、政府三大主体收入状况皆有一定好转。

我国宏观经济运行稳中有进，但也面临着多重风险挑战。从外部环境来看，全球地缘形势动荡，大国博弈压力不减，全球经济与贸易运行依然面临较大不确定性。从内部经济运行来看，国内需求不足的问题尚待进一步缓解，部分企业生产经营存在一定困难，经济结构调整与新旧动能转换过程中的阵痛仍存。在此背景下，2025年宏观经济政策将加大逆周期调节，财政政策将在赤字率调升、特别国债扩大、专项债扩围等多个层面发力提效，货币政策将通过呵护流动性合理充裕、引导实体融资成本进一步下行等措施持续推动“宽信用”。

随着逆周期调节力度加大以及增量政策组合效应持续释放，2025年中国经济稳中有进的基本面不会改变。从中长期来看，二十届三中全会对进一步全面深化改革做出系统部署，改革开放进一步深化有助于提升中国经济运行的全要素生产率，加之新质生产力持续蓄能并在经济社会发展过程中的贡献率提升，中国式现代化建设仍有强大动能与势能，中国经济长期向好的基本面也没有改变。

图表1：2015~2024年我国国内生产总值及增长率



资料来源：国家统计局，远东资信整理

2024年，中国造纸行业产量保持增长；白卡纸市场需求疲软，供给压力较大，年末白卡纸销售价格降至历史低位；受纸浆库存较高以及国内龙头纸厂浆纸一体化布局持续推进等因素影响，国内市场纸浆需求整体较弱，阔叶浆价格持续下滑

作为我国重要的基础原材料工业之一，造纸行业主要产品包括文化用纸（未涂布印刷纸、涂布印刷纸和新闻纸等）、包装用纸（白卡纸、白纸板、箱板纸和瓦楞纸等）、生活用纸（卫生纸和纸巾等）和特种纸，其中文化用纸和包装用纸的产值在造纸业

总产值中占比较高，且产品涉及国民经济的各个领域，因此造纸行业景气度基本跟随宏观经济周期波动，具有较强的周期性特征。

从生产和消费情况看，2024年中国造纸行业产量整体保持增长；据中国造纸协会统计，2024年，制浆造纸及纸制品全行业完成纸浆、纸及纸板和纸制品生产合计29,593万吨，同比增长1.56%；其中，纸及纸板产量13,625万吨，较上年增长5.09%；纸浆产量9,454万吨，较上年增长7.15%；纸制品产量6,514万吨，较上年下降11.39%。2024年，全行业营业收入完成1.46万亿元，同比增长3.88%；实现利润总额520亿元，同比增长5.23%。

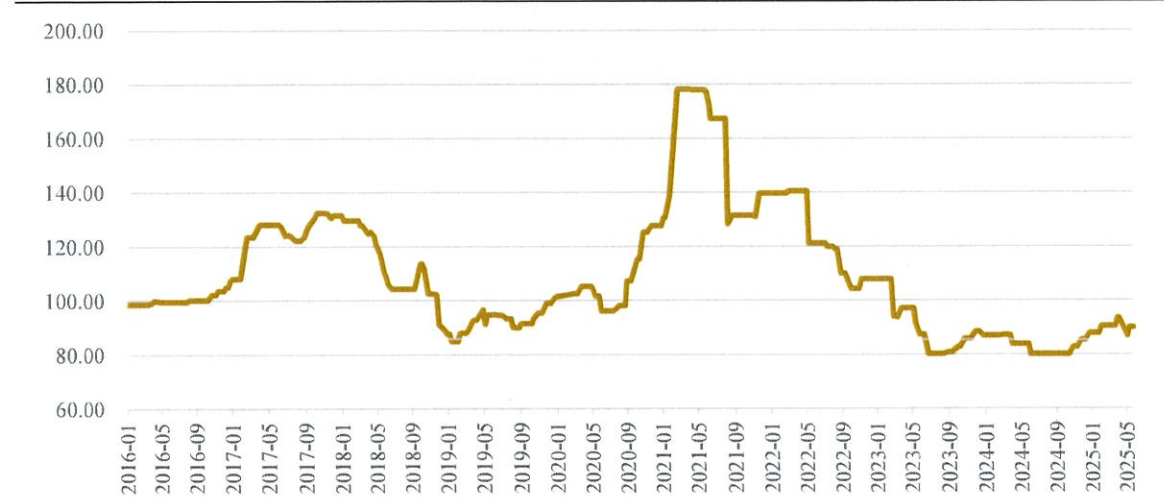
图表2：2024 年我国纸浆、纸及纸板和纸制品生产和消费情况

产品	生产量		消费量	
	数值	增速	数值	增速
纸及纸板	13,625	5.09	13,634	3.56
纸浆	9,454	7.15	12,415	4.34
纸制品	6,514	-11.39	5,885	-13.75
合计	29,593	1.56	31,934	--

资料来源：《中国造纸工业 2024 年度报告》，远东资信整理

从具体产品看，包装纸产品在造纸业总产值中占比较高，主要包括箱板纸、瓦楞纸和白卡纸，其中，箱板纸和瓦楞纸为普通包装用纸，受消费市场景气度影响较大。白卡纸属于较为高档的包装用纸，其下游需求集中在食品、烟酒类、医药、服装和化妆品等行业；白卡纸作为浆系纸品，产能主要集中于行业龙头，其市场话语权较大。受市场需求疲软等因素影响，供需结构不匹配，2024年白卡纸价格持续下行，下半年呈旺季不旺态势，年末价格行至近年低点；四季度受“晨鸣停产”事件¹等因素影响，供给端压力有所缓解，2025年上半年龙头企业亦开启涨价序幕。整体来看，白卡纸市场仍处于供大于求状态。

图表3：近年来我国白卡纸价格指数



资料来源：Wind，远东资信整理

从成本端来看，文化纸和白卡纸原料以木浆为主，受制于全球林木资源分布不均影响，以巴西、加拿大、美国和印尼等林木资源丰富的国家掌握了主要的木浆产能。我国森林覆盖率低，林木资源较少，大型造纸企业多采购进口木浆，进口依赖度高；随着国内企业积极布局浆纸一体化生产，国内浆品产量有所增长，2024年，我国进口木浆消耗量占比49.50%，较2022年下降4.93个百分点，进口依存度有所下降。木浆价格方面，进入2024年，木浆价格呈现先涨后跌趋势，具体来看，针叶浆受海外工厂供给下降影响，价格较为坚挺；但2024年下半年，受产业链纸浆库存较高以及国内龙头纸厂浆纸一体化布局持续推进等因素，

