

五洲特种纸业集团股份有限公司 相关债券2026年跟踪评级报告

中鹏信评【2026】跟踪第【498】号 01



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，但不对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。

五洲特种纸业集团股份有限公司相关债券2026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

2026年06月29日

联系方式

项目负责人：毕柳
 bil@cspengyuan.com

项目组成员：洪鸣
 hongm@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：五洲特种纸业集团股份有限公司（以下简称“五洲特纸”或“公司”，股票代码：605007.SH）作为国内特种纸龙头企业之一，2025年随着湖北基地工业包装材料、日用消费材料系列部分产线完工投产，产品供应能力和产品多元化程度进一步提升，带动营业收入增长，江西基地年产30万吨化机浆产线继续在原材料成本管控、降低木浆进口依赖度方面发挥作用；同时中证鹏元也关注到，受行业竞争影响，部分细分纸种销售价格承压，需关注产能消化风险及存货跌价风险，公司在建九江码头工程和规划建设化学浆项目投资规模大、需关注相关投资风险及投产后原料自给的效益实现情况，2025年公司木浆采购仍以进口为主，需关注木浆价格波动风险和汇兑损失风险，公司总债务持续增长，财务杠杆率仍较高，偿债压力较大，以及存在一定安全生产、环保风险，股权质押比例较高等不利因素。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2026.3	2025	2024	2023
总资产	134.30	126.24	114.72	77.02
归母所有者权益	37.50	36.50	35.31	24.22
总债务	80.96	74.10	63.75	39.40
营业收入	22.79	88.84	76.56	65.19
净利润	1.00	2.48	3.62	2.75
经营活动现金流净额	1.32	-0.57	-0.96	10.77
净债务/EBITDA	--	8.05	5.80	5.28
EBITDA 利息保障倍数	--	4.55	5.05	5.61
总债务/总资本	68.12%	66.76%	64.20%	61.74%
FFO/净债务	--	5.69%	6.24%	12.50%
EBITDA 利润率	--	9.71%	10.99%	9.47%
总资产回报率	--	3.76%	5.67%	5.68%
速动比率	0.34	0.35	0.60	0.58
现金短期债务比	0.16	0.15	0.42	0.33
销售毛利率	9.39%	7.89%	9.87%	9.59%
资产负债率	71.78%	70.78%	69.01%	68.29%

资料来源：公司2023-2025年审计报告及未经审计的2026年1-3月财务报表，中证鹏元整理

正面

- **作为特种纸龙头企业之一，产能规模持续扩张，产品类型更加多元。**2025 年公司湖北基地年产 30 万吨工业包装纸项目、年产 7 万吨装饰原纸/硅油纸/防油纸项目、25 万吨格拉辛纸项目投产，产品供应能力进一步提升，产品类型更加多元。截至 2025 年末，公司合计已建成 19 条原纸生产线，设计总产能为 276.30 万吨/年，是国内规模最大的特种纸生产企业之一。
- **自给浆线投产后原材料成本得到控制，经济效益提升，同时木浆进口依赖度有所下降。**公司江西基地年产 30 万吨化机浆产线完工投产后，已基本满足公司食品包装材料系列及出版印刷材料系列的化机浆需求，一定程度降低了原材料成本并规避了化机浆价格波动的不利影响。

关注

- **细分纸种销售价格承压，需关注产能消化及存货跌价风险。**受行业竞争影响，2025 年公司除工业包装材料系列和工业配套材料系列外，其他系列销售均价同比下跌，进一步压缩产品利润空间，全年毛利率有所下滑；跟踪期内公司存货规模增加较快，需关注已投产产线的产能消化风险及存货跌价风险。
- **需关注码头及浆线项目投资风险，以及木浆价格波动风险和汇兑损失风险。**公司在建九江码头工程和化学浆项目投资规模大，完工后的运营状况存在较大不确定性，需关注项目投资风险及未来化学浆原料自给的效益实现情况。公司目前木浆采购仍以进口为主，需关注木浆价格波动风险和汇兑损失风险。
- **债务融资规模持续扩张，财务杠杆率仍较高，短期债务压力较大。**2025 年公司项目建设投入力度仍较大，总债务规模持续较快增长，2026 年 3 月末资产负债率上升至 71.78%，短期债务与现金类资产之间存在一定资金缺口，FFO/净债务等偿债指标表现弱化，考虑到未来公司尚需投资规模较大，债务融资或将进一步增加，债务压力将进一步加大。
- **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。
- **股权质押比例较高。**截至 2026 年 3 月末，公司前十名股东股权质押数量合计 10,163.00 万股，占公司总股本的 21.36%，其中控股股东股权质押数量合计 9,305.00 万股，占其所持公司股份数的 28.75%，占公司总股本的 19.56%。

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、特种纸龙头企业之一，产品供应能力仍较强。

同业比较（单位：亿元）

指标	仙鹤股份	冠豪高新	齐峰新材	恒丰纸业	宜宾纸业	民丰特纸	公司
总资产	248.86	116.35	53.45	38.10	35.44	30.35	126.24
营业收入	123.43	71.52	33.56	28.22	23.27	12.04	88.84
净利润	10.19	-5.32	1.57	2.12	1.22	0.16	2.48
销售毛利率	13.71%	4.91%	12.00%	19.48%	20.84%	15.37%	7.89%
资产负债率	64.58%	51.68%	26.09%	26.21%	86.27%	50.22%	70.78%

注：上表均为 2025 年末/年度数据。

资料来源：Choice，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_2023V1.0

外部特殊支持评价方法和模型

cspy_ffmx_2025V1.0

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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	5/9
	行业&经营风险状况	5/7		杠杆状况	4/9
	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		5/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				2
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。

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	2025-5-29	2027-12-8

一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金6.70亿元，原计划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“湖北五洲”）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2025年12月31日，“特纸转债”募集资金专项账户已无结余且已全部销户。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人仍为赵磊先生、赵晨佳女士、赵云福先生和林彩玲女士。截至2026年3月末，公司注册资本及实收资本分别为4.76亿元，控股股东、实际控制人赵磊、赵晨佳、赵云福和林彩玲合计持有公司68.04%股份，股权结构详见附录二。

截至2026年3月末，公司前十名股东股权质押数量合计10,163.00万股，占公司总股本的21.36%，其中控股股东股权质押数量合计9,305.00万股，占其所持公司股份数的28.75%，占公司总股本的19.56%。2025年9月，公司召开第三届职工代表大会第四次会议，同意免去张洁女士职工代表监事职务，并选举张洁女士为公司第三届董事会职工董事，跟踪期内公司其他董监高未发生变化。“特纸转债”自2022年6月14日起进入转股期，当前转股价格13.49元/股，截至2026年6月18日，公司股票收盘价12.71元/股。

