

行业展望

2022年2月

中国造纸行业展望，2022年2月

2021年以来，受下游需求和进出口影响，造纸各细分子行业发展有所差异；在原材料价格变动和政策推动下，预计行业集中度进一步提高，龙头企业竞争优势稳固，信用基本面保持稳定，但部分企业在资本支出增加带动下债务压力有所上升，其流动性风险有待进一步关注

中国造纸行业的展望为稳定，中诚信国际认为，未来12~18个月该行业总体信用质量不会发生重大变化。

摘要：

- 近年来，在双碳等政策影响下，中小企业经营压力加大，龙头企业通过新增投资或兼并重组实现产能扩张，市场地位稳固，2022年行业集中度或将进一步提高。
- 造纸各子行业供需波动各异，纸价走势不一，产品结构多元化、生产规模较大的造纸企业抵御市场供需波动的能力更强；近年来文化用纸产量有所萎缩，受原材料价格波动、教育政策等因素影响，纸价波动剧烈；包装用纸产销量持续增长，受废纸进口受限、能耗双控等因素影响，纸价呈上升态势，2022年需关注包装纸新增产能释放及其对纸价的影响。
- 受疫情、通货膨胀及下游需求变化等因素影响，2021年以来木浆价格持续波动；受废纸进口限制政策影响，国废价格呈波动上升态势。为控制成本，龙头纸企加大上游原料布局，其抵御原料价格波动风险能力或将有所增强。
- 我国成品纸进出口转变为贸易逆差，原材料和设备也主要依赖国外进口，汇率波动将对我国造纸企业汇率风险的控制提出更高要求。
- 造纸企业整体业绩向好，各纸种盈利表现有所分化，利润受原材料价格变动影响较大；行业内企业运营效率提升，获现情况良好，整体信用水平保持稳定，但部分龙头企业资本开支增加，债务压力仍值得关注。

目录

摘要	1
分析思路	2
行业基本面	2
行业财务表现	9
结论	11
附表	13

联络人

作者

企业评级部

孙 抒

010-66428877

shsun@ccxi.com.cn

刘彦迪

010-66428877

ydliau@ccxi.com.cn

其他联络人

王雅方

010-66428877

yfwang@ccxi.com.cn

杨傲楠

010-66428877

adyang@ccxi.com.cn

一、 分析思路

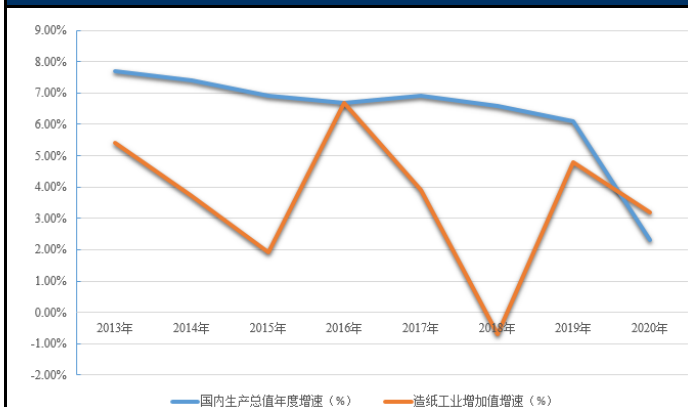
造纸行业的信用基本面分析，主要是通过分析影响行业生产供给和下游需求变化的相关因素，叠加对原材料价格波动、政策、进出口等方面的分析，判断我国造纸行业的变化情况和发展趋势，同时，分析企业财务盈利能力和杠杆水平等信用基本面的变化情况。本文认为，造纸行业景气度与供需格局高度相关，且易受纸浆价格波动影响。近年来我国造纸行业集中度持续上升，2020年下半年以来，纸价持续上升及产能释放带动行业内企业盈利整体提升。短期来看，下游需求及纸浆价格波动导致纸企盈利波动幅度较大，但中长期来看禁塑令及双碳等政策驱动造纸行业向绿色转型，加速中小纸企市场出清，龙头企业竞争优势或将进一步增强，龙头企业信用水平保持稳定。但部分龙头企业因产能扩建资本支出较大或过往业务扩张速度过快，导致债务规模较高，其流动性风险值得关注。

二、 行业基本面

2021 年以来，我国造纸行业景气度明显回升，在双碳、禁塑等政策影响下，中小企业经营压力加大；龙头企业通过新增投资或兼并重组实现产能扩张，市场地位稳固，2022 年行业集中度或将进一步提高

造纸行业是典型的顺周期行业，其景气程度与宏观经济走势呈现显著的正相关关系，且其波动相较宏观经济的波动更为剧烈。2020年上半年，受疫情等因素影响，纸企开工率偏低且市场需求低迷，造纸工业增加值增速放缓，造纸及纸制品生产价格指数（PPI）增速持续为负。2020年下半年以来，国内下游需求持续回暖，加之纸浆价格自四季度以来明显提升，纸企顺势提价，行业景气度明显回升。

图 1：国内生产总值增速和造纸工业增加值增速对比



数据来源：中国造纸协会，中诚信国际整理

图 2：近年来造纸及纸制品 PPI 增速情况 (%)



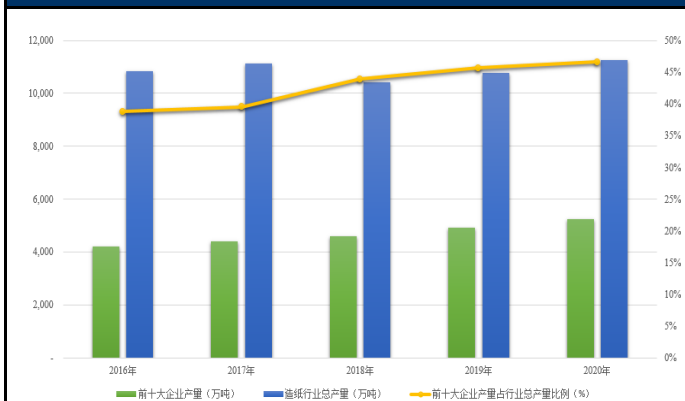
数据来源：国家统计局，中诚信国际整理

我国造纸行业市场集中度低，行业内中小企业众多。截至 2020 年末，我国造纸行业处于第一

梯队¹的企业仅有玖龙纸业、理文造纸、金光纸业、晨鸣纸业及太阳纸业。在国家节能力度加大的政策背景下，我国造纸行业实施更为严格的技术和环保标准，市场出清力度持续加大。根据中国造纸协会统计数据显示，截至2020年末，规模以上造纸企业数量达2,409家，同比下降115家。同时，2020年，我国前十大造纸企业共生产机制纸5,249.82万吨，占行业总产量的46.62%，较2016年提高7.81个百分点；此外，2020年统计的2,409家造纸生产企业中，亏损企业527家，占比21.88%，行业仍有较大整合空间。