¹ 山东晨鸣纸业集团股份有限公司 2024 年 11 月 19 日公告称，截至该公告披露日，其寿光基地 1 条白卡纸生产线、1 条文化纸生产线和 1 条铜版纸生产线、湛江基地化学浆生产线、1 条文化纸生产线和 1 条白卡纸生产线、江西基地及吉林基地临时停产，停机浆、纸产能 703 万吨，占总产能的 71.7%，影响月度浆纸产量约 58 万吨、纸销量约 35 万吨。

国内市场纸浆需求整体较弱，阔叶浆价格持续下滑，2024年末价格降至低位。

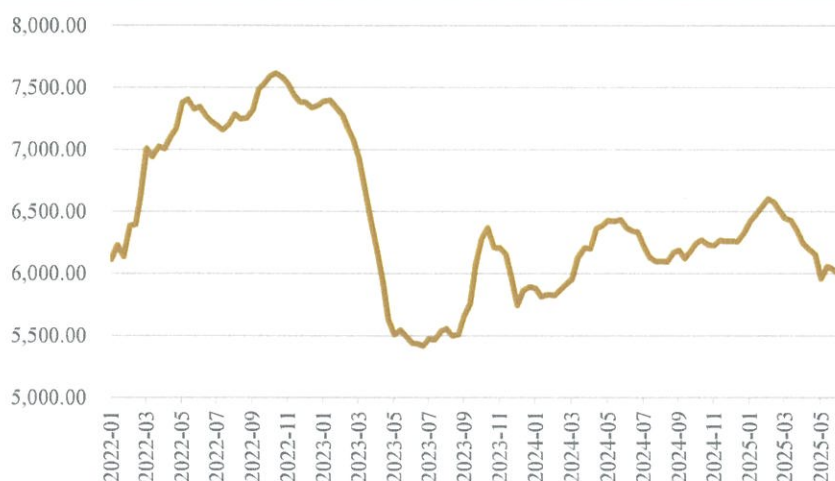
图表4：近年我国纸浆现货价格指数走势（2013年1月1日=100）



资料来源：Wind，远东资信整理

图表5：2022年以来国内纸浆（进口针叶浆）市场价

单位：元/吨



资料来源：Wind，远东资信整理

三、业务运营

跟踪期内，公司仍为金光纸业旗下纸浆和白卡纸产品重要的生产型企业之一，主要依托金光纸业体系内采购、销售等资源开展业务，产销量进一步提高；但受市场景气度影响，白卡纸及纸浆产品价格下降，致使公司收入规模下滑，盈利水平承压

作为金光纸业旗下白卡纸和纸浆产品重要的生产型企业之一，跟踪期内，公司仍主要从事白卡纸和纸浆的生产和销售。生产方面，2024年，公司不断改进生产技术，白卡纸及纸浆产量仍小幅增加；但受白卡纸及纸浆销售价格下降影响，公司当年白卡纸及纸浆销售收入均有所下滑。为应对下游市场需求疲软及提升公司经营利润，依托Asia Pulp & Paper Co., Ltd（以下简称“APP”）以及金光纸业在国内外成熟的销售网络，跟踪期内公司调整了白卡纸及纸浆销售结构，提升了毛利率较高的来料加工

业务比重，当年实现来料加工业务合计28.99亿元，同比增长43.65%。此外，公司压缩产品贸易业务规模，2024年该业务收入大幅下降。综合上述因素影响，2024年公司实现营业收入113.87亿元，同比下降16.83%。

2024年，虽然毛利较高的来料加工业务收入占比进一步提升，但受行业周期及下游市场持续疲软影响，公司白卡纸和纸浆销售价格较上年仍有所下降，其中白卡纸毛利率同比下降2.47个百分点至17.88%，纸浆毛利率同比下降15.66个百分点至14.38%；同期，产品贸易业务毛利率仍处于很低水平；受市场价格变动等综合因素影响，以公司本部材料出售及子公司业务收入为主的其他业务毛利率有所提升。受毛利率低的产品贸易业务收入占比降低影响，2024年公司综合毛利率同比上升0.11个百分点至17.67%。

2025年1~3月，公司实现营业收入26.59亿元，综合毛利率为18.71%。

图表6：公司营业收入构成及毛利率情况

业务板块	2022 年		2023 年		2024 年		2025 年 1~3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
白卡纸	99.57	22.28	102.05	20.35	94.10	17.88	21.32	18.69
纸浆	9.59	19.58	8.40	30.04	6.81	14.38	1.57	13.05
产品贸易	26.43	0.15	13.62	0.16	1.20	0.18	--	--
其他	28.38	-0.77	12.84	5.67	11.77	19.72	3.69	21.24
合计	163.97	14.56	136.92	17.56	113.87	17.67	26.59	18.71

资料来源：公司提供，远东资信整理

原材料采购

跟踪期内，公司生产所需原材料仍由金光纸业统一采购，主要包括原木、木片、木浆、双氧水等，其中生产白卡纸所需木浆除公司自有浆产线供给的化机浆外，还包括外购化学浆和长纤浆。2024年，原木及木片价格较上年略有上浮，木浆价格有所下降；公司白卡纸自营销售业务规模缩减，原木、木片及木浆等原材料自营采购需求下降，相应采购量有所减少。

图表7：近年公司主要原材料采购情况

产品名称		2022 年	2023 年	2024 年
原木	采购量	84.28	90.59	88.19
	采购均价	700.00	644.39	648.51
	采购总额	5.90	5.84	5.72
木片	采购量（万湿吨）	187.27	151.14	147.91
	采购均价	601.61	517.12	520.74
	采购总额	11.27	7.82	7.70
木浆	采购量	74.65	82.03	70.28
	采购均价	5,035.56	4,693.71	4,490.05
	采购总额	37.59	38.50	31.55
煤	采购量	143.62	125.51	183.86
	采购均价	919.45	662.73	576.63
	采购总额	13.20	8.32	10.60

资料来源：公司提供，远东资信整理

结算方面，公司与供应商之间仍主要以公司开具银行承兑汇票和客户支付的银行承兑汇票背书方式结算，少量货款以现金结算，账期一般在6个月左右；但跟踪期内，公司为降低融资成本，减少了票据支付规模。从前五大供应商情况看，2024年，公司向前五供应商采购金额合计43.15亿元，占采购总额比例为51.93%，前五供应商集中度较高。

