



2021年衢州五洲特种纸业股份有限公司公 开发行可转换公司债券2023年跟踪评级报 告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

 中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2021年衢州五洲特种纸业股份有限公司公开发行可转换公司债券 2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
特纸转债	AA	AA

评级日期

2023年6月16日

联系方式

项目负责人：毕柳
bil@cspengyuan.com

项目组成员：洪焯
fanjg@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：五洲特种纸业集团股份有限公司¹（以下简称“五洲特纸”或“公司”，股票代码：605007.SH）仍为国内食品包装纸龙头企业，具有一定规模优势，2022年新建产能释放及细分纸种需求较好助力营业收入大幅增长，客户资源较好且合作关系稳定；同时中证鹏元也关注到，木浆原料价格上涨侵蚀公司利润，面临一定木浆价格波动风险和汇兑损失风险，经营活动现金流承压，浆线及工业包装纸项目建设以债务融资为主，财务杠杆率较高，偿债压力较大，新建产能项目存在产能消化风险，浆纸一体化项目建设存在未来产业向上游延伸的经营不确定性，存在一定安全生产、环保风险等不利因素。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.3	2022	2021	2020
总资产	69.59	65.67	45.46	33.96
归母所有者权益	21.77	22.03	21.16	16.88
总债务	37.92	33.36	18.59	11.89
营业收入	12.58	59.62	36.90	26.35
净利润	-0.30	2.05	3.90	3.39
经营活动现金流净额	-0.57	0.36	2.72	1.81
净债务/EBITDA	--	3.50	1.61	1.03
EBITDA 利息保障倍数	--	5.70	16.05	14.13
总债务/总资本	63.52%	60.22%	46.78%	41.33%
FFO/净债务	--	13.37%	40.72%	63.89%
EBITDA 利润率	--	9.82%	18.20%	20.94%
总资产回报率	--	6.21%	13.24%	16.28%
速动比率	0.74	0.79	0.91	0.84
现金短期债务比	0.53	0.60	0.70	0.69
销售毛利率	3.42%	8.78%	17.28%	23.13%
资产负债率	68.71%	66.45%	53.46%	50.30%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

¹ 2022年4月14日，公司名称变更为“五洲特种纸业集团股份有限公司”。

优势

- **公司仍为国内食品包装纸龙头企业，具有一定规模优势。**公司作为国内规模较大的食品包装纸、格拉辛纸和描图纸生产企业，国内食品包装纸龙头企业，拥有浙江衢州、江西湖口、湖北汉川（在建）三大生产基地，随着江西五星纸业有限公司（以下简称“江西五星”）50万吨食品包装纸产线正式投产，跟踪期内公司食品包装纸产能大幅提升，同时新增工业包装纸品类，截至2022年末拥有特种纸产能近135万吨/年，产品供应能力进一步增强。
- **新建产能释放及细分纸种需求较好助力营业收入大幅增长，客户资源较好且合作关系稳定。**随着江西基地新建产能逐步释放，2022年公司食品包装纸产销大幅增长、格拉辛纸量价齐升、工业包装纸贡献新增长点，各类纸种产销率处于较高水平，营业收入同比增长61.59%。公司与下游主要优质客户形成较为稳定的长期合作关系，销售渠道较有保障。

关注

- **木浆原料价格上涨侵蚀公司利润，盈利水平下滑，需关注木浆价格波动风险和汇兑损失风险。**2022年木浆原料价格持续上涨至高位运行，公司进一步上调产品售价的空间较为有限，成本端遭受较大压力，总体销售毛利率及各类特种纸产品毛利率均明显下滑，部分纸种销售毛利出现亏损。2022年公司EBITDA利润率和总资产回报率分别同比下降8.38和7.03个百分点，2023年1-3月销售毛利率延续了去年的下滑趋势，归属上市公司股东的净利润出现亏损。公司尚未实现木浆自给，未来仍需关注木浆价格波动对公司经营效益的影响。此外，公司进口木浆及产品出口均以外币计价，2022年外销收入占比显著提升、汇率波动影响下发生汇兑损失0.21亿元，公司存在一定汇兑损失风险。
- **经营活动现金流承压，浆线及工业包装纸项目建设以债务融资为主，财务杠杆率较高，偿债压力较大。**2022年木浆原料价格水平较高，公司采购端所需支付的现金大幅增长，同时主营业务回款比率有所下滑，经营活动现金生成情况不佳，2023年1-3月叠加营业收入同比下滑影响，经营活动现金发生净流出。公司扩产迅速，在建项目尚需投资规模较大，且主要通过债务融资取得资金，部分建设资金来源尚未落实，面临较大投资压力。2023年3月末资产负债率上升至68.71%，现金类资产对短期债务覆盖度不足，偿债指标弱化，面临较大偿债压力和集中兑付压力。
- **存在产能消化风险及未来产业向上游延伸的经营不确定性。**2023年以来由于宏观经济存在下行压力、市场需求转弱等因素影响，公司各类产品产销率有所下滑。公司有新建工业包装纸产能和浆线项目，后者预计于2023年第四季度建成投产，因市场需求变化受诸多因素影响，且同行业企业的产能扩张将对公司造成竞争威胁，需关注未来新增产能消化风险及产业向上游延伸的经营不确定性。
- **存在一定安全生产和环保风险。**造纸行业机械化程度较高，生产过程存在一定安全风险，2022年9月子公司江西五星在停机检修过程中发生意外，造成人员伤亡，江西五星全面停产约1.5个月，对公司产品产量和费用支出造成一定影响；同时随着国家对造纸行业环保建设的日趋严格，公司存在一定的环保风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司作为国内规模较大的食品包装纸、格拉辛纸和描图纸生产企业，国内食品包装纸龙头企业，产品供应能力仍较强，2023年木浆原料价格回落将有利于修复公司盈利水平，经营风险和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	太阳纸业	冠豪高新	仙鹤股份	齐峰新材	恒丰纸业	宜宾纸业	民丰特纸	五洲特纸
总资产	480.14	98.99	132.64	47.34	30.60	28.54	21.51	65.67
营业收入	397.67	80.86	77.38	31.19	24.56	23.02	16.71	59.62
净利润	28.17	4.74	7.15	0.09	1.35	0.30	0.15	2.05

销售毛利率	15.17%	14.22%	11.51%	7.85%	17.42%	8.66%	12.03%	8.78%
资产负债率	51.74%	27.50%	47.89%	25.04%	19.24%	76.95%	34.61%	66.45%

注：以上各指标均为 2022 年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	7/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	6/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	强
	经营状况	5/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		7/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA/特纸转债	2022-6-10	毕柳、范俊根	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文
AA/稳定	AA/特纸转债	2021-7-16	毕柳、顾春霞	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
特纸转债	6.70	6.62	2022-6-10	2027-12-8

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2021年12月公开发行6年期6.70亿元可转换公司债券，募集资金计划5.00亿元用于年产20万吨液体包装纸项目、1.70亿元用于补充流动资金。2023年3月，公司发布变更募集资金用途公告，根据公司发展战略，为提高募集资金使用效率，本期债券募集资金5.00亿元将用于子公司湖北祉星纸业有限公司449万吨浆纸一体化项目一期工程，补充流动资金部分不变。截至2023年5月11日，特纸转债募集资金专项账户余额为4.66亿元。

三、发行主体概况

2022年4月14日，公司名称变更为“五洲特种纸业集团股份有限公司”，跟踪期内公司主营业务、控股股东及实际控制人均无变化，公司仍主要从事特种纸的研发、生产和销售，主要产品包括食品包装纸、格拉辛纸、描图纸、转移印花纸、工业包装纸和特种文化纸等。截至2023年3月末，本期债券累计转股542,720股，公司注册资本及实收资本增至40,055.272万元；公司控股股东及实际控制人为赵磊、赵晨佳、赵云福和林彩玲（四人系一致行动人），合计持股比例为77.41%，前十名股东无股权质押或冻结情况，股权结构详见附录二。

2022年公司合并报表范围变化情况详见下表，2023年1-3月公司合并报表范围无变化，截至2023年3月末，公司纳入合并范围的子公司共12家，详见附录四。

表1 2022年公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	合并方式
衢州星洲新能源有限公司	100.00%	0.05	制造业	新设
汉川景星环保科技有限公司	100.00%	0.01	制造业	新设
江西星洲新能源有限公司	100.00%	0.05	制造业	新设
黄冈祉星纸业有限公司	100.00%	0.01	制造业	新设
黄冈祉星热力能源有限公司	100.00%	0.01	制造业	新设

