

株式会社日本格付研究所（JCR）は、以下のとおり信用格付の結果を公表します。

## Lee & Man Paper Manufacturing Limited（証券コード：-）

### 【新規】

外貨建長期発行体格付	A-
格付の見通し	安定的
自国通貨建長期発行体格付	A-
格付の見通し	安定的

### ■格付事由

- (1) 香港上場の製紙メーカー。板紙および家庭紙の製造を主力とし、多数のメーカーが存在する中国において大手に位置づけられる。中国国内6拠点のほか、マレーシア、ベトナムなどにも製造拠点を有している。23/12期の売上構成は板紙が80%、家庭紙19%、パルプ1%となっている。格付は、中国を中心とした安定した事業基盤、戦略的な生産拠点配置と垂直統合ビジネスモデルの展開による高いコスト競争力、堅実な財務運営方針などを反映している。今後の業績は中国におけるマクロ経済の動向やメーカー間の競争環境などに影響され得るが、業界のトッププレイヤーの一角として、収益力を維持できると考えられることから、格付を「A-」、見通しを安定的とした。
- (2) 中国の紙パルプ市場は経済成長を背景に拡大基調で推移してきた。中国は世界最大の紙消費国ではあるものの1人あたりの消費量は比較的低水準にとどまっており、市場の成長余地は少ない。当社は1994年に設立され、現在の総生産能力は板紙758万トン、家庭紙110万トン、パルプ95万トンとなっている。約2,500社あるとされる中国市場において23年の売上高第5位、シェア5%と、一定のマーケットポジションを有し大手の一角を占める。主要顧客とは長期的な取引関係にあるほか、取引先は1,000社を超え、業界もアパレル、電機メーカー、食品メーカーなど多岐にわたり、取引先の分散も図られている。製造面では古紙回収・パルプ製造から最終製品の効率的な輸送体制までを実現した垂直統合ビジネスモデルにより生産性に優れたコスト競争力が高いところが強みである。中国国内の竹資源利用や古紙回収ネットワークを通じ安定したパルプ原料の確保が可能となっており、同業他社対比でパルプ価格の変動の影響を受けにくい。また、自社の発電設備や水資源の再利用設備を通じて投入資源の効率化に努め、環境負荷やエネルギーコストの低減に寄与している。
- (3) 業績は持ち直してきている。23年にかけてコロナ禍における需要減少が販売面へ影響を与えたほか、競争激化やコストアップにより収益性が低下した。ただ、足元では需要が回復してきていること、前年度に稼働した新たなパルプ生産ラインも利益に寄与していることから、24/12期上期は売上高12,505百万香港ドル（前年同期比2.4%増）、最終利益806百万ドル（同2.24倍）と増収増益となった。今後も中国国内の競争環境は厳しくなることが想定されるものの、当社の安定した顧客基盤、コスト優位性の発揮により底堅い業績を確保できると考えられる。
- (4) 財務構成は長年にわたり健全な水準にある。24/12期第2四半期末の自己資本比率は49.8%、ネットDERは0.7倍とこれまでと大きな変化はない。今後、大型投資は計画されておらず、設備投資額はおおむね減価償却費の範囲内となる見通しである。中長期的には事業拡大のための投資を進める可能性はあるものの、堅実な財務運営を考慮すれば、信用力に影響を及ぼす財務構成の変化は生じないと判断している。

（担当）杉浦 輝一・三浦 麻理子

## ■ 格付対象

発行体：Lee &amp; Man Paper Manufacturing Limited

## 【新規】

対象	格付	見通し
外貨建長期発行体格付	A-	安定的
自国通貨建長期発行体格付	A-	安定的

## 格付提供方針等に基づくその他開示事項

- 信用格付を付与した年月日：2025年2月25日
- 信用格付の付与について代表して責任を有する者：杉浦 輝一  
主任格付アナリスト：杉浦 輝一
- 評価の前提・等級基準：  
評価の前提および等級基準は、JCRのホームページ (<https://www.jcr.co.jp/>) の「格付関連情報」に「信用格付の種類と記号の定義」(2014年1月6日)として掲載している。
- 信用格付の付与にかかる方法の概要：  
本件信用格付の付与にかかる方法の概要は、JCRのホームページ (<https://www.jcr.co.jp/>) の「格付関連情報」に、「コーポレート等の信用格付方法」(2024年10月1日)、「紙パルプ」(2020年5月29日)として掲載している。
- 格付関係者：  
(発行体・債務者等) Lee & Man Paper Manufacturing Limited
- 本件信用格付の前提・意義・限界：  
本件信用格付は、格付対象となる債務について約定通り履行される確実性の程度を等級をもって示すものである。  
本件信用格付は、債務履行の確実性の程度に関してのJCRの現時点での総合的な意見の表明であり、当該確実性の程度を完全に表示しているものではない。また、本件信用格付は、デフォルト率や損失の程度を予想するものではない。本件信用格付の評価の対象には、価格変動リスクや市場流動性リスクなど、債務履行の確実性の程度以外の事項は含まれない。  
本件信用格付は、格付対象の発行体の業績、規制などを含む業界環境などの変化に伴い見直され、変動する。また、本件信用格付の付与にあたり利用した情報は、JCRが格付対象の発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものであるが、当該情報には、人為的、機械的またはその他の理由により誤りが存在する可能性がある。
- 本件信用格付に利用した主要な情報の概要および提供者：
  - 格付関係者が提供した監査済財務諸表
  - 格付関係者が提供した業績、経営方針などに関する資料および説明
- 利用した主要な情報の品質を確保するために講じられた措置の概要：  
JCRは、信用格付の審査の基礎をなす情報の品質確保についての方針を定めている。本件信用格付においては、独立監査人による監査、発行体もしくは中立的な機関による対外公表、または担当格付アナリストによる検証など、当該方針が求める要件を満たした情報を、審査の基礎をなす情報として利用した。
- 格付関係者による関与：  
本件信用格付の付与にかかる手続には格付関係者が関与した。
- JCRに対して直近1年以内に講じられた監督上の措置：なし

## ■ 留意事項

本文書に記載された情報は、JCRが、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCRは、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCRは、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCRは、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。また、JCRの格付は意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。JCRの格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より手数料をいただいて行っております。JCRの格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCRが保有しています。JCRの格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、JCRに無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。

## ■ NRSRO 登録状況

JCRは、米国証券取引委員会の定めるNRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organization) の5つの信用格付クラスのうち、以下の4クラスに登録しています。(1)金融機関、ブローカー・ディーラー、(2)保険会社、(3)一般事業法人、(4)政府・地方自治体。米国証券取引委員会規則17g-7(a)項に基づく開示の対象となる場合、当該開示はJCRのホームページ (<https://www.jcr.co.jp/en/>) に掲載されるニュースリリースに添付しています。

## ■ 本件に関するお問い合わせ先

情報サービス部 TEL: 03-3544-7013 FAX: 03-3544-7026

株式会社 日本格付研究所

Japan Credit Rating Agency, Ltd.  
信用格付業者 金融庁長官(格付)第1号

〒104-0061 東京都中央区銀座5-15-8 時事通信ビル