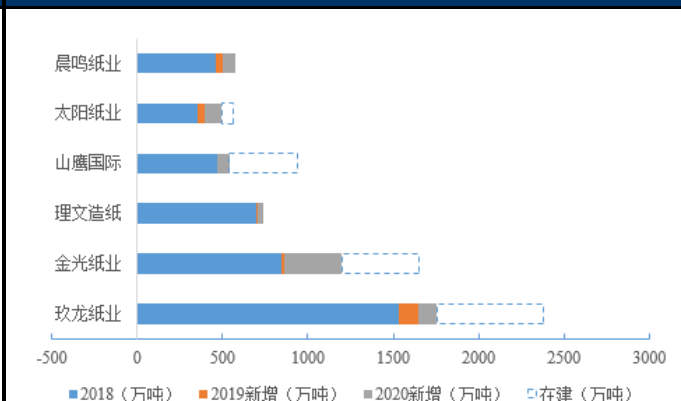
近年来通过新建、收购重组等方式，我国大型造纸企业产能规模持续扩张，如金光纸业收购博汇纸业，冠豪高新吸收合并粤华包B。新增产能方面，受禁塑令等政策实施影响，造纸行业相应受益，龙头纸企投资意愿明显增大，主要龙头企业产能均有所扩张。从各纸种投产计划来看，包装用纸（如卡纸、箱板及瓦楞纸等）产能投放较多，文化纸受下游需求疲软影响产能扩张仅有太阳纸业。

图 3：前十大造纸企业总产量与行业总产量比较情况



数据来源：中国造纸协会，中诚信国际整理

图 4：近年来造纸龙头企业产能增加情况



数据来源：公开数据，中诚信国际整理

此外，2021年以来，造纸行业供给受到了双碳政策影响。2021年8月，国家发改委印发《2021年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》，能耗不降反升的青海、宁夏、广西、广东等9省（区）暂停国家规划布局的重大项目以外的“两高”项目节能审查，江苏、广东、广西等双“一级预警”省份发布限电、限产要求。双“一级预警”省份造纸产量占比约45%，为响应国家节能减排号召，部分造纸企业停机，以限产去库存。造纸行业虽非“两高”行业，但仍受到限电影响，供给收缩。

政策方面，近年来我国不断出台政策，逐步从“限塑”转变为“禁塑”。2020中央发布“禁塑令”后，上海、天津、重庆等地方政策相继出台。限塑令的推出提供了以纸代塑的机会，白卡纸等细分纸种需求大幅增加。原料方面，我国逐渐从“限废”转变为“禁废”，中国于2021年全面禁止洋废物的进口，并推动废纸回收系统的建设。禁废令的提出对以废纸为原材料的包装纸生产企业的成本控制提出更高要求，龙头企业加大海外废纸浆产能布局，龙头企业的竞争优势更加突出。

¹造纸行业根据产能划分可分为产能大于500万吨/年、100~500万吨/年和小于100万吨/年三大梯队。

表 1：近年来重要限禁塑和限禁废政策梳理

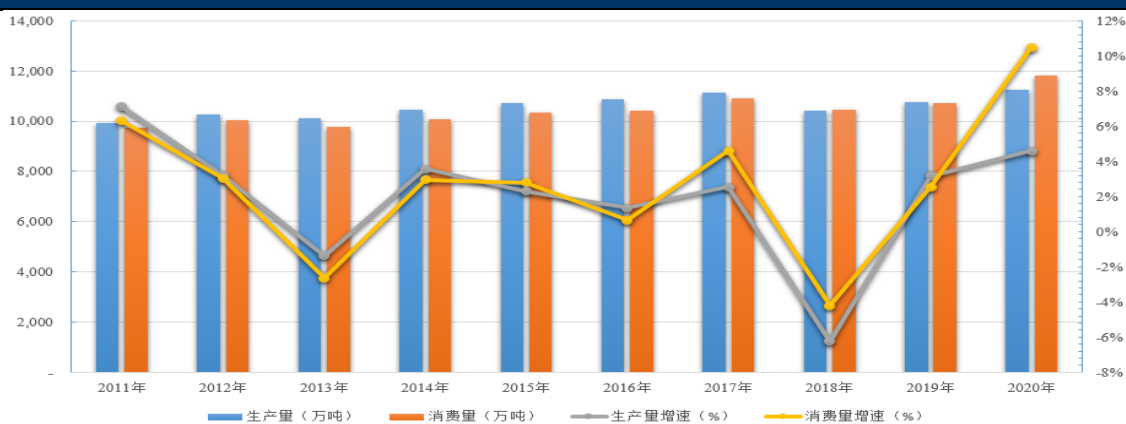
发布时间	政策名称	主要内容
2020.1	国家发改委联合生态环境部公布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》	针对不可降解塑料袋、一次性塑料餐具、宾馆和酒店一次性塑料用品、快递塑料包装四个领域提出禁止、限制使用的要求。到 2025 年底，禁止使用不可降解的塑料包装袋、不可降解一次性塑料餐具、塑料胶带、一次性塑料编织袋等。
2020.7	国家发改委、生态环境部、商务部等 9 部委又联合下发了《关于扎实推进塑料污染治理工作的通知》	要求地方严格落实《关于进一步加强塑料污染治理的意见》。从 2021 年 1 月 1 日起，在直辖市、省会城市、计划单列市城市建成区的商场、超市、药店、书店等场所，餐饮打包外卖服务以及各类展会活动中，禁止使用不可降解塑料购物袋。
2020.11	生态环境部、商务部、国家发展和改革委员会、海关总署共同发布《关于全面禁止进口固体废物有关事项的公告》	自 2021 年 1 月 1 日起，全面禁止洋废物的进口，同时，提出需加速发展废物内循环，加大固体废物回收利用率，进一步推动废纸回收系统的建设。
2021.12	工信部发布《废纸加工行业规范条件》	对收集的废纸进行充分分拣，提高废纸综合利用效率和洁净度，废纸利用率不低于 95%，废纸洁净率不低于 98%，于 2022 年 1 月 1 日开始施行。