资料来源：公司2022年审计报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

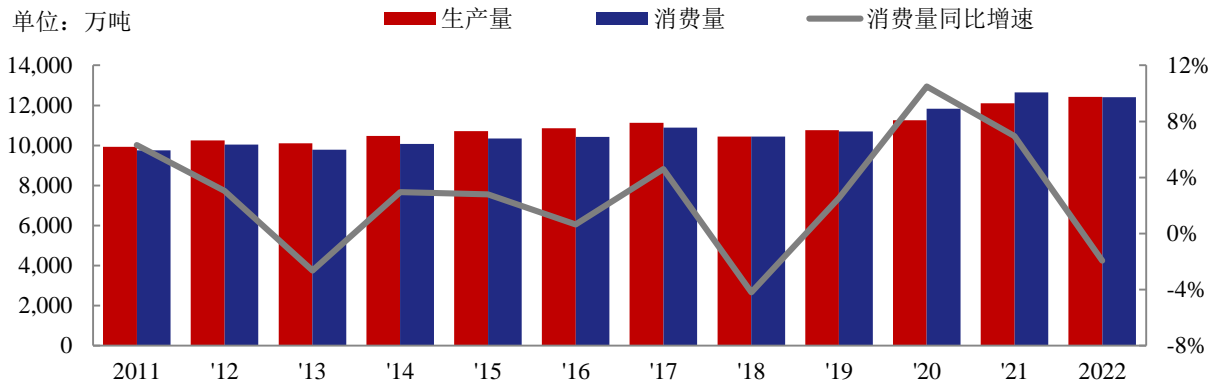
行业环境

2022年造纸行业原材料价格持续上涨至高位运行，纸及纸制品存在一定供需矛盾，销售价格承压，整体走势低迷，行业景气度不佳

造纸工业是生产制造各类纸张及纸板的工业部门，按产业链上下游可分为制浆、造纸、纸制品生产，上游纸浆制造可分为木浆、非木浆和废纸浆制造，中下游造纸、纸制品生产按产品类型可细分为新闻纸、印刷纸、生活用纸、包装用纸、白板纸、箱纸板、瓦楞原纸、特种纸及纸板等子行业。造纸行业具有资金密集、技术密集、规模效益显著的特点，同时作为基础性工业原料行业，造纸行业与宏观经济波动联系紧密，具有较强的周期性。2022年宏观经济增速放缓，我国纸及纸板需求紧缩，国内纸及纸板生产企业约2,500家，与上年持平，纸及纸板生产量12,425万吨，同比增长2.64%，消费量12,403万吨，同比下

降1.94%，人均年消费量87.84千克（14.12亿人），同比下降1.87%。

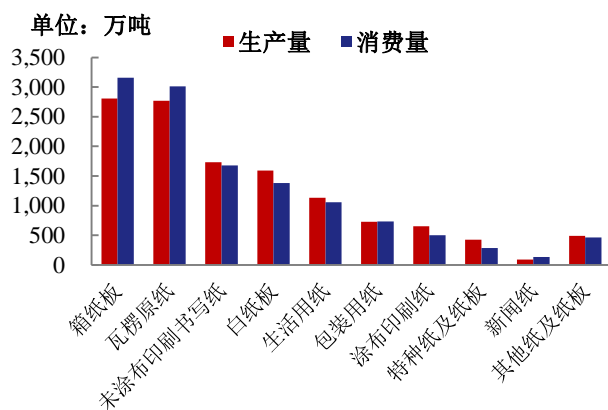
图1 2022年我国纸及纸板产量持续增长但需求紧缩



资料来源：Wind，中国造纸杂志社，中证鹏元整理

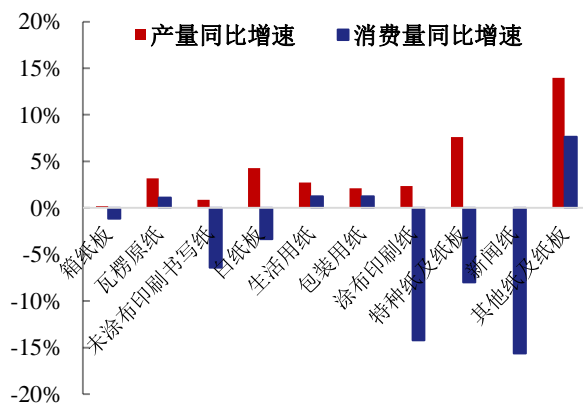
2022年国内各类纸及纸制品生产及消费端的产品结构与去年一致，占比较高的仍为箱纸板、瓦楞原纸、未涂布印刷书写纸，新闻书写纸、特种纸及纸板占比较低。2022年新闻纸、涂布印刷纸、特种文化纸、白板纸等存在一定供需矛盾。生产量方面，2022年箱纸板和瓦楞原纸产量保持领先，其中箱纸板生产量2,810万吨，同比增长0.18%，约占纸及纸板总生产量的22.62%，瓦楞原纸生产量2,770万吨，同比增长3.17%，约占纸及纸板总生产量的22.29%，白板纸产量生产量1,590万吨，同比增长4.26%，特种纸及纸板生产量425万吨，同比增长7.59%。消费量方面，箱纸板、瓦楞原纸仍为第一、二大消费品种，2022年消费量合计占纸及纸板消费量的49.71%，但箱板纸需求走弱，消费量同比下滑1.16%。新闻纸、涂布印刷纸、特种纸为消费量下跌的三大品类，分别同比减少15.63%、14.24%、8.01%。新闻纸销量下跌延续了互联网及电子书普及以来的大趋势，涂布印刷纸、特种纸销量下跌主要系细分纸种市场景气度分化、需求转弱所致。

图2 2022年箱纸板和瓦楞原纸产销量较大



资料来源：中国造纸协会，中证鹏元整理

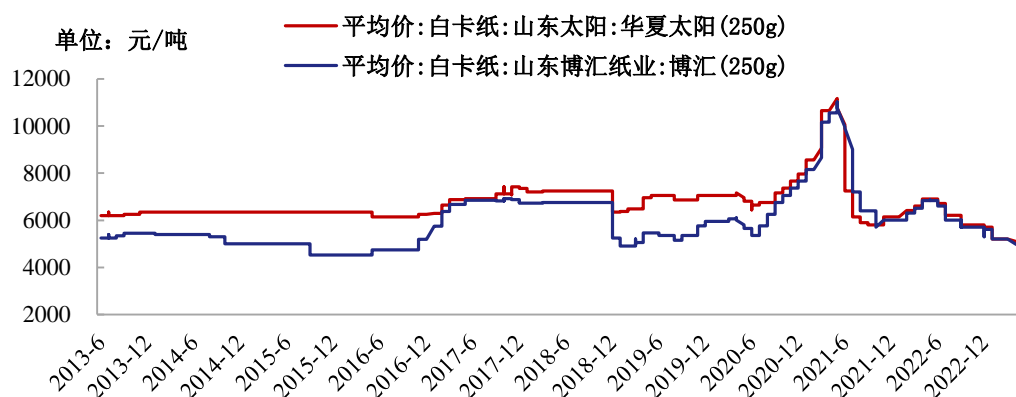
图3 2022年部分纸及纸制品存在一定供需矛盾



资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

2022年我国纸制品价格主要受外部环境因素、纸浆原料价格及能源成本等驱动影响，呈现先涨后降走势，但整体涨跌幅较去年收窄。白卡纸均价一季度震荡上行，二季度止涨回调，下半年跌势持续，2022年末250g博汇白卡纸市场均价同比去年年末下降7.13%。2022年国内纸及纸制品消费量增速为-1.94%，造纸行业下游需求不振，叠加原材料成本高企等因素，纸企利润受损严重。据中国造纸协会统计，2022年我国2561家纸及纸板生产企业实现利润总额336亿元，同比下跌37.54%，其中亏损企业有770家，占30.07%。

图4 2022年白卡纸平均价格小幅上涨后持续下跌



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

2022年我国造纸行业生产集中在东部沿海地区，企业数量众多但行业集中度较高，在地方政府趋严的环保政策下，造纸行业头部效应将进一步显现，具有一定规模的造纸企业将受益

我国纸及纸板生产的区域集中度较高，主要分布在东部沿海地区，中部、西部地区占比较小。2022年我国东部地区11个省份（自治区、直辖市）纸及纸板产量占全国纸及纸板产量的比例为67.5%，中部地区8个省份（自治区、直辖市）占比19.6%，西部地区12个省份（自治区、直辖市）占比12.9%，均同去年持平。2022年，18个省份（自治区、直辖市）纸及纸板产量在100万吨以上，产量合计1.20亿吨，占全国纸及纸板总产量的96.93%。具体到省份来看，山东、广东、江苏和浙江纸及纸板年产量超过1,000万吨，福建、河南、湖北、广西纸及纸板年产量超过500万吨，重庆、河北、四川、安徽等省份（自治区、直辖市）纸及纸板年产量超过100万吨。

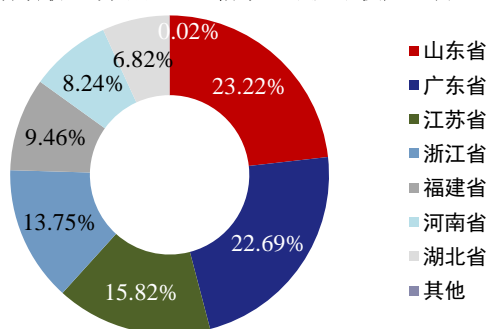
我国造纸企业数量众多，行业集中度相比发达国家偏低，近年供给侧改革及环保高压政策的推行逐步淘汰落后的过剩产能，造纸行业集中度不断提升，2022年我国前八大造纸企业纸及纸板产量占全行业总产量的比重（CR₈）略有下降，但预计造纸行业集中度提升大趋势不变。2022年我国纸及纸板生产企业约2,500家，数量众多，其中纸及纸板年产量在100万吨以上的造纸企业共27家，较上年增加1家，排名第一的为玖龙纸业（控股）有限公司，2022年纸及纸板年产量为1,592.00万吨，其次分别为山东太阳控股集团有限公司、理文造纸有限公司、山鹰国际控股股份有限公司、山东晨鸣纸业集团股份有限公司，

年产量分别为833.75万吨、661.60万吨和614.80万吨，其中玖龙纸业、晨鸣纸业产量同比去年下滑8.19%、8.73%，前五大造纸企业纸及纸板年产量合计占全行业纸及纸板总产量的33.84%，较上年下降0.88%。

