



# 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2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

# 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 2024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<sup>1</sup>（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之一，具有一定规模优势，2023年产能释放及细分纸种产销两旺，公司营业收入稳中有增，销售毛利率提升，经营活动现金流净额大幅增加；同时中证鹏元也关注到，2023年受新增产能投放加大影响，公司食品包装材料系列产品利润空间大幅压缩，未来仍需关注产能消化风险及存货跌价风险，公司化机浆产线处于投产初期，需关注后续原料自给的效益实现情况和木浆价格波动对公司经营业绩的影响，2023年以来债务融资规模进一步增长，财务杠杆率仍较高，短期偿债压力加大，公司存在一定安全生产、环保风险等不利因素。

## 评级日期

2024年06月27日

## 联系方式

项目负责人：范俊根  
fanjg@cspengyuan.com

项目组成员：洪焯  
hongy@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2024.3	2023	2022	2021
总资产	81.98	77.02	65.67	45.46
归母所有者权益	25.60	24.22	22.03	21.16
总债务	44.30	39.40	33.36	18.59
营业收入	17.26	65.19	59.62	36.90
净利润	1.35	2.75	2.05	3.90
经营活动现金流净额	1.73	10.77	0.36	2.72
净债务/EBITDA	--	5.28	3.50	1.61
EBITDA利息保障倍数	--	5.61	5.70	16.05
总债务/总资本	63.19%	61.74%	60.22%	46.78%
FFO/净债务	--	12.50%	13.37%	40.72%
EBITDA利润率	--	9.47%	9.82%	18.20%
总资产回报率	--	5.68%	6.21%	13.24%
速动比率	0.54	0.58	0.79	0.91
现金短期债务比	--	0.33	0.60	0.70
销售毛利率	12.96%	9.59%	8.78%	17.28%
资产负债率	68.52%	68.29%	66.45%	53.46%

注：2024年3月末总债务数据不含债务调整项，下同。

资料来源：公司2021-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

<sup>1</sup> 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之一，具有一定规模优势。**2023年，公司江西基地50万吨食品包装纸产线产能继续爬坡，日用消费材料系列下数码转印纸和描图纸均有产线投产，同时受益于产线技改调整和企业收购，跟踪期内公司产品类型多元化，原纸产能进一步提升，截至2023年末拥有原纸设计总产能141.6万吨/年，目前仍是国内规模较大的特种纸生产企业之一，其中拳头产品食品包装材料系列产能为78万吨/年，为该细分领域龙头企业之一，产品供应能力进一步增强。
- **客户资源较好且合作关系稳定，产能释放及细分纸种产销两旺助力营业收入稳中有增，销售毛利率提升。**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年受益于公司产能提升及主要产品产销量增长，公司营业收入同比增长9.35%，其中日用消费材料系列需求较好，产品销售均价及毛利率同比大幅提升，同时技改调整后，原工业包装纸产线生产文化纸扭亏为盈，新增工业配套材料系列产品毛利率水平尚可，公司销售毛利率边际改善，2023年净利润同比增长33.91%；同期公司经营活动现金净流入规模由上年的0.36亿元大幅提升至10.77亿元。

## 关注

- **食品包装纸利润空间明显压缩，需关注产能消化及存货跌价风险。**2023年受食品包装纸细分行业新增产能投放加大影响，公司食品包装材料系列产品毛利率由上年的9.76%大幅下滑至3.31%，盈利水平明显下降。2023年以来市场需求恢复不及预期，部分产品细分领域竞争加剧，销售价格下降，对公司产品性能、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及存货跌价风险。
- **需关注未来产业向上游延伸的经营不确定性，以及木浆价格波动风险和汇兑损失风险。**目前公司江西化机浆产线处于投产初期，产能尚在爬坡，短期内在成本端的优势尚未体现，需关注未来化机浆原料自给的效益实现情况和木浆价格波动对公司经营业绩的影响。此外，公司进口木浆及产品出口均以外币计价，2023年外销收入进一步提升，公司存在一定汇兑损失风险。
- **债务融资规模进一步增长，财务杠杆率仍较高，短期偿债压力加大。**公司扩产迅速，在建项目仍需一定投资，面临一定投资压力。2023年末现金类资产对短期债务覆盖比例下降至0.33，2024年3月末资产负债率上升至68.52%，集中兑付压力加大。
- **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；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特种纸生产企业、食品包装纸龙头企业之一，产品供应能力仍较强。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	太阳纸业	仙鹤股份	冠豪高新	齐峰新材	恒丰纸业	宜宾纸业	民丰特纸	五洲特纸
总资产	505.51	188.70	103.43	50.13	31.67	25.77	24.29	<b>77.02</b>
营业收入	395.44	85.53	74.03	36.61	26.48	16.71	16.18	<b>65.19</b>
净利润	31.01	6.67	-1.90	2.38	1.49	-0.78	0.47	<b>2.75</b>
销售毛利率 (%)	15.89	11.62	6.36	13.98	17.39	5.61	13.75	<b>9.59</b>
资产负债率 (%)	48.26	60.99	40.39	25.48	18.75	77.50	40.33	<b>68.29</b>

注：以上各指标均为 2023 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	<a href="#">cspy_ffmx_2023V1.0</a>
外部特殊支持评价方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a>

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
<b>个体信用状况</b>					<b>aa</b>
<b>外部特殊支持</b>					<b>0</b>
<b>主体信用等级</b>					<b>AA</b>

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。

### 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	6.6193	2023-6-16	2027-12-7

## 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5.00亿元计划用于子公司五洲特种纸业（湖北）有限公司（原名为湖北祉星纸业有限公司，以下简称“五洲特纸湖北公司”）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年末，“特纸转债”募集资金专项账户余额为50.63万元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，随着本期债券的部分转股及公司实施股权激励，公司总股本由2022年末的40,021.95万股增加至2024年3月末的40,389.75万股。公司名称、控股股东及实际控制人无变化，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），截至2024年3月末，合计持股比例为62.05%，前十名股东无股权质押或冻结情况，股权结构详见附录二。2024年6月18日收盘，五洲特纸股价为13.10元，特纸转债最新转股价为14.32元，转股溢价率为31.75%。

2023年8月，公司与浙江凯丰新材料股份有限公司（以下简称“凯丰股份”）签订《股权转让协议》，以5,250万元向凯丰股份收购其控股子公司五洲特种纸业（龙游）有限公司<sup>2</sup>（以下简称“龙游五洲”）75%的股权，并于当月以现金支付全部股权转让款和完成股权工商变更登记。龙游五洲成立于2010年2月，主要从事以工业衬纸为主的工业配套材料系列特种纸的研发、生产和销售，于购买日的净资产账面价值为0.73亿元，经第三方机构评估的公允价值为0.89亿元；2023年末总资产、净资产分别为1.88亿元和0.80亿元，购买日（2023年8月16日）至2023年末营业收入和净利润分别为0.92亿元和0.08亿元。本次股权收购使得公司新增不锈钢衬纸、玻璃间隔纸等工业配套材料系列特种纸产品，产品类型更加多元。

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、工业包装纸和文化纸等。2023年公司合并报表范围新增2家子公司，无减少的子公司，变化情况详见下表。截至2023年末，公司纳入合并范围的子公司共14家，详见附录四。

<sup>2</sup> 原名“浙江凯丰特种纸业有限公司”，控股股东为凯丰股份，实际控制人为项月雄，2023年8月更为现名。

**表1 2023 年公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）**

<b>2023 年新纳入公司合并范围的子公司情况</b>				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
五洲特种纸业（龙游）有限公司	75.00%	0.40	制造业	现金收购
五洲特种纸业（汉川）有限公司	100.00%	0.10	制造业	新设

