

# 行业展望

2024年1月

## 目录

要点	1
分析思路	2
行业基本面	2
行业财务表现	7
结论	9

## 联络人

作者

企业评级部

肖瀚

027-87339288

hxiao@ccxi.com.cn

梁子秋

027-87339288

zqliang@ccxi.com.cn

其他联络人

龚天璇

027-87339288

txgong@ccxi.com.cn

中诚信国际  
造纸行业

## 中国造纸行业展望，2024年1月

经济温和复苏带动造纸行业景气度有触底回升迹象，但2023年因下游需求不景气、原材料价格波动及消纳库存等因素影响，造纸企业整体财务表现趋弱；短期来看，造纸企业经营及偿债指标有望延续修复势能；同时预计造纸行业集中度将持续上升，龙头企业市场地位进一步稳固，信用基本面将保持稳定。

中国造纸行业的展望维持稳定，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。

### 要点：

- 2023年以来，在经济温和复苏的带动下，造纸行业PPI增速有触底回升迹象，企业盈利情况逐月改善并于年末实现正增长，2024年造纸行业有望延续修复势能，整体盈利情况或将同比改善，但很难出现大幅反弹，平稳恢复将是行业运营主基调。
- 2023年以来，纸浆、废纸等原材料价格以及煤炭等能源价格整体呈波动下行态势；短期内新增产能释放预期强，主要原材料及能源价格或有下探空间，但我国林木资源较少，木浆进口依赖度高的格局很难改变，海外供应链变化对木浆价格的扰动仍存。
- 造纸行业产量逐年增长，叠加“零关税政策”导致成品纸进口规模大幅提升，进一步加剧国内纸品市场竞争，供给格局整体偏松，产品价格变化主要受需求侧驱动，预计2024年纸制品整体价格波动幅度或将同比收窄，但有下行压力。
- 2023年造纸企业因下游需求不景气、原材料价格波动及消纳库存等因素影响，整体盈利、获现能力及偿债指标有所弱化；2024年经营及偿债指标有望修复，但部分龙头企业短期债务规模仍然很大，其流动性风险值得关注。

## 一、分析思路

造纸行业的信用基本面分析，首先从宏观经济层面分析行业走势，随后按照产业链上下游顺序，聚焦原材料、生产供给和消费需求变化等因素，推导产品价格变化趋势和行业竞争格局，同时结合样本企业的收入规模、盈利水平、偿债能力等指标总结当前造纸行业的信用基本面情况，并得出对行业整体信用状况的判断。

## 二、行业基本面

2023 年以来，在经济温和复苏的带动下，造纸行业 PPI 增速有触底回升迹象，企业盈利情况逐月改善并于年末实现正增长，2024 年造纸行业有望延续修复势能，整体盈利情况或将同比改善，但很难出现大幅反弹，平稳恢复将是行业运营主基调。

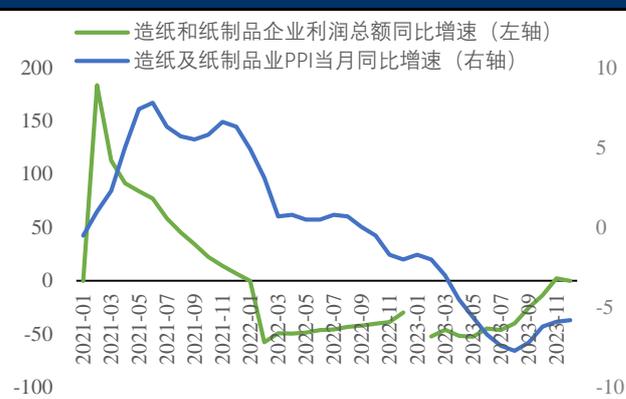
造纸行业是典型的顺周期行业，其景气程度与宏观经济走势呈现显著的正相关关系，且其波动相较宏观经济的波动更为剧烈，根据国家统计局数据，2023 年 1~9 月，国内生产总值增速恢复至 5.20%，造纸工业增加值增速回正，但仍处于较低水平，造纸及纸制品 PPI 同比增速为负，但于 8 月触底后呈回弹迹象。根据国家统计局及中国造纸业协会数据显示，2023 年以来，造纸和纸制品企业利润总额增速整体呈逐月上扬态势，1~11 月，规模以上造纸和纸制品企业利润总额同比增长 2.4%，自 2022 年以来首次实现正增长。预期 2024 年造纸行业有望延续修复势能，整体盈利情况或将同比改善，但受下游需求很难大幅激增影响，行业景气度将以平稳恢复为主。

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：国家统计局，中诚信国际整理

图 2：近年来造纸及纸制品 PPI 增速情况 (%)

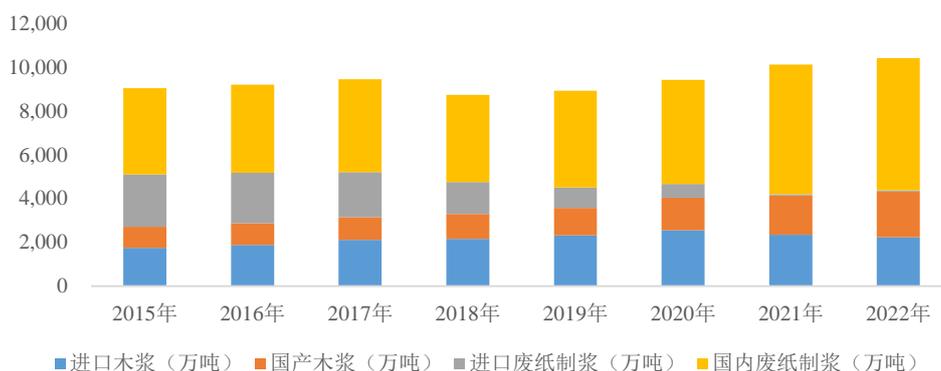


数据来源：国家统计局、choice，中诚信国际整理

2023 年以来，纸浆、废纸等原材料价格以及煤炭等能源价格整体呈波动下行态势；短期内新增产能释放预期强，主要原材料及能源价格或有下探空间，但我国林木资源较少，木浆进口依赖度高的格局很难扭转，海外供应链变化对木浆价格的扰动仍存。