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材料、日用消费材料、出版印刷材料、工业包装材料和工业配套材料等。2025年公司合并报表范围新增5家子公司，减少1家子公司，变化情况详见表1。截至2025年末，公司纳入合并范围的子公司共20家，重要子公司为湖北五洲、五洲特种纸业（江西）有限公司（以下简称“江西五洲”）及五洲特种纸业（汉川）有限公司（以下简称“汉川五洲”），2025年主要财务数据详见表2。

表1 2025年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

新纳入公司合并范围的子公司					
子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	合并方式	
莱勒克五洲	51.92%	1,040	制造业	非同一控制下企业合并	
江西悦然新材料有限公司	100.00%	3,000	制造业	设立	
湖北攀本新材料有限公司	100.00%	1,000	制造业	设立	
五洲包装新材料（九江）有限公司	100.00%	28,000	制造业	设立	
五洲特种纸业（香港）有限公司	100.00%	10,000（港币）	商业	设立	
不再纳入公司合并范围的子公司					
子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	不再合并原因	
江西星洲新能源有限公司	100.00%	500	制造业	注销	

注：莱勒克五洲系五洲莱勒克特种纸业（衢州）有限公司的简称。

资料来源：公司 2025 年审计报告，中证鹏元整理

表2 重要子公司 2025 年度/末主要财务指标情况（单位：亿元）

子公司名称	业务性质	总资产	净资产	营业收入	净利润
湖北五洲	纸、纸制品、纸浆生产与销售	52.08	12.19	4.52	-0.58
江西五洲	纸、纸制品、纸浆生产与销售	58.00	23.06	44.61	1.64
汉川五洲	纸、纸制品生产与销售	4.29	1.96	27.10	1.80

注：湖北五洲、江西五洲、汉川五洲未编制合并报表，表中系单体报表数据；汉川五洲资产及净资产规模相对较小，但得以产生较多收入及净利润的主要原因为其用于特种纸生产的厂房、设备系向湖北五洲租赁取得。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

三、运营环境

宏观经济和政策环境

2026年一季度经济起步有力，但内需仍待强化；宏观政策用好用足，货币政策精准灵活，努力实现“十五五”良好开局

2026年一季度实际GDP同比增长5.0%，持平2025年全年增速。宏观政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。供给端表现强劲，需求端结构分化，社零温和修复，投资托底企稳，出口保持高景气。价格水平持续改善，输入性通胀压力增加。经济在结构优化中稳步前行，转型压力仍存、修复节奏分化，但也不乏亮点，新质生产力加快形成，先进制造业和新兴产业快速增长，重点领域风险有序缓释，外贸结构持续优化，资本市场活力增强。展望二季度，外部形势严峻复杂，中东冲突对全球经济和能源的影响逐步显现，国内供强需弱格局延续，经济回升基础仍需巩固。宏观政策将立足用好用足现有存量政策，提升宏观经济治理效能，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期。财政政策持续用力，充分发挥专项债、特别国债和新型政策性金融工具的杠杆作用，继续优化支出结构，加大对提振消费、投资于人、保障民生等方面的支持，推进化债和扩大内需。货币政策适度宽松，增强前瞻性、灵活性、针对性，总量工具更加审慎，保持流动性充裕和社融成本低位运行。探索多渠道盘活存量商品房，进一步发挥“保交房”的白名单制度作用，努力稳定房地产市场。加快建设全国统一大市场，深化落地“反内卷”政策，优化产能与供给结构。我国经济转型将继续推进，推动新旧动能再平衡，进一步做强国内大循环，做优国内国际双循环，加快建设现代化产业体系，推动科技自立自强、产业链自主可控，努力实现“十五五”良好开局。

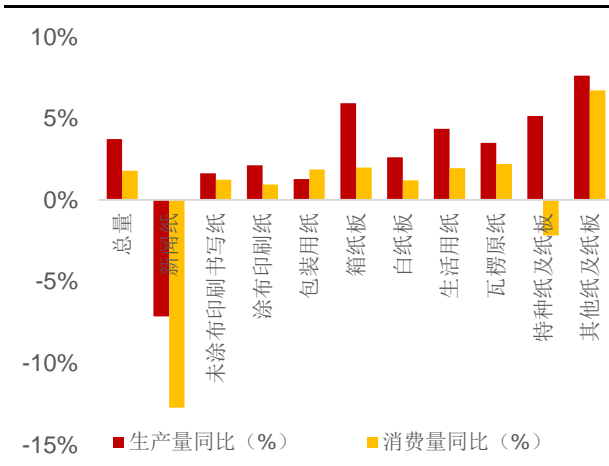
行业环境

2025年我国造纸行业产销量齐增，但特种纸消费复苏不及预期而产能、产量增长，供需矛盾进一步加剧；食品包装纸价格受产能持续投放、行业竞争加剧价格下滑拖累，生产企业盈利承压，格拉辛纸及瓦楞原纸等产品下游行业整体需求旺盛，市场规模仍有较大增长空间；2025年进口纸浆价格整体有所下降，一定程度上缓解了造纸企业的原料成本压力，但仍需关注国际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

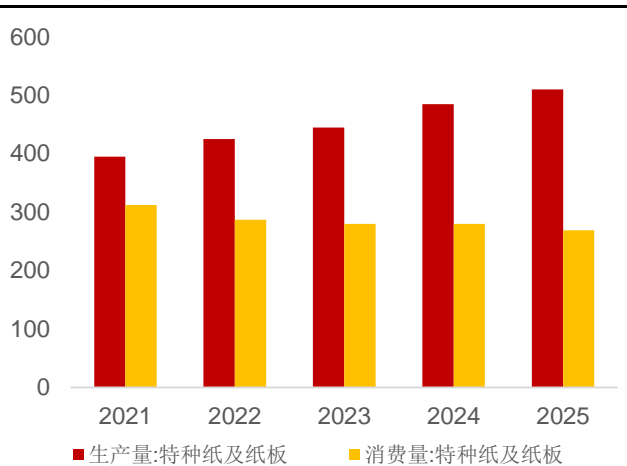
据中国造纸协会于2026年5月发布的《中国造纸工业2025年度报告》，2025年全国纸及纸板生产量达14,135万吨，较上年增长3.74%；消费量13,879万吨，较上年增长1.80%，人均年消费量98.78千克（14.05亿人）。全行业营业收入完成1.42万亿元，同比下降2.59%；实现利润总额443亿元，同比下降13.55%，增收压力与盈利收窄并存。产品结构方面，箱纸板、瓦楞原纸、白纸板、包装用纸等产量及消费量延续增长态势；新闻纸在互联网深度普及背景下产销量仍持续下滑。受新增较大规模产能持续释放影响，2025年特种纸产量增速明显，而需求端复苏弱于预期，供需矛盾较2024年进一步加剧。