资料来源：公司 2023 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

**2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策**

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临

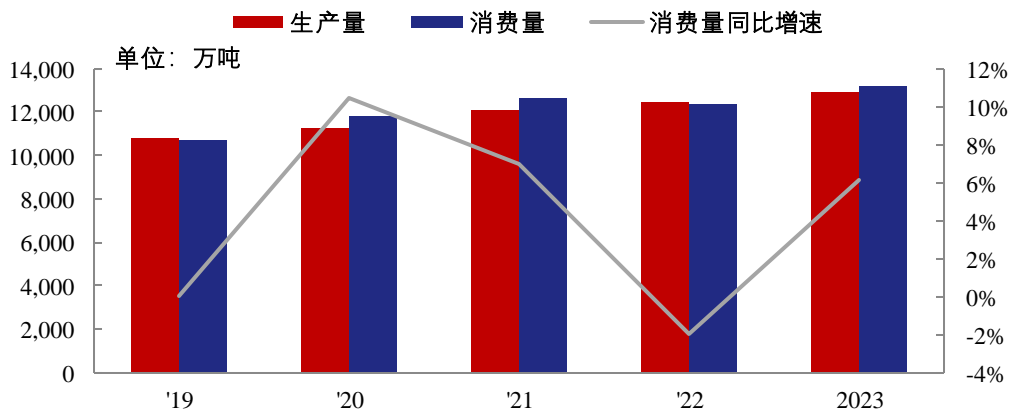
不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

## 行业环境

**2023年造纸行业原材料价格波动较大，总体仍处于高位运行，特种纸及纸板消费复苏不及预期而产量大幅增长，供需矛盾凸显，受外部环境因素、纸浆原料价格及能源成本等驱动影响，白卡纸销售价格呈先降后涨走势**

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。2023年宏观经济增长，我国纸及纸板产量消费双升，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12,965万吨，同比增长4.35%，消费量13,165万吨，同比增长6.14%，人均年消费量93.37千克（14.10亿人），同比增长6.30%。

**图 1 2023 年我国纸及纸板供需双升**

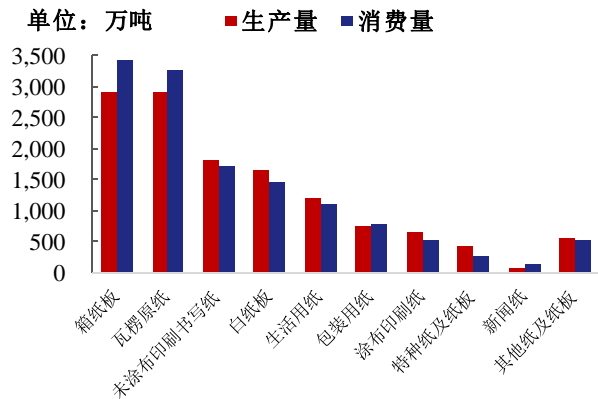


资料来源：Wind，中国造纸杂志社，中证鹏元整理

2023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，特种纸及纸板消费复苏不及预期，供需矛盾凸显。生产量方面，2023年特种纸及纸板生产量445万吨，同比增长4.71%。消费量方面，新闻纸、特种纸消费量下跌，分别同比减少2.44%、4.44%。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，特种纸销量下跌主要系细分纸种市场景气度分化、需求恢复不及预期所致。

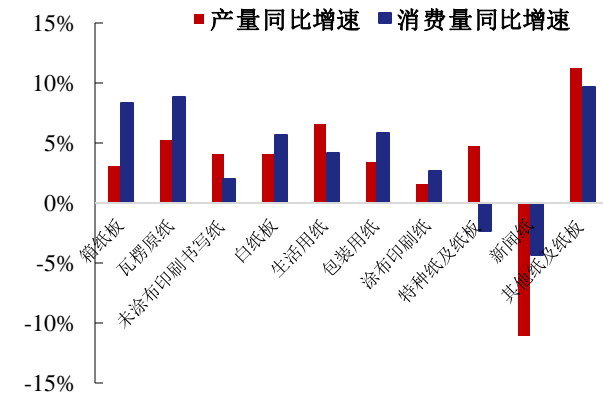


图 2 2023 年箱纸板和瓦楞原纸产销量较大



资料来源：中国造纸协会，中证鹏元整理

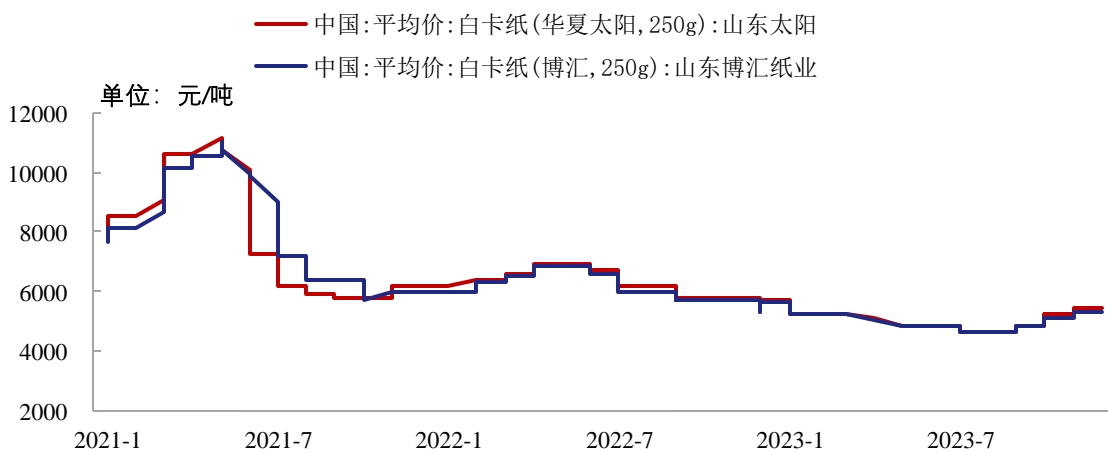
图 3 2023 年特种纸及纸制品存在一定供需矛盾



资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

2023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，呈现先降后涨走势。白卡纸平均价前三季度持续下跌，250g博汇白卡纸市场均价于7月初达到当年最低点，相比年初下降17.83%，同比去年下降30.26%，低价运行2个月后，于9月初开始逐渐回弹，年末恢复至年初水平。2023年国内纸及纸制品消费量增速为6.14%，造纸行业下游需求恢复，纸企利润提高。据中国造纸协会统计，2023年我国2,567家纸及纸板生产企业实现利润总额269亿元，同比增长3.01%，其中亏损企业有688家，占26.80%。

图 4 2023 年白卡纸平均价格下行至年中开始有所回升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2023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进一步提高，在地方政府趋严的环保政策下，造纸行业头部效应不断显现，龙头企业收益明显

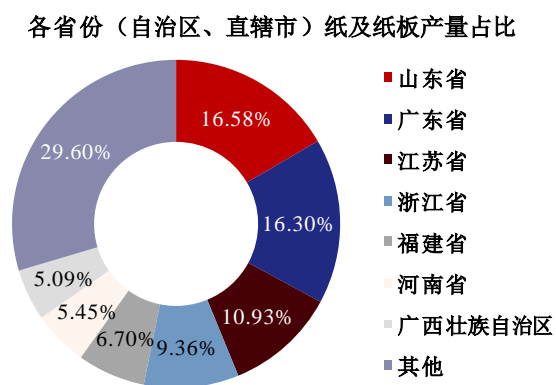
我国纸及纸板生产的区域集中度较高，主要分布在东部沿海地区，中部、西部地区占比较小。具体到省份来看，山东、广东、江苏和浙江纸及纸板年产量超过1,000万吨，福建、河南、广西、湖北纸及