造纸过程需要消耗大量水，排出大量废水，因此造纸行业的环保问题始终备受关注。2021年国务院《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见（国发〔2021〕4号）》中提到加快实施造纸行业绿色化改造，全面推行清洁生产，依法在“双超双有高耗能”行业实施强制性清洁生产审核，完善“散乱污”企业认定办法，分类实施关停取缔、整合搬迁、整改提升等措施。国家发改委、科技部、工业和信息化部等八部门、市场监管总局联合印发的《关于推进污水资源化利用的指导意见（发改环资〔2021〕13号）》指出重点围绕火电、石化、钢铁、有色、造纸、印染等高耗水行业，组织开展企业内部废水利用，上述高耗水行业项目具备使用再生水条件但未有效利用的，要严格控制新增取水许可。国家对造纸行业的环保督察力度加强，中小造纸厂生存压力较大。在地方政府趋严的环保政策下，造纸行业头部效应将进一步显现，具有一定规模的造纸企业将受益。

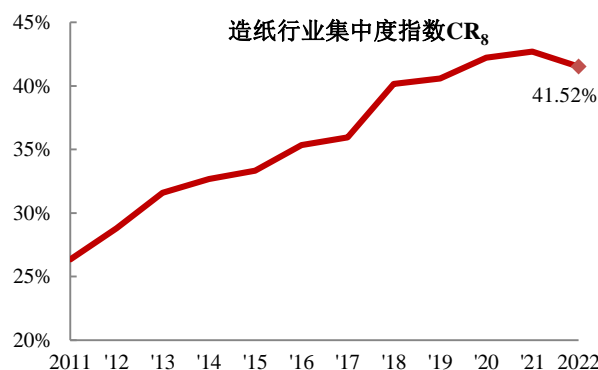
图 5 2022 年我国纸及纸板生产集中在东部地区

各省份（自治区、直辖市）纸及纸板产量占比



资料来源：中国造纸协会，中证鹏元整理

图 6 2022 年我国造纸行业集中度仍较高



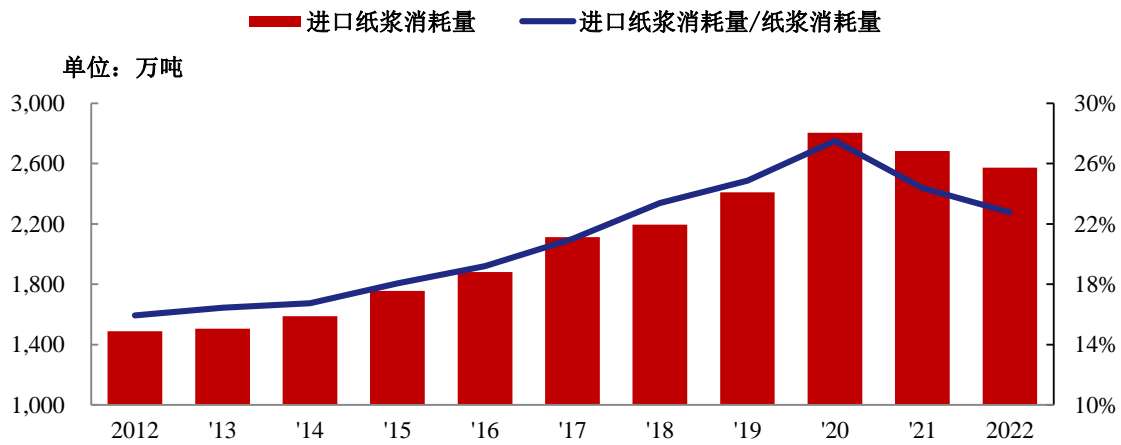
资料来源：中国造纸协会，中证鹏元整理

2022年纸浆价格持续上涨至高位运行，2023年以来大幅回落，需持续关注纸浆价格及人民币汇率波动对造纸企业盈利及现金流的影响

造纸行业主要原料为纸浆，根据生产纸浆的原料来源不同又可进一步分为木浆、废纸浆和非木浆，其中非木浆包括苇浆、蔗渣浆、竹浆、稻麦草浆等。由于我国森林覆盖率低于世界平均水平，人均森林面积远低于世界人均水平，林木资源相对贫乏，木浆原料主要依赖进口。2022年进口海运受阻，海运运费增加，进口木浆价格上涨，同时近年我国“禁废令”持续加码，2018年再次强调自2021年开始全面禁止以任何方式进口废纸，我国进口废纸量大幅减少，国内废纸回收量增加，多重因素影响下，2022年我国进口纸浆消耗量占比持续下滑，当期木浆消耗量4,328万吨，同比增长4.26%，占纸浆消耗总量的38.32%，同比增长0.62个百分点，其中进口木浆消耗量2,237万吨，同比减少5.09%，占纸浆消耗总量的19.81%，同比下降1.6个百分点。2022年全国进口纸浆消耗量2,573万吨，同比减少4.14%，占纸浆消耗

总量的22.78%，同比下降1.6个百分点，国产木浆及废纸浆一定程度上成为下游造纸企业的替代选择。

图 7 2022 年我国进口纸浆消耗量占比持续下滑



资料来源：中国造纸协会，中证鹏元整理

我国造纸行业原料对外依赖度较高，造纸企业经营及盈利状况受国际纸浆价格及人民币汇率波动影响较大。2022年一季度，UPM工人罢工延长、国外局势紧张加剧及加拿大物流等多重因素影响下，全球纸浆供应偏紧，国际纸浆价格快速上行，进口漂针浆现货价达7,437元/吨，进口漂阔浆现货价达6,300元/吨；二、三季度纸浆价格保持高位震荡，四季度需求低迷，纸浆价格震荡回落，但仍居历史高位。此外，受美联储宣布加息影响，2022年二季度以来人民币兑美元贬值幅度较大，对企业采购进口原料造成负面影响。2023年以来，受海外需求走弱、欧洲纸浆持续累库、国内下游市场情绪悲观等多重因素的影响，纸浆价格持续大幅回落。

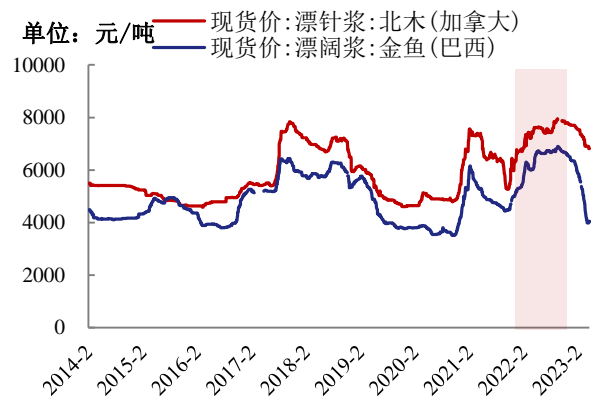
总体而言，2022年以来纸浆价格呈现“涨-跌”的较大幅度波动局面，2022年纸浆整体价格持续高位运行，2023年以来受供给宽松、需求偏弱等影响，价格持续下行，短期存在触底反弹的可能，长期来看，国际纸浆价格和人民币汇率受国际局势及宏观经济、国家政策等诸多不确定因素影响较大，若成本及汇率的变动不能顺利向下游传导，需持续关注进口纸浆及人民币汇率波动对造纸企业盈利水平和现金流的影响。

图 8 2022 年我国纸浆价格高位震荡



资料来源：同花顺 iFind，中证鹏元整理

图 9 2022 年国际纸浆价格高企

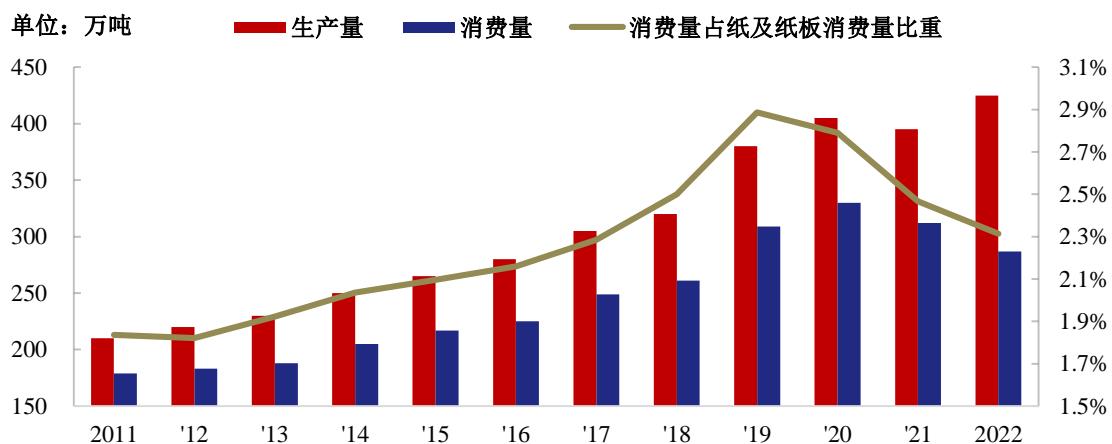


资料来源：Wind，中证鹏元整理

2022年特种纸产量同比增加，需求端持续走弱，存在一定供需矛盾；食品包装纸及标签离型纸市场前景仍较好，特种纸细分品种景气度分化

特种纸是对采用特殊抄造工艺生产的具有特殊用途的、产量较小的纸张类型统称，特种纸种类繁多，应用广泛，产品性能及附加值高，细分品种包括建筑装饰用纸、转移印花纸、食品包装纸、标签离型纸、描图纸等等，终端市场涉及食品饮料、医疗、物流运输、家居装饰等。近年我国经济的发展、网络购物和餐饮外卖的兴起增加了市场对包装类、标签类等特种纸的需求，进一步推动特种纸行业的发展。2022年我国特种纸及纸板生产量425万吨，同比增加7.59%，约占纸及纸板总生产量的3.42%，消费量287万吨，同比减少8.01%，约占纸及纸板总消费量的2.31%，销量及销量占比持续下降，存在一定供需矛盾。