图1 2025年特种纸产量增长但消费量下滑



资料来源：中国造纸协会，中证鹏元整理

图2 2025年特种纸及纸板供需矛盾进一步加剧
(单位：万吨)



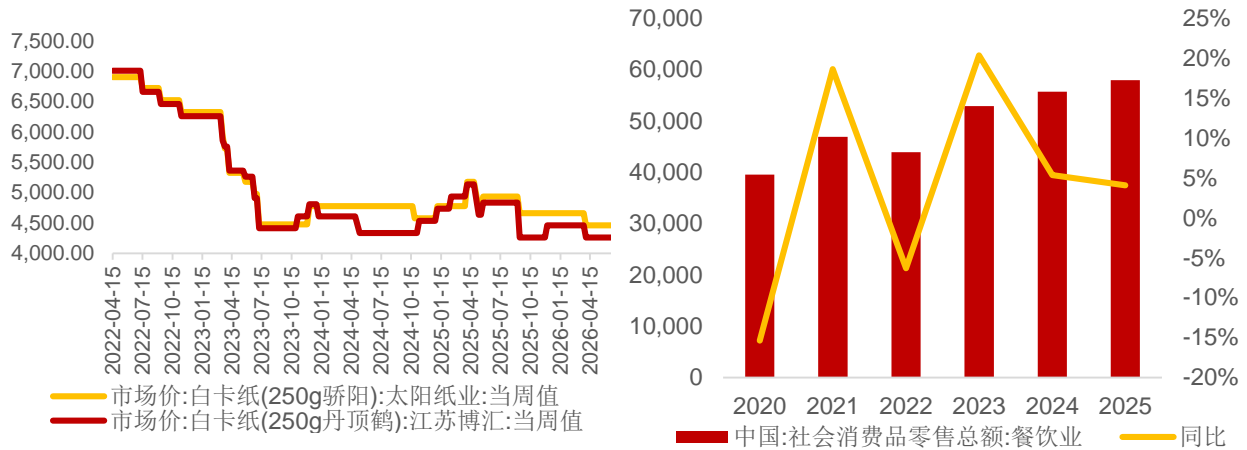
资料来源：中国造纸协会，中证鹏元整理

五洲特纸主要产品包括食品包装材料系列、日用消费材料系列、工业包装材料系列等。2025年，国内相关特种纸新建、扩建项目密集落地，行业竞争格局进一步向头部集中，预计2026年新增产能投放将一定程度放缓。

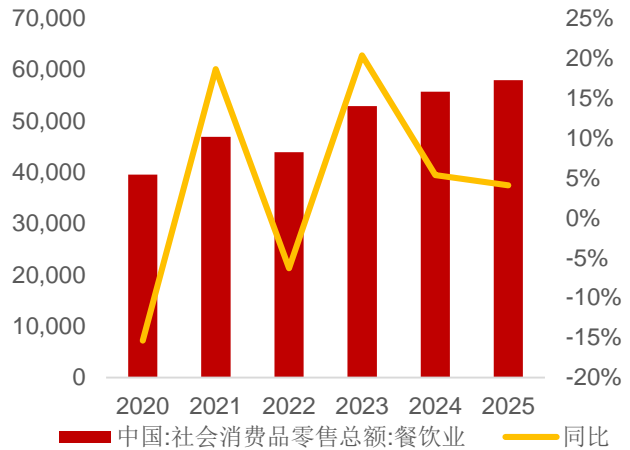
食品包装纸的下游行业主要为餐饮、外卖、休闲食品、冲调热饮等行业，其价格走势与白卡纸大类高度联动，卓创资讯数据显示，2025年白卡纸均价为4,142.05元/吨，同比下跌6.69%。根据国家统计局数据，2025年我国实现社会消费品零售总额中餐饮业零售额为5.79万亿元，同比上升4.06%，餐饮消费需求持续向好。与此同时，由于外卖配送相较于选择在餐饮门店堂食，具有便利性、时间灵活性、选择多样性等优点，2025年我国网上外卖用户规模达6.30亿人，同比增长10.59%。受益于“限塑令”、“禁塑令”、“双碳”等国家政策导向，餐饮、外卖产业向环保生态方向发展，叠加需求恢复、消费升级等因素，对食品包装纸的需求有一定支撑作用。但需注意的是，2025年食品包装纸行业仍受新增较大规模产能投放影响，销售价格维持低位，生产企业利润空间持续受到挤压。

图3 2025年白卡纸价格总体在低位运行 (单位：元/吨)

图4 2025年我国餐饮业零售额持续增长 (单位：亿元)



资料来源：iFind，中证鹏元整理

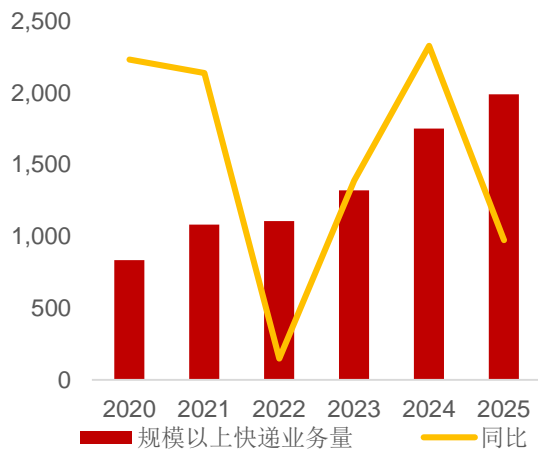


资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

日用消费材料系列包含格拉辛纸、数码转印纸、描图纸等产品。其中格拉辛纸质地致密、均匀、有很好的内结合强度和透明度，是制作包括条形码在内的各类标签、各类不干胶制品和胶带或有黏性工业用品等的常用离型材料，下游行业主要为快递物流、商品标签等行业。2025年我国快递业务量保持良好增长态势，规模以上快递业务量完成1,989.50亿件，同比增长13.63%，快递业务量的增长有利于格拉辛纸的市场规模进一步扩张。

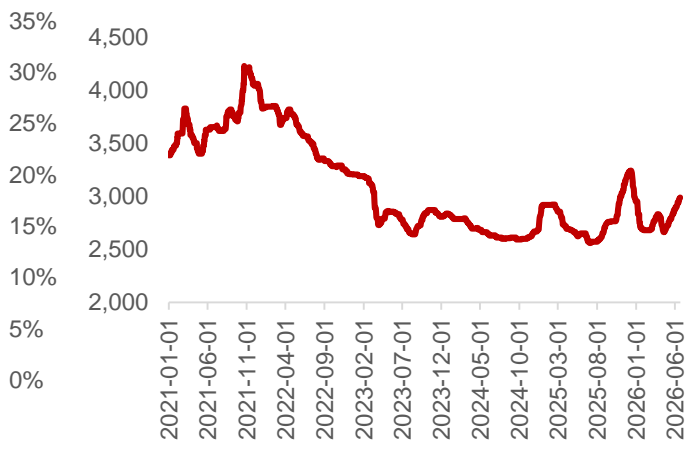
工业包装材料系列涉及牛皮箱板纸、瓦楞原纸、纱管纸等。牛皮箱板纸、瓦楞原纸是生产瓦楞纸板的重要组成部分，要求纤维结合强度好，纸面平整，颜色一致、有较好的耐破强度、环压强度，有一定的弹性，以保证制成的纸箱具有防震和耐压能力，快递物流行业的发展亦能较好带动工业包装材料的需求，2025年以来瓦楞原纸整体价格有所回暖。