纸板年产量超过500万吨，河北、重庆、江西、四川等省份（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产能，造纸行业集中度不断提升，2023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（CR<sub>8</sub>）为43.10%，较去年提高1.93%。2023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28家，较上年增加1家，排名第一的为玖龙纸业（控股）有限公司，2023年纸及纸板年产量为1,794.00万吨，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952万吨、692.99万吨、663.3万吨和477万吨，其中晨鸣纸业产量同比下滑4.98%，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35.32%，较上年提高1.48%。

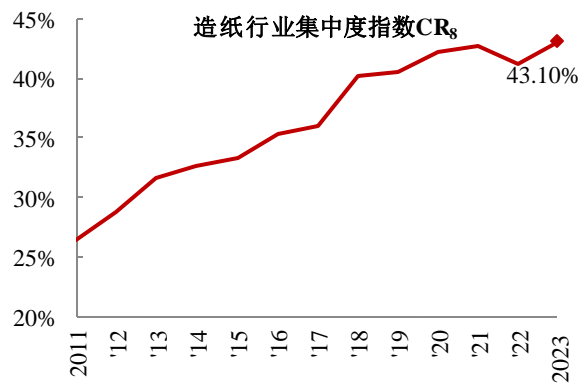
近年来，国家颁布了一系列针对造纸行业的能效提升和节能减排措施，鼓励龙头企业加大在节能技术和装备方面的投入，为其进行技术升级和改造提供契机，使其赢得更多市场份额。国家对造纸行业的环保督察力度加强，中小造纸厂生存压力加大。在地方政府趋严的环保政策下，造纸行业头部效应将进一步显现，具有一定规模的造纸企业将受益。

**图 5 2023 年我国纸及纸板生产集中在东部地区**



资料来源：中国造纸协会，中证鹏元整理

**图 6 2023 年我国造纸行业集中度提升**



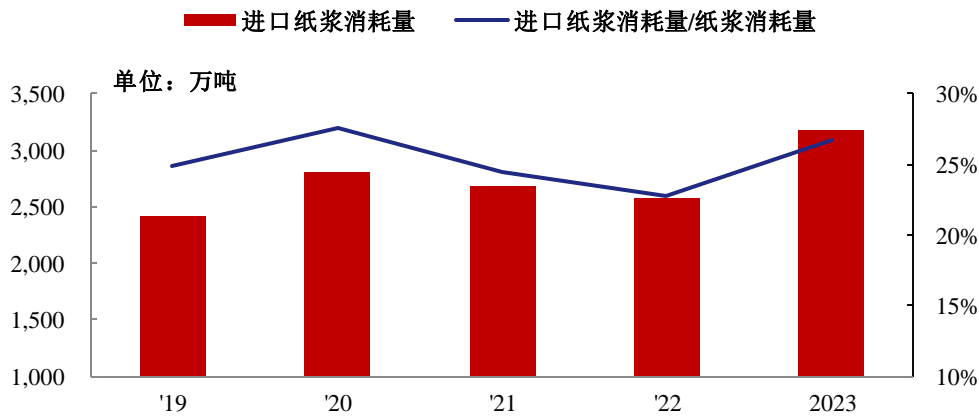
资料来源：中国造纸协会，中证鹏元整理

### 2023年纸浆价格大幅下探至低位，二季度触底后震荡上涨，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

2023年在高通胀和美联储加息背景下，海外消费需求疲软，纸浆需求大幅回落，全球纸浆库存处于高位，国际纸浆价走低；同时，国内经济复苏，中国纸浆消费需求逐步回升，促进国外厂商大幅去库存。作为全球最大的纸浆进口国，中国对纸浆的外部依赖程度较高，2023年纸浆进口量显著增长，极大缓解了2022年纸浆供应短缺的局面。此外，受地缘政治影响，大量俄罗斯纸浆进入中国市场，对中国纸浆供应也有一定影响。多重因素影响下，2023年我国进口纸浆消耗量占比自2020年以来首次回升，当期木浆

消耗量4,931万吨，同比增长13.93%，占纸浆消耗总量的41.44%，同比增长3.12个百分点，其中进口木浆消耗量2,684万吨，同比增长19.98%，占纸浆消耗总量的22.56%，同比增长2.75个百分点。2023年全国进口纸浆消耗量3,173万吨，同比增长23.32%，占纸浆消耗总量的26.67%，同比增长3.89个百分点。

**图 7 2023 年我国进口纸浆消耗量占比止跌回升至高位**

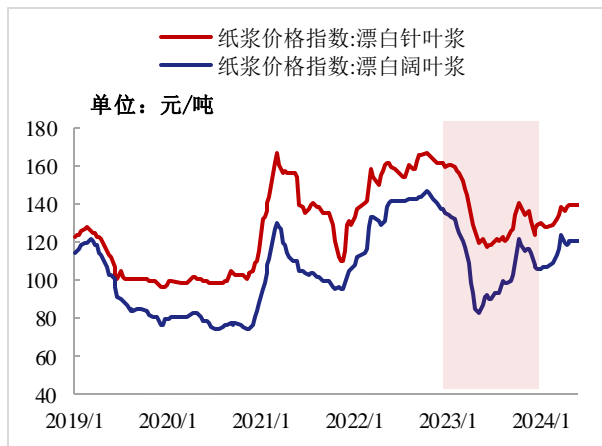


资料来源：中国造纸协会，中证鹏元整理

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。2023年上半年，供给宽松且需求疲软，国际纸浆价格快速下行，6月末进口漂针浆现货价降至6,037元/吨，进口漂阔浆现货价降至4,225元/吨；下半年随着下游传统旺季的到来，纸浆价格有所回升；四季度需求走弱，纸浆价格再次震荡回落。此外，由于国内经济增长动力放缓，2023年二季度人民币汇率阶段性走弱，对企业采购进口原料造成一定负面影响。2024年以来，受海外需求反弹、供应物流扰动、欧洲企业补库存以及工人罢工运动等多重因素的影响，纸浆价格持续上涨。

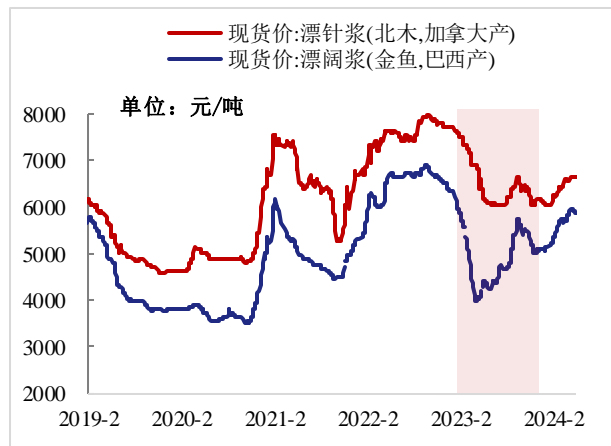
总体而言，2023年以来纸浆价格呈现“强下跌-弱反弹-震荡下跌”的大幅度波动局面，2024年以来价格持续上涨。长期来看，国际纸浆价格和人民币汇率受国际局势及宏观经济、国家政策等诸多不确定因素影响较大，若成本及汇率的变动不能顺利向下游传导，需持续关注进口纸浆及人民币汇率波动对造纸企业盈利水平和现金流的影响。

