

行业展望

2023 年 2 月



中国造纸行业展望，2023 年 2 月

2022 年以来，造纸行业内需不振而成本明显上升，纸企普遍业绩下滑，未来，国内需求随疫情管控政策转变或有望回暖，需关注纸企盈利修复情况；近年来造纸行业集中度持续上升，龙头企业市场地位稳固，信用基本面保持稳定，但部分企业债务规模较高，其流动性风险有待关注。

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：

- 2022 年以来，造纸行业市场需求萎缩而成本持续上涨，行业景气度有所下行，纸企经营业绩下降；同时环保政策进一步升级，龙头企业依托技术、产能及资金等优势，市场地位愈发稳固。
- 在国内市场需求不振与原材料价格高企的背景下，各纸种价格走势不一，行业内企业经营普遍承压；随着疫情防控政策转变，国内市场需求有望回暖，但其对纸价的修复作用有待关注。
- 2022 年以来，纸浆、煤炭及化工品等原材料价格处于高位，明显侵蚀纸企利润；未来，随着海外浆厂供应放量，木浆价格或有望回调，有助于缓解纸企的成本压力。中诚信国际将持续关注原材料价格变动对纸企盈利的影响。
- 2022 年以来，海外需求旺盛而国内需求不振，导致我国成品纸出口规模大幅提升而进口规模下降，未来仍需关注海外需求变化及汇率波动对我国造纸企业的影响。
- 行业景气度下降导致造纸企业盈利及获现水平下降，相关偿债指标有所弱化，但龙头企业市场地位相对稳固，其信用水平保持相对稳定；此外部分企业债务规模仍然较高，在行业经营承压的背景下，其流动性风险有待关注。

联络人

作者

企业评级部

向 岚	010-66428877 lxiang@ccxi.com.cn
陈光远	010-66428877 gychen@ccxi.com.cn
武心远	010-66428877 xywu01@ccxi.com.cn

其他联络人

王雅方	010-66428877 yfwang@ccxi.com.cn
龚天璇	010-66428877 txgong@ccxi.com.cn
杨傲镝	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、进出口等方面分析，判断我国造纸行业变化情况和发展趋势，同时，分析企业盈利能力和杠杆水平等信用基本面变化情况。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，2022年，以木浆为代表的主要原料价格持续上涨，而国内疫情多点爆发、消费疲软使得部分造纸企业经营业绩承压。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，其信用水平保持稳定。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，导致债务规模较大，其流动性风险有待关注。

二、行业基本面

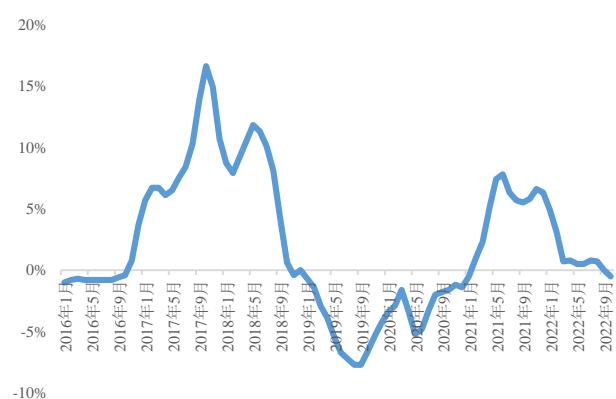
2022年以来，造纸行业市场需求萎缩而成本持续上涨，行业景气度有所下行，纸企经营业绩下降；同时环保政策进一步升级，龙头企业依托技术、产能及资金等优势，市场地位愈发稳固

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。2022年以来，木浆等原材料价格持续上涨，而下游需求受疫情影响有所萎缩，导致行业景气度下滑。根据中国造纸协会统计数据显示，2022年1~10月，规模以上造纸和纸制品企业利润总额同比下降40.36%，行业面亏损升至26.76%。

图1：国内生产总值增速和造纸工业增加值增速对比



图2：近年来造纸及纸制品 PPI 增速情况 (%)