图5 2025年规模以上快递业务量保持良好增长态势（单位：亿件）



资料来源：国家邮政局，中证鹏元整理

图6 2025年以来瓦楞原纸整体价格有所上升（单位：元/吨）



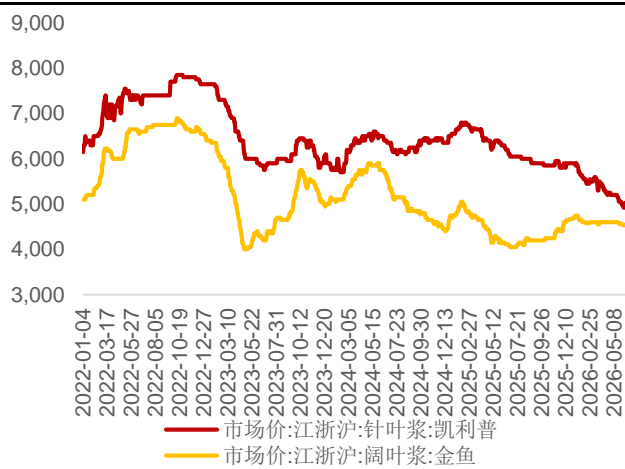
资料来源：生意社，中证鹏元整理

2025年针、阔叶浆价格走势显著分化，全年进口纸浆均价中枢回落缓解纸企成本压力，需持续关注国际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

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。据生意社数据，2025年针叶木浆（山东）市场均价全年跌幅11.98%，截至年末报价5,633元/吨；阔叶木浆（山东）市场均价全年微涨1.59%，截至年末报价4,683元/吨，两者走势显著分化，其中，2025年上半年受宏观经济预期影响，针叶浆与阔叶浆价格均明显回落，下半年针叶浆因港口库存持续高位难以消化，价格延续低位震荡，2026年则进一步下滑；阔叶浆则受部分海外浆厂减产、限产影响，供应面趋紧，2025年下半年以来价格由低转高。

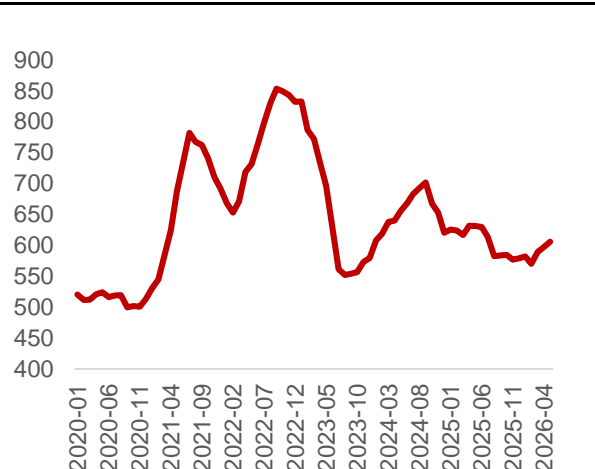
从整体进口均价看，2025年全年我国进口纸浆均价中枢有所回落，一定程度上缓解了造纸企业的原料成本压力，2026年以来，全球纸浆新增产能投放速度明显放缓，海外部分高成本浆厂面临减产或停产压力，我国进口纸浆均价有所回升。长期来看，未来国内纸浆产能持续扩张带来的国产替代效应将持续显现，但目前国际纸浆价格和人民币汇率受国际局势、宏观经济、国家政策等诸因素影响较大，仍需持续关注进口纸浆及人民币汇率波动对造纸企业盈利水平和现金流的影响。

图7 2025年针叶浆、阔叶浆价格走势分化（单位：元、吨）



资料来源：Choice，中证鹏元整理

图8 2026年以来我国进口纸浆平均单价呈上升趋势（单位：美元/吨）



资料来源：海关总署，中证鹏元整理

四、经营与竞争

跟踪期内，公司仍主要从事特种纸的研发、生产和销售。2025年，公司营业收入构成以食品包装材料、日用消费材料及工业包装材料系列为主，合计收入占比超过85%。2025年公司收入保持增长，增量主要来自2024年下半年至2025年上半年新增投产的工业包装材料系列产能，但食品包装材料系列、出版印刷材料系列、工业配套材料系列收入均不同程度下降。2025年，公司整体毛利率下降，主要系受市场竞争影响，食品包装材料系列、日用消费材料系列、出版印刷材料系列销售均价下降使得对应产品毛利率下滑所致。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025年			2024年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
食品包装材料系列	25.60	28.82%	3.08%	31.50	41.14%	4.05%
日用消费材料系列	24.53	27.61%	15.46%	24.48	31.97%	21.24%
出版印刷材料系列	8.92	10.04%	2.04%	10.07	13.15%	3.77%
工业包装材料系列	27.00	30.39%	6.98%	7.47	9.76%	4.23%
工业配套材料系列	2.39	2.69%	12.86%	2.87	3.75%	10.06%
其他	0.41	0.46%	14.37%	0.17	0.22%	58.83%
合计	88.84	100.00%	7.89%	76.56	100.00%	9.87%

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、描图纸等，出版印刷材料系列产品为文化纸，工业包装材料系列包括牛皮箱板纸、瓦楞原纸、纱管纸等，工业配套材料系列主要为工业衬纸。

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告，中证鹏元整理

2025年公司在日用消费材料、工业包装材料、工业配套材料系列的产能进一步上升，产品供应能力进一步增强；公司在建的九江码头工程和化学浆项目投资规模大、建设周期长，完工后的运营状况存在较大不确定性，需关注未来化学浆原料自给的效益实现情况以及新增产能的消化情况

跟踪期内公司产品生产模式无变化，仍为以销定产。2025年公司主要完工投产项目包括湖北基地年产30万吨工业包装纸项目和湖北基地年产7万吨装饰原纸/硅油纸/防油纸项目、25万吨格拉辛纸项目（PM21），分别于2025年第二季度和第四季度顺利投产，公司产品供应能力进一步提升。截至2025年末，公司拥有3处生产基地，分别位于浙江衢州、江西湖口及湖北汉川，合计已建成19条原纸生产线，设计总产能为276.30万吨/年。公司仍是国内规模较大的特种纸生产企业之一，其中核心产品食品包装材料系列产能为78万吨/年、格拉辛纸产能46万吨/年、工业包装纸产能98万吨/年。此外，公司于2025年通过增资方式获取莱勒克五洲51.92%股权并将其纳入合并范围，新增电解电容纸生产业务（工业配套材料系列），2025年末该产品产能为0.60万吨/年。