整体来看，2020 年以来，造纸行业景气度呈明显回升态势，中小企业在限电、禁废令等政策影响下生存压力进一步加大。未来龙头企业依托兼并重组及新增投入扩张产能优势，市场地位愈发稳固，行业集中度或将持续上升。

造纸各子行业供需波动各异，纸价走势不一；2020 年以来，文化用纸产量萎缩，受原材料价格波动及教育政策等因素影响，纸价波动剧烈；包装用纸产销量持续增长，受废纸进口受限、能耗双控等因素影响，纸价呈上升态势，在建产能释放及其对纸价的影响有待关注

造纸行业各细分产品用途各异，市场关联度较低，各子行业需求量波动不尽相同。目前纸及纸板按用途可以大致分为文化用纸、包装用纸、生活用纸和特种纸四类，从市场体量来看，包装用纸和文化用纸占据了绝大部分的市场份额。2020 年，纸及纸板产销量分别为 11,260 万吨和 11,827 万吨，同比分别增长 4.60% 和 10.49%，消费量增速明显高于产量增速，供需关系进一步改善。2021 年 1~10 月，全国机制纸及纸板产量 11,164.14 万吨，同比增长 8.39%，受益于物流和消费行业的进一步发展以及环保政策影响，包装用纸需求增加带动纸及纸板产销量持续增长。文化用纸部分产能关闭或转产，产量呈持续下降态势，而生活用纸和特种纸受其属性影响，产量规模较小，增速高于文化纸和包装纸，其中卫生纸在疫情催生下，增速明显加快。

图 5：全国纸及纸板生产量和消费量情况

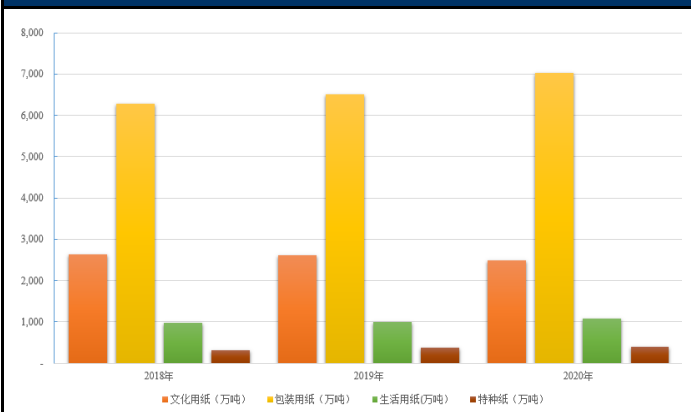


数据来源：中国造纸协会，中诚信国际整理

具体来看，文化纸下游需求主要为教材教辅、社会出版、画册单页等；每年10月至次年2月为春季出版招标季，8~9月为秋季出版招标季，文化纸下游需求较为稳定，其中教材教辅需求具有刚性。纸价方面，2020年以来，文化纸价格波动幅度较大主要系图书印刷需求变化和纸浆价格波动剧烈因素影响。2021年下半年，受素质教育双减政策收紧影响，双胶纸需求有所回落，但四季度以来，随着进入传统旺季，教材教辅订单陆续释放使得双胶纸需求回暖，同时，受能耗双控影响，部分纸机停机，供给收紧，文化用纸价格有所回升。

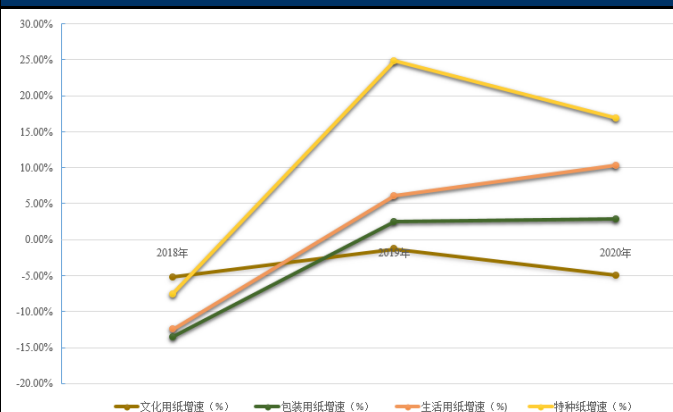
包装纸方面，2020年3月，海内外疫情爆发，出口受阻，经销商库存高位，纸价有所下降，自2020年5月，受废纸成本上涨、出口增加和节日需求稳定增长等因素影响，包装纸行业巨头引领涨价。2021年以来，快递包装需求进一步提升，同时，受能源双控和原材料废纸供应受限等因素影响，供给收紧，纸价呈持续上升态势。同时，限塑令的推出提供了以纸代塑的机会，白卡纸等细分纸种需求大幅增加。2020年下半年以来白卡纸价格增长速度远超其他纸种，2021年太阳纸业和金光等白卡纸项目逐步投产，且行业内预期白卡纸未来投产产能规模较大，加之木浆价格下降，2021年6月以来白卡纸价格快速回归。包装纸在建产能规模较大，2022年仍需关注产能释放情况及其对纸价的影响。

图 6：近年来各纸种产量情况



数据来源：中国造纸协会，中诚信国际整理

图 7：近年来各纸种产量增速情况



数据来源：国家统计局，中诚信国际整理

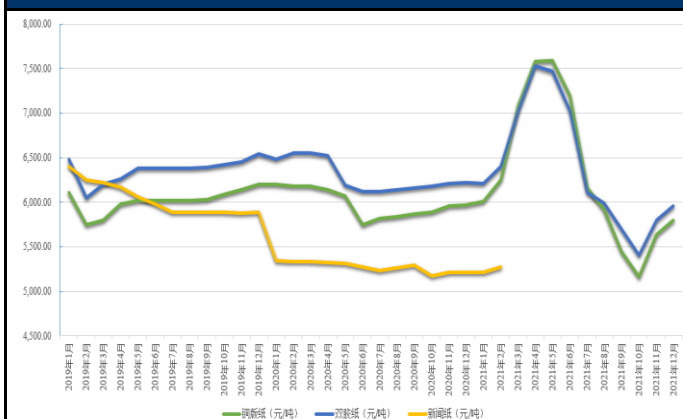
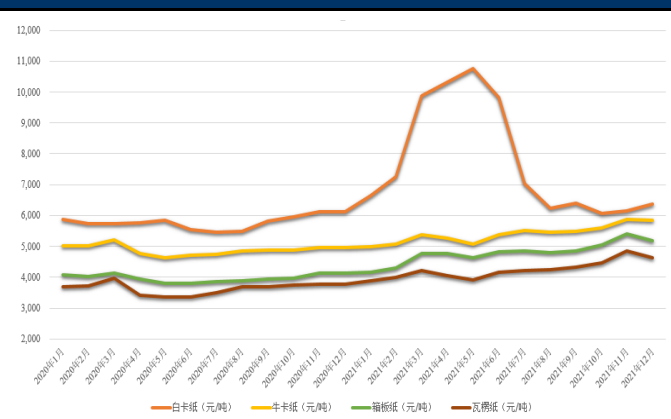
图 8：文化用纸价格走势（元/吨）²