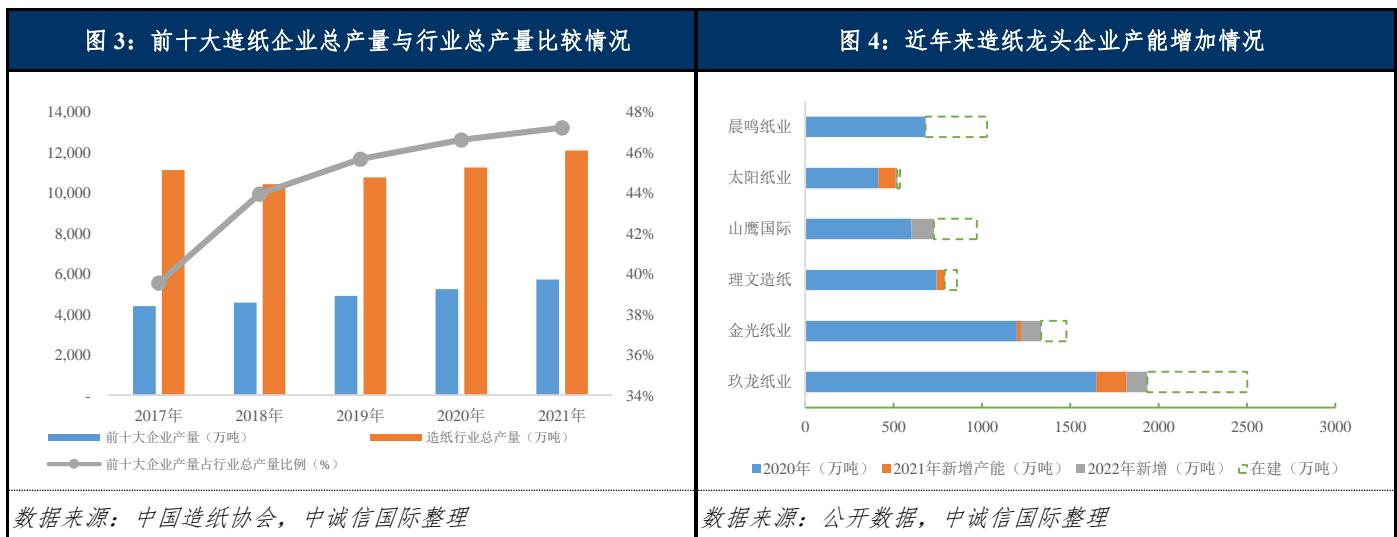


数据来源：国家统计局，中诚信国际整理

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，但近年来随着龙头企业不断兼并和扩大产能，我国造纸行业集中度明显上升，2021年国内造纸行业CR10（按产量计算）为47.23%，较2017年上升7.28个百分点。新增产能方面，2022年市场需求不振导致部分纸企产能扩张速度有所放缓，其中上半年国内生活用纸新增产能96.7万吨，仅占国内全年计划投产产能的29%。同期，国内包装用纸新增产能755万吨，主要为前期项目完工投产。长期来看，龙头

企业仍规划较多产能新增计划，如广西自治区规划了12个主要造纸企业项目，合计新增制浆和造纸产能达2,510万吨。中诚信国际将持续关注头部企业持续扩产对行业供需格局的冲击。



环保政策方面，近年来行业节能环保门槛持续提高。从政策影响来看，由于行业头部企业实力雄厚，可通过技术改造升级、产品创新、林浆纸一体化战略转型等策略，实现节能减排并扩大盈利空间，而一些中小型企业缺少足够资金实力进行技术改造升级，导致其减碳和节水成本较高，未来或将加速落后产能淘汰出清，推动行业整体持续向更加高效、集中和节能的方向发展。

表1：近年来造纸行业相关政策梳理

发布时间	政策名称	主要内容
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。
2022.6	工业和信息化部、水利部、国家发展改革委、财政部、住房城乡建设部、市场监管总局联合印发《工业水效提升行动计划》	提出到2025年全国万元工业增加值用水量较2020年下降16%，重点用水行业水效进一步提升，其中造纸行业主要产品单位取水量下降10%。
2022.7	工业和信息化部、国家发展改革委、生态环境部联合印发《工业领域碳达峰实施方案》	造纸行业建立农林生物质剩余物回收储运体系，开发利用生物质替代化石能源技术，推广低能耗蒸煮、氧脱木素、宽压区压榨、污泥余热干燥等低碳技术装备。到2025年，产业集中度前30位企业达75%，采用热电联产占比达85%；到2030年，热电联产占比达90%以上。

数据来源：公开资料，中诚信国际整理

2022年以来，在终端需求不振与原材料价格高企的双重压力下，主要纸种价格有所回落，行业企业经营普遍承压；随着疫情管控政策调整，国内需求或有所回暖，造纸企业后续经营业绩改善情况有待关注

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。2021年，纸及纸板产销量分别为12,105万吨和12,648万吨，同比分别增长7.50%和6.94%，生产量增速略高于消费量，供需矛盾有所加

大。2022年1~11月，全国机制纸及纸板产量12,517.5万吨，同比增长1.19%，增速明显放缓。具体来看，受疫情影响包装用纸需求下滑，但同时行业内新增产能投放加剧供需矛盾；受双减政策影响，文化用纸产量呈持续下降态势；生活用纸在疫情下产量继续保持增长态势，特种纸产量略降。