图 10 2022 年特种纸生产量同比增加但需求持续走弱



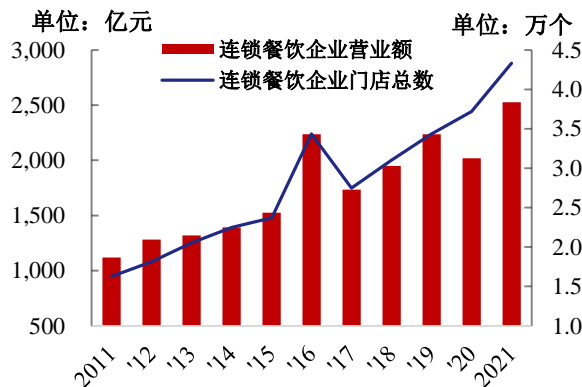
资料来源：中国造纸协会，中证鹏元整理

食品包装纸的下游行业主要为餐饮、外卖、休闲食品、冲调热饮等行业。根据国家统计局数据，2021年末我国餐饮业营业额为7972.39亿元，同比增加32.05%，法人企业数3.79万个，同比增加

15.19%；连锁餐饮企业营业额同比增加25.05%，连锁餐饮企业门店总数同比增加6,100家。2022年受宏观经济及外部环境因素影响，餐饮需求端萎缩，餐饮业全国餐饮收入43,941亿元，同比下滑6.3%，但2023年以来消费场景与信心渐次复苏，预计未来餐饮消费需求将得到平稳释放。与此同时，由于外卖配送相较于选择在餐饮门店堂食，具有便利性、时间灵活性、选择多样性等优点，近年餐饮外卖逐渐兴起，2021年我国限额以上餐饮业餐饮配送及外卖送餐服务业营业额427.09亿元，同比增长39.48%，仍保持较快增长态势。受益于“限塑令”、“禁塑令”等国家政策导向，餐饮、外卖产业向环保生态方向发展，叠加需求恢复、消费升级等因素，对食品包装纸的需求有一定支撑作用。

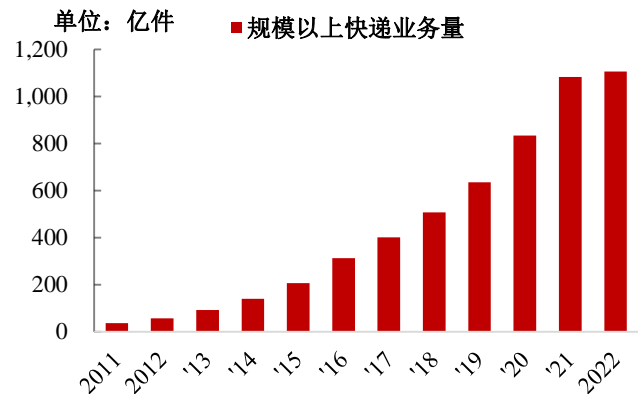
标签离型纸的下游行业主要为快递物流、商品标签等行业。2022年我国快递业务量持续增长，规模以上快递业务量完成1,105.8亿件，同比增长近2.11%，快递业务量连续9年位居世界第一，规模以上快递实现业务收入1.06万亿，同比增长2.3%。根据《“十四五”邮政业发展规划》，2025年我国快递业务量有望增至1,500亿件，快递业务量的增长有利于标签离型纸的市场规模进一步扩张。

图 11 连锁餐饮企业营业额同比增加



资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

图 12 2022 年规模以上快递业务量保持增长



资料来源：Wind，中证鹏元整理

总体来看，2022年我国特种纸产量增长较快，但需求端持续走弱，存在一定供需矛盾。食品包装纸、标签离型纸下游行业需求仍有一定支撑，细分纸种景气度分化。

五、经营与竞争

公司系国内规模较大的食品包装纸、格拉辛纸和描图纸生产企业、食品包装纸龙头企业，以浙江衢州、江西湖口、湖北汉川三大生产基地为依托，产品供应能力较强，客户资源较好且长期合作关系较为稳定，2022年江西基地新建产能逐步释放，营业收入大幅增长，但受木浆原料上涨影响，盈利水平明显下滑

公司仍主要从事特种纸的研发、生产和销售，2022年营业收入主要来自食品包装纸、格拉辛纸和工业包装纸，合计收入占比超过94%，其次为转移印花纸和描图纸。2022年公司营业收入同比增长61.59%，

增量主要来自食品包装纸、格拉辛纸和工业包装纸，主要受益于2021年底江西五星基地50万吨食品包装纸产线试产成功，食品包装纸产能大幅提升，以及格拉辛纸和工业包装纸较好的细分市场需求。工业包装纸²系2022年新增品类，市场需求较大，受益于2022年产线产能爬坡、产能利用率提升，该品类销售收入超过2021年特种文化纸销售收入。2023年1-3月，受食品包装纸受厂房改造停产影响产销下滑、工业包装纸因产线改造调整销售收入下降较多影响，公司营业收入同比下降5.45%。

毛利率方面，2022年木浆原料价格大幅上涨至高位运行，虽然年内上调了一定产品价格，仍承受了较大成本压力，总体销售毛利率及各类特种纸产品毛利率均明显下滑，工业包装纸和转移印花纸细分品类出现亏损。2023年以来，木浆原料价格持续回落至历史中低水平，但在成本端体现有一定滞后性，部分纸种销售毛利率进一步下滑，同时因产线改造调整，工业包装纸和特种文化纸亏损，2023年1-3月公司销售毛利率延续了去年的下滑趋势，毛利空间被大幅压缩。2023年1-3月销售毛利率明显低于2022年，主要系2022年上半年因产品售价上调及原材料涨价影响具有滞后性，平滑了全年销售毛利率所致。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
食品包装纸	33.74	56.59%	9.76%	17.47	47.34%	25.46%
格拉辛纸	15.19	25.48%	14.37%	10.06	27.27%	16.45%
工业包装纸	7.35	12.32%	-5.05%	0.00	0.00%	--
转移印花纸	2.18	3.66%	-5.63%	2.62	7.10%	2.97%
描图纸	0.98	1.64%	14.78%	0.97	2.62%	26.45%
特种文化纸	0.00	0.00%	--	5.64	15.29%	-2.16%
其他	0.18	0.31%	60.51%	0.14	0.38%	42.72%
合计	59.62	100.00%	8.78%	36.90	100.00%	17.28%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年随着江西五星产线爬坡，公司食品包装纸实际产能明显提升，多数细分纸种产量保持增长，但亦有产线技改停产导致产能利用率下滑；公司在建项目持续投入，仍面临较大资金支出压力，由于宏观经济仍存在下行压力，市场需求转弱，需关注产能消化风险及未来产业向上游延伸的经营不确定性

2022年公司产品类型拓展至食品包装纸、格拉辛纸、描图纸、转移印花纸、特种文化纸和工业包装纸六类，其中工业包装纸系当期新增品类，主要包括牛皮箱板纸、瓦楞原纸，其中瓦楞原纸是生产瓦楞纸板的重要材料之一。截至2022年末，公司已建成8条原纸生产线，原纸产能近135万吨/年，包括食品

² 江西五星 30 万吨特种文化纸产线 2021 年 1 月建成投产，2022 年进行改建调整为工业包装纸产线，产能不变，2023 年 1-3 月调整为工业包装纸和文化纸共用产线，工业包装纸、特种文化纸均有产出。根据公司规划，2023 年将对该产线进行改造，调整为特种文化纸和格拉辛纸共用产线，其中以生产特种文化纸为主，工业包装纸将调整至湖北基地生产。

包装纸78万吨，格拉辛纸21万吨，工业包装纸/特种文化纸30万吨³，转移印花纸5万吨，描图纸7,000吨，目前仍是国内规模较大的特种纸生产企业之一。公司研发投入主要针对下游客户的需求对特种纸生产工艺、机器设备进行改进和新产品开发，2022年立项/完成研发项目39个，10项产品已立项或备案省级工业新产品（新技术），公司研发投入进一步增长。

表3 公司研发投入情况（单位：万元）

项目	2023年1-3月	2022年	2021年
研发投入金额	1,208.65	6,484.43	5,383.99
研发投入占营业收入的比例	0.96%	1.09%	1.46%

资料来源：公司2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内公司产品生产模式无变化，仍为以销定产模式。销售部门根据客户订单需求进行产品供货排单，为满足客户个性化定制需求，一般由技术部制定产品的工艺流程和技术条件，下达至采购、生产、质检、仓库等部门，并与生产部门进行沟通。生产部门根据销售订单和供货排单情况进行生产排期，对生产进度、采购周期、计划更改等进行协调和控制，组织下属各生产线实施生产。

2022年公司主要产品设计产能保持稳定，部分品类产线实际产能有所提升，多数细分纸种产量保持增长，产品类型有所调整。分产品来看，随着2021年底江西五星50万吨食品包装纸试产成功，2022年食品包装纸实际产能、产量均大幅提升，由于全年产线尚处于产能爬坡阶段，产能利用率同比下降，格拉辛纸和描图纸市场需求较好，产量及产能利用率均有所提升，转移印花纸产量及产能利用率有所下滑，主要系当期技改停产约3个月⁴所致，工业包装纸市场需求较大，产量及产能利用率较上年生产的特种文化纸均有所提升。

表4 2021-2022年公司主要产品产能、产量及产能利用情况

产品类别		2022年	2021年
食品包装纸	实际产能（万吨）	78.00	32.17
	产量（万吨）	56.16	27.93
	产能利用率	72.00%	86.84%
格拉辛纸	实际产能（万吨）	21.00	21.00
	产量（万吨）	16.27	14.51
	产能利用率	77.48%	69.10%
描图纸	实际产能（万吨）	0.70	0.70
	产量（万吨）	0.70	0.69
	产能利用率	100.00%	98.82%
转移印花纸	实际产能（万吨）	5.00	5.00