图 9：包装用纸价格走势（元/吨）



数据来源：中国纸业网，中诚信国际整理

数据来源：中国纸业网，中诚信国际整理

生活用纸方面，在 2020 年疫情刺激之下，大众的卫生需求提升，生产量和消费量均有所增长，但受品牌知名度、产品设计、包装、广告营销和销售渠道等多方面因素影响，具体细分品牌价格有较大差距。特种纸方面，品种较为分散，包括家装行业的装饰纸、烟标、发票、彩票、快递单等，产销量规模较小，大部分特种纸的下游需求都相对稳定，市场供求相对平衡，近年来，受益于消费带动和技术更新，特种纸产量迅速扩大，但由于不同子行业产品的属性差异较大，价格也不具有统一性。预计未来较长的一段时间内，上述四大纸种还将维持目前的趋势格局。

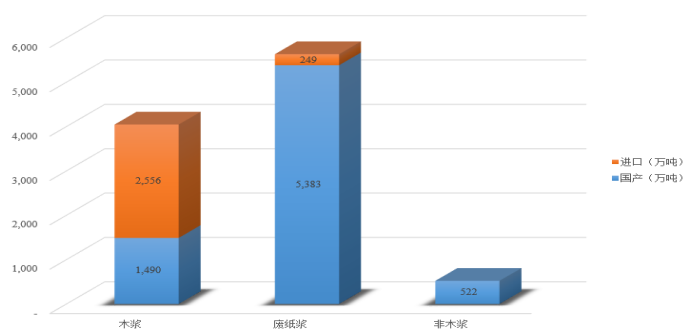
整体来看，造纸各子行业供需形势和纸价波动不一，文化纸产量萎缩，在原材料价格影响下，纸价波动剧烈；包装纸产销两旺，纸价呈上升态势，2022 年仍需关注产能释放情况及其对纸价的影响。中诚信国际认为，产品结构多元化、生产规模较大的造纸企业将更容易把握市场走势，及时根据市场变化调节各类纸品的生产量，从而在一定程度上抵御市场需求波动和产业政策的影响，保持其竞争优势。

受疫情、通货膨胀及下游需求变化等因素影响，2020 年以来木浆价格持续波动；受废纸进口限制政策影响，国废价格呈波动上升态势。为控制成本，纸企加大上游原料布局，自给率高的企业抵御原料价格波动风险能力更强

纸浆和废纸等原材料成本占据造纸企业总成本的60%左右。文化用纸和白卡纸原料以木浆为主，包装用纸原料以废纸和废纸浆为主。2020年我国纸浆消耗总量10,200万吨，同比增加5.27%，其中，废纸浆占比55.22%。2021年，在纸产量提升的推动下，纸浆消耗量或将进一步增加，同时，进口废纸归零，国产废纸回收能力尚不足，国产废纸浆占比或将有所下降。

² 自 2021 年 3 月以来，中国纸业网未单独统计新闻纸价格

图 10：木浆及废纸浆消耗构成

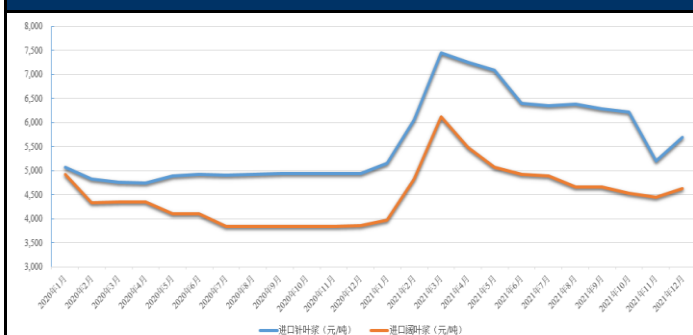


数据来源：中国纸业网，中诚信国际整理

文化纸和白卡纸原料以木浆为主，我国森林覆盖率低，林木资源较少，木浆进口依赖度高，2020年进口木浆消耗量占比63.17%，较2019年下降1.5个百分点，进口依存度小幅下降，其中，针叶木浆进口率接近100%。木浆价格方面，2020年初，受疫情影响，纸浆价格回落；2020年第四季度，资金面宽松，通货膨胀预期拉动大宗商品涨价，同时，文化纸及生活用纸需求旺盛，禁废令带来的长纤缺口需用木浆替代，叠加海运费上涨影响，木浆价格攀升。自2021年二季度，部分纸厂因原材料价格高位运行，造成利润空间收窄而停工，受下游需求疲软影响，木浆价格快速回落；2021年第四季度，受益于传统文化纸旺季带动需求恢复，浆价有所回升。

包装用纸原料以废纸和废纸浆为主，废纸方面，中国于2021年全面禁止洋废物的进口，禁废令下，国废价格呈波动上升态势。目前国内废纸回收率不足50%，远低于欧美国家的80%废纸回收率，废纸行业对进口依存度较高，国内取消废纸进口短期内加大造纸企业的成本压力，龙头企业纷纷在欧美、东南亚等地建设废纸浆生产产能，利用当地废纸纸浆，并输送至国内，进一步增强龙头企业竞争优势。

图 11：木浆价格走势（元/吨）



数据来源：中国纸业网，中诚信国际整理

图 12：废纸浆价格走势（元/吨）³

数据来源：中国纸业网，中诚信国际整理

为控制原材料成本，各龙头纸企均加大自制浆产能布局。从长期看，拥有自制浆生产能力的企业更容易抵御进口木浆价格波动带来的风险，盈利能力和信用水平有望保持相对稳定。而完全依赖进口木浆的生产企业在原材料价格大幅波动的情况下，运营风险将有所加大。