图 5：全国纸及纸板生产量情况



数据来源：中国造纸协会，中诚信国际整理

具体来看，2021年一季度文化用纸处于历史高位，但二季度以来，受素质教育双减政策收紧影响，文化用纸需求明显回落；2022年以来，受能耗双控影响供给收紧，进口木浆价格持续上涨，加之教材教辅订单陆续释放，文化用纸价格止跌回升。

白卡纸方面，2021年上半年，能源双控、原材料供应受限导致供给收紧，同时限塑令使得需求大幅增加，白卡纸价格快速上涨；下半年以来，由于太阳纸业和金光等白卡纸项目逐步投产，加之木浆价格下降，白卡纸价格明显回落。2022年以来，在木浆价格上涨推动及国内需求不振的背景下，白卡纸价格先扬后抑。其他包装用纸方面，2022年国内经济下行、海外出口订单外移以及供应端持续大幅增长等因素影响下，瓦楞纸及箱板纸市场供需矛盾升级，纸价持续下行为主。

图 6：近年来各纸种产量情况

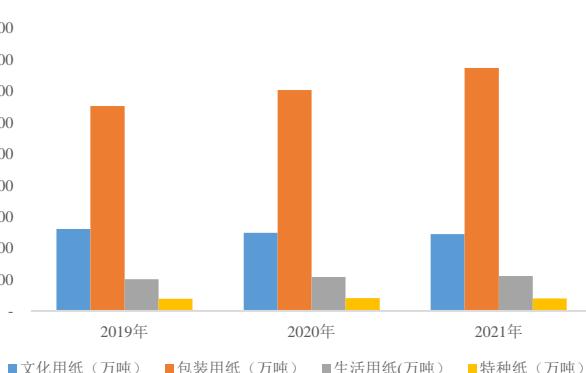
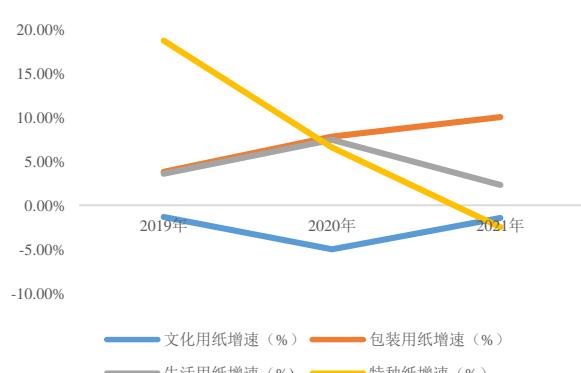


图 7：近年来各纸种产量增速情况

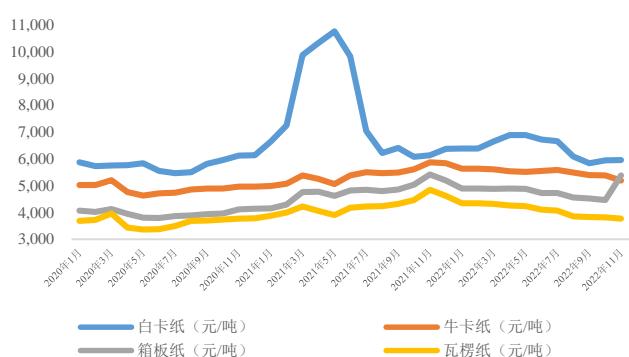


数据来源：中国造纸协会，中诚信国际整理

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）¹

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，2022年以来，因疫情影响下游需求被抑制，加之木浆价格涨幅较大，多家生活用纸企业在7月后宣布提价，但木浆价格维持高位导致业内企业利润同比下滑；其中，中顺洁柔前三季度净利润同比下滑43.45%，维达国际和恒安国际半年度净利润同比分别下滑34.07%和30.88%。特种纸方面，2022年以来，多家特种纸企业在原材料价格持续上涨的趋势下发布涨价通知，纸价呈上涨态势，但因为提价滞后于原材料价格上涨导致特种纸企业整体经营业绩仍出现下滑。