公司生产所需原材料仍由母公司金光纸业统一采购，受此影响，公司向关联方采购占比仍相对较高，2024年，公司向关联方购买商品、采购服务金额合计21.67亿元，占比营业成本23.12%，但较2023年有所下降；公司关联采购商品主要包括木浆、

煤炭和原木等，采购价格主要依据市场公允定价。

图表8：2024 年公司前五大供应商情况

单位：亿元、%

供应商名称	供应产品	采购金额	采购金额占比	是否为关联方
供应商一	木浆木片	13.25	15.94	否
供应商二	木浆	11.86	14.27	否
供应商三	木浆、煤炭	9.78	11.76	是
供应商四	电	4.53	5.45	否
供应商五	木浆	3.74	4.50	否
合计	--	43.15	51.93	--

资料来源：公司提供，远东资信整理

生产与销售

跟踪期内，公司白卡纸仍由PM1和PM2两台纸机生产，年产能合计190.00万吨，白卡纸产能仍居国内前列。公司主要采取订单生产的方式来安排生产计划，在近两年下游需求下降的情况下，公司调整生产销售政策，依托母公司金光纸业渠道开展的用于出口外销的来料加工业务规模有所增长。跟踪期内，公司生产线仍基本满负荷运转，2024年，得益于生产线技术改进等因素，运营效率有所提高，公司白卡纸产能利用率进一步提升至140.02%，合计实现产量266.03万吨，同比增长8.75%；其中，用于内销的自营白卡纸产量为180.05万吨，同比下降8.33%；用于出口外销的来料加工白卡纸产量为85.98万吨，同比增长78.79%。跟踪期内，公司依据销售政策调整了生产产品结构，来料加工白卡纸产量大幅增加。

跟踪期内，公司纸浆仍主要由技改扩产后的1号、2号和3号三台纸浆机生产，产能合计100.00万吨/年。2024年，公司纸浆产能利用率提升至138.18%，合计实现产量138.18万吨，同比增长4.76%。公司生产的纸浆部分用于白卡纸的生产自用，剩余部分对外销售，跟踪期内，用于来料加工业务的纸浆产量亦增幅较大。

图表9：近年公司白卡纸与纸浆生产情况

单位：万吨/年、万吨、%

白卡纸	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1~3 月
全年设计产能	190.00	190.00	190.00	--
产量	自营	186.95	196.42	180.05
	来料加工	44.18	48.09	85.98
	进料加工	2.89	0.12	--
	合计	234.02	244.63	266.03
产能利用率（合计）	123.17	128.75	140.02	--
纸浆	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1~3 月
全年设计产能	100.00	100.00	100.00	--
产量	自营	112.47	124.83	107.73
	来料加工	16.83	7.06	30.45
	合计	129.30	131.90	138.18
产能利用率（合计）	129.30	131.90	138.18	--

注：纸浆生产自营部分包括后续用于白卡纸生产及对外销售。

资料来源：公司提供，远东资信整理

跟踪期内，公司白卡纸及纸浆的销售仍主要依托APP及金光纸业在国内外的销售网络进行销售，其中用于出口的来料加工业务增幅很大。来料加工业务仍主要通过关联贸易公司金东贸易（香港）有限公司（以下简称“金东香港”）等进行销售，2024年，来料加工业务中纸浆销量亦有所提升。

图表10: 近年公司白卡纸和纸浆销售情况

单位: 万吨、元/吨、%

白卡纸		2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1~3 月
销量	内销	172.51	206.63	182.59	36.72
	来料加工	45.92	46.80	84.05	26.04
	进料加工	2.69	0.24	--	--
	合计	221.13	253.66	266.63	94.01
销售均价	内销	4,861	3,965	3,610	3,360
	来料加工	2,883	4,266	3,353	3,451
	进料加工	9,165	6,841	--	--
产销率 (合计)		94.49	103.69	100.23	94.01
纸浆		2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1~3 月
销量	内销	25.84	22.67	19.57	4.19
	来料加工	0.61	0.82	3.08	1.50
	合计	26.46	23.49	22.65	5.69
销售均价	内销	3,655	3,610	3,065	2,793
	来料加工	2,397	2,628	2,626	2,654
产销率 (合计)		20.46	17.81	16.39	16.41

注: 销售价格为不含税单价。

资料来源: 公司提供, 远东资信整理

白卡纸销售方面, 2024年, 公司白卡纸销量共计266.63万吨, 较上年增长5.11%, 白卡纸整体销售规模进一步扩大, 但受行业周期变化、市场供给增加及下游需求不足等因素综合影响, 公司白卡纸国内外销售价格均持续下降, 当年销售收入较上年有所下滑。但因来料加工外销白卡纸的吨销售利润较高, 公司为提升经营利润, 调整销售结构, 2024年白卡纸来料加工外销量增长79.59%至84.05万吨, 占白卡纸销量比重提升至31.52%, 当年实现业务收入28.18亿元, 同比增长41.14%。

纸浆销售方面, 公司生产的纸浆大部分用于白卡纸的生产自用, 剩余部分用于对外销售²。2024年, 随着白卡纸整体生产规模持续扩大, 公司纸浆自用比例进一步提升, 纸浆销量同比下降3.58%至22.65万吨, 其中纸浆来料加工销量提升至3.08万吨。跟踪期内, 纸浆销售价格随下游纸品价格传导而下滑, 综合上述因素整体影响, 2024年公司纸浆收入规模减少至6.81亿元。

图表11: 近年白卡纸及纸浆业务收入明细

单位: 亿元、%

业务名称	2022 年		2023 年		2024 年		2025 年 1~3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
白卡纸收入								
自营 (内销)	83.86	84.22	81.93	80.28	65.92	70.05	12.34	57.85
来料加工	13.24	13.30	19.97	19.56	28.18	29.95	8.99	42.15
进料加工	2.47	2.48	0.16	0.16	--	--	--	--
合计	99.57	100.00	102.05	100.00	94.10	100.00	21.32	100.00
毛利率								
自营 (内销)	20.45		13.21		8.78		3.01	
来料加工	31.98		49.71		39.15		40.22	
进料加工	32.38		13.94		--		--	
白卡纸毛利率	22.28		20.35		17.88		18.69	
纸浆收入								
自营 (内销)	9.44	98.47	8.18	97.43	6.00	88.11	1.17	74.66
来料加工	0.15	1.53	0.22	2.57	0.81	11.89	0.40	25.34
合计	9.59	100.00	8.40	100.00	6.81	100.00	1.57	100.00
毛利率								
自营 (内销)	19.38		29.70		10.59		1.79	
来料加工	32.72		42.92		42.42		46.22	
纸浆毛利率	19.38		29.70		14.38		13.05	