³ 2021年禁废令执行，自2020年12月以来，无美废价格相关数据

表 2: 截至 2020 年末造纸龙头企业自制浆布局

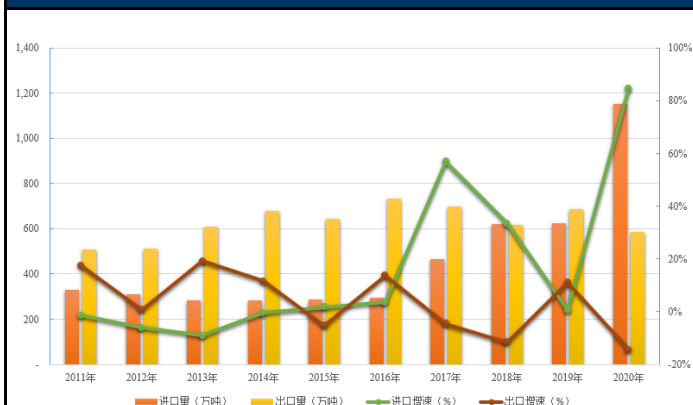
公司名称	木浆产能 (万吨)	再生浆/废纸浆产能 (万吨)	在建产能 (万吨)
金光纸业	230	0	30 化机浆
晨鸣纸业	430	0	--
太阳纸业	320	40	100 化机浆
玖龙纸业	150	70	60 再生浆+312 化学浆
理文造纸	18	64	--
山鹰纸业	0	70	72 再生浆+12 废纸浆

资料来源: 公开资料, 中诚信国际整理

我国成品纸进出口转变为贸易逆差, 原材料和设备主要依赖国外进口, 汇率波动将对我国造纸企业汇率风险的控制提出更高要求

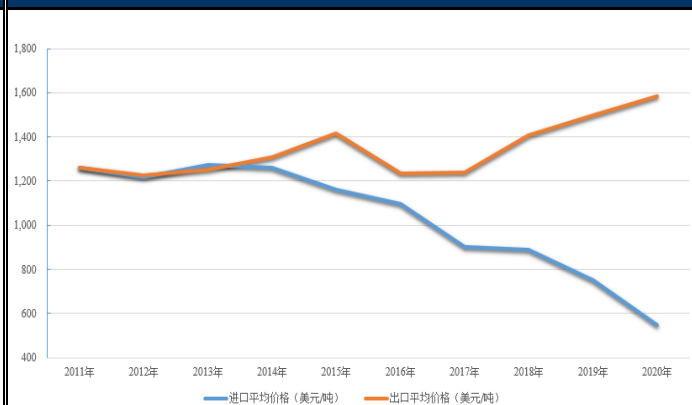
从进出口方面来看, 2020 年以前, 国内市场产能过剩导致纸及纸板出口量大于进口量, 2020 年, 进出口趋势发生转变, 进口量远超出出口量, 我国纸及纸板进口量和出口量分别为 1,154 万吨和 587 万吨, 进口增速和出口增速分别为 84.64% 和 -14.43%; 2021 年趋势延续, 2021 年 1~9 月, 机制纸及纸板进口量和出口量分别为 875.07 万吨和 268.28 万吨, 同比增长 2.19% 和下降 17.23%。上述趋势主要由于受疫情影响, 海外需求疲软, 印尼等东南亚低价纸流入国内。从进出口价格方面看, 2020 年延续自 2014 年以来的趋势, 出口平均价格上行, 而进口平均价格下跌。

图 13: 近年来我国纸及纸板进出口情况



数据来源: 中国造纸协会, 中诚信国际整理

图 14: 近年来我国纸及纸板进出口平均价格



数据来源: 中国造纸协会, 中诚信国际整理

从进出口的纸种看, 2020 年纸及纸板进出口总量中, 进口量较大的品种有箱纸板、瓦楞原纸和未涂布印刷纸, 合计进口量 912 万吨, 约占纸及纸板总进口量的 79.03%。出口量较大的品种有白板纸、铜版纸、生活用纸和特种纸, 合计 459 万吨, 约占纸及纸板总出口量的 78.19%。从纸种的进出口品类上可以看出, 国内市场对于包装用纸的需求较大, 而白板纸、铜版纸产能过剩亟待对外输出。

对造纸行业来说, 一方面, 作为原料高度依赖进口的行业, 人民币升值将直接降低企业的生产成本, 而贬值则相反。造纸的原料主要为木浆和废纸, 我国是一个森林资源匮乏的国家, 禁废令后, 每年花费大量外汇进口纸浆来满足生产的需求。2021 年 1~10 月, 我国累计进口

纸浆 2,287.75 万吨，用汇 151.80 亿美元，较上年同期分别增长 1.71% 和 30.78%。在大量进口纸浆的同时，由于我国大型造纸企业新增产能均为大产能高功效机组，对设备的高要求也带动国外相关造纸设备大量的进口。另一方面，我国在大量进口纸浆的同时，也在进口成品纸。因此从整体上看，造纸行业的进口用汇远大于出口创汇。2020 年 4 月以来，人民币汇率强势，而未来海外经济复苏和美联储加息预期下，人民币汇率或将有所波动。具体到造纸生产企业，汇率的双边波动将很大程度上考验企业的汇率风险管控能力，而原材料能实现一定程度自产的企业则在经营的稳定性和财务成本的控制上更为优化。

三、 行业财务表现

造纸企业整体业绩向好，但各纸种表现有所分化，盈利能力受原材料价格波动影响较大；造纸企业运营效率有所提升，获现情况良好，整体信用水平保持稳定，但部分龙头企业债务压力仍值得关注

本报告所研究的造纸行业样本企业选取了申万轻工制造行业分类中的造纸行业和公开市场发行债券的企业，样本共包括 28 家造纸企业，其中文化纸企 6 家、包装纸企 9 家、生活纸企 4 家和特种纸企业 9 家，产品种类覆盖齐全，能较好代表造纸行业。