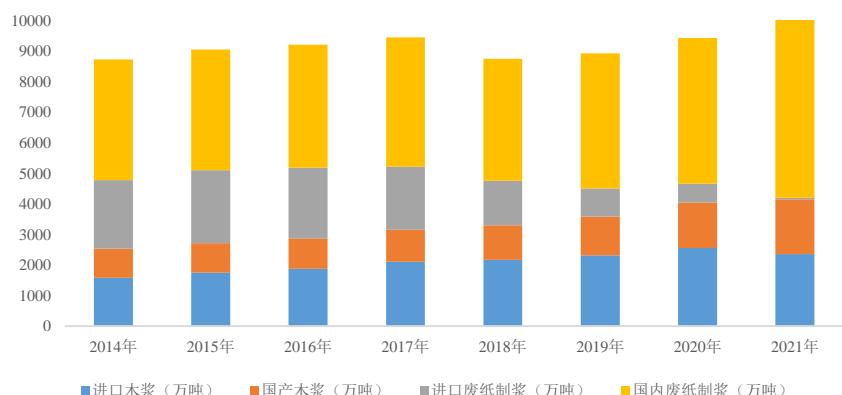
整体来看，在终端需求不振的影响下，2021年以来主要纸种价格均呈回落态势，加大纸企经营压力。未来在国内市场消费复苏、经济增速回升，造纸企业经营业绩或将得到改善，其效果有待观察。中诚信国际认为，近期各纸种价格频繁波动，行业起伏较大，使得产品结构多元化、生产规模较大的造纸企业更容易把握市场走势，及时根据市场变化调节各类纸品的生产量，从而在一定程度上抵御市场需求波动和产业政策的影响，保持其竞争优势。

2022年以来，纸浆、煤炭及化工品等原材料价格处于高位，明显侵蚀纸企利润；未来，随着海外浆厂供应放量，木浆价格或有望回调，缓解纸企的成本压力。中诚信国际将持续关注原材料价格变动对纸企盈利的影响

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。2021年我国纸浆消耗总量11,010万吨，同比增加7.94%，其中，废纸浆占比57%。我国森林覆盖率低，林木资源较少，木浆进口依赖度高，2022年1~11月，我国进口纸浆2,680.96万吨，同比下降6.04%，主要系国内市场不景气，加之木浆价格仍处高位，使得木浆需求相应减少。此外，前期龙头企业布局林浆纸一体化项目以抵御浆价上涨，但2022年煤炭、木片及化工品等原材料价格均处于高位，其成本优势短期内难以显现，而长期来看，林浆纸一体化项目仍是行业发展方向，但其投资规模很大，中诚信国际将对造纸企业向产业链上游延伸项目的投资回报和资金平衡保持关注。

¹ 自2021年3月以来，中国纸业网未单独统计新闻纸价格

图 10：近年来我国纸浆消耗情况



数据来源：中国造纸协会，中诚信国际整理

木浆价格方面，2021 年浆价呈先升后降态势，其中二季度受需求疲软影响价格快速回落，但年底浆价在大宗商品价格上涨的拉动下有所回升。2022 年上半年，纸浆价格呈现先快速上行后震荡运行走势。4 月中旬发生的芬兰造纸工人工会罢工导致芬兰全境 54 家制浆、造纸和纸板厂自 5 月 16 日至 7 月 1 日处于闭厂状态，造成国外浆厂供应量下滑，加之乌克兰局势持续发酵，浆价保持震荡上行；2022 年下半年，浆价较为坚挺。中诚信国际注意到，近期智利 Arauco 等大型制浆企业公布扩产、投产计划，木浆供应紧张状态有望缓解，加之全球货币政策收紧，通胀下行，原料价格有望回落，后续纸企盈利能力有望改善。

废纸方面，2021 年国废价格受禁塑令影响波动上升，且当年国内废纸回收率增长至 51.3%，但仍远低于欧美国家的 80% 废纸回收率。2022 年上半年，国废价格有所波动，但 7 月后以废纸为主要原料的包装用纸需求下滑，价格下跌，导致造纸企业调低废纸回收价格。

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）



数据来源：中国纸业网，中诚信国际整理

2022 年以来，海外需求旺盛而国内需求不振，导致我国成品纸出口规模大幅提升而进口规模下降，未来仍需关注海外需求变化及汇率波动对我国造纸企业的影响

从进出口方面来看，2021 年我国纸及纸板进口量和出口量分别为 1,090 万吨和 547 万吨，进口增速和出口特别分别下降 5.55% 和 6.81%；2022 年 1~11 月，机制纸及纸板进口量和出口量分别为 770.02 万吨和 592.18 万吨，同比下降 20.20% 和增长 25.17%，出口明显增长主要系欧洲地区受俄乌冲突影响，当地纸浆供应紧张，纸制品产量下降，国内企业加大出口力度以填