2025年，公司整体产能利用率¹由70.25%上升至79.75%，主要系湖北基地2024年当年投产的合计年产68万吨工业包装纸项目全年产能利用率较高；但公司其他品类产能利用率均有所下降，主要原因一方面系公司调整客户结构，减少对利润率较低的产品和客户的销售，一方面系部分系列的产能于2025年增长所致。2025年食品包装材料系列产量下降主要系市场竞争激烈，该系列产品需求受到一定程度影响所致；日用消费材料系列产能利用率下降较多主要系2025年四季度投产产能较多所致；工业包装材料系列2025年产量同比大幅上升主要系该系列合计98万吨/年产能均系2024年下半年-2025年上半年期间投产所致；工业配套材料系列2025年产能上升但产量下滑的主要原因系龙游基地工业配套纸产线停机进行技改所致。

表4 2024-2025 年公司主要产品产能、产量及产能利用情况

¹ 本文产能利用率均按照当年产量/年末产能计算。

产品类别		2025年	2024年
食品包装材料系列	产能（万吨/年）	78.00	78.00
	产量（万吨）	51.10	62.65
	产能利用率	65.51%	80.32%
日用消费材料系列	产能（万吨/年）	65.20	33.90
	产量（万吨）	35.88	28.08
	产能利用率	55.03%	82.83%
出版印刷材料系列	产能（万吨/年）	30.00	30.00
	产量（万吨）	21.75	22.24
	产能利用率	72.50%	74.13%
工业包装材料系列	产能（万吨/年）	98.00	68.00
	产量（万吨）	108.48	33.03
	产能利用率	110.69%	48.57%
工业配套材料系列	产能（万吨/年）	5.10	3.50
	产量（万吨）	3.13	3.91
	产能利用率	61.37%	111.71%

注 1：上表产能数据均为年末产能，且均为设计产能，实际产量可能因纸的厚度、克重而存在波动。

注 2：日用消费材料系列 2025 年末产能变化主要系湖北基地投产年产 25 万吨格拉辛纸项目、年产 7 万吨装饰原纸/硅油纸/防油纸项目。

注 3：工业包装材料系列 2025 年产能变化主要系湖北基地年产 30 万吨工业包装纸项目投产。

注 4：工业配套材料系列 2025 年产能变化主要系：1）衢州基地一条年产 0.70 万吨描图纸改造为年产 0.60 万吨电解电容纸产线；2）龙游基地年产 3.50 万吨工业配套纸产线重新核定产能为年产 4.50 万吨。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2025 年，公司继续推进产能扩建投入，除湖北基地三条产线投产外，江西基地年产 5 万吨文化纸项目已于 2026 年上半年试生产；同时，公司 2025 年完成湖北祉星热电项目建设，300t/h 燃煤锅炉生产线已展开运行²，可较大程度满足公司湖北基地特种纸生产过程中的供气及电力需求；此外，公司江西基地 19.32MW 分布式光伏发电项目完成并网发电，公司 2025 年全年光伏自发自用电量较上年增长 226.32%。

浆纸一体化项目方面，九江港湖口港区银砂湾作业区公用码头工程（以下简称“九江码头工程”）³、江西基地年产 60 万吨化学浆项目持续推进，两个项目合计预计总投资 38.06 亿元，截至 2025 年末已投资 3.71 亿元，上述项目建设资金来源均以银行贷款为主，考虑到两个项目投资规模大、建设周期长，且化学浆在生产工艺方面较化机浆有较大不同⁴，公司需面向社会招聘港口码头运营及化学浆生产相关

² 该项目 260t/h 燃煤锅炉生产线已于 2024 年投产。

³ 主要为节约木片运输成本、配合江西基地木浆生产所建，建成后将部分用于木浆生产所需的原材料木片的水路运输，部分对外运营。

⁴ 如生产工序更长、环保处理更复杂，生产过程中化学药品用量较高，成浆得率低于化机浆等。

技术及管理人员，完工后的运营状况存在较大不确定性，需关注未来码头的运营情况以及化学浆原料自给的效益实现情况。

总体来看，公司主要在建、拟建项目尚需投资规模较大，资金来源主要为债务融资，面临较大资金支出压力且可能导致公司债务压力进一步加大。

表5 2025年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设地点	项目总投资	已投资
年产449万吨浆纸一体化项目二期工程	湖北孝感	23.18	19.60
九江港湖口港区银砂湾作业区公用码头工程	江西九江	8.66	1.69
江西基地年产60万吨化学浆项目	江西九江	29.40	2.02
合计	-	61.24	23.31

注：年产449万吨浆纸一体化项目二期工程项目总投资较前次评级有所增加，主要系产线总投预算有所上升所致。
 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，2025年各类产品产销率仍处于较高水平，但是食品包装材料、日用消费材料、出版印刷材料销售均价出现一定幅度下降；公司主要销售区域及构成、销售模式和信用政策无重大变化，2025年外销收入占比有所下降

2025年公司各类产品产销率总体处于较高水平，但受行业竞争影响，除工业包装材料系列及工业配套材料系列外，其他系列均价均有所下降。销售额方面，食品包装材料系列受市场竞争激烈、均价下降等因素影响，销售额下降较多；日用消费材料系列及工业包装材料系列主要受产能增加带动产量上升，销售额均大幅上升；出版印刷材料系列主要受到均价下降影响，销售额有所下降；工业配套材料系列主要受到技改影响，产量下滑导致销售额下降。

表6 2024-2025年公司主要产品销售价格及销量情况

产品类别		2025年	2024年
食品包装材料系列	均价（元/吨）	4,839.10	5,202.51
	销量（万吨）	52.91	60.54
	销售金额（亿元）	25.60	31.50
	产销率	103.55%	96.64%
日用消费材料系列	均价（元/吨）	7,054.41	8,773.29
	销量（万吨）	34.77	27.90
	销售金额（亿元）	24.53	24.48
	产销率	96.89%	99.36%
出版印刷材料系列	均价（元/吨）	3,987.30	4,453.96
	销量（万吨）	22.37	22.61
	销售金额（亿元）	8.92	10.07
	产销率	102.83%	101.66%
工业包装材料系列	均价（元/吨）	2,530.48	2,358.58
	销量（万吨）	106.69	31.68

工业配套材料系列	销售金额（亿元）	27.00	7.47
	产销率	98.35%	95.91%
	均价（元/吨）	7,797.26	7,508.66
	销量（万吨）	3.06	3.82
	销售金额（亿元）	2.39	2.87
	产销率	97.95%	97.88%