图 8 2023 年我国纸浆价格先弱后强



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

图 9 2023 年国际纸浆价下探至低位后小幅回升

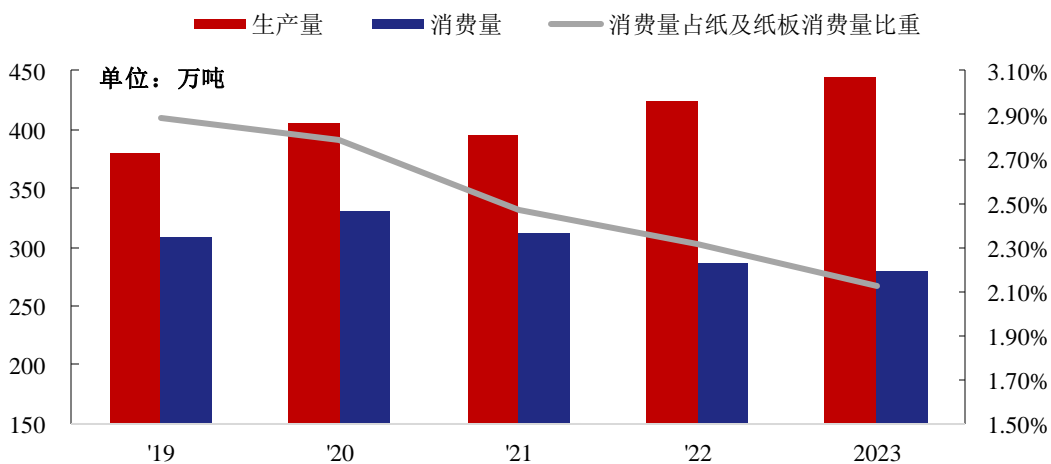


资料来源：Wind，中证鹏元整理

2023年特种纸产量同比增加，需求端持续走弱，供需矛盾凸显；标签离型纸市场前景仍较好，特种纸细分品种景气度分化

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。2023年我国特种纸及纸板生产量445万吨，同比增加4.71%，约占纸及纸板总生产量的3.43%，消费量280万吨，同比减少2.44%，约占纸及纸板总消费量的2.13%，销量及销量占比持续下降，供需矛盾凸显。

图 10 2023 年特种纸生产量同比增加但需求持续走弱



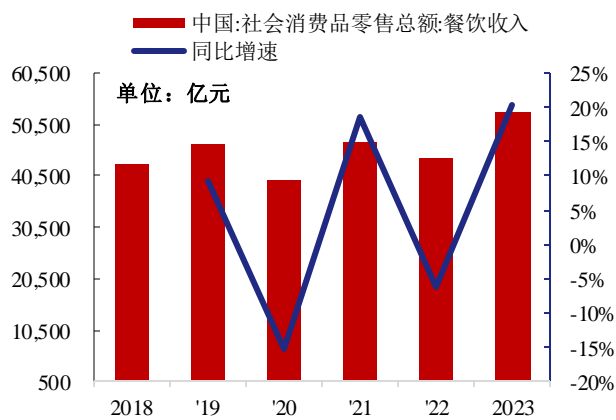
资料来源：中国造纸协会，中证鹏元整理

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，2023年以来我国消费场景与信心逐渐复苏，餐饮业全国餐饮收入52,890亿元，同比上升20.4%，餐饮消费需求得到释放。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，2023年我国网上外卖用户规模达5.45亿人，同比增长4.49%。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。但需注意的是，2023年食品包装纸细分行业新增较大规模产能投放，导致销售价格下跌、生产企业的利润空间被大幅压缩。

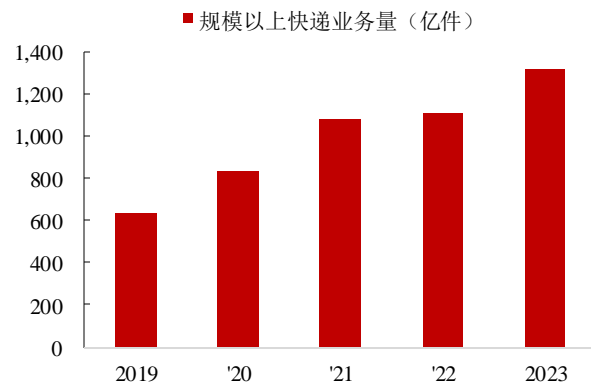
离型纸的下游行业主要为快递物流、商品标签等行业。2023年我国快递业务量持续增长，规模以上快递业务量完成1,320.7亿件，同比增长19.43%，快递业务量连续十年稳居世界第一，规模以上快递实现业务收入1.21万亿元，同比增长14.26%。根据《“十四五”邮政业发展规划》，2025年我国快递业务量有望增至1,500亿件，快递业务量的增长有利于标签离型纸的市场规模进一步扩张。

图 11 2023 年我国餐饮收入恢复增长趋势



资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

图 12 2023 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，2023年我国特种纸产量增长较快，但需求端复苏不及预期，供需矛盾凸显。标签离型纸下游行业需求仍有一定支撑，食品包装纸行业产能集中投放，我国食品包装纸主要上市公司如太阳纸业（股票代码：002078.SZ）、五洲特纸和宜宾纸业（600793.SH）等毛利率水平同比下降4-8个百分点不等，利润空间被大幅压缩，细分纸种景气度分化。

## 五、经营与竞争

2023年受益于主要产品产能及产销量提升、收购小型纸厂，进一步丰富了公司产品类型，公司营业收入稳中有增，销售毛利率改善；但受食品包装纸细分行业新增产能投放加大影响，公司食品包装材料系列毛利率大幅下滑，同时在建项目尚需一定投入，面临较大资金支出压力

跟踪期内，公司仍主要从事特种纸的研发、生产和销售，2023年营业收入主要来自食品包装材料和日用消费材料系列产品，合计收入占比超过85%，其次为出版印刷材料系列产品；当期新增工业包装材料系列产品主要系公司收购龙游五洲新增工业衬纸产品所致，工业包装材料系列产品收入大幅减少系公司将江西年产30万吨工业包装纸/文化纸产线调整为生产文化纸所致。2023年公司营业收入稳中有增，增量主要来自日用消费系列下各类纸种，以及产线调整后出版印刷材料系列下的文化纸和所收购企业。

2023年食品包装材料系列产品受行业产能投放加大影响，销售价格和利润空间下降，毛利率较上年大幅下滑，而以格拉辛纸、转印纸为主的日用消费材料系列产品受益于产品结构调整和原材料及能源成本的降低，毛利率同比大幅提升，公司毛利润主要来源调整为日用消费材料系列产品。总体来看，公司原纸产品类型较为多元，一定程度分散了细分领域市场行情波动的风险，2023年销售毛利率较上年略有提高。

**表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
食品包装材料系列	33.21	50.94%	3.31%	33.74	56.59%	9.76%
日用消费材料系列	22.30	34.20%	20.04%	18.35	30.78%	12.01%
出版印刷材料系列	8.26	12.67%	5.59%	0.00	0.00%	--
工业配套材料系列	0.92	1.42%	13.16%	0.00	0.00%	--
工业包装材料系列	0.05	0.08%	-27.16%	7.35	12.32%	-5.05%
其他	0.45	0.69%	25.97%	0.18	0.31%	60.51%
<b>合计</b>	<b>65.19</b>	<b>100.00%</b>	<b>9.59%</b>	<b>59.62</b>	<b>100.00%</b>	<b>8.78%</b>