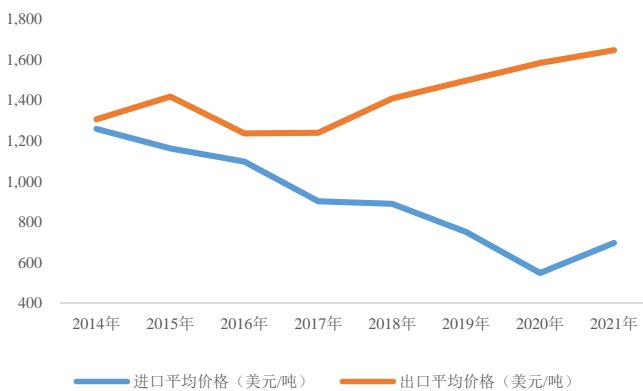
补欧洲地区需求，一定程度弥补了国内市场需求下滑的影响。但中诚信国际注意到，通货膨胀、美联储加息、地缘政治风波等因素使得欧美地区未来经济发展增速存在不确定性，后续需求变动对纸企销售稳定性的影响有待关注。从进出口价格方面看，2021年进口平均价格自2014年以来出现首次回升，出口平均价格保持上行。

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

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，每年需花费大量外汇进口纸浆来满足生产需求。2022年1~10月，我国累计进口纸浆2,431.69万吨，用汇180.44亿美元，较上年同期分别增长6.29%和18.87%。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。2022年以来，受中美利差倒挂，跨境资本从中国流向美国趋势性增长影响，人民币兑美元汇率下降，但随着国内疫情防控政策的逐步调整，经济增速预期回升，未来人民币兑美元汇率或将有所波动。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理能力，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具优势。

三、行业财务表现

造纸企业因原材料价格上涨及下游需求不景气等因素影响，整体盈利、获现能力及偿债指标有所弱化；造纸行业集中度持续提升，龙头企业市场地位稳固，其信用水平未来将保持稳定；此外，部分龙头企业短期债务规模仍然很大，其流动性风险有待关注。

本报告所研究的样本企业覆盖国内绝大多数的造纸行业上市公司和信用评级在有效期的发债企业，样本共包括26家造纸企业，其中文化纸企5家、包装纸企9家、生活纸企3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。本报告选取的财务数据节点为2021年和2022年1~9月，部分企业由于无法获取财务数据，在按纸种类别汇总进行分析的过程中将其剔除。

表 2：样本企业概况

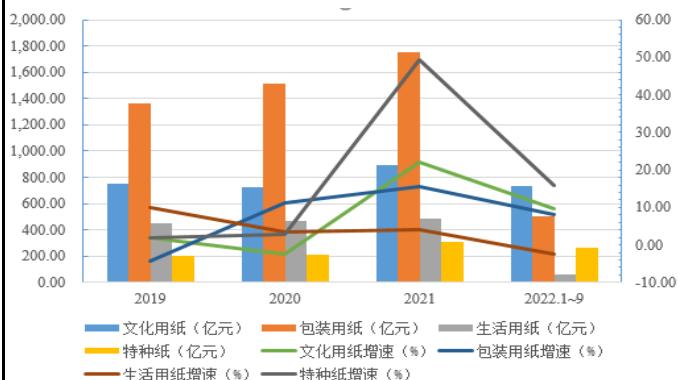
细分纸种	样本企业名称	主要产品
文化纸企	山东晨鸣纸业集团股份有限公司	白卡纸、双胶纸、铜版纸、静电纸
	山东太阳纸业股份有限公司	非涂布文化用纸、铜版纸
	山东华泰纸业股份有限公司	文化用纸、铜版纸、包装纸
	岳阳林纸股份有限公司	印刷用纸、办公用纸、工业用纸
	中冶美利云产业投资股份有限公司	胶版纸、静电复印纸
包装纸企	山鹰国际控股股份公司	箱板纸、瓦楞纸
	广西金桂浆纸业有限公司	白卡纸
	山东博汇纸业股份有限公司	白纸板、白卡纸
	浙江景兴纸业股份有限公司	主营箱板瓦楞纸，小部分生活用纸
	福建省青山纸业股份有限公司	纸袋纸
生活纸企	森林包装集团股份有限公司	牛皮箱板纸、瓦楞原纸、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、瓦楞板纸
	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
	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
特种纸企	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
	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
	五洲特种纸业集团股份有限公司	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，受市场需求回落及成本持续上涨等因素的影响，造纸企业 2021 年以来盈利承压，2021 年样本企业收入为 3,439.23 亿元，同比增长 17.68%，当期样本企业净利润为 271.12 亿元，同比下降 9.00%。2022 年 1~9 月，样本企业²收入同比增长 9.64%，净利润同比下降 49.42%，整体盈利呈进一步弱化态势，其中，特种纸企业产品结构易调整，转嫁成本上涨能力略强于其他纸种。