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重大变化。2025年，公司内销占比上升，外销占比下降，部分原因系公司减少部分利润率较低的外销业务所致。公司主要外销国家分布于东亚、东南亚和欧洲地区，整体毛利率水平相对较高。公司与下游主要客户的合作关系较为稳定，2025年前五大客户销售额占比39.44%，较2024年的32.65%有所上升，客户集中度上升主要系厦门建发股份有限公司（以下简称“厦门建发”，股票代码：600153.SH）及厦门国贸集团股份有限公司（以下简称“厦门国贸”，股票代码：600755.SH）作为浆纸贸易商，采购规模增加较多所致。

表7 公司主营业务收入按区域分类情况（单位：亿元）

项目	2025年			2024年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
内销	78.59	88.87%	6.94%	65.13	85.27%	8.91%
外销	9.85	11.13%	15.18%	11.25	14.73%	14.71%
合计	88.44	100.00%	7.86%	76.38	100.00%	9.76%

资料来源：公司2024-2025年年度报告，中证鹏元整理

江西基地年产30万吨化机浆产线已基本满足食品包装材料系列及出版印刷材料系列化机浆需求，但目前公司仍需对外采购木浆（主要为化学浆）满足自身生产需求，因此仍需关注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；2025年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下降

跟踪期内公司采购模式无重大变化。主营业务成本构成方面，公司江西基地年产30万吨化机浆产线于2024年投产后，已基本满足公司食品包装材料系列及出版印刷材料系列化机浆需求，一定程度上规避了化机浆价格波动的不利影响。公司目前在建江西基地年产60万吨化学浆项目，投产后将较大程度满足公司化学浆生产需求，需关注该项目的建设进展及对木浆采购成本的影响情况。

公司采购木浆及境外销售主要使用外币结算，2024-2025年分别发生汇兑损失0.18亿元和0.06亿元，需关注汇率波动引起汇兑损失的风险以及关税政策变动对公司经营可能产生的不利影响。

表8 公司主营业务成本构成情况（单位：亿元）

项目	2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比
材料成本	64.80	79.53%	55.67	80.77%
直接人工	1.88	2.31%	1.27	1.85%

制造费用	11.75	14.42%	9.53	13.83%
销售运费	3.05	3.74%	2.45	3.56%
主营业务成本	81.48	100.00%	68.93	100.00%

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，与供应商的结算方式无重大变化。2025年第一大木浆原料供应商仍为UPM⁵，其次为Royal Golden Eagle（新加坡金鹰集团）⁶、厦门国贸，Dryad Resources（Hk）Co.,Limited也是较为稳定的供应商。2025年公司前五大供应商采购额占比26.98%，较2024年的35.19%同比有所下降，主要系2025年工业包装材料系列产量上升，该系列产品的原材料主要为废纸，随着废纸采购量的上升，公司原本以木浆为主的前五大供应商采购占比有所下降。

五、 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2024-2025年审计报告及2026年1-3月未经审计财务报表。

2025年受行业产能持续投放和竞争加剧影响，部分核心产品毛利率承压，需关注新增产能消化情况和存货跌价风险，公司持续推进造纸产线投资及配套的码头、化学浆项目建设，对外融资规模持续上升，资产负债率已超70%，整体偿债指标表现较弱，短期债务压力突出，虽然公司银行备用流动性尚可，但整体财务风险有所上升

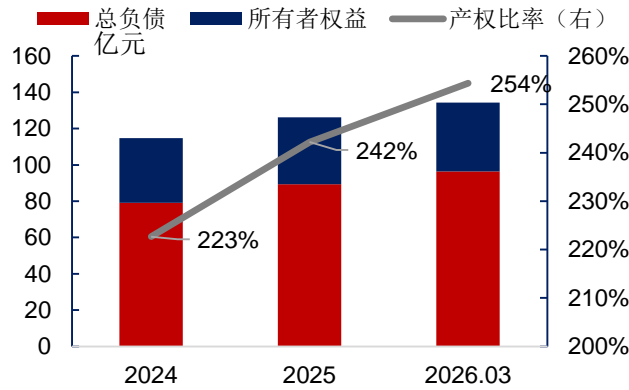
资本实力与资产质量

跟踪期内，公司总资产规模保持较快增长，增量资产主要来自当期项目建设投入及完工转固形成固定资产，资金来源主要为债务融资，公司虽能形成一定的经营利润留存，但增速低于负债增速，截至2026年3月末，公司产权比率上升至254%，公司所有者权益对负债的保障程度较弱。

⁵ 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。

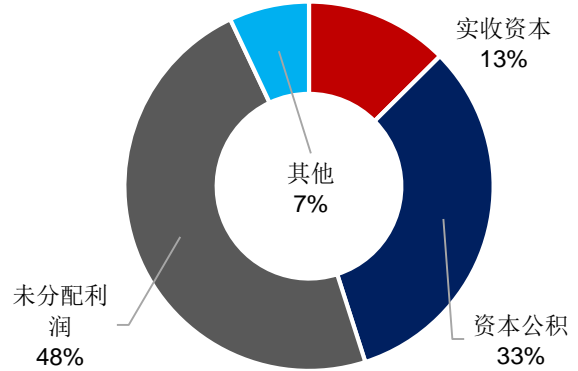
⁶ 该集团为大型多元化工业集团，涉及森林种植、制浆、造纸、纸品加工、人造纤维等。Alkira Trading (Macao Commercial Offshore) Limited、April International • Enterprise Pte Ltd、亚太森博(山)浆纸有限公司、DSP CELLULOSE TRADING FZCO、SPS CELLULOSE TRADING PTE.LIMITED、BRACELL SP CELLULOSE TRADING FZCO（巴丝集团）均为其旗下企业。

图9 公司资本结构



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图10 2026年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资产构成方面，公司以固定资产和在建工程为主的非流动资产占比较高，符合造纸企业重资产特点。跟踪期内公司持续推进湖北、江西基地项目建设及投产，2025年固定资产增加较多主要系湖北基地449万吨浆纸一体化项目一期工程、江西基地年产30万吨化机浆项目工程、江西基地新建年产110万吨机制纸生产线项目等完工转入所致。此外，公司的其他非流动资产在跟踪期内增加较多，主要系江西基地年产60万吨化学浆项目、九江港湖口港区银砂湾作业区公用码头工程需采购较多定制设备，该部分定制设备处于支付预付款且未收到设备和发票状态。截至2026年3月末，公司存货规模较2024年末增加较多，主要系公司扩大经营规模，增加原材料备货和库存商品增加所致，考虑到公司所处行业近年来新增投放产能较多，2025年公司多数产品销售均价有所下滑，需关注新增产能消化情况和存货跌价风险。跟踪期内公司回款情况整体控制尚可，未因经营规模的扩大而导致应收账款规模大幅增加。