数据来源: 公司提供, 远东资信整理

² 部分少量纸浆为库存及管道留存等。

结算方面，公司白卡纸及纸浆销售日常结算方式大部分仍以票据为主，国内销售以现金、银行承兑汇票等形式为主，账期一般为3~6月，部分为预收，出口销售仍以外汇即期结算为主。从前五大客户来看，2024年，公司前五大客户销售金额合计为97.77亿元，占当期公司主营业务收入比重95.75%，前五大客户集中度较高，主要包括关联销售公司宁波金光纸业贸易有限公司（以下简称“宁波金光贸易”）和金东香港等。

为统筹各子公司的销售，避免同业竞争，母公司金光纸业建立了覆盖全国的销售体系，由销售公司根据客户需求下达生产订单给各生产公司，生产公司产品制造完毕后，先销往销售公司，再由销售公司直接面向经销商或客户销售。受APP以及金光纸业统一销售安排的业务模式影响，公司关联方销售占比仍较高。2024年，公司向关联方销售商品及提供来料加工业务金额合计97.65亿元，占营业收入的比重为85.75%。公司关联销售价格基本基于市场定价原则确定。

图表12：2024年公司前五大客户销售情况

单位：万吨、亿元、%

客户名称	销售产品	销售金额	销售金额占比	是否为关联方
客户一	工业用纸	65.08	63.74	是
客户二	来料加工费	28.24	27.66	是
客户三	纸浆	2.16	2.11	否
客户四	纸浆	1.20	1.18	否
客户五	纸浆	1.09	1.07	否
合计	--	97.77	95.75	--

注：销售金额占比=对客户销售金额/当期公司主营业务收入

资料来源：公司提供，远东资信整理

重大投资项目分析-在建扩产项目

截至2024年末，公司在建扩产项目共2个，即金桂二期项目的年产180万吨高档纸板扩建项目和75万吨化机浆扩建项目。其中，年产180万吨高档纸板扩建项目累计已投资39.90亿元，其中第一条生产线PM2纸机已于2022年初投产，第二条生产线PM3纸机受拆迁及市场供需等因素影响，预计投产时间将有所延后；年产75万吨化机浆扩建项目累计已投资2.43亿元，其中对1~3号浆生产线的共25万吨技改已完成，新建50万吨4号浆线仍在建设中。金桂二期第二条纸机生产线完工投产后将进一步提高公司白卡纸产能。

此外，公司还规划了金桂三期项目，包含200万吨浆和100万吨白卡纸产能，计划总投资283.27亿元，目前尚处前期工作中。

图表13：截至2024年末公司在建扩产项目情况

单位：亿元

项目名称	开工时间	计划总投资	已投资	预计投产时间
年产180万吨高档纸板扩建项目	2019.9	87.79	39.90	第一条生产线（PM2）：2022年初已投产 第二条生产线（PM3）：预计2026年试产
年产75万吨化机浆扩建项目	2022.5	21.58	2.43	预计2026年完工
合计	-	109.37	42.33	-

资料来源：公司提供，远东资信整理

从经营效率指标看，2024年，公司采取减少库存压降存货政策，存货周转效率有所提升。

图表14：近年公司资产周转情况

单位：次

指标	2022年	2023年	2024年
应收账款周转次数	4.24	2.46	1.58
存货周转次数	8.08	7.17	9.91
总资产周转次数	0.48	0.37	0.31

资料来源：公司提供，远东资信整理

产品贸易及其他业务

公司产品贸易业务主要由子公司金桂贸易（香港）有限公司（以下简称“金桂香港”）负责经营，贸易商品主要包括纸浆及原材料等。2024年，公司继续压降产品贸易业务规模，当年实现收入仅1.20亿元，同比下降91.18%，毛利率为0.18%。

其他业务仍主要为公司本部的材料出售等业务。2024年，公司实现其他业务收入11.77亿元，同比下降8.33%，主要系材料出售规模减少等所致；同期，公司其他业务毛利率提升较多，主要系受市场价格等综合因素影响材料出售等业务利润有所增加所致。

四、财务分析

本次财务分析的基础为由安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留意见的公司2022~2024年审计报告及2025年3月未经审计合并财务报表。跟踪期内，公司新增设立1家子公司广西金钦浆纸业有限公司，截至2025年3月末，公司合并范围内子公司共计3家。

跟踪期内，公司债务规模仍较大，且非受限货币资金对短期债务的覆盖程度较低，短期偿债压力较大；以关联销售为主的业务模式使得公司资产中各类应收款占比较大，对其营运资金形成占用；此外，受白卡纸及纸浆市场景气度影响，公司盈利水平仍承压

资产质量

跟踪期内，公司资产总额较上年末变化不大，仍以流动资产为主。

图表15：公司资产构成情况

单位：亿元				
项目	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
货币资金	57.69	63.51	59.57	67.96
应收票据	2.64	11.12	13.55	8.05
应收账款	47.23	50.15	69.28	65.21
预付款项	44.85	32.47	29.38	31.53
其他应收款	24.19	23.83	19.19	23.49
存货	21.20	10.30	8.61	10.29
流动资产合计	200.01	193.73	202.43	210.94
长期股权投资	10.04	10.92	11.29	11.29
固定资产	135.85	145.10	138.80	137.07
非流动资产合计	170.64	167.48	160.13	158.02
资产总额	370.64	361.21	362.55	368.96

资料来源：公司 2022~2024 年审计报告及 2025 年 3 月未经审计合并财务报表，远东资信整理

公司流动资产仍主要由货币资金、应收票据、应收账款、预付款项、其他应收款及存货构成。2024年末，公司货币资金较上年末有所下降，其中受限货币资金42.88亿元，受限比例很高，主要系用于开立保函、信用证、银行承兑汇票的保证金等；应收票据小幅增至13.55亿元，全部用于短期借款质押；公司应收账款主要系白卡纸销售货款及来料加工业务应收加工费，2024年末余额大幅增长，主要系当年公司调整业务结构，来料加工业务规模增加，应收加工费增长所致，公司应收账款账龄主要集中在1年以内，其中前五大余额合计64.97亿元，占全部应收账款的93.53%，集中度很高，受公司销售模式影响，应收方以关联销售企业为主；受原木、木片、木浆等原材料备货减少影响，2024年末公司预付款项有所下降；公司其他应收款以应收关联方的往来款为主，2024年末账面价值降至19.19亿元，账龄主要集中于1~2年，其中对母公司金光纸业其他应收款账面余额16.85亿元，占全部其他应收款的87.77%，集中度仍较高，主要系跨境资金集中运营管理款项。公司存货主要为原木、木浆等原材料，以及制浆造纸的半成品和产成品，跟踪期内，公司延续上年降本增效策略继续压降库存，2024年末存货余额进一步降至8.61亿