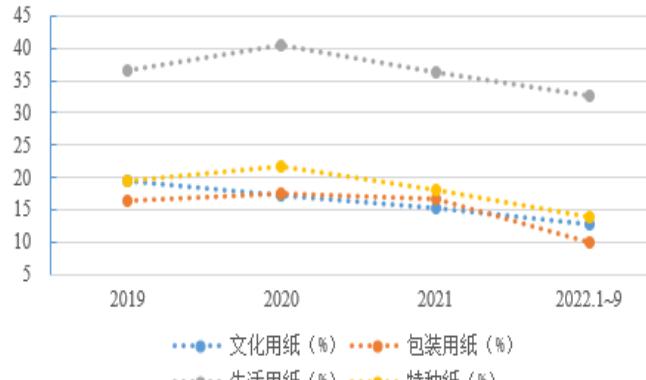
² 由于无法获取广西金桂浆纸业有限公司、玖龙纸业(控股)有限公司、理文造纸有限公司、维达国际控股有限公司和恒安国际集团有限公司等 5 家公司 2022 年三季度财务数据，报告中涉及 2022 年 1~9 月及 2021 年 1~9 月财务分析的部分，在样本企业中将这 5 家公司予以剔除。

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

2021 年和 2022 年前三季度，面对行业下行压力，造纸企业加大去库存力度并加强账款回收，样本企业存货周转率和应收账款周转率整体保持上升态势。现金流方面，受多数样本企业盈利能力下滑影响，经营活动净现金流整体下行。且受业务特征、经营策略等不同的影响，样本企业间的经营活动净现金流状况有所分化。文化纸样本企业中，晨鸣纸业受融资租赁业务净回收规模降低及盈利能力弱化影响，2021 年经营活动现金流净流入规模大幅下降。包装纸样本企业中，广西金桂浆为准备项目扩建及保证原材料供应，提前采购原辅材料，导致经营活动净现金流呈净流出态势。同时，2021 年禁废令全面实施，玖龙纸业等头部废纸系企业通过自建废纸浆、木浆等产能弥补原料缺口，一定程度上减少了原材料外采量，经营活动净现金流状况有所改善。

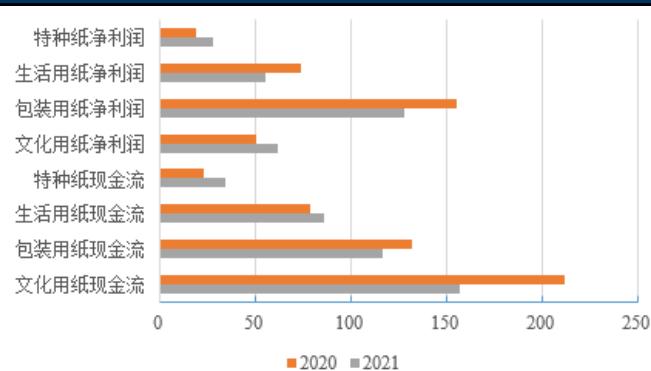
造纸行业资金密集程度较高，生产线投资规模较大，扩张产能需要较大的资本支出。近年来，国内造纸企业加快布局上游纸浆生产线，推进林浆纸一体化发展，2021 年样本企业投资支出规模有所扩大，其中主要集中于太阳纸业、玖龙纸业、山鹰国际、理文纸业等产业链垂直整合能力较强的龙头企业。受资本支出增加影响，2021 年样本企业总债务规模亦呈扩大态势。生活纸企方面，恒安国际因资金管理模式导致债务偏高，但 2021 年因偿还到期借款，债务规模有所下降。文化纸企 2021 年债务规模保持稳定。特种纸企资本支出和债务规模均较小。2022 年前三季度，随着造纸企业推进降杠杆、优化债务结构，样本企业的债务规模较上年同期有所下降。

融资渠道方面，造纸企业以民营企业为主，在债券市场融资普遍较难，2021 年仅少部分企业发行公司债券、可转债等，发行数量和发行总额较 2020 年均有所下降，2022 年前三季度，造纸行业发债企业数量进一步减少。同时，企业亦较少采用权益融资的方式，自 2020 年包装用纸企业森林包装、特种纸企业华旺科技和五洲特纸在 A 股上市后没有出现新上市公司。近年来企业更倾向于通过银行间接融资的方式获取资金。

2021 年以来，造纸企业财务杠杆走势分化。文化纸企业新增产能规模较少，且受益于利润持续累积及压降债务，财务杠杆水平有所下降，其中晨鸣纸业总资本化比率上升主要系偿还优先股所致，其实际债务有所下降。2021 年以来，行业内仍有一定规模包装纸产能投放导致包装纸企融资需求上升，杠杆水平亦整体上升。