³根据公司规划，2023年将对该产线进行改造，调整为特种文化纸和格拉辛纸共用产线，其中以生产特种文化纸为主，工业包装纸将调整至湖北基地生产。

⁴转移印花纸产线原先生产热转印原纸，2022年销售出现亏损，停产技改后调整为数码转印纸，该产品能够实现盈利。

	产量（万吨）	3.05	4.31
	产能利用率	61.00%	86.13%
	实际产能（万吨）	30.00	30.00
特种文化纸/ 工业包装纸	产量（万吨）	19.91	13.14
	产能利用率	66.37%	43.80%

注：1、江西五星 50 万吨食品包装纸产线 2021 年 12 月建成投产，2021 年实际产能约为 4.17 万吨，且产能未全部释放，产能利用率较低，2022 年处于产能爬坡阶段，产能利用率未达到较高水平；

2、江西五星 30 万吨文化纸产线 2021 年 1 月建成投产，2022 年进行改建调整为包装纸产线，产能不变。根据公司规划，2023 年将对该产线进行改造，调整为文化纸和格拉辛纸共用产线，其中以生产文化纸为主，工业包装纸将调整至湖北基地生产。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022 年以来，公司在产能扩建上的投入主要为年产 30 万吨化机浆产线及配套设施项目、本期债券募投项目年产 449 万吨浆纸一体化项目一期工程，其中年产 30 万吨化机浆产线及配套设施项目预计 2023 年第四季度建成投产，年产 449 万吨浆纸一体化项目一期工程预计总投资 19.88 亿元，已完成土地平整，计划建设三个厂房，其中 PM15 厂房主体已开工建设，其余两个厂房尚在地基阶段。位于湖北省武穴市的年产 660 万吨浆纸一体化项目已取得发改备案和能评批复，截至目前尚未开工，该项目暂无推进计划。除上述项目外，公司对工业包装纸/特种文化纸、转移印花纸产线进行了技改，2023 年一季度投资建设了年产 2.2 万吨转移印花纸产线，总投资约为 0.73 亿元，截至 2023 年 3 月末已基本完工，目前正在试生产阶段。

公司浆纸一体化项目投资规模大、建设周期长，资金来源主要为自有资金、银行借款及资本市场再融资，面临较大的资金支出压力。同时，随着新建产线逐步建成投产，公司产能进一步扩大，为公司收入增长提供一定保障，但目前公司部分产品产能利用率仍较低，市场需求受诸多不确定因素影响，同行业公司的产能扩张可能对公司造成竞争威胁，将对公司在产品性能、技术水平、营销能力等方面提出更高要求，未来仍需关注产能消化风险，以及未来产业向上游延伸的经营不确定性。

表5 2022 年末公司主要在建、拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	已投资	性质
江西五星特种纸项目	--	29.68	在建
其中：年产 30 万吨化机浆产线及配套设施	14.35	1.52	在建
年产 449 万吨浆纸一体化项目*	173.00	1.64	在建
年产 660 万吨浆纸一体化项目	230.00	0.00	拟建
合计	--	32.84	--

注：1、江西五星特种纸项目原预计总投资 18.32 亿元，已投资已超过总投资，工程尚未完工；

2、*含本期债券募投项目。2023 年 3 月 24 日，公司发布变更募集资金用途公告，本期债券募集资金 5.00 亿元将用于子公司湖北祉星纸业业有限公司年产 449 万吨浆纸一体化项目一期工程，建成后将形成年产 60 万吨工业包装纸的生产能力。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司与下游主要客户合作关系较稳定，2022 年各类产品产销率仍处于较高水平，多数产品销量及销售额同比增长，但 2023 年以来受宏观经济仍存在下行压力、市场需求转弱等因素影响，公司各类产

品产销率下滑，公司外销收入及占比显著提升，需持续关注人民币汇率波动引起汇兑损失的风险

食品包装纸、格拉辛纸仍是公司销售收入的主要来源，新增工业包装纸/文化纸品类成为重要的收入增长点之一。2022年公司各类产品产销率仍处于较高水平，食品包装纸销量翻倍增长，格拉辛纸、描图纸销量同比均有所增长，工业包装纸销量超过上年特种文化纸销量，仅转移印花纸销量有所减少。价格方面，2021年受木浆原料涨价影响，2021年各类产品销售均价普遍抬升，2022年木浆原料价格上涨至高位运行，公司进一步上调产品售价的空间较为有限，全年来看各类产品销售均价变化情况存在差异，食品包装纸销售均价同比下降，格拉辛纸和转移印花纸销售均价同比提升，描图纸销售均价变动较小，工业包装纸与特种文化纸销售均价不具有可比性。2023年1-3月，受宏观经济仍存在下行压力、市场需求转弱等因素影响，公司各类产品产销率普遍下滑，销售均价基本延续了2022年的趋势。总体来看，公司将成本转嫁至下游的能力较弱，原材料价格波动对公司盈利影响较大。

表6 2021-2022 年公司主要产品销售价格及销量情况

产品类别		2022 年	2021 年
食品包装纸	均价（元/吨）	6,159.00	6,382.04
	销量（万吨）	54.78	27.37
	销售金额（万元）	337,390.00	174,666.32
	产销率	97.54%	97.97%
格拉辛纸	均价（元/吨）	8,746.27	7,447.80
	销量（万吨）	17.37	13.51
	销售金额（万元）	151,922.65	100,629.45
	产销率	106.76%	93.11%
描图纸	均价（元/吨）	13,035.47	13,076.91
	销量（万吨）	0.75	0.74
	销售金额（万元）	9,776.60	9,654.69
	产销率	107.14%	106.74%
转移印花纸	均价（元/吨）	6,843.91	6,199.34
	销量（万吨）	3.19	4.23
	销售金额（万元）	21,832.06	26,202.76
	产销率	104.59%	98.15%
特种文化纸/ 工业包装纸	均价（元/吨）	3,650.67	4,433.96
	销量（万吨）	20.12	12.72
	销售金额（万元）	73,451.43	56,411.08
	产销率	101.05%	96.82%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司销售仍以内销为主，外销占比较低，内销地集中在华东、华南地区，主要外销地为印度、马来西亚、韩国和台湾地区。2022年，公司内销及外销收入均同比增长，受益于2022年上半年外贸出口形势较好，公司外销收入占比显著提升。跟踪期内公司销售模式和信用政策无变化，规模较大的内销客户一

一般为月结30-120天，外销客户一般为提单日30-120天电汇付款或即期信用证；规模较小的内销客户为款到发货，外销客户一般为预付20%-30%货款。公司前五大客户较为稳定，2022年销售额占比下降至29.19%，客户集中度有所下降。

表7 公司主营业务收入按区域分类情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
内销	52.10	87.66%	33.96	92.38%
外销	7.33	12.34%	2.80	7.62%
合计	59.44	100.00%	36.76	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年木浆价格持续上涨至高位运行，公司成本端承受较大压力，利润受到侵蚀，需关注国际木浆价格和人民币汇率波动对公司盈利水平和现金流的影响；公司与上游供应商合作关系较为稳定，前五大供应商集中度有所下降

公司仍主要采用以产定购的采购模式，根据生产、销售计划与仓库实际存量编制原材料采购计划，原材料备货需满足约30天生产用量。公司与主要国外供应商结算方式通常为国际信用证，开证发货，与国内供应商结算账期一般在1-2个月。2022年公司主营业务成本仍主要由木浆及辅料等材料成本构成，成本结构总体稳定，销售运费及占比上升主要系当期对欧洲出口量增加、欧洲运费相对较高所致。受产品市场需求增加、木浆价格持续上涨至高位运行影响，2022年公司材料成本同比大幅增长。木浆价格上涨导致公司采购原料所需周转资金规模上升，对公司营运资金占用增加，公司现金流承受较大压力。2023年以来，木浆价格持续回落至历史中低水平，预计公司成本及现金流状况将迎来改善。公司木浆仍主要依赖进口，未来仍需关注木浆价格波动对公司营业成本、产品盈利水平及现金流的影响。公司采购木浆主要使用外币结算，2021-2022年分别发生0.08亿元汇兑收益和0.21亿元汇兑损失，需关注汇率波动引起汇兑损失的风险。

表8 公司主营业务成本构成情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
材料成本	45.74	84.22%	23.43	76.96%
直接人工	1.50	2.75%	0.59	1.93%
制造费用	4.76	8.77%	5.45	17.89%
销售运费	2.31	4.25%	0.98	3.22%
主营业务成本	54.31	100.00%	30.44	100.00%

注：2021年公司会计政策调整，将原销售费用中的销售运费调整计入营业成本。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司与上游主要供应商的合作关系仍较稳定，2022年第一大木浆原料供应商为冠宇贸易⁵，其次为UPM⁶，此外，Dryad Resources (Hk) Co., Limited也是较为稳定的供应商。2022年，公司优化和拓展原材料采购渠道，前五大供应商采购额占比为39.91%，同比下降8.39个百分点，对大型供应商依赖度下降。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并范围新增5家子公司，均为新设，详见表1，2023年1-3月合并范围无变化。截至2023年3月末纳入合并范围的子公司共12家，详见附录四。