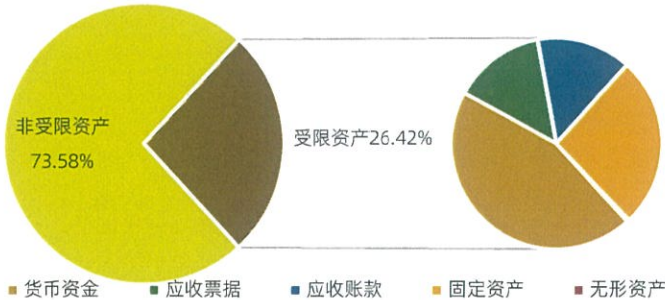
元，其中针叶浆、阔叶浆等库存原材料账面价值为5.70亿元。

公司非流动资产主要由长期股权投资和固定资产等构成。公司长期股权投资系对联营企业宁波中华纸业有限公司（以下简称“宁波中华”）投资的账面价值，公司持有其8.26%股权，2024年末余额较上年末有所增长，主要系按权益法对联营企业确认投资收益所致。公司固定资产以机器设备为主，2024年末账面价值有所减少，主要系折旧计提所致。

2025年3月末，公司资产总额为368.96亿元，同比增长1.77%，其中货币资金、其他应收款、存货余额均有所增长。

受限资产方面，截至2024年末，公司受限资产规模合计95.77亿元，受限比例为26.42%。公司受限资产主要包括货币资金和固定资产等，规模较大，主要用于保函担保、信用证担保等保证金及借款质押等。

图表16：截至 2024 年末公司受限资产情况



资料来源：公司 2024 年审计报告，远东资信整理

资本结构

跟踪期内，公司权益规模有所增长，仍主要由实收资本、盈余公积和未分配利润构成。2024年末，公司实收资本较上年末未发生变化，其中盈余公积增至9.29亿元，主要系公司按净利润的10.00%提取盈余公积所致；未分配利润增至61.87亿元，主要系自身利润积累。2025年3月末公司权益进一步增长至198.67亿元。

图表17：公司主要权益构成情况

单位：亿元				
项目	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
实收资本	125.20	125.20	125.20	125.20
盈余公积	7.42	8.56	9.29	9.29
未分配利润	44.27	54.53	61.87	61.86
所有者权益合计	177.13	188.54	196.64	198.67

资料来源：公司 2022~2024 年审计报告及 2025 年 3 月未经审计合并财务报表，远东资信整理

跟踪期内，公司银行借款规模有所增长，但应付票据、长期应付款余额大幅下降；受此影响，2024年末，公司负债总额降至165.91亿元，仍以流动负债为主。

公司流动负债仍主要由短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款及一年内到期的非流动负债构成。2024年末，公司短期借款余额为37.56亿元，较上年末有所增长，其中保证借款12.21亿元，质押借款25.35亿元，质押标的主要包括应收票据及应收账款，短期借款年利率区间为2.30%~3.45%（2023年为1.50%~4.57%）。公司应付票据主要系用于支付采购款的银行承兑汇票等，跟踪期内，公司支付方式有所调整，为降低融资成本而减少票据支付规模³，2024年末应付票据大幅降至18.70亿元。公司应付账款主要系短纤化学浆、原木、木片等原材料等采购款，2024年末余额增长至8.50亿元。公司其他应付款以与关联企业的往来款为主，2024年末余额有所下降。公司一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款，随着部分债务的临近到期，2024年末公司一年内到期的非流动负债增至24.17亿元。

3 公司降低融资成本，调整债务结构，部分货款支付由票据改为借入中长期流动贷款支付。

图表18：公司主要负债构成情况

单位：亿元

项目	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
短期借款	21.87	33.20	37.56	37.52
应付票据	23.38	29.35	18.70	21.13
应付账款	35.64	6.88	8.50	10.11
其他应付款	14.17	7.69	6.04	5.70
一年内到期的非流动负债	11.22	21.23	24.17	20.44
流动负债合计	120.15	107.81	97.08	97.56
长期借款	35.73	28.18	40.51	38.31
应付债券	18.30	18.31	15.80	20.28
长期应付款	10.10	11.82	6.17	7.78
非流动负债合计	73.36	64.86	68.83	72.73
负债合计	193.51	172.67	165.91	170.29

资料来源：公司 2022~2024 年审计报告及 2025 年 3 月末经审计合并财务报表，远东资信整理

公司非流动负债仍主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2024年末，公司长期借款余额大幅增至40.51亿元，主要系公司调整债务期限结构所致，其中银团项目借款余额为21.96亿元，保证借款余额28.54亿元（均含一年内到期部分）；2024年末，公司长期借款年利率区间为3.00%~4.00%（2023年为3.95%~4.70%）。2024年，公司应付债券为“21金桂01”、“24金桂01”及“24金桂02”3只债券，年末余额为15.80亿元，较上年末下降13.69%，主要系当年公司提前赎回“20金桂01”和“20金桂02”合计16.00亿元、将即将提前赎回的4.00亿元“21金桂01”计入一年内到期的非流动负债，同时新增发行“24金桂01”和“24金桂02”合计16.10亿元所致，新增发行的债券期限为5年，票面利率较2020年发行的债券显著降低。2024年末，公司长期应付款降至6.17亿元，仍以融资租赁借款为主。

2025年一季度，公司发行3.90亿元“25金桂01”用于提前赎回“21金桂01”，票面利率为3.85%，期限为5年，3月末公司应付债券余额增长至20.28亿元，负债总额增长至170.29亿元。

盈利能力

跟踪期内，受白卡纸市场需求疲软等因素影响，白卡纸及纸浆价格持续下滑，叠加贸易规模收缩，2024年公司营业收入同比下降16.83%至113.87亿元。受毛利较低的贸易业务收入占比下降及其他业务利润增加等因素影响，公司综合毛利率同比微升至17.67%。