注：食品包装材料系列产品为食品包装纸，日用消费材料系列包括格拉辛纸、数码转印纸和描图纸，出版印刷材料系列产品为文化纸，工业配套材料系列主要为工业衬纸；2023年无工业包装材料系列产品生产，所销售产品系期初库存。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**2023年江西五星产线产能继续爬坡，食品包装系列产品产量提升，日用消费材料系列浙江及江西均有新增产线投产，同时受益于产线技改调整和收购龙游五洲，细分品类产量进一步增长，产能利用率总体有所改善；公司在建项目持续投入，面临较大资金支出压力，考虑到市场需求恢复不及预期，需关注产能消化风险及产业链向上游延伸的经营不确定性**

2023年公司通过收购和产线技改调整新增工业配套材料系列和出版印刷材料系列产品，未生产工业包装材料系列产品。截至2023年末，公司已建成12条原纸生产线，设计总产能为141.6万吨/年，目前仍是国内规模较大的特种纸生产企业之一，其中拳头产品食品包装材料系列产能为78万吨/年，为该细分领域龙头企业之一。跟踪期内公司研发模式无变化，2023年立项/完成研发项目39个，8项产品已立项或备案省级工业新产品（新技术），公司研发投入及占营业收入比重进一步增长。

**表3 公司研发投入情况（单位：万元）**

项目	2024年 1-3月	2023年	2022年
研发投入金额	2,736.95	8,802.23	6,484.43
研发投入占营业收入的比例	1.59%	1.35%	1.09%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 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。2023年受益于江西五星50万吨食品包装纸产线产能继续爬坡，食品包装材料系列产品产量增长，日用消费材料系列下新增浙江2.2万吨数码转印纸和江西1.2万吨描图纸产线投产，产能及产量均有所增长，同时由于产线技改调整完成，工业包装材

料不再生产，新增出版印刷材料系列产品且产能利用率明显提升，收购龙游五洲新增工业配套材料系列产品，产能利用率较低主要系合并时点原因，2023年仅9-12月产量并表所致，实际基本处于满产状态。

**表4 2022-2023年公司主要产品产能、产量及产能利用情况**

产品类别		2023年	2022年
食品包装材料系列	实际产能（万吨）	78.00	78.00
	产量（万吨）	61.41	56.16
	产能利用率	78.73%	72.00%
日用消费材料系列	实际产能（万吨）	30.10	26.70
	产量（万吨）	25.56	20.07
	产能利用率	84.90%	75.15%
出版印刷材料系列/工业包装材料系列	实际产能（万吨）	30.00	30.00
	产量（万吨）	18.30	19.91
	产能利用率	61.00%	66.37%
工业配套材料系列	实际产能（万吨）	3.50	--
	产量（万吨）	1.18	--
	产能利用率	33.71%	--

注：1、江西五星 50 万吨食品包装纸产线 2021 年 12 月建成投产，产能仍在继续爬坡，产能利用率未达到较高水平；出版印刷材料系列 2023 年产能利用率同比下降主要系所生产产品规格差异（克重减轻）所致，实际已接近满产状态。

2、江西五星 30 万吨文化纸产线 2021 年 1 月建成投产，2022 年进行改建调整为工业包装纸产线，产能不变。2023 年对该产线进行改造，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，工业包装纸调整至湖北基地生产。

3、工业配套材料系列实际产能系年度数据，产量系合并后 2023 年 9-12 月数据，因而产能利用率较低，实际基本处于满产状态。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023 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等，其中年产 30 万吨化机浆产线及配套设施项目已于 2023 年末完工、2024 年一季度试产，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，预计将于 2024 年 6 月开机试产。除上述项目外，公司浙江基地 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，于 2023 年 3 月末完工并开始生产，江西基地新增 1.2 万吨描图纸产线完工投产。

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 2023 年以来市场需求恢复不及预期，部分产品细分领域竞争加剧，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。公司江西化机浆产线项目已于 2024 年一季度试产，该项目预计能够满足食品包装材料系列和出版印刷材料系列产品所需的化机浆原料供应，但投产初期产品品质尚不稳定、产能尚在爬坡，短期内在成本端的优势尚未体现，需关注未来化机浆原料自给的效益实现情况。

**表5 2023 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）**

项目名称	项目总投资	已投资
------	-------	-----

年产 110 万吨特种纸项目建设	23.98	20.92
年产 449 万吨浆纸一体化项目一期工程*	19.88	11.33
年产 30 万吨化机浆产线及配套设施	13.15	5.09
湖北祉星热电项目	11.27	1.02
衢州基地新建年产 15 万吨淋膜纸智能化生产线项目	3.24	1.34
<b>合计</b>	<b>71.52</b>	<b>39.70</b>

注：1、\*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。2、截至 2023 年末年产 30 万吨化机浆产线及配套设施已基本完工，已投资较总投资差距较大系总投资为预估数所致。

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，2023 年各类产品产销率仍处于较高水平，其中日用消费材料系列产品量价齐升，但受行业产能投放影响，食品包装材料系列产品均价大幅下滑；公司外销收入稳中有增，需持续关注人民币汇率波动引起汇兑损失的风险**

2023 年公司各类产品产销率仍处于较高水平。食品包装材料系列、日用消费材料系列产品销量同比有所增长，因收购新增工业配套材料销售，出版印刷材料系列销量低于上年工业包装材料。价格方面，2023 年上半年木浆原料价格持续下降至低位，下半年恢复上涨，总体对产品价格仍有一定支撑，全年来看各类产品销售均价变化情况存在差异，食品包装材料系列受行业产能投放影响销售均价同比下降，日用消费材料系列销售均价有所提升，出版印刷材料系列与工业包装材料系列纸销售均价不具有可比性。总体来看，日用消费材料系列产品量价齐升，食品包装材料系列产品量增价减，销售额维持基本稳定，新增品类出版印刷材料系列和工业配套材料系列带来一定收入增量。

**表6 2022-2023 年公司主要产品销售价格及销量情况**

产品类别		2023 年	2022 年
食品包装材料系列	均价（元/吨）	5,406.73	6,159.00
	销量（万吨）	61.43	54.78
	销售金额（万元）	332,108.95	337,390.00
	产销率	100.03%	97.54%
日用消费材料系列	均价（元/吨）	8,757.10	8,612.45
	销量（万吨）	25.46	21.31
	销售金额（万元）	222,952.23	183,531.31
	产销率	99.62%	106.18%
出版印刷材料系列/工业包装材料系列	均价（元/吨）	4,741.86	3,650.67
	销量（万吨）	17.41	20.12
	销售金额（万元）	82,570.98	73,451.43
工业配套材料系列	产销率	95.16%	101.05%
	均价（元/吨）	7,965.23	--
	销量（万吨）	1.16	--



销售金额（万元）	9,239.67	--
产销率	97.98%	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司主要销售区域及构成、销售模式和信用政策无变化。2023年，公司内销及外销收入均同比增长。公司前五大客户较为稳定，2023年销售额占比上升至36.96%，客户集中度有所上升主要系当期新增出版印刷材料系列产品对厦门建发股份有限公司（股票代码：600153.SH）的销售增长所致。

**表7 公司主营业务收入按区域分类情况（单位：亿元）**

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
内销	57.12	88.22%	52.10	87.66%
外销	7.62	11.78%	7.33	12.34%
<b>合计</b>	<b>64.74</b>	<b>100.00%</b>	<b>59.44</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**2023年木浆价格波动较大，总体仍处于相对较高水平，公司成本端持续承受较大压力，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总体稳定，前五大供应商集中度有所提升**