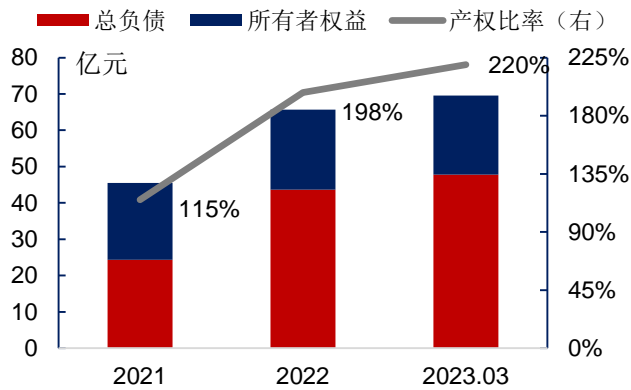
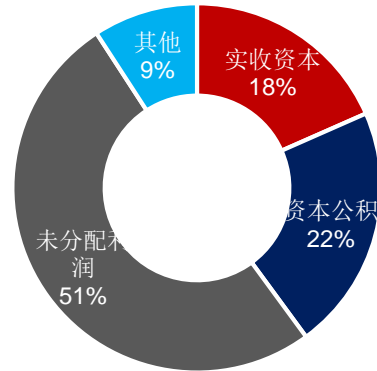
资本实力与资产质量

公司资产规模保持增长，但增量基本来自债务融资，产权比率攀升；资金集中于厂房、设备、土地及建设投入，账面流动资金充裕度相对不足，库存备货和应收销售款随着业务规模扩大有所增长，资产流动性偏弱，在2023年以来市场需求转弱以及木浆价格回落背景下，需关注未来销售回款情况和存货跌价风险

2023年3月末，公司资本结构以负债为主，产权比率较高，所有者权益对总负债覆盖度低。2022年以来公司债务融资规模增长较快，一方面系成本端木浆原料价格持续上涨至高位运行，采购原材料、支付货款所需经营周转资金规模较大，销售端收现比同比下降所致，另一方面系产能新建、扩建及技改项目等资本性支出需求较大所致。同时公司盈利水平下滑、自身利润累积不足，使得2022年末产权比率明显上升，2023年3月末产权比率进一步上升至约220%的较高水平。2023年3月末，公司所有者权益以未分配利润为最主要构成，其次为资本公积和实收资本。

⁵ 包括冠宇贸易同一控制下的 Alkira Trading (Macao Commercial Offshore) Limited、April International Enterprise Pte Ltd、亚太森博（山东）浆纸有限公司。

⁶ 指 Upm Pulp Sales Oy、Upm-Kymmene Corporation。Upm-Kymmene Oyj（芬欧汇川集团）均为同一控制下企业，Upm-Kymmene Oyj 为国际大型纸制品生产商，总部位于芬兰。

图 13 公司资本结构

图 14 2023 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2022 年以来公司总资产保持增长，但增量基本来自债务融资。2022 年末，公司资产以产能建设项目投入（在建工程、无形资产、其他非流动资产-预付设备土地款），厂房、生产设备和土地（固定资产），现金类资产（货币资金和交易性金融资产）、应收款项、木浆原料和特种纸产成品（存货）为主要构成，上述资产合计占总资产的 94.43%。

造纸行业具有资金密集的特点，公司资产集中于厂房、设备、土地及建设投入，资产流动性偏弱。2022 年公司在江西、湖北的生产基地产线建设项目持续投入，投向年产 30 万吨化机浆产线、本期债券募投项目等，湖北基地新增外购土地、预付设备和土地款规模较大，在建工程、无形资产（外购土地）和其他非流动资产（预付设备土地款）同比大幅增长。2022 年末，公司转移印花纸和特种文化纸纸机因技改转入在建工程，固定资产同比有所减少，2023 年 1-3 月随完工项目转固恢复增长。2022 年末，公司固定资产受限比例较高。

公司日常经营销售回款、债务融资取得资金后形成现金类资产（货币资金及交易性金融资产）。2022 年以来公司现金类资产波动增加，主要系债务融资增加所致，2022 年末现金类资产受限比例为 49.28%，对短期债务覆盖度不足，账面流动资金相对紧张。受业务规模扩大、营业收入提升和销售回款率下滑影响，公司应收账款波动增长，当期计提坏账准备 0.21 亿元，需关注销售回款情况和可能的信用减值损失风险。2022 年公司各类纸种产销率保持在较高水平，同时江西五星 50 万吨食品包装纸产线产能逐步爬坡，年内产量大幅提升，公司业务规模进一步扩张，库存特种纸产成品及采购木浆原料有所增长，但 2023 年以来市场需求转弱，公司各类产品产销率普遍下滑，木浆原料价格持续回落至历史中低水平，若销售端价格相应回调，公司将面临一定存货跌价风险。截至 2022 年末，公司受限资产账面价值合计 22.67 亿元，占同期末总资产的 34.53%，资产受限比例较高。

总体来看，公司资产规模持续增长，但增量基本来自债务融资，现金类资产呈增长趋势，但无法覆

盖短期债务，流动性相对紧张。公司资金集中于厂房、设备和土地及建设投入，库存备货及应收账款随着业务规模扩大有所增长，在2023年以来市场需求转弱、公司产品产销率下滑，以及木浆价格回落背景下，需关注未来销售回款情况和存货跌价风险。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	12.15	17.46%	7.77	11.83%	7.57	16.65%
交易性金融资产	0.71	1.03%	5.27	8.02%	0.00	0.00%
应收账款	8.90	12.80%	10.06	15.32%	6.13	13.48%
存货	8.68	12.47%	6.59	10.03%	5.72	12.58%
流动资产合计	33.87	48.67%	32.28	49.15%	21.98	48.36%
固定资产	18.40	26.44%	14.07	21.42%	16.80	36.96%
在建工程	10.09	14.50%	12.81	19.51%	5.08	11.18%
无形资产	3.77	5.41%	3.09	4.70%	0.82	1.80%
其他非流动资产	2.28	3.28%	2.35	3.58%	0.00	0.00%
非流动资产合计	35.72	51.33%	33.39	50.85%	23.47	51.64%
资产总计	69.59	100.00%	65.67	100.00%	45.46	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2022年公司营业收入保持增长，但木浆原料价格持续上涨至高位，严重侵蚀公司利润，盈利能力明显下降；2023年以来，随着原材料价格回落、成本端压力释放，预计公司未来盈利水平将有所修复

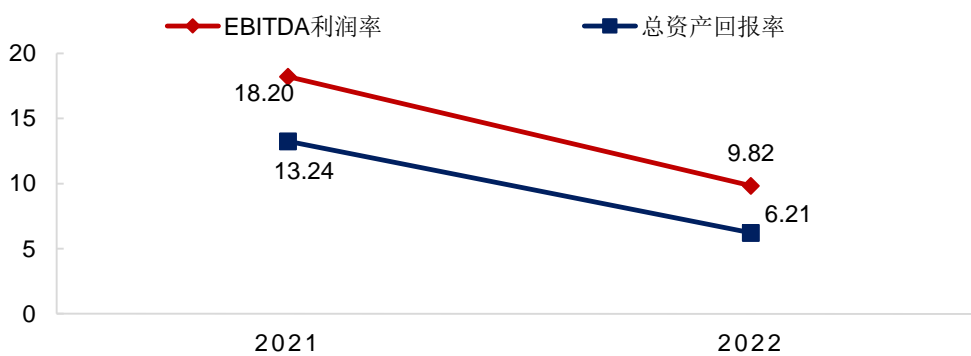
受益于2021年底江西五星基地50万吨食品包装纸产线试产成功，食品包装纸产能大幅提升，以及格拉辛纸和工业包装纸较好的细分市场需求，2022年公司营业收入同比增长61.59%。公司食品包装纸销售收入同比增长93.16%，主要受益于2021年底江西五星基地50万吨食品包装纸产线试产成功，食品包装纸产能大幅提升，格拉辛纸细分市场需求较好，销售收入同比增长50.97%。工业包装纸系2022年新增品类，主要包括牛皮箱板纸、瓦楞原纸，由特种文化纸产线改建，销售收入较2021年特种文化纸有所增长，主要系产线产能爬坡，产能利用率提升所致。转移印花纸和描图纸销售收入相对稳定。2023年1-3月，格拉辛纸、转移印花纸和描图纸销售情况较好，但食品包装纸受浙江五星厂房改造停产影响销售收入同比下滑，工业包装纸因产线改造调整销售收入下降较多。

盈利能力方面，2022年公司总体销售毛利率及各类特种纸产品毛利率均明显下滑，主要系当期木浆原料价格大幅上涨至高位运行，公司进一步上调产品售价的空间较为有限，成本端遭受较大压力，部分纸种出现亏损。2023年以来，虽然木浆原料价格持续回落至历史中低水平，但在成本端体现有一定滞后性，部分纸种销售毛利率仍持续下滑，同时部分纸种因产线改造调整发生亏损，2023年1-3月公司销售毛利率延续了去年的下滑趋势，毛利空间被大幅压缩。2022年公司利润总额、归属母公司所有者的净利

润同比下降幅度均接近50%，主要系原材料成本高企严重侵蚀产品毛利润所致，同时在期间费用方面，随着债务融资规模扩张，公司财务费用利息支出增长较快、汇兑损失扩大，在资产减值方面，信用减值损失增加，也对公司盈利水平造成负面影响。上述因素叠加营业收入及资产规模增长，2022年公司EBITDA利润率和总资产回报率分别同比下降8.38和7.03个百分点，盈利能力明显下降。2023年1-3月，公司归属上市公司股东的净利润亏损0.30亿元，同比大幅下降128.93%，主要系木浆原料价格回落在成本端体现有一定滞后性，当期生产所用原材料仍为高价格时购入，部分纸种销售毛利率进一步下滑，同时因产线改造调整，工业包装纸和特种文化纸亏损所致。

2023年以来宏观经济下行压力仍较大，特种纸市场需求转弱，木浆原料价格持续回落至历史中低水平，公司成本端压力下降但销售端压力显现，产品面临一定降价压力和市场竞争压力。考虑到2022年及2023年1-3月，公司盈利水平持续大幅下滑主要系遭受原材料成本上涨的巨大侵蚀，而该因素已随原材料价格回落而消除，若公司能够继续维持现有市场份额和销售情况，预计未来盈利水平将有所修复。