图表19：公司盈利情况

单位：亿元、%

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1~3 月
营业收入	163.97	136.92	113.87	26.59
营业成本	140.09	112.87	93.75	21.61
销售费用	0.55	0.64	0.64	0.23
管理费用	2.09	2.13	2.26	0.54
研发费用	5.43	5.23	4.88	0.94
财务费用	4.18	4.87	4.18	0.89
其他收益	0.25	0.49	1.12	0.07
投资收益	1.00	0.87	0.37	--
营业利润	12.31	12.21	9.11	2.36
利润总额	12.31	12.40	9.47	2.37
净利润	11.13	11.40	8.16	2.03
毛利率	14.56	17.56	17.67	18.71
期间费用率	7.47	9.40	10.50	9.79
总资产报酬率	4.71	4.79	3.94	--

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1~3 月
净资产收益率	6.58	6.24	4.24	--
EBIT 利润率	9.87	12.81	12.51	--

资料来源：公司 2022~2024 年审计报告及 2025 年 3 月未经审计合并财务报表，远东资信整理

得益于APPI以及金光纸业统一销售安排的业务模式，公司销售费用较低，2024年销售费用与上年基本持平；期间费用主要由管理费用、研发费用及财务费用构成，其中得益于公司压降融资成本策略，财务费用有所下降，但受营收规模下降影响，2024年公司期间费用率同比增长1.10个百分点至10.50%。公司其他收益主要系收到的与日常活动相关的政府补助，2024年增至1.12亿元；投资收益主要系联营企业宁波中华的股权投资收益，2024年为0.37亿元，此外2024年公司营业外收入0.36亿元，主要系碳排放配额交易收入。公司非经营性损益对公司利润形成一定补充。

2024年，白卡纸市场景气度仍未恢复，销售价格继续下行，受此影响，公司盈利水平承压，利润总额和净利润较上年均有所下降，当年总资产报酬率和净资产收益率亦有所下降。

现金流及偿债能力

跟踪期内，公司经营活动现金流转为净流出，投资活动净现金流出规模大幅减少，筹资活动净现金流入规模有所下降。

经营活动现金流方面，2024年，受公司收到其他与经营活动有关的现金减少及购买商品支付的现金支出增加的影响，经营性现金流出增加，2024年公司经营性净现金流转为净流出6.02亿元。2024年，公司现金收入比为90.32%，同比提升12.26个百分点。

投资活动现金流方面，2024年，公司对金桂二期项目投资金额减少，加之为开立保函、保证金以及通道业务等存入的资金减少，2024年公司投资性现金流净流出规模大幅下降。

筹资性现金流活动方面，2024年，当年为置换融资成本较低的债券及借款，筹资活动现金流入及流出规模均较大，但公司主要资金需求仍为生产运营所需的营运资金及存续借款借新还旧，在建项目融资需求不大，2024年筹资活动净现金流规模下降至6.12亿元。

图表20：公司现金流情况

单位：亿元

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1~3 月
经营活动产生的现金流量净额	7.61	13.79	-6.02	4.13
投资活动产生的现金流量净额	-20.49	-26.61	-3.96	-13.78
筹资活动产生的现金流量净额	20.08	10.17	6.12	4.92

资料来源：公司 2022~2024 年审计报告及 2025 年 3 月未经审计合并财务报表，远东资信整理

有息债务方面，跟踪期内，公司有息负债有所减少，融资渠道仍主要以银行借款、发行债券等为主。2024年末，公司应付票据有所减少，短期债务规模有所下降，但债务结构仍以短期债务为主。

图表21：公司债务情况及偿债能力相关指标

单位：亿元、倍、%

项目	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
短期债务	56.47	88.99	80.42	79.10
长期债务	66.30	58.30	62.48	66.38
总债务	122.77	147.29	142.90	145.48
EBITDA	21.75	24.86	21.21	--
长短期债务比	1.17	0.66	0.78	0.84
总债务资本化比率	40.94	43.86	42.09	42.27
资产负债率	52.21	47.80	45.76	46.15
流动比率	166.47	179.70	208.51	216.22

项目	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
速动比率	111.50	140.03	169.37	173.36
EBITDA 利息保障倍数	4.41	4.71	4.44	--
总债务/EBITDA	5.65	5.93	6.74	--

资料来源：公司 2022~2024 年审计报告及 2025 年 3 月未经审计合并财务报表，远东资信整理

从短期偿债能力指标来看，截至2024年末，公司流动比率、速动比率均有所提高。考虑到跟踪期内公司应收票据及应收账款规模有所增长，应收账款周转次数减少，经营效率有所下降，加之其他应收款仍占用一定资金，需要关注公司应收类账款回款效率。同期，公司受限货币资金规模较大，非受限货币资金/短期债务为0.21倍，短期集中偿付压力仍较大。

从长期偿债能力指标来看，受利润水平下降及存续债务规模较大影响，2024年公司EBITDA利息保障倍数下降至4.44倍，总债务/EBITDA增至6.74倍。

从银行授信来看，公司与多家金融机构保持了良好的合作关系。截至2025年3月末，公司已获得银行等金融机构授信合计为146.07亿元，其中已使用授信额度为108.89亿元，尚未使用授信额度为37.18亿元，备用流动性尚可。

或有事项

截至2025年3月末，公司对外担保余额合计为26.64亿元，对外担保比率为13.41%，以关联担保为主，其中对金光纸业的担保余额合计为20.52亿元。

债务履约情况

根据中国人民银行征信中心查询的《企业信用报告》（中征码：4509000000345190），截至2025年1月6日，公司本部无不良信贷信息。

根据公开资料，截至本报告出具日，公司及下属子公司无公开债务违约记录。

五、调整因素

跟踪期内，公司董事长及法定代表人有所变更，但实际控制人不变；公司ESG、流动性等方面未发生重大变化，对其基础信用评价无重大影响

2025年5月，公司董事会第1次会议决议解除黄志源先生董事长职务，选举翟京丽女士担任公司董事长，任期三年；根据《公司章程》规定，董事长为广西金桂的法定代表人，翟京丽女士自当选为广西金桂董事长之日起为广西金桂法定代表人；公司实控人仍为黄志源先生。跟踪期内，公司治理结构及组织架构未发生重大变化。