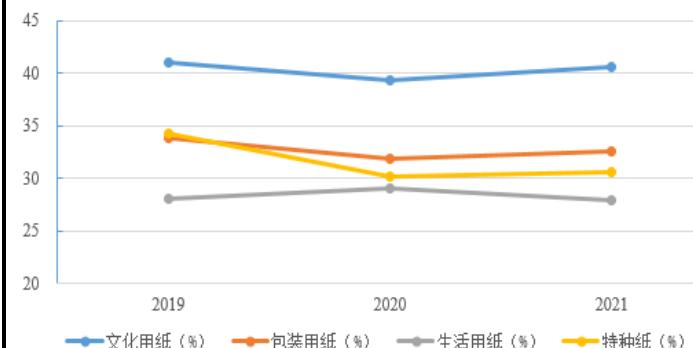
受整体盈利及经营获现能力下降影响，2022年以来，造纸企业偿债指标有所弱化，其中文化纸和包装纸行业中龙头企业债务规模较高，且期限以短期为主，部分企业EBITDA及经营活动净现金流对债务的覆盖能力较弱且货币资金无法有效覆盖短期债务，面临着较大的即期偿债压力。生活纸企中，恒安国际受资金管理模式和资金使用效率影响，债务规模偏高，但整体偿债能力尚可。特种纸行业资本支出和债务规模较低且纸企盈利相对较好，偿债能力较稳定，但中诚信国际注意到特种纸企业未来投资规划较多，其债务面临一定上升压力。

图 17：2020~2021 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

总体来看，在市场需求下滑及成本上涨的压力下，2021年以来，造纸企业经营面临一定压力，偿债指标逐步弱化；在此背景下，中小企业生存难度加大，而龙头企业市场稳固，抗周期性较强，造纸企业整体信用水平保持稳定。此外，部分龙头企业因产能扩建等资本支出较大，导致债务规模较高，其流动性风险值得关注。