图 15 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

木浆原料价格上涨和项目建设持续投入增加公司资金周转压力，经营活动现金生成能力下降，债务融资较快增长，财务杠杆率攀升至较高水平，且以短期债务为主，面临较大偿债压力和集中兑付压力

2022年末公司总负债以流动负债为主要构成，短期借款、应付款项、长期借款和应付债券占比较高。考虑到公司资产以非流动资产为主，需关注短债长投的风险。2022年以来总负债增长较快，一方面系原材料价格尚处于高位，采购原材料、支付货款所需经营周转资金规模较大，另一方面系产能新建、扩建及技改项目等资本性支出需求较大所致。

2022年末公司总债务同比增长79.40%，2023年3月末进一步增至37.92亿元，占总负债的比重呈上升趋势。2022年末公司总债务以银行借款和债券发行为主要构成，少量为票据融资等，债券品种结构良好。

公司债务期限结构以短期为主，2022年末及2023年3月末短期债务占总债务的比重上升至70%，处于较高水平，债务期限结构待改善。由于公司现金类资产无法覆盖短期债务，公司面临较大集中兑付压力。

2022年以来公司经营性负债规模随着应付供应商采购货款、长期资产购置款增加而波动增长，但占总负债的比重有所下降。2022年末公司应付账款中外币余额为3.06亿元，以美元计价，存在一定汇率波动风险。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	22.00	46.02%	20.20	46.30%	10.47	43.09%
应付账款	6.03	12.61%	7.25	16.62%	4.03	16.58%
应付票据	2.89	6.04%	1.73	3.97%	1.28	5.26%
一年内到期的非流动负债	1.88	3.92%	2.09	4.80%	0.73	3.01%
流动负债合计	34.14	71.40%	32.59	74.70%	17.94	73.84%
长期借款	5.81	12.15%	3.50	8.02%	0.80	3.29%
应付债券	5.34	11.16%	5.29	12.13%	5.02	20.67%
非流动负债合计	13.67	28.60%	11.04	25.30%	6.36	26.16%
负债合计	47.82	100.00%	43.64	100.00%	24.30	100.00%
总债务合计	37.92	79.30%	33.36	76.44%	18.59	76.52%
其中：短期债务	26.77	55.99%	24.03	55.07%	12.48	51.36%
长期债务	11.15	23.31%	9.33	21.37%	6.11	25.17%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，2022年公司经营活动现金净流入规模大幅减少，经营活动现金生成能力下降，一方面系当期主营业务回款比率有所下滑，另一方面系原材料价格持续上涨至高位，采购端所需支付的现金大幅增长所致。2023年1-3月经营活动现金发生净流出，主要系采购原材料支付现金规模增长和营业收入同比下滑所致。2022年公司FFO同比降幅较大，主要系原材料成本高企严重侵蚀利润所致。

杠杆状况方面，2022年以来公司总债务和总负债均快速增长，资产负债率、总债务/总资本持续攀升至较高水平。随着总债务的快速增长，2022年末公司账面现金充裕度相对不足，叠加原材料成本高企严重侵蚀利润，公司净债务/EBITDA明显上升。2022年公司EBITDA仍能较好覆盖利息支出，但覆盖倍数明显下降。上述因素影响下，2022年公司FFO/净债务、经营活动现金流/净债务均同比大幅下降。总体来看，2022年以来公司债务融资规模增长较快，财务杠杆率攀升至较高水平，各项偿债指标弱化，面临较大偿债压力，财务风险增加。

表11 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动净现金流（亿元）	-0.57	0.36	2.72
FFO（亿元）	--	2.74	4.41

资产负债率	68.71%	66.45%	53.46%
净债务/EBITDA	--	3.50	1.61
EBITDA 利息保障倍数	--	5.70	16.05
总债务/总资本	63.52%	60.22%	46.78%
FFO/净债务	--	13.37%	40.72%
经营活动现金流/净债务	-2.37%	1.77%	25.15%
自由现金流/净债务	-10.98%	-46.51%	-30.69%

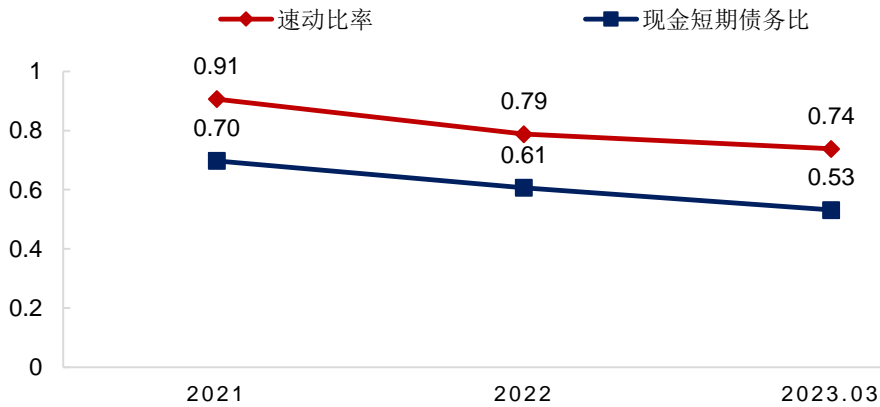
注：自由活动现金流/净债务为负数系自由活动现金流为负数所致。

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

杠杆比率波动性方面，2022 年受原材料价格上涨影响，公司采购原材料所需支付的现金大幅增加，日常经营所需的周转资金规模较大，短期借款大幅增长，2023 年以来原材料价格持续回落，公司在采购端的资金压力有所释放，但考虑到公司经营活动现金生成能力下降，在建项目尚需投资规模较大，预计未来将继续通过增加债务融资取得资金，公司杠杆比率存在向上波动的可能。

2022 年以来公司短期债务增长较快，现金短期债务比持续下滑，2023 年 3 月末仅 0.53，现金类资产对短期债务的覆盖度较低，集中兑付压力较大。公司剔除存货后的流动资产对流动负债的覆盖度持续下滑，2023 年 3 月末速动比率为 0.74，资产负债期限结构匹配度欠佳。公司主要融资渠道为银行借款和债券发行，截至 2023 年 3 月末银行授信总额为 48.60 亿元，尚未使用额度为 16.08 亿元，融资弹性尚可。

图 16 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

2022 年江西五星发生安全事故，产线停产对公司产品产量和费用支出造成一定影响，除此之外，公司 ESG 其他表现对公司持续经营和信用水平无重大负面影响，公司仍面临一定安全生产和环保风险

环境因素

公司本部及全资子公司浙江五星、江西五星属于环境保护部门公布的重点排污单位，生产过程中产生的“三废”须严格遵守相关排放标准。我国对造纸行业的污染防治和环保督察延续较严态势，公司污染排放均达到国家标准，厂址选择符合当地环保监管要求，对于生产过程中产生的污染物，公司建造了配套的处理设施，制定了相关的环保制度并持续进行环保投入，以确保污染物达标排放。过去一年公司无重大环境污染事故和环境影响事件，主要污染物排放总量低于排污许可排放量，排放浓度符合国家相关排放标准，未发生环境污染事故或纠纷，未因其他环境保护问题受到行政处罚。近年国家环保政策趋严，若公司未能及时根据最新环保要求更新设备或优化生产工艺以适应国家要求，可能会面临环保处罚，因此公司面临一定环保风险。

社会因素

安全生产及社会责任方面，2022年9月15日，公司子公司江西五星在停机检修过程中发生意外，造成人员伤亡事故，湖口县应急管理局下发了《责令限期整改指令书》，责令江西五星在保证生产安全的前提下停止生产，同时全厂进行举一反三，排除生产安全隐患⁷。事故发生后，江西五星全部产线停产调查，最终赔偿伤亡人员家属约100万元，停产时间约为1.5个月，对产品产量和费用支出造成一定影响。除此之外，公司过去一年未因违规经营、违反政策法规受到政府部门处罚，未发生产品质量问题，不存在拖欠员工工资、社保。考虑到造纸行业大型设备密集，自动化程度较高，对生产工人的操作水平、技能及安全意识要求较高，若出现生产设备异常或员工操作不当的情况，可能会发生安全事故，因此公司面临一定安全生产风险。

公司治理

公司治理与管理方面，近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。公司过去一年未因信息披露不合规受处罚，无涉嫌违法违纪事项。

公司设股东大会，作为公司的权力机构依法行使的职权包括决定公司的经营方针和投资计划，审议批准董事会及监事会的报告等，董事会由7名董事组成，其中独立董事3人，监事会由3名监事组成，总经理1名，副总经理若干名。2023年4月，公司非独立董事赵鑫辞任，5月股东大会决议通过董事会关于增补非独立董事赵晨佳的议案。公司对下属子公司的经营管理具有绝对控制权。公司主要高层管理人员均有较为丰富的行业经验和管理经验，董事长、总经理赵磊自2004年至今，历任浙江五星副经理，浙江诚宇进出口有限公司执行董事、经理，五洲特纸执行董事、经理等，副总经理徐喜中、张宴臣、曹亮具备较为丰富的造纸行业生产、管理和销售经验。

⁷ 中证鹏元于2022年9月30日披露了《中证鹏元关于关注五洲特种纸业集团股份有限公司全资子公司发生安全事故的公告》。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的本部、子公司浙江五星和江西五星的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月11日），公司本部、子公司浙江五星和江西五星不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司本部公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2020年1月1日至报告查询日（2023年6月5日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、结论