ESG方面，公司建有与现有生产规模相配套的污水处理厂，生产产生的废水通过污水处理后，大部分进行重复利用，少量达标废水合法排放。公司的污水排放口与国家环保总局直接联网，环保局可24小时监控污水排放情况。公司火力发电设备装有国际先进水平的脱硫装置，各项排放均符合国家标准。同时，公司还建有废渣焚烧装置，生产产生的废渣通过压榨后可回炉焚烧发电，进行重复利用。总体来看，公司环保投入较大，目前各项环保指标均优于国家标准，部分指标达到了国际先进水平。公司在安全生产方面制定了规范制度并严格依照执行，跟踪期内未有发生相关重大事件。

图表22：2024 年公司主要排污、固体废弃指标情况：

废水排放指标	CODcr(化学耗氧量)	BOD5（生物耗氧量）	SS（固体悬浮物）	氨氮
	浓度（mg/l）	浓度（mg/l）	浓度（mg/l）	浓度（mg/l）
制浆造纸工业水污染物排放标准（GB3544-2008）	≤90	≤20	≤30	≤8
公司生产实际排放值	55~70	10~15	10~20	0.5~5.0

资料来源：公司提供，远东资信整理

流动性方面，2024年末，公司即期及小于1年的金融负债合计95.28亿元（含其他应付款、其他流动负债部分），短期偿债压力较大。

六、外部支持

公司股东为金光纸业，系金光集团（Sinar Mas Group）旗下的浆纸业公司APP于1999年设立的在华地区总部。截至2025年3月末，金光纸业注册资本为53.80亿美元，实收资本为354.01亿人民币，控股股东为富龙投资集团有限公司（香港），实际控制人为黄志源。金光纸业为国内最大的综合性造纸企业，较早实现了“林、浆、纸一体化”运营，在行业地位、品牌知名度、经营规模、产品结构以及产业链布局等方面具有较强的综合竞争优势，议价能力和抗风险能力较高。金光纸业下属的浆厂主要为海南金海浆纸业有限公司和公司，是国内少数能够生产商品浆的企业，下属的纸厂包括金东纸业（江苏）股份有限公司、金华盛纸业（苏州工业园区）有限公司、宁波中华纸业有限公司、宁波亚洲浆纸业有限公司、金红叶纸业集团有限公司、海南金海浆纸业有限公司、山东博汇纸业股份有限公司以及公司等，涵盖了除新闻纸外的所有纸品，涵盖了文化用纸、工业用纸、生活用纸等几乎所有纸品品类。截至2023年末，金光纸业拥有纸浆产能515万吨、各类纸产品产能1,470万吨⁵。依托成熟的国内外采购和销售体系以及APP在海外的产业链，金光纸业能够向集团生产企业提供有力支持。截至2024年末，金光纸业总资产为2,291.31亿元，所有者权益为894.03亿元；2024年，金光纸业实现营业收入894.31亿元，实现净利润32.37亿元，其中，纸浆收入169.31亿元，文化用纸收入212.66亿元，生活用纸收入109.93亿元，工业用纸收入342.83亿元。

跟踪期内，广西金桂作为金光纸业在中国布局的浆纸一体化生产基地之一，仍获得股东金光纸业资金支持、对外担保等方面的支持，以及金光纸业体系内统采统销的成本控制优势和议价能力。2024年末，公司从金光纸业及关联方获得担保的借款余额为123.41亿元，较上年末增长4.37%。广西金桂的采购和销售依托金光纸业的集约化体系进行，在一定程度上降低了公司的采购和销售成本。

总体看，广西金桂作为金光纸业在中国布局的浆纸一体化生产基地之一，获得了股东在资金支持、对外担保等方面的支持。截至2025年3月末，金光纸业仍持有公司97.63%股权，为公司控股股东，公司董事会和监事会成员均由股东会选举产生，总经理由董事会指定聘任或解聘。公司生产的纸浆除自用外主要用于金光纸业体系内其他子公司生产，公司生产的高档白卡纸在金光纸业体系内产量占比较高，公司主营业务与股东业务高度融合。考虑到公司若发生信用违约事件，将会对股东的声誉、品牌形象影响较大，会使股东面临较大风险，股东支持意愿较强。