跟踪期内公司采购模式、与供应商结算方式、主营业务成本构成无重大变化。2023年公司制造费用及占比上升主要系将自产电力、蒸汽成本调整至制造费用列示所致。受主要产品销量增长、木浆价格总体仍处于较高水平影响，2023年公司材料成本同比小幅上升。2023年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，2022-2023年分别发生汇兑损失0.21亿元和0.07亿元，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	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
材料成本	47.65	81.30%	45.74	84.22%
直接人工	0.91	1.55%	1.50	2.75%
制造费用	8.16	13.92%	4.76	8.77%
销售运费	1.89	3.22%	2.31	4.25%
<b>主营业务成本</b>	<b>58.60</b>	<b>100.00%</b>	<b>54.31</b>	<b>100.00%</b>

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总体稳定，2023年第一大木浆原料供应商为BRACELL SP CELLULOSE TRADING FZCO（巴丝集团），其次为厦门国贸集团股份有限公司（股票代码：

600755.SH)，此外，UPM<sup>3</sup>和Dryad Resources (Hk) Co.,Limited也是较为稳定的供应商。2023年，由于公司未生产工业包装纸，调整为文化纸，前五大供应商有一定变动，采购额占比为42.86%，同比小幅提升。

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

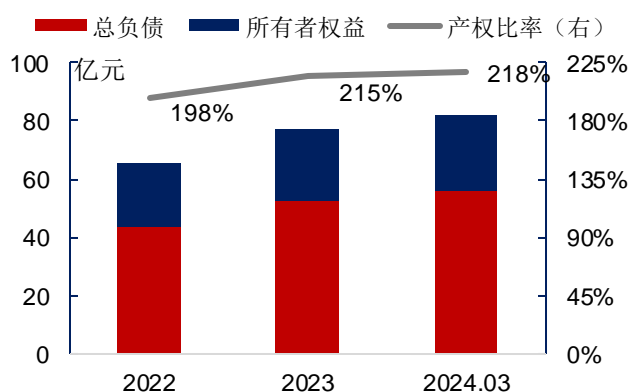
以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并范围新增2家子公司，详见表1。截至2023年末纳入合并范围的子公司共14家，详见附录四。

### 资本实力与资产质量

公司资产规模进一步增长，但增量基本来自债务融资，产权比率上升至较高水平；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，资产流动性偏弱，在2023年以来市场需求恢复不及预期及细分行业产能投放、产品价格下降背景下，需关注库存消化情况和存货跌价风险

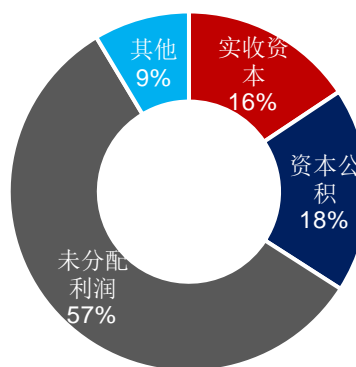
2024年3月末，公司资本结构以负债为主，产权比率较高，所有者权益对总负债覆盖度低。2023年以来，随着在建项目不断投入，公司债务融资规模持续增长，2023年以来产权比率不断上升至较高水平。2024年3月末，公司所有者权益以未分配利润为最主要构成，其次为资本公积和实收资本。

图 13 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 14 2024 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023年以来公司总资产保持增长，但增量基本来自债务融资。2024年3月末，公司资产以产能建设

<sup>3</sup> 指 UpmPulp 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。

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），货币资金、应收款项、木浆原料和原纸产成品（存货）为主要构成，上述资产合计占总资产的94.38%。

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。2023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，叠加收购龙游五洲因素，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）同比增长。2023年以来，公司固定资产持续较快增长，主要系当期30万吨文化纸、1.2万吨描图纸和6.4万吨热转移印花原纸技改扩建项目完工转入，收购龙游五洲新增厂房、土地和生产设备，以及2024年1-3月新增转固年产15万吨淋膜纸智能化生产线项目、年产30万吨化机浆项目工程所致。2023年末，公司固定资产受限比例为66.94%。

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）。2023年以来公司现金类资产持续减少，2023年末现金类资产受限比例为48.90%，对短期债务覆盖度不足，账面流动资金相对紧张。2023年以来公司主营业务销售回款情况持续改善，公司应收账款账面价值较为稳定。2023年公司各类纸种产销率保持在较高水平，库存原纸产成品及采购木浆原料小幅减少，但考虑到2023年以来市场需求恢复不及预期，需关注库存消化情况和存货跌价风险。截至2023年末，公司受限资产账面价值合计25.38亿元，占同期末总资产的32.95%，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，现金类资产减少且无法覆盖短期债务，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，在2023年以来市场需求恢复不及预期背景下，需关注库存消化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	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.97	6.06%	5.68	7.38%	7.77	11.83%
交易性金融资产	0.00	0.00%	0.00	0.00%	5.27	8.02%
应收账款	10.51	12.83%	11.07	14.37%	10.06	15.32%
存货	6.05	7.38%	5.75	7.47%	6.59	10.03%
<b>流动资产合计</b>	<b>24.77</b>	<b>30.21%</b>	<b>26.36</b>	<b>34.23%</b>	<b>32.28</b>	<b>49.15%</b>
固定资产	25.64	31.28%	20.40	26.48%	14.07	21.42%
在建工程	21.08	25.71%	21.65	28.10%	12.81	19.51%
无形资产	5.90	7.20%	4.87	6.32%	3.09	4.70%
其他非流动资产	3.20	3.90%	2.29	2.98%	2.35	3.58%
<b>非流动资产合计</b>	<b>57.21</b>	<b>69.79%</b>	<b>50.66</b>	<b>65.77%</b>	<b>33.39</b>	<b>50.85%</b>
<b>资产总计</b>	<b>81.98</b>	<b>100.00%</b>	<b>77.02</b>	<b>100.00%</b>	<b>65.67</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

2023年受益于公司产能提升，主要产品产销量增长，公司营业收入实现增长，销售毛利率边际改善；但细分品类食品包装材料系列产品竞争加剧、利润空间压缩，2023年以来，原材料价格持续大幅回落后再现回升趋势，仍需关注成本端压力

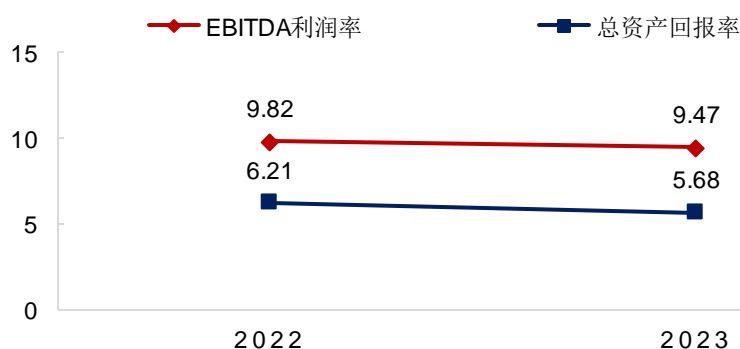
受益于江西基地50万吨食品包装纸产线产能继续爬坡、日用消费材料系列产品量价齐升，以及技改完成后出版印刷材料系列产品较原工业包装材料销售额提升、企业收购新增工业配套材料系列产品，2023年公司营业收入同比增长9.35%。

2023年公司主营业务盈利能力边际改善。受益于日用消费材料系列产品盈利水平改善、产线技改和企业收购，2023年公司销售毛利率较上年有所提升。细分产品来看，受食品包装纸细分行业新增产能投放加大影响，2023年公司食品包装纸销售均价下滑，盈利空间被大幅压缩，对当期毛利润贡献下降，而描图纸、数码转印纸新增产能释放后产销量及毛利率均有所提升，日用消费材料系列产品为主要毛利润来源。技改调整后，原工业包装纸产线生产文化纸扭亏为盈，新增工业配套材料系列产品毛利率水平尚可。