表 3：样本企业概况

细分纸种	样本企业名称	主要产品
文化纸企	金东纸业（江苏）股份有限公司	铜版纸、无碳复写纸、双胶纸、纸浆
	山东晨鸣纸业集团股份有限公司	白卡纸、双胶纸，铜版纸，静电纸
	山东太阳纸业股份有限公司	非涂布文化用纸、铜版纸
	山东华泰纸业股份有限公司	文化用纸、铜版纸、包装纸
	岳阳林纸股份有限公司	印刷用纸、办公用纸、工业用纸
	中冶美利云产业投资股份有限公司	胶版纸、静电复印纸
包装纸企	山鹰国际控股股份公司	箱板纸、瓦楞纸
	广西金桂浆纸业有限公司	白卡纸
	山东博汇纸业股份有限公司	白纸板、白卡纸
	浙江景兴纸业股份有限公司	主营箱板瓦楞纸，小部分生活用纸
	福建省青山纸业股份有限公司	纸袋纸
	森林包装集团股份有限公司	牛皮箱板纸、瓦楞原纸、瓦楞纸板、水印纸箱、胶印纸箱、数码纸箱
	浙江荣晟环保纸业股份有限公司	牛皮箱板纸、瓦楞原纸、瓦楞纸板
	玖龙纸业(控股)有限公司	牛卡纸、瓦楞芯纸、涂布灰白板纸
	理文造纸有限公司	包装纸：高强牛皮箱板纸、瓦楞芯纸
生活纸企	金红叶纸业集团有限公司	卫生纸、面巾纸、厨房用纸、湿巾
	中顺洁柔纸业股份有限公司	卷纸、无芯卷纸、抽纸、纸手帕、湿巾、个人护理产品、婴儿纸尿裤、棉花柔巾
	维达国际控股有限公司	生活用纸
	恒安国际集团有限公司	生活用纸、卫生巾、纸尿裤
特种纸企	仙鹤股份有限公司	热敏纸、烟草工业用纸、热转印纸、标签纸、食品包装纸等
	齐峰新材料股份有限公司	高档装饰原纸、素色装饰原纸
	广东冠豪高新技术股份有限公司	热敏纸、标签纸、热升华转印纸、无碳纸
	杭州华旺新材料科技股份有限公司	高档装饰原纸、印刷装饰原纸、素色装饰原纸
	牡丹江恒丰纸业股份有限公司	烟草工业用纸、机械光泽纸
民丰特种纸股份有限公司	烟草工业用纸、工业配套纸	

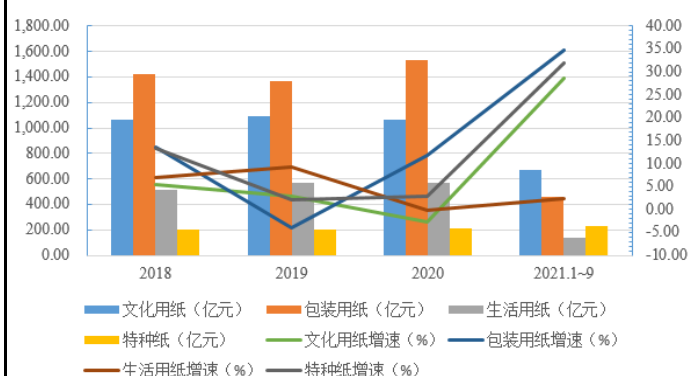
宜宾纸业股份有限公司	食品包装原纸、生活用纸原纸
衢州五洲特种纸业股份有限公司	食品包装纸、格拉辛纸
浙江凯恩特种材料股份有限公司	电解电容器纸、超级电容器隔膜、绝缘纸

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

营业收入和盈利方面，造纸样本企业整体业绩向好，2020年样本企业收入和净利润分别为3,369.94亿元和315.55亿元，同比增长4.21%和26.85%，2021年1~9月，样本企业收入和净利润分别同比增加28.03%和72.73%。

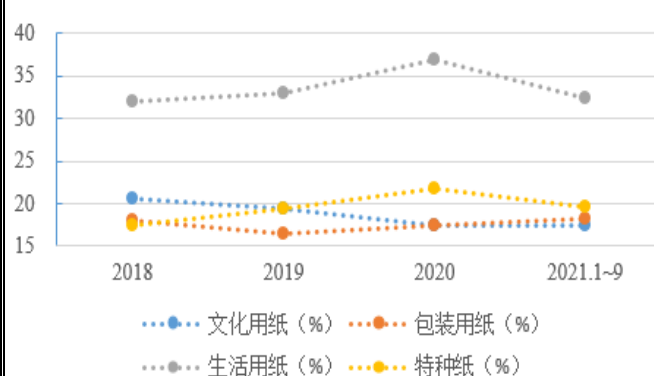
各纸种表现有所分化，文化用纸方面，2020年受行业需求偏弱影响，样本企业收入减少，导致净利润下降，2021年上半年，纸价大幅增加，收入和利润明显增长，且毛利率增长幅度与木浆自给率呈正相关关系，2021年第三季度，大部分样本企业收入基本保持稳定，但受纸价大幅滑落影响，毛利率及净利润同比有所下滑。包装用纸方面，虽然原材料和能源价格上涨对企业成本控制产生一定压力，但受益于快递行业带动、精细化包装需求增加和新增产能投放，包装用纸样本企业收入、毛利率和净利润水平总体均呈上升态势。生活用纸方面，疫情催生社区团购、O2O等新零售渠道，样本企业受新渠道布局等因素影响，各样本企业收入变化趋势不同，2020年上半年木浆价格维持低位，样本企业毛利率和净利润有所提升，2021年以来，原材料自给率较低的样本企业在原材料价格大幅上升和竞争压力加大背景下毛利率和净利润均有所下滑。特种纸方面，标签离型、热转印纸、食品包装纸等纸种需求旺盛，大部分样本企业收入总体呈上升态势，但2020年受市场竞争影响，以装饰原纸为主营业务的样本企业收入小幅下滑，2021年前三季度，受益于下游需求旺盛和新增产能投产，收入规模进一步上扬，但特种纸企业规模普遍较小，原料自给能力较弱，盈利能力受原材料价格波动影响较大。