结论

2022年以来，受原材料成本持续上涨、疫情多点爆发和消费疲软等因素影响，造纸行业景气度下滑，企业经营普遍承压，其盈利、获现及偿债指标有所下滑。在此背景下，龙头企业资金、技术、产能规模及渠道优势进一步凸显，可适应市场需求，快速调整产品及区域结构，且成本转嫁能力相对较强，市场地位愈发稳固。未来随着疫情管控政策调整，市场需求或有所改善，龙头企业信用水平将保持稳定。中诚信国际将对市场需求变化及原材料价格波动对纸企后续盈利改善的影响保持关注。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	营业收入(亿元)				总资本化比率(%)			
	2019	2020	2021	2022.1~9	2019	2020	2021	2022.1~9
金光纸业(中国)投资有限公司	651.10	737.88	972.70	--	58.23	61.41	58.02	--
山东晨鸣纸业集团股份有限公司	303.95	307.37	330.20	253.56	69.60	68.15	69.07	67.20
山东太阳纸业股份有限公司	227.63	215.89	319.97	296.40	47.53	45.69	48.71	46.25
山东华泰纸业股份有限公司	135.39	123.08	149.03	115.52	25.43	26.77	29.22	26.86
岳阳林纸股份有限公司	71.06	71.16	78.38	64.24	38.30	34.86	35.44	37.56
山鹰国际控股股份公司	232.41	249.69	330.33	254.49	59.39	56.42	59.81	64.73
广西金桂浆纸业有限公司	132.67	140.41	142.56	--	30.82	39.80	41.00	--
山东博汇纸业股份有限公司	97.40	139.82	162.76	138.45	67.43	62.20	52.90	61.42
浙江景兴纸业股份有限公司	52.51	48.75	62.25	46.00	13.70	27.19	22.92	24.32
浙江荣晟环保纸业股份有限公司	16.76	16.95	24.15	19.33	14.99	12.14	18.69	11.40
中冶美利云产业投资股份有限公司	10.44	11.62	12.32	7.46	24.03	21.12	20.85	22.26
中顺洁柔纸业股份有限公司	66.35	78.24	91.50	61.14	6.28	6.97	6.66	10.46
恒安国际集团有限公司	224.93	223.74	207.90	--	54.37	51.48	48.61	--
仙鹤股份有限公司	45.67	48.43	60.17	55.10	39.28	21.47	32.53	40.73
齐峰新材料股份有限公司	32.50	28.11	37.02	24.58	14.15	19.82	22.87	20.09
牡丹江恒丰纸业股份有限公司	17.56	18.29	20.22	16.87	24.52	17.34	14.30	12.39
五洲特种纸业集团股份有限公司	23.76	26.35	36.90	45.51	53.06	41.33	46.43	57.90
公司简称	净利润(亿元)				经营活动净现金流(亿元)			
	2019	2020	2021	2022.1~9	2019	2020	2021	2022.1~9
金光纸业(中国)投资有限公司	39.20	61.77	63.68	--	79.27	123.07	142.28	--
山东晨鸣纸业集团股份有限公司	17.53	19.06	20.90	3.01	122.33	112.60	85.82	11.49
山东太阳纸业股份有限公司	21.98	19.68	29.67	22.72	46.86	66.16	49.29	31.99
山东华泰纸业股份有限公司	6.54	6.47	7.73	4.07	23.56	24.87	17.42	9.15
岳阳林纸股份有限公司	3.13	4.14	3.02	4.78	6.02	9.87	3.42	2.78
山鹰国际控股股份公司	13.52	13.89	15.54	0.28	13.35	11.70	19.69	1.15
广西金桂浆纸业有限公司	6.42	15.95	16.62	--	30.76	7.70	-6.85	--
山东博汇纸业股份有限公司	1.34	8.34	17.06	6.13	11.37	35.96	36.45	9.87
浙江景兴纸业股份有限公司	2.03	3.32	4.68	1.24	12.61	6.17	2.49	7.28
浙江荣晟环保纸业股份有限公司	2.49	2.32	2.84	1.35	4.26	2.30	1.02	2.29
中冶美利云产业投资股份有限公司	0.52	0.49	-0.16	-0.49	0.91	-1.75	0.32	-0.27
中顺洁柔纸业股份有限公司	6.04	9.06	5.81	2.74	13.60	8.28	13.20	4.70
恒安国际集团有限公司	39.17	46.08	32.90	--	34.16	50.42	46.04	--
仙鹤股份有限公司	4.39	7.19	10.19	5.71	4.56	3.02	4.47	5.30
齐峰新材料股份有限公司	1.33	1.62	1.66	0.04	2.82	4.69	2.54	0.93
牡丹江恒丰纸业股份有限公司	0.88	1.39	1.08	0.98	3.19	3.43	1.53	1.48
五洲特种纸业集团股份有限公司	1.99	3.39	3.90	3.36	0.99	1.81	2.72	2.67
公司简称	总债务(亿元)				经营活动现金流/总债务(X)			
	2019	2020	2021	2022.9	2019	2020	2021	2022.9
金光纸业(中国)投资有限公司	953.19	1,302.89	1,210.31	--	0.08	0.09	0.12	--
山东晨鸣纸业集团股份有限公司	602.92	551.94	503.47	486.67	0.20	0.20	0.17	0.20
山东太阳纸业股份有限公司	138.31	146.80	178.65	188.13	0.34	0.45	0.28	0.17

山东华泰纸业股份有限公司	28.63	32.36	38.94	35.28	0.82	0.77	0.45	0.26
岳阳林纸股份有限公司	51.41	45.91	48.28	54.67	0.12	0.21	0.07	0.05
山鹰国际控股股份公司	217.80	223.09	272.28	320.81	0.06	0.05	0.07	0.00
广西金桂浆纸业有限公司	50.23	86.50	111.96	--	0.61	0.09	-0.06	--
山东博汇纸业股份有限公司	109.16	100.16	81.62	109.85	0.10	0.36	0.45	0.09
浙江景兴纸业股份有限公司	7.19	18.36	16.70	17.73	1.75	0.34	0.15	0.41
浙江荣晟环保纸业股份有限公司	2.58	2.30	4.30	2.52	1.65	1.00	0.24	0.91
中冶美利云产业投资股份有限公司	6.70	5.80	5.66	6.01	0.14	-0.30	0.06	-0.04
中顺洁柔纸业股份有限公司	2.73	3.78	3.50	5.95	4.98	2.19	3.77	0.79
恒安国际集团有限公司	216.32	208.59	182.36	--	0.16	0.24	0.25	--
仙鹤股份有限公司	24.87	14.70	31.09	46.51	0.18	0.21	0.14	0.11
齐峰新材料股份有限公司	5.74	8.58	10.64	8.91	0.49	0.55	0.24	0.10
牡丹江恒丰纸业股份有限公司	5.20	5.17	3.96	3.44	0.61	0.66	0.39	0.43
五洲特种纸业集团股份有限公司	11.40	11.89	18.34	30.53	0.09	0.15	0.15	0.09

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、信用支持人做出自己的研究和评估。

作者	部门	职称
向 岚	企业评级部	高级副总监
陈光远	企业评级部	分析师
武心远	企业评级部	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>