2023年受益于汇兑损失减少及利息收入增加，公司财务费用率下降，从而使得在管理费用率、销售费用率和研发费用率提升的情况下，期间费用率保持同比下降。2023年公司EBITDA利润率和总资产回报率分别同比下降0.35和0.53个百分点，盈利能力小幅下滑，其中EBITDA利润率边际下滑主要系当期各类资产折旧摊销及投资收益等其他经常性收入小幅减少所致。

2023年公司通过降本增效、产能提升、设备技改和成本控制等实现了营业收入稳中有增、主营业务盈利水平边际改善。考虑到2023年以来市场需求恢复不及预期，细分品类食品包装材料系列产品竞争加剧、销售价格下跌，木浆原料价格持续回落后再现回升趋势，公司销售端和成本端仍面临一定压力，预计公司未来盈利水平有一定波动可能。

图 15 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

项目建设持续投入加大公司资金周转压力，2023年公司债务融资进一步增长，财务杠杆率仍较高，且以短期债务为主，短期偿债压力较大

2024年3月末公司总负债以流动负债为主要构成，考虑到公司资产以非流动资产为主。2023年以来总负债持续增长，主要系产能新建、扩建及技改项目等资本性支支出需求较大所致。2023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；新增债务以长期为主，短期债务占总债务的比重有所下降，但仍处于较高水平，债务期限结构待进一步改善。

2023年以来公司经营性负债规模较为稳定，但占总负债的比重有所下降。2023年末公司应付账款中外币余额为2.57亿元，主要以美元计价，存在一定汇率波动风险。2023年末递延收益-非流动负债较上年末大幅增长，主要系收到汉川经济开发区产业扶持资金所致。

**表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	20.34	36.20%	20.21	38.41%	20.20	46.30%
应付票据	2.98	5.31%	3.94	7.49%	1.73	3.97%
应付账款	6.11	10.87%	6.86	13.03%	7.25	16.62%
一年内到期的非流动负债	3.24	5.77%	2.10	3.99%	2.09	4.80%
<b>流动负债合计</b>	<b>34.50</b>	<b>61.42%</b>	<b>35.74</b>	<b>67.95%</b>	<b>32.59</b>	<b>74.70%</b>
长期借款	12.10	21.54%	7.33	13.94%	3.50	8.02%
应付债券	5.64	10.04%	5.55	10.56%	5.29	12.13%
递延收益-非流动负债	3.63	6.47%	3.66	6.96%	1.67	3.83%
<b>非流动负债合计</b>	<b>21.67</b>	<b>38.58%</b>	<b>16.86</b>	<b>32.05%</b>	<b>11.04</b>	<b>25.30%</b>
<b>负债合计</b>	<b>56.17</b>	<b>100.00%</b>	<b>52.60</b>	<b>100.00%</b>	<b>43.64</b>	<b>100.00%</b>
总债务合计	44.30	78.86%	39.40	74.91%	33.36	76.44%
其中：短期债务	26.56	47.28%	26.24	49.89%	24.03	55.07%
长期债务	17.74	31.58%	13.16	25.02%	9.33	21.37%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，2023年公司经营活动现金净流入规模大幅提升，主要系当期质押定期存款到期收回，以及主营业务回款比率提升，同时原材料价格同比有所回落，采购端现金支付压力得以缓解所致。2023年公司FFO同比增长48.69%，主要系2022年原材料成本高企严重侵蚀利润、2023年原材料价格有所回落，同时支付的各项税费减少所致。公司近年产能扩建项目投资力度较大，2023年及2024年1-3月投资活动现金流持续大幅净流出。

杠杆状况方面，2023年公司EBITDA仍能较好覆盖利息支出，但由于融资规模持续扩张，资产负债率、总债务/总资本进一步上升至较高水平。随着总债务的快速增长和项目建设持续投入，2023年末公

司账面现金充裕度相对不足，净债务/EBITDA上升、FFO/净债务下降。总体来看，2023年以来公司债务融资规模进一步增长，财务杠杆率仍较高，面临较大偿债压力。

**表11 公司现金流及杠杆状况指标**

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	1.73	10.77	0.36
FFO（亿元）	--	4.07	2.74
资产负债率	68.52%	68.29%	66.45%
净债务/EBITDA	--	5.28	3.50
EBITDA 利息保障倍数	--	5.61	5.70
总债务/总资本	63.19%	61.74%	60.22%
FFO/净债务	--	12.50%	13.37%
经营活动现金流/净债务	4.45%	33.05%	1.77%
自由现金流/净债务	-16.45%	-15.14%	-46.51%

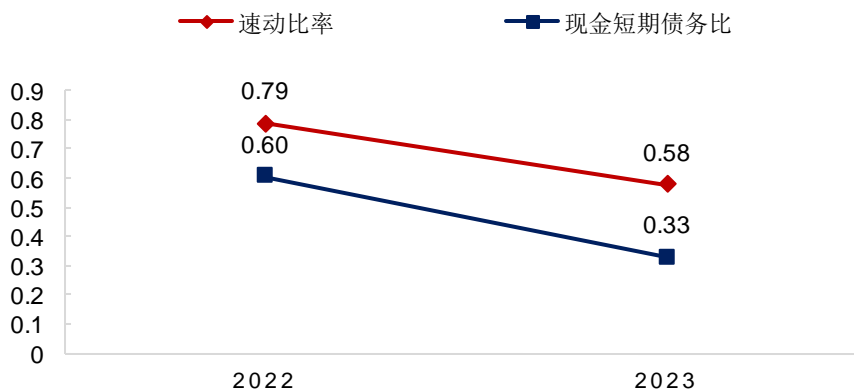
注：自由现金流/净债务为负系自由现金流为负所致。

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

杠杆比率波动性方面，2023年质押定期存款到期收回，同时受益于主营业务回款改善以及原材料价格有所回落，公司经营活动现金净额大幅增长，经营活动现金流/净债务同比大幅提升，公司在建项目资金来源已基本落实，包括银行授信和自有资金，目前有股票定向增发计划正在申报。

因项目建设持续投入，2023年以来公司现金类资产减少，现金短期债务比下滑，2023年末仅0.33，现金类资产对短期债务的覆盖度较低，短期偿债压力加大。公司剔除存货后的流动资产对流动负债的覆盖度同比下滑，2023年末速动比率为0.58，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2024年3月末银行授信总额为51.90亿元，尚未使用额度为18.61亿元，融资弹性尚可。

**图 16 公司流动性比率情况**



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

## （一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现对公司持续经营和信用水平无负面影响，但公司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纸业有限公司（以下简称“浙江五星”）和龙游五洲被浙江省生态环境厅列为 2023 年环境监管重点单位，五洲特种纸业（江西）有限公司（以下简称“五洲特纸（江西）”）被江西省生态环境厅列为 2023 年环境监管重点单位，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，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，无涉嫌违法违规事项。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，2024 年 4 月，公司董事会换届选举，独立董事由王琰、顾嘉琪和洪金明变更为李英、汪志锋和张益焕。公司对下属子公司的经营管理具有绝对控制权。2024 年 3 月 14 日，公司发布《关于控股股东之一致行动人违规减持公司股票的致歉公告》，公司董事、控股股东、实际控制人之一赵云福之姐姐赵云飞在未提前 15 个交易日告知公司预先披露减持计划的情况下，于 2024 年 2 月 2 日、2 月 7 日、2 月 8 日通过集中竞价交易方式，累计减持公司股票 480,818 股，合计占公司股份总数的 0.12%，赵云飞作为公司控股股东之一致行动人，所持股份通过集中竞价交易方式对外卖出，未按规定履行预披露义务，因此上交所对公司控股股东之一致行动人赵