2025年末及2026年3月末，公司货币资金规模明显低于2024年末，主要系2024年末货币资金规模因定向增发资金到账未使用所致。截至2025年末，公司受限资产合计20.95亿元，占总资产比例为16.60%，较2024年末均有所下降。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.97	2.96%	3.20	2.53%	13.07	11.39%
应收票据	1.83	1.36%	2.13	1.69%	2.15	1.87%
应收账款	9.47	7.05%	9.77	7.74%	11.40	9.94%
应收款项融资	2.20	1.64%	1.87	1.48%	1.87	1.63%
存货	13.30	9.90%	12.10	9.58%	9.86	8.59%
其他流动资产	3.05	2.27%	2.86	2.27%	2.30	2.00%
流动资产合计	34.62	25.78%	32.41	25.68%	40.92	35.67%
固定资产	66.97	49.87%	66.93	53.02%	45.93	40.04%

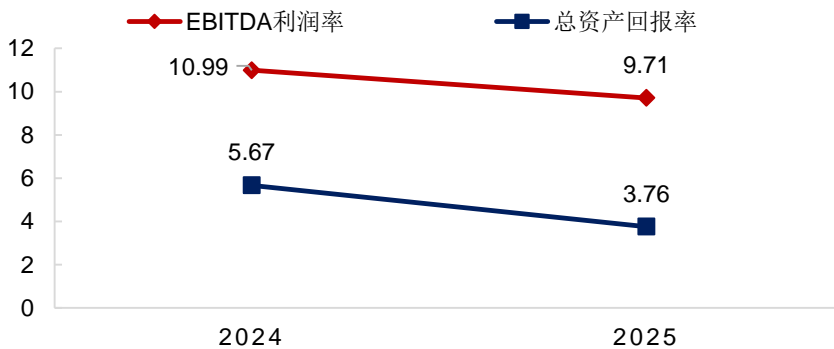
在建工程	16.20	12.06%	11.26	8.92%	16.17	14.10%
无形资产	6.79	5.06%	6.83	5.41%	5.93	5.17%
其他非流动资产	7.51	5.59%	6.57	5.21%	3.60	3.14%
非流动资产合计	99.67	74.22%	93.83	74.32%	73.80	64.33%
资产总计	134.30	100.00%	126.24	100.00%	114.72	100.00%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2025年，公司产能增长带动经营规模扩大，营业收入保持增长，收入增量主要来源于工业包装材料系列；期间费用率则整体稳定，合计占比由2024年的4.81%小幅下降至4.79%，其中财务费用率及销售费用率有所上升，管理费用率及研发费用率有所下降。2025年公司毛利率水平受产品均价下降、工业包装材料系列（毛利率低于公司平均水平）销售占比提高而有所下降，EBITDA利润率及总资产回报率亦有所下降。2025年公司计提折旧4.24亿元，较2024年增加1.23亿元，主要系部分转入固定资产后开始计提折旧所致，对公司利润造成较大影响，未来随着公司在建项目的进一步完工，预计年度折旧规模仍将进一步上升。

图11 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

跟踪期以来，公司各类项目建设投入力度较大，债务融资规模持续扩张，截至2026年3月末债务余额为80.96亿元。公司融资资金来源主要为银行借款（含银行票据）、债券（可转债）及非标（融资租赁），截至2026年3月末余额分别为73.30亿元、6.20亿元及1.46亿元，其中银行借款融资成本区间为1.9%-3.3%，公司综合融资成本为2.8%-2.9%，整体融资成本较低。

跟踪期以来，公司经营性负债规模整体稳定，主要系原材料及设备采购款等，2025年末公司应付账款中外币余额为2.25亿元，主要以美元计价，存在一定汇率波动风险。

表10 截至 2026 年 3 月末公司债务结构及融资成本情况（单位：亿元）

融资渠道	融资成本	融资余额	一年以内	一年以上
------	------	------	------	------

银行借款	1.9%-3.3%	73.30	50.79	22.51
债券融资	1.5%	6.20	0.00	6.20
非标融资	3.4%-3.5%	1.46	0.63	0.84
综合融资成本	2.8%-2.9%	80.96	51.42	29.55

注：银行借款包含票据融资；债券融资成本为票面利率。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	40.94	42.47%	38.00	42.53%	28.53	36.04%
应付票据	2.27	2.35%	3.25	3.64%	6.19	7.82%
应付账款	7.93	8.23%	8.22	9.20%	8.56	10.82%
合同负债	1.13	1.17%	0.61	0.69%	0.49	0.62%
一年内到期的非流动负债	8.21	8.52%	6.63	7.42%	6.41	8.10%
流动负债合计	62.26	64.59%	58.51	65.48%	51.93	65.60%
长期借款	22.51	23.35%	19.16	21.44%	15.62	19.73%
应付债券	6.20	6.43%	6.11	6.83%	5.84	7.37%
非流动负债合计	34.14	35.41%	30.84	34.52%	27.24	34.40%
负债合计	96.40	100.00%	89.35	100.00%	79.17	100.00%
总债务	80.96	83.99%	74.10	82.93%	63.75	80.52%
其中：短期债务	51.42	63.51%	47.89	64.63%	41.13	64.52%
长期债务	29.55	36.49%	26.21	35.37%	22.62	35.48%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，2025年公司净利润规模为2.48亿元，但经营性活动现金流量净额为负，主要系公司将收到的部分票据直接背书用于购置固定资产，未计入经营性现金流入所致。2025年公司FFO有所增加，系2025年公司营收和折旧规模增长所致。

杠杆状况方面，2025年公司EBITDA虽仍能较好覆盖利息支出，但较2024年有所下降，由于公司融资规模持续扩张，资产负债率、总债务/总资本呈持续上升趋势。随着总债务的快速增长和项目建设持续投入，2025年末公司账面现金充裕度相对不足，同时净债务/EBITDA上升、FFO/净债务下降。总体来看，公司财务杠杆率仍较高，债务压力有所增加。

表12 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2026年3月	2025年	2024年
经营活动现金流净额（亿元）	1.32	-0.57	-0.96
FFO（亿元）	--	3.95	3.05
资产负债率	71.78%	70.78%	69.01%
净债务/EBITDA	--	8.05	5.80
EBITDA 利息保障倍数	--	4.55	5.05
总债务/总资本	68.12%	66.76%	64.20%