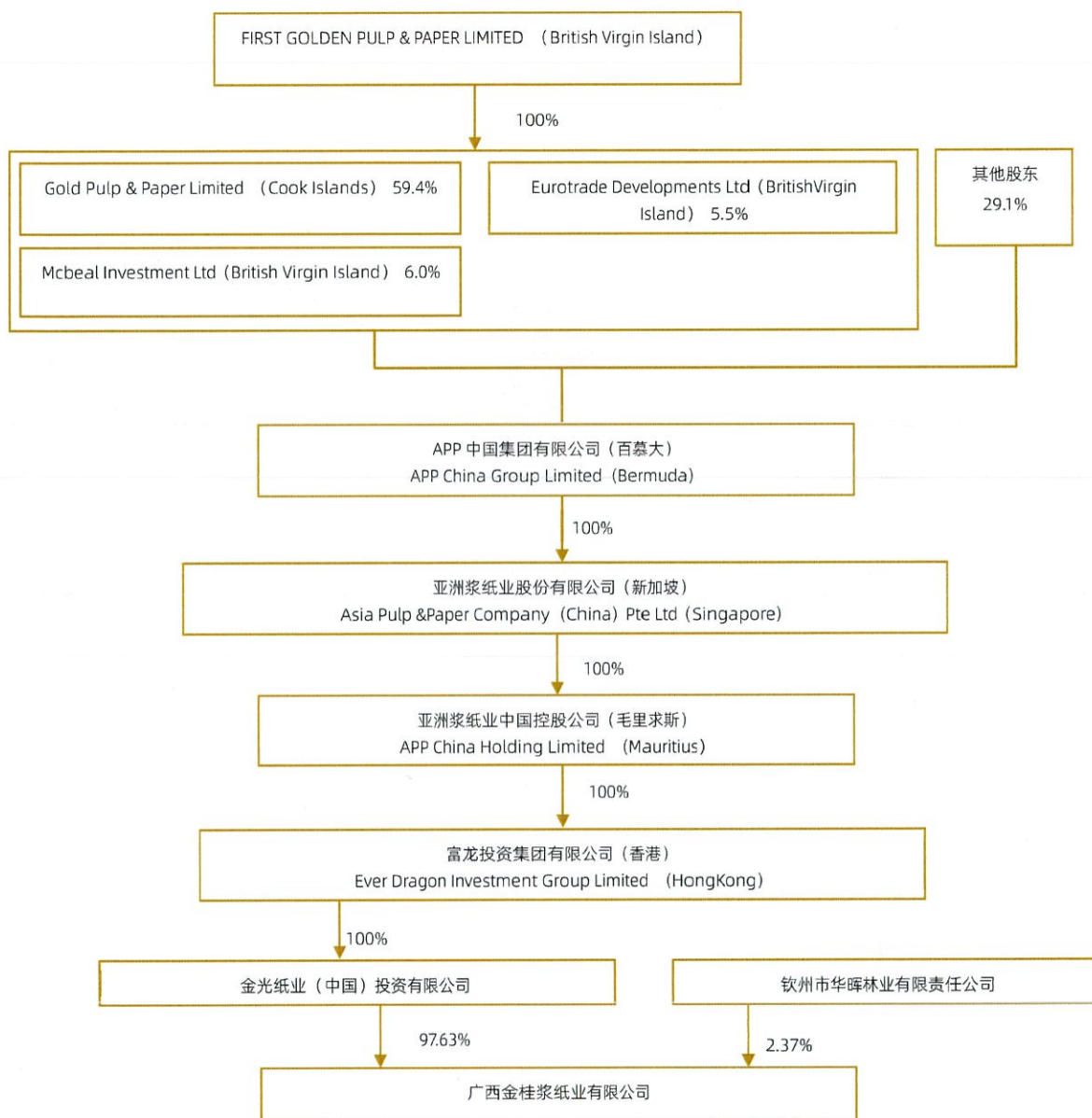
七、评级结论

综上，远东资信维持广西金桂浆纸业有限公司主体信用等级为AA*，评级展望为稳定。

⁴ 截至本报告出具日，金光纸业暂未公布2024年度产量数据。

⁵ 均为实际产能，2023年末金光纸业纸浆设计产能合计435万吨，各类纸品设计产能合计1,320万吨。

附录1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月末）



注：黄志源先生及其家族成员于境外设立信托，系该信托的委托人并且为该信托的最终受益人。该信托的受托人为第三方管理机构 Best Reliance Management (L) Berhad，该机构依照委托人在信托文件中确定的宗旨和原则依法由其管理、使用及处置信托财产，基于信托财产所产生的全部收益均归属于信托的最终受益人，即黄志源先生及其家族成员。First Golden Pulp & Paper Limited 及其下属公司属于该信托财产的组成部分，黄志源先生经该信托受托人任命，管理 First Golden Pulp & Paper Limited 及其下属公司并控制该公司的 100% 投票权。通过 First Golden Pulp & Paper Limited 间接持有 Golden Pulp & Paper Limited 100% 的股权；Golden Pulp & Paper Limited 持有 APP 中国集团有限公司（百慕大）59.4% 的股权，是单一最大的股东，可以控制 APP 中国集团有限公司（百慕大），其余股东的股权较为分散，且一致行动的可能性较小；APP 中国集团有限公司（百慕大）持有亚洲浆纸业股份有限公司（新加坡）100% 的股权；亚洲浆纸业股份有限公司（新加坡）持有亚洲浆纸业中国控股公司（毛里求斯）100% 的股权；亚洲浆纸业中国控股公司（毛里求斯）持有富龙投资集团有限公司（香港）100% 的股权；富龙投资集团有限公司（香港）持有金光纸业（中国）投资有限公司 100% 的股权，基于上述控制关系，黄志源先生为公司的实际控制人。

资料来源：公司提供

附录3 公司合并范围内子公司情况（截至 2024 年末）

序号	子公司名称	注册地	业务性质	注册资本（万元）	持股比例（%）	表决权比例（%）
1	金桂贸易（香港）有限公司	香港	贸易	7,000.00（港币）	80.00	80.00
2	广西金桂物流有限公司	广西	运输	2,000.00	75.00	75.00
3	广西金钦浆纸业有限公司	广西	造纸和纸制品	132,182.00	100.00	100.00

资料来源：公司 2024 年审计报告，远东资信整理

附录4 公司主要财务数据及指标

单位：亿元、%

财务数据	2022	2023	2024	2025.3
资产总额	370.64	361.21	362.55	368.96
所有者权益	177.13	188.54	196.64	198.67
短期债务	56.47	88.99	80.42	79.10
长期债务	66.30	58.30	62.48	66.38
总债务	122.77	147.29	142.90	145.48
营业收入	163.97	136.92	113.87	26.59
利润总额	12.31	12.40	9.47	2.37
净利润	11.13	11.40	8.16	2.03
EBITDA	21.75	24.86	21.21	--
经营性净现金流	7.61	13.79	-6.02	4.13

财务指标	2022	2023	2024	2025.3
总资产周转次数(次)	0.48	0.37	0.31	--
现金收入比	81.91	78.06	90.32	106.62
营业利润率	7.51	8.92	8.00	8.87
总资产报酬率	4.71	4.79	3.94	--
净资产收益率	6.58	6.24	4.24	--
长期债务资本化比率	27.24	23.62	24.11	25.04
总债务资本化比率	40.94	43.86	42.09	42.27
资产负债率	52.21	47.80	45.76	46.15
流动比率	166.47	179.70	208.51	216.22
速动比率	111.50	140.03	169.37	173.36
EBITDA 利息保障倍数(倍)	4.41	4.71	4.44	--
总债务/EBITDA(倍)	5.65	5.93	6.74	--

资料来源：公司 2022~2024 年审计报告及 2025 年 3 月未经审计合并财务报表，远东资信整理

附录5 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产及长期待摊费用摊销
短期债务	短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他短期有息债务
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期有息债务
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据
长短期债务比	长期债务/短期债务
毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入×100%
期间费用率	(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业收入×100%
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收票据及应收账款净额+期末应收票据及应收账款净额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货净额+期末存货净额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
营业利润率	营业利润/营业收入×100%
总资产报酬率	EBIT/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初净资产余额+期末净资产余额)/2]×100%
长期债务资本化比率	长期债务/[长期债务+所有者权益(包括少数股东权益)]×100%
总债务资本化比率	总债务/[总债务+所有者权益(包括少数股东权益)]×100%
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
流动比率	流动资产/流动负债×100%
速动比率	(流动资产-存货-预付账款)/流动负债×100%
现金短债比	现金类资产/短期债务
现金比率	现金类资产/流动负债×100%
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/(计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
担保比率	担保余额/所有者权益×100%

附录6 级别释义

远东资信主体及中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义
AAA	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	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	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	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。
BB	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	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	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	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	不能偿还债务。

注：除 AAA、CCC（含）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。