2022年造纸行业原材料价格持续上涨至高位运行，纸及纸制品存在一定供需矛盾，销售价格承压，整体走势低迷，行业景气度不佳，特种纸市场需求端持续走弱，但细分品种景气度分化，食品包装纸及标签离型纸市场前景仍较好。国内造纸行业环保政策延续较严态势，在能耗双控、限电限产等节能环保政策出台的背景下，造纸行业产能持续出清，市场订单资源将进一步向头部企业聚集。公司作为国内规模较大的特种纸生产企业，在生产经营、污染物处理及环保达标方面具有一定规模优势，未来市场份额有望提升。

2022年木浆原料价格持续上涨至高位，对公司盈利水平和现金流造成较大冲击，盈利水平下滑、经营活动现金流承压，同时由于在建项目持续投入，主要通过债务融资平衡资金，公司债务增速较快，财务杠杆率上升至较高水平，现金类资产对短期债务覆盖度不足，偿债指标弱化，偿债压力和集中兑付压力加大。公司库存备货和应收款项随着业务规模扩大有所增长，在2023年以来市场需求转弱以及木浆价格回落背景下，需关注未来销售回款情况和存货跌价风险。

公司作为国内较大的特种纸生产企业、国内食品白卡纸头部企业之一，截至2022年末拥有8条原纸生产线，特种纸产能近135万吨/年，产品供应能力较强。随着江西基地新建产能逐步释放，2022年公司食品包装纸产销大幅增长、格拉辛纸量价齐升、工业包装纸贡献新增长点，各类纸种产销率处于较高水平，营业收入同比增长61.59%。公司与下游主要优质客户形成较为稳定的长期合作关系，销售渠道较有保障。2023年以来，随着原材料价格回落、成本端压力释放，预计公司未来盈利水平将有所修复。综合行业环境、经营竞争力和偿债能力来看，公司抗风险能力一般。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“特纸转债”的信用等级为AA。

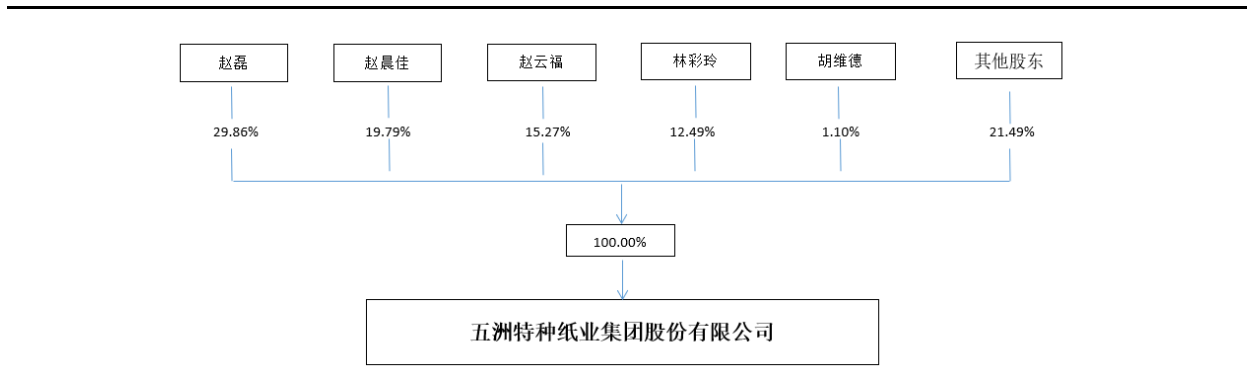
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	12.15	7.77	7.57	2.44
应收账款	8.90	10.06	6.13	4.51
存货	8.68	6.59	5.72	4.29
流动资产合计	33.87	32.28	21.98	16.90
固定资产	18.40	14.07	16.80	12.22
在建工程	10.09	12.81	5.08	3.76
非流动资产合计	35.72	33.39	23.47	17.05
资产总计	69.59	65.67	45.46	33.96
短期借款	22.00	20.20	10.47	7.61
应付账款	6.03	7.25	4.03	3.55
一年内到期的非流动负债	1.88	2.09	0.73	0.40
流动负债合计	34.14	32.59	17.94	14.97
长期借款	5.81	3.50	0.80	1.20
应付债券	5.34	5.29	5.02	0.00
非流动负债合计	13.67	11.04	6.36	2.11
负债合计	47.82	43.64	24.30	17.08
总债务	37.92	33.36	18.59	11.89
所有者权益	21.77	22.03	21.16	16.88
营业收入	12.58	59.62	36.90	26.35
营业利润	-0.26	2.27	4.55	4.18
净利润	-0.30	2.05	3.90	3.39
经营活动产生的现金流量净额	-0.57	0.36	2.72	1.81
投资活动产生的现金流量净额	1.70	-15.08	-4.61	-4.28
筹资活动产生的现金流量净额	3.47	9.82	7.41	3.30
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	--	5.85	6.72	5.52
FFO(亿元)	--	2.74	4.41	3.62
净债务(亿元)	24.06	20.49	10.82	5.66
销售毛利率	3.42%	8.78%	17.28%	23.13%
EBITDA 利润率	--	9.82%	18.20%	20.94%
总资产回报率	--	6.21%	13.24%	16.28%
资产负债率	68.71%	66.45%	53.46%	50.30%
净债务/EBITDA	--	3.50	1.61	1.03
EBITDA 利息保障倍数	--	5.70	16.05	14.13
总债务/总资本	63.52%	60.22%	46.78%	41.33%
FFO/净债务	--	13.37%	40.72%	63.89%

速动比率	0.74	0.79	0.91	0.84
现金短期债务比	0.53	0.60	0.70	0.69

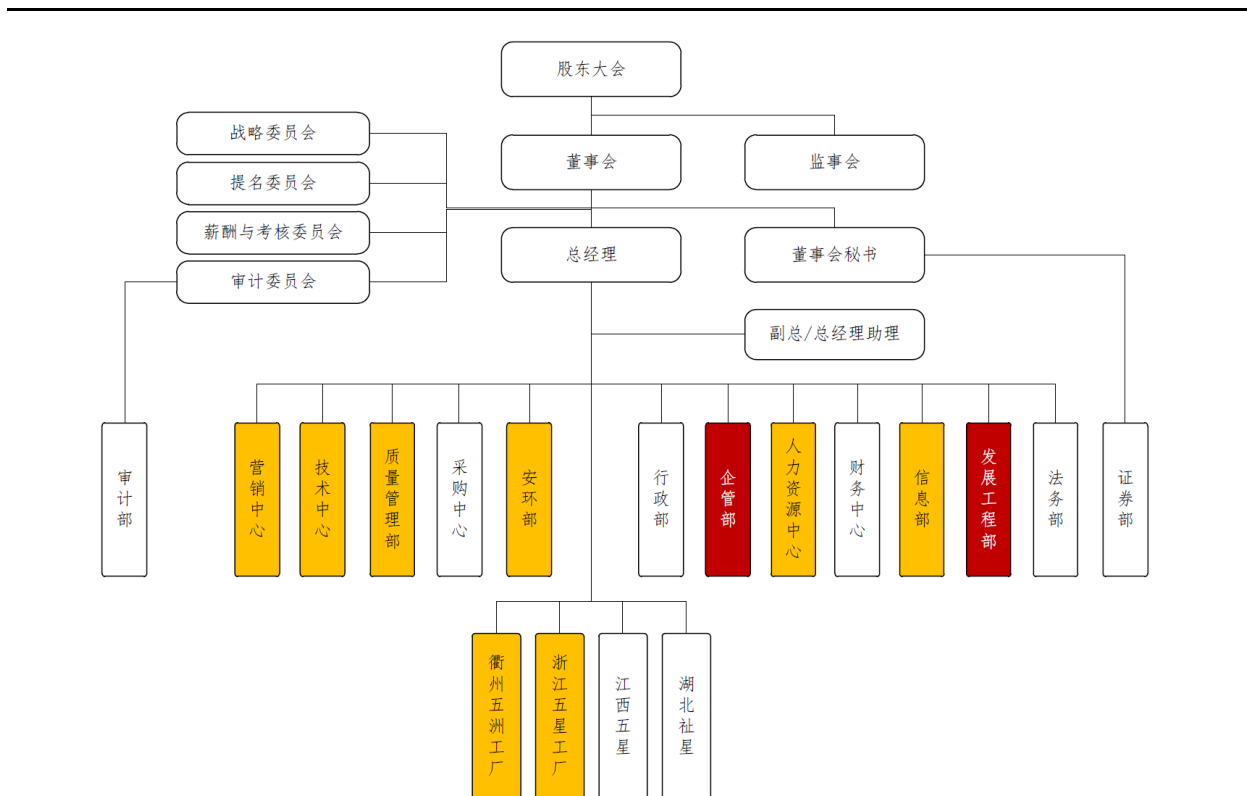
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录四 2023年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
浙江五星纸业有限公司	0.61	100.00%	制造业
江西五星纸业有限公司	11.00	100.00%	制造业
衢州五星进出口贸易有限公司	0.10	100.00%	商业
浙江诚宇进出口有限公司	0.05	100.00%	商业
衢州森远贸易有限公司	0.10	100.00%	商业
五洲特种纸业（湖北）有限公司	8.10	100.00%	制造业
湖北祉星热力能源有限公司	0.01	100.00%	制造业
衢州星洲新能源有限公司	0.05	100.00%	制造业
汉川景星环保科技有限公司	0.01	100.00%	制造业
江西星洲新能源有限公司	0.05	100.00%	制造业
黄冈祉星纸业有限公司	0.01	100.00%	制造业
黄冈祉星热力能源有限公司	0.01	100.00%	制造业

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
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)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA /营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) /2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) /流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（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。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
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，违约风险较高。
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 级，CCC 级（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。

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（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。

四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。