云飞予以监管警示。公司已进一步加强组织大股东及其一致行动人、董事、监事、高级管理人员对相关法律法规、规范性文件的学习，督促其严格遵守相关规定，规范交易行为，避免此类事件再次发生。

## （二）过往债务履约情况

根据公司提供的本部及子公司浙江五星、五洲特纸（江西）和五洲特纸湖北公司的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年6月6日），公司本部及上述子公司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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2021年1月1日至报告查询日（2024年6月18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

2023年造纸行业原材料价格波动较大，总体仍处于高位运行，特种纸下游消费需求恢复不及预期而产量大幅增长，供需矛盾凸显，其中食品包装纸销售价格承压，生产企业利润空间被大幅压缩，但细分品种景气度分化，标签离型纸景气度仍较好。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。

2023年食品包装纸细分行业新增产能投放加大，公司食品包装材料系列产品利润空间明显压缩，考虑到2023年以来市场需求恢复不及预期，部分产品细分领域竞争加剧，公司存在一定产能消化风险和存货跌价风险。公司化机浆产线处于投产初期，需关注未来化机浆原料自给的效益实现情况和木浆价格波动对公司经营业绩的影响。由于在建项目持续投入，公司债务融资规模进一步增长，财务杠杆率仍处于较高水平，现金短期债务比下降，短期偿债压力加大。

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2023年末拥有12条原纸生产线，设计总产能为141.6万吨/年，产品供应能力增强。2023年受益于产线技改调整和企业收购，产品类型更加多元，营业收入同比提升，销售毛利率边际改善，经营活动现金流净额大幅增加。截至2024年3月末拥有一定银行备用流动性。综合行业环境、经营竞争力和偿债能力来看，公司抗风险能力尚可。

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。



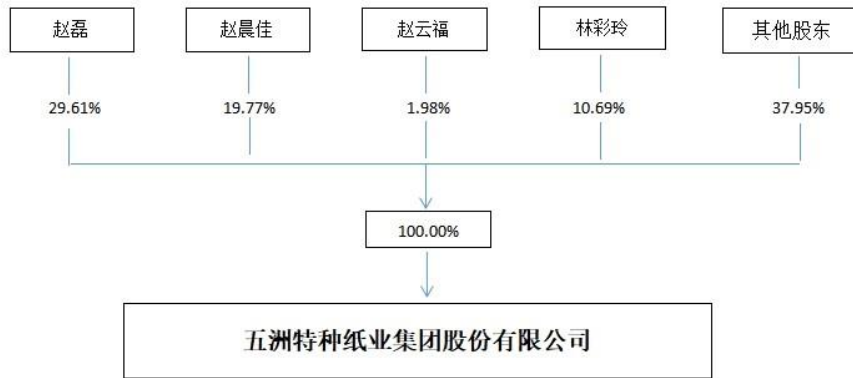
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	4.97	5.68	7.77	7.57
应收账款	10.51	11.07	10.06	6.13
存货	6.05	5.75	6.59	5.72
流动资产合计	24.77	26.36	32.28	21.98
固定资产	25.64	20.40	14.07	16.80
在建工程	21.08	21.65	12.81	5.08
无形资产	5.90	4.87	3.09	0.82
非流动资产合计	57.21	50.66	33.39	23.47
资产总计	81.98	77.02	65.67	45.46
短期借款	20.34	20.21	20.20	10.47
应付账款	6.11	6.86	7.25	4.03
一年内到期的非流动负债	3.24	2.10	2.09	0.73
流动负债合计	34.50	35.74	32.59	17.94
长期借款	12.10	7.33	3.50	0.80
应付债券	5.64	5.55	5.29	5.02
非流动负债合计	21.67	16.86	11.04	6.36
负债合计	56.17	52.60	43.64	24.30
总债务	44.30	39.40	33.36	18.59
其中：短期债务	26.56	26.24	24.03	12.48
所有者权益	25.81	24.42	22.03	21.16
营业收入	17.26	65.19	59.62	36.90
营业利润	1.59	2.99	2.27	4.55
净利润	1.35	2.75	2.05	3.90
经营活动产生的现金流量净额	1.73	10.77	0.36	2.72
投资活动产生的现金流量净额	-7.15	-12.50	-15.08	-4.61
筹资活动产生的现金流量净额	5.66	1.48	9.82	7.41
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	1.62	6.17	5.85	6.72
FFO（亿元）	--	4.07	2.74	4.41
净债务（亿元）	38.85	32.58	20.49	10.82
销售毛利率	12.96%	9.59%	8.78%	17.28%
EBITDA 利润率	--	9.47%	9.82%	18.20%
总资产回报率	--	5.68%	6.21%	13.24%
资产负债率	68.52%	68.29%	66.45%	53.46%
净债务/EBITDA	--	5.28	3.50	1.61
EBITDA 利息保障倍数	--	5.61	5.70	16.05

总债务/总资本	63.19%	61.74%	60.22%	46.78%
FFO/净债务	--	12.50%	13.37%	40.72%
经营活动现金流/净债务	4.45%	33.05%	1.77%	25.15%
自由现金流/净债务	-16.45%	-15.14%	-46.51%	-30.69%
速动比率	0.54	0.58	0.79	0.91
现金短期债务比	--	0.33	0.60	0.70

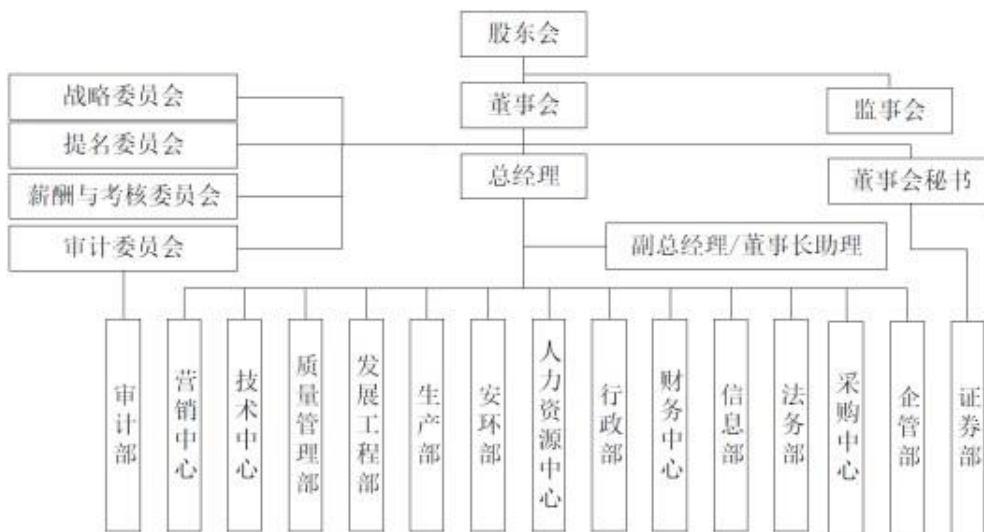
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2023年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
五洲特种纸业（江西）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
五洲特种纸业（龙游）有限公司	0.40	75.00%	制造业
五洲特种纸业（汉川）有限公司	0.10	100.00%	制造业

资料来源：公司 2023 年审计报告，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。