图 15：近年来各纸种样本企业收入及增速情况



数据来源：公开信息，中诚信国际整理

图 16：近年来各纸种样本企业毛利率情况



数据来源：公开信息，中诚信国际整理

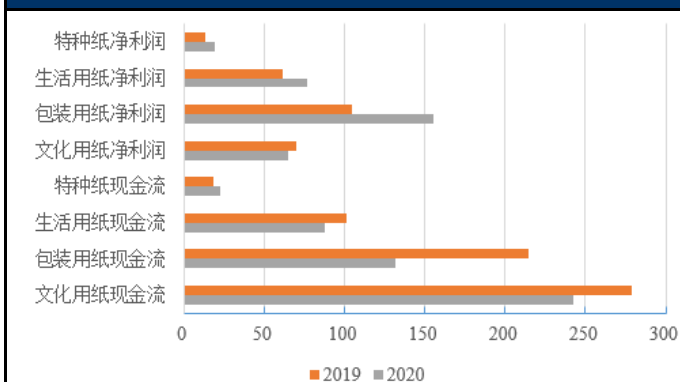
近年来，样本企业存货周转率和应收账款周转率总体呈上升态势，运营效率有所提升。样本企业以行业内大型龙头企业为主，在与下游合作中话语权较高，企业总体经营获现情况良好，但经营活动净现金流变化走势不一。文化纸样本企业中，晨鸣纸业受融资租赁压缩进度影响、金东纸业受关联方拆借资金影响，2020年经营活动净现金流均呈下降态势，其他样本企业受

益于运营效率提升，现金净流入规模均有所上升；2021 年前三季度，受原材料采购价格增加影响，样本企业经营活动净现金流下降。近年来，为应对禁废令造成的废纸短缺，大部分废纸系企业扩大原材料备货量，经营活动净现金流呈下降态势。

造纸行业属于资本密集型的行业，造纸生产线投资规模较大，扩张产能需要较大的资本支出，由此导致大多数企业的财务杠杆水平较高。近年来，在禁塑令、禁废令等政策推动下，企业扩大包装纸产能，并向上游布局纸浆产能，2020 年样本企业投资支出增加至 305.76 亿元，且 2021 年以来进一步扩大，资本支出主要集中在太阳纸业、山鹰国际、玖龙和理文等龙头企业，企业资本支出扩大带动其债务规模相应增加，但晨鸣纸业因持续收缩融资租赁规模、博汇纸业因并入金光后债务优化，债务规模明显收缩。生活纸业中恒安国际因其资金管理模式使得其债务规模偏高，特种纸企资本支出和债务规模均较小。融资渠道方面，近年来整体民营造纸企业债券市场融资环境偏差，2021 年仅金光系发行公司债券，少部分企业发行可转债，企业债务融资以银行间接融资渠道为主。此外，部分企业通过权益融资获得资金，其中，包装纸企森林包装、特种纸企业华旺科技和五洲特纸均于 2020 年上市。

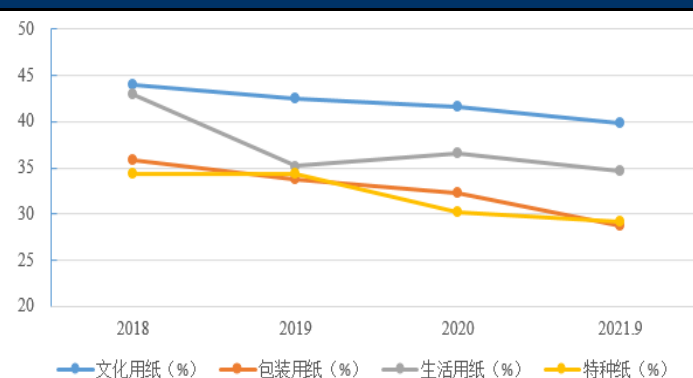
财务杠杆方面，受益于销售带来的利润累积，样本企业财务杠杆水平整体有所降低，但部分龙头企业杠杆水平受债务规模增加影响小幅上升。受经营活动净现金流波动影响，其偿债指标可比性较弱，但文化纸和包装纸行业债务集中于龙头企业，且债务期限以短期为主，部分龙头企业仍面临一定偿债压力。

图 17：2019~2020 年各纸种净利润和经营活动净现金流对比情况
(单元：亿元)



数据来源：公开信息，中诚信国际整理

图 18：近年来各纸业样本企业总资本化比率情况



数据来源：公开信息，中诚信国际整理

整体来看，造纸企业整体业绩向好，但细分纸种财务表现有所分化，收入规模受下游需求影响较大，盈利能力受原材料价格波动影响较大，企业运营效率有所提升，获现情况良好，整体信用水平相对稳定，但部分龙头企业因产能扩建资本支出较大或过往业务扩张速度过快，导致债务规模较高，其流动性风险值得关注。

四、 结论

虽然 2020 年上半年受疫情蔓延叠加经济下行压力等因素影响，造纸行业低迷，但在禁废令、禁塑令和双碳等政策背景下，2020 年下半年以来，行业景气度呈回升状态，造纸企业经营状况整体向好。分细分纸种来看，文化用纸产量有所萎缩，受原材料价格波动、教育政策等因

素影响，纸价波动剧烈；包装用纸产销量持续增长，受废纸进口受限、能耗双控等因素影响，纸价呈上升态势。原材料方面，受疫情、通货膨胀及下游需求变化等因素影响，木浆价格持续波动；受废纸进口限制政策影响，国废价格呈波动上升态势，为控制成本，纸企加大上游原料布局。造纸企业整体业绩向好，各纸种表现有所分化，盈利能力受原材料价格波动影响较大，企业获现情况良好，整体信用水平稳定。在政策趋严和原材料价格持续波动的背景下，2022年预计造纸行业集中度不断提高，龙头企业优势进一步稳固，但部分龙头企业因新增产能或过往业务扩张带来的债务压力仍值得关注。综上所述，中诚信国际给予中国造纸行业的展望为稳定。

附表一：部分样本企业财务数据

公司简称	营业总收入（亿元）				总资本化比率（%）			
	2018	2019	2020	2021.1~9	2018	2019	2020	2021.1~9
金东纸业（江苏）股份有限公司	329.72	347.37	337.49	--	56.61	52.21	54.18	--
山东晨鸣纸业集团股份有限公司	288.76	303.95	307.37	257.62	72.88	69.60	68.15	66.11
山东太阳纸业股份有限公司	217.68	227.63	215.89	237.15	50.58	47.53	45.69	48.41
山东华泰纸业股份有限公司	147.63	135.39	123.08	111.45	31.77	25.43	26.77	31.82
岳阳林纸股份有限公司	70.13	71.06	71.16	57.76	37.12	38.30	34.86	34.32
山鹰国际控股股份公司	243.67	232.41	249.69	240.54	56.20	59.39	56.42	58.47
广西金桂浆纸业有限公司	89.31	132.67	140.41	--	32.60	30.82	39.80	--
山东博汇纸业股份有限公司	83.39	97.40	139.82	119.36	67.28	67.43	62.20	54.40
浙江景兴纸业股份有限公司	59.38	52.51	48.75	45.02	26.10	13.70	27.19	22.61
浙江荣晟环保纸业股份有限公司	20.89	16.76	16.95	16.55	0.00	14.99	12.14	16.84
金红叶纸业集团有限公司	107.48	114.22	98.02	72.12	59.21	56.68	58.90	60.82
中顺洁柔纸业股份有限公司	56.79	66.35	78.24	62.75	15.94	6.28	6.97	8.37
恒安国际集团有限公司	205.14	224.93	223.74	--	59.12	54.37	51.48	--
仙鹤股份有限公司	40.98	45.67	48.43	43.62	29.14	39.28	21.47	19.32
齐峰新材料股份有限公司	36.79	32.50	28.11	28.58	14.66	14.15	19.82	24.98
牡丹江恒丰纸业股份有限公司	16.11	17.56	18.29	14.95	24.92	24.52	17.34	16.08
衢州五洲特种纸业股份有限公司	21.49	23.76	26.35	26.84	36.26	32.89	22.64	39.00