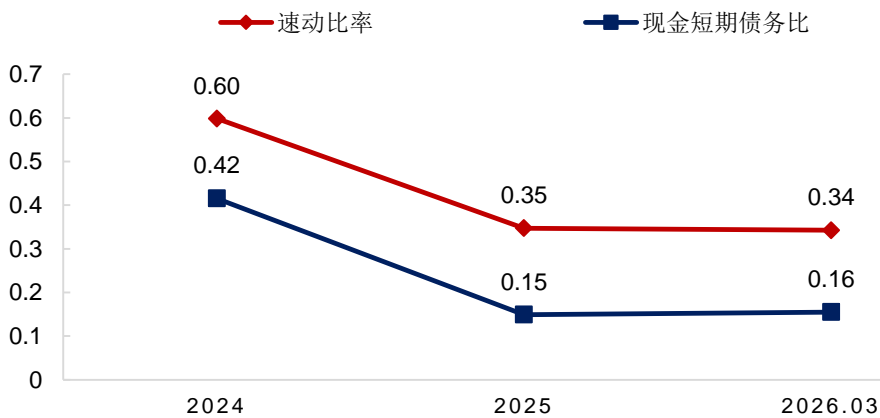
FFO/净债务	--	5.69%	6.24%
经营活动现金流净额/净债务	1.80%	-0.83%	-1.96%
自由现金流/净债务	-8.43%	-27.36%	-44.27%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

截至2025年末，公司在建港口码头、浆线项目尚需投资规模较大，预计将于2027年建成，后续仍将需持续进行资本支出，公司融资渠道以银行借款为主，未来随项目建设推进和债务融资增长，公司杠杆比率或将进一步上升。

流动性表现方面，由于短期债务增长较快，公司速动比率波动下降至2026年3月末的0.34，资产负债期限结构匹配度欠佳。截至2026年3月末，公司现金短期债务比进一步下降为0.16，短期债务压力较大。截至2026年3月末，公司尚未使用的银行授信额度为30.18亿元，备用流动性尚可。

图12 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的公司本部、重要子公司湖北五洲、江西五洲及汉川五洲、实际控制人赵磊先生、赵晨佳女士、赵云福先生和林彩玲女士的征信报告，从2023年1月1日至报告查询日（公司本部：2026年6月12日；湖北五洲：2026年5月14日；江西五洲：2026年5月14日；汉川五洲：2026年5月14日；赵磊先生：2026年5月15日；赵晨佳女士：2026年5月15日；赵云福先生：2026年5月14日；林彩玲女士：2026年5月14日），公司本部、重要子公司湖北五洲和江西五洲、实际控制人赵磊先生、赵晨佳女士、赵云福先生和林彩玲女士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，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2026年6月23日），中证鹏元未发现公司被列入全国

失信被执行人名单。

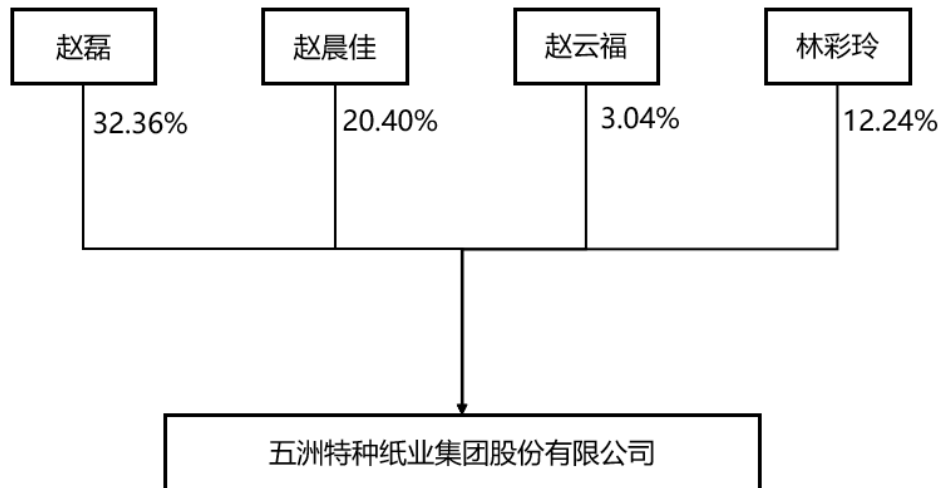
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2026年3月	2025年	2024年	2023年
货币资金	3.97	3.20	13.07	5.68
应收账款	9.47	9.77	11.40	11.07
存货	13.30	12.10	9.86	5.75
流动资产合计	34.62	32.41	40.92	26.36
固定资产	66.97	66.93	45.93	20.40
在建工程	16.20	11.26	16.17	21.65
无形资产	6.79	6.83	5.93	4.87
其他非流动资产	7.51	6.57	3.60	2.29
非流动资产合计	99.67	93.83	73.80	50.66
资产总计	134.30	126.24	114.72	77.02
短期借款	40.94	38.00	28.53	20.21
应付票据	2.27	3.25	6.19	3.94
应付账款	7.93	8.22	8.56	6.86
一年内到期的非流动负债	8.21	6.63	6.41	2.10
流动负债合计	62.26	58.51	51.93	35.74
长期借款	22.51	19.16	15.62	7.33
应付债券	6.20	6.11	5.84	5.55
长期应付款	0.78	0.82	0.81	0.27
非流动负债合计	34.14	30.84	27.24	16.86
负债合计	96.40	89.35	79.17	52.60
总债务	80.96	74.10	63.75	39.40
其中：短期债务	51.42	47.89	41.13	26.24
长期债务	29.55	26.21	22.62	13.16
所有者权益	37.90	36.89	35.55	24.42
营业收入	22.79	88.84	76.56	65.19
营业利润	1.08	2.70	4.09	2.99
净利润	1.00	2.48	3.62	2.75
经营活动产生的现金流量净额	1.32	-0.57	-0.96	10.77
投资活动产生的现金流量净额	-7.34	-17.96	-19.79	-12.50
筹资活动产生的现金流量净额	7.50	13.79	25.74	1.48
财务指标	2026年3月	2025年	2024年	2023年
EBITDA（亿元）	--	8.63	8.41	6.17
FFO（亿元）	--	3.95	3.05	4.07
净债务（亿元）	73.62	69.45	48.77	32.58
销售毛利率	9.39%	7.89%	9.87%	9.59%
EBITDA 利润率	--	9.71%	10.99%	9.47%
总资产回报率	--	3.76%	5.67%	5.68%

资产负债率	71.78%	70.78%	69.01%	68.29%
净债务/EBITDA	--	8.05	5.80	5.28
EBITDA 利息保障倍数	--	4.55	5.05	5.61
总债务/总资本	68.12%	66.76%	64.20%	61.74%
FFO/净债务	--	5.69%	6.24%	12.50%
经营活动现金流净额/净债务	1.80%	-0.83%	-1.96%	33.05%
速动比率	0.34	0.35	0.60	0.58
现金短期债务比	0.16	0.15	0.42	0.33

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 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 2026 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 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+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+经调整所有者权益
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

附录四 信用等级符号及定义

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。

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。

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。

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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号