公司简称	净利润（亿元）				经营活动净现金流（亿元）			
	2018	2019	2020	2021.1~9	2018	2019	2020	2021.1~9
金东纸业（江苏）股份有限公司	14.49	20.33	14.82	--	53.23	78.97	30.61	--
山东晨鸣纸业集团股份有限公司	25.65	17.53	19.06	21.28	141.00	122.33	112.60	72.26
山东太阳纸业股份有限公司	22.42	21.98	19.68	27.77	44.78	46.86	66.16	31.76
山东华泰纸业股份有限公司	7.20	6.54	6.47	7.39	13.98	23.56	24.87	10.39
岳阳林纸股份有限公司	3.66	3.13	4.14	3.61	8.44	6.02	9.87	1.54
山鹰国际控股股份公司	34.37	13.52	13.89	13.48	32.48	13.35	11.70	16.89
广西金桂浆纸业有限公司	6.78	6.42	15.95	--	20.70	30.76	7.70	--
山东博汇纸业股份有限公司	2.56	1.34	8.34	19.17	10.73	11.37	35.96	26.15
浙江景兴纸业股份有限公司	3.58	2.03	3.32	3.81	4.29	12.61	6.17	1.28
浙江荣晟环保纸业股份有限公司	2.08	2.49	2.32	1.79	3.32	4.26	2.30	0.68
金红叶纸业集团有限公司	3.20	4.97	2.78	1.91	11.98	28.72	8.99	4.70
中顺洁柔纸业股份有限公司	4.07	6.04	9.06	4.84	4.37	13.60	8.28	8.79
恒安国际集团有限公司	38.07	39.17	46.08	--	39.62	34.16	50.42	--
仙鹤股份有限公司	2.93	4.39	7.19	9.06	-3.21	4.56	3.02	4.06
齐峰新材料股份有限公司	0.58	1.33	1.62	1.60	3.25	2.82	4.69	2.05
牡丹江恒丰纸业股份有限公司	0.65	0.88	1.39	1.13	-0.92	3.19	3.43	0.97
衢州五洲特种纸业股份有限公司	1.65	1.99	3.39	3.14	0.27	0.99	1.81	3.14

公司简称	总债务（亿元）				经营活动现金流/总债务(X)			
	2018	2019	2020	2021.1~9	2018	2019	2020	2021.1~9
金东纸业（江苏）股份有限公司	337.29	289.80	326.68	--	0.16	0.27	0.09	--
山东晨鸣纸业集团股份有限公司	695.35	602.92	551.94	484.62	0.20	0.20	0.20	0.20
山东太阳纸业股份有限公司	129.72	138.31	146.80	180.36	0.35	0.34	0.45	0.24

山东华泰纸业股份有限公司	36.76	28.63	32.36	43.84	0.38	0.82	0.77	0.32
岳阳林纸股份有限公司	48.34	51.41	45.91	46.31	0.17	0.12	0.21	0.04
山鹰国际控股股份公司	177.66	217.80	223.09	259.47	0.18	0.06	0.05	0.09
广西金桂浆纸业有限公司	50.97	50.23	86.50	--	0.41	0.61	0.09	--
山东博汇纸业股份有限公司	105.66	109.16	100.16	89.79	0.10	0.10	0.36	0.39
浙江景兴纸业股份有限公司	15.50	7.19	18.36	16.12	0.28	1.75	0.34	0.11
浙江荣晟环保纸业股份有限公司	0.00	2.58	2.30	3.57	--	1.65	1.00	0.25
金红叶纸业集团有限公司	155.96	154.70	150.88	165.67	0.08	0.19	0.06	0.04
中顺洁柔纸业股份有限公司	6.28	2.73	3.78	4.43	0.70	4.98	2.19	2.64
恒安国际集团有限公司	245.87	216.32	208.59	--	0.16	0.16	0.24	--
仙鹤股份有限公司	13.31	24.87	14.70	14.53	-0.24	0.18	0.21	0.37
齐峰新材料股份有限公司	5.80	5.74	8.58	11.93	0.56	0.49	0.55	0.23
牡丹江恒丰纸业股份有限公司	4.59	5.20	5.17	4.58	-0.20	0.61	0.66	0.28
衢州五洲特种纸业股份有限公司	8.25	11.40	11.89	12.03	0.03	0.09	0.15	0.35

附表二：中诚信国际行业展望结论定义

行业展望	定义
正面	未来 12~18 个月行业总体信用质量将有明显提升、行业信用分布存在正面调整的可能性
稳定	未来 12~18 个月行业总体信用质量不会发生重大变化
负面	未来 12~18 个月行业总体信用质量将恶化、行业信用分布存在负面调整的可能性
正面减缓	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“正面”状态有所减缓，但仍高于“稳定”状态的水平
稳定提升	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“稳定”状态有所提升，但尚未达到“正面”状态的水平
稳定弱化	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“稳定”状态有所弱化，但仍高于“负面”状态的水平
负面改善	未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“负面”状态有所改善，但尚未达到“稳定”状态的水平

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信国际对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持者做出自己的研究和评估。

作者

孙抒

刘彦迪

部门

企业评级部

企业评级部

职称

高级分析师

助理分析师



中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京东城区朝阳门内大街南竹杆胡同2号
银河 SOHO5 号楼
邮编：100010
电话：(86010) 66428877
传真：(86010) 66426100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING
CO.,LTD
ADD: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane,
Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing
PRC, 100010 Beijing, PRC. 100010
TEL: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>