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。2022 年我国纸浆消耗总量 11,296 万吨，同比增加 2.59%，其中，木浆占纸浆消费总量的 38%，废纸浆 6,430 占比 57%，非木浆占比 5%。

图 3：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

木浆方面，我国森林覆盖率低，林木资源较少，木浆进口依赖度高，进口占比超过 50%。2023 年 1~11 月，我国进口纸浆 3,311 万吨，同比增长 23.5%，主要系 2023 年上半年海外纸浆新投产能较多、欧洲因前期木浆库存累至绝对高位进入去库阶段、美国通胀高造纸需求持续疲软，使得纸浆、木浆贸易向中国转移，其进口量相应增长。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，进入门槛高，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。木浆价格方面，2023 年 1 月至 5 月，白卡纸、铜版纸、生活用纸等价格接连下行，反向制约浆价走势，叠加智利 Arauco 制浆公司的 MAPA 阔叶浆项目新增产能投入市场以及国内部分浆厂实行以价换量策略，综合导致木浆价格快速回落；5 月至 9 月，浆价的超跌增加了纸厂的囤浆意愿，同时海外浆厂控制发运量，供需改善，木浆价格止跌回升；因临近年终节假日，四季度为造纸传统销售旺季，纸厂相继提前发布涨价函，9 月至 10 月木浆价格亦随纸价联动上涨；11 月以来，市场活跃度下降，木浆价格环比小幅下跌但仍位于当年高位。根据公司公告，2024 年 Suzano 将有 255 万吨阔叶浆投产，同时国内木浆产能将新增 325 万吨，木浆新增产能释放预期强，浆价或有一定下探空间。

废纸方面，近年来，废纸价格呈波动下降态势，主要系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。我国国内废纸资源有限，在直接进口废纸政策趋严的大背景下，近年来，纸企加速在海外投建生产基地，通过在当地采购优质废纸资源制造成箱板纸后出口回国内，或在海外采购废纸打成纸浆后出口回国内使用，这在一定程度上保障了废纸的供应能力，预计 2024 年包装用纸需求或难激增，废纸价格或难上涨。

煤炭方面，近年来通过增产保供，国内煤炭供需格局已从紧平衡向供给宽松转变，2023 年煤炭价格从高位回落，预计短期内煤炭供需格局不会发生根本性变化，煤炭价格有一定下行压力。

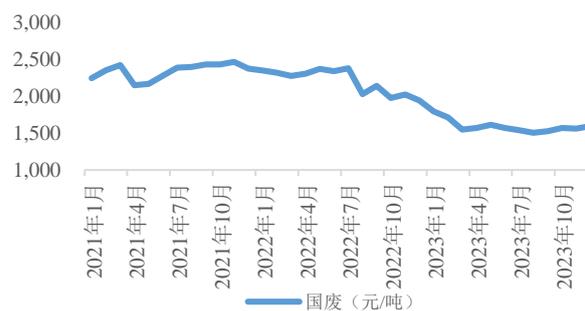
总体来看，2023 年以来，原材料价格以及能源价格下降在一定程度上缓解了纸企的经营压力，但成本传导需要一定时间，前三季度财务报表暂未完全体现成本下降利好，预计短期内主要原材料价格和能源价格或有一定下探空间，但由于造纸原材料对海外资源的依赖度大，海外供应链的变化仍会对国内原材料价格产生扰动。

图 4：木浆价格走势



数据来源：中国纸业网、卓创资讯，中诚信国际整理

图 5：废纸浆价格走势

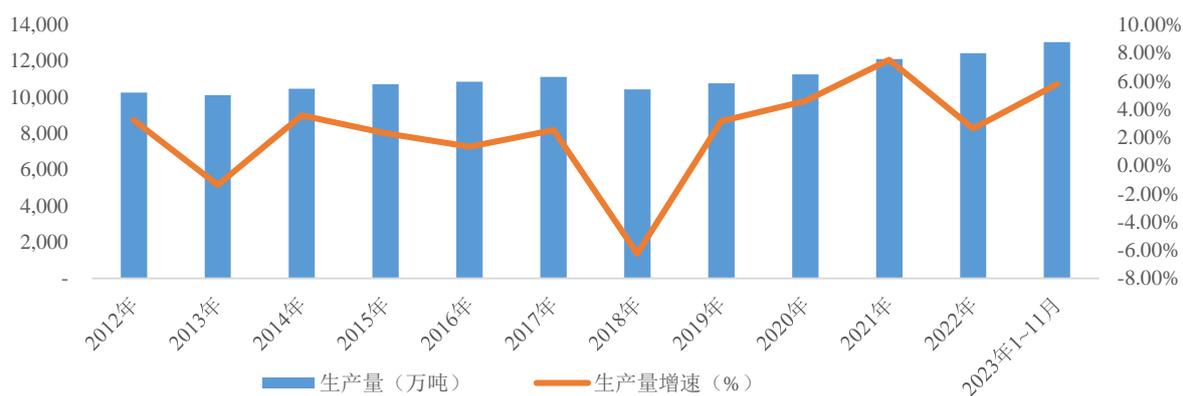


数据来源：中国纸业网、卓创资讯，中诚信国际整理

造纸行业产量逐年增长，叠加“零关税政策”导致成品纸进口规模大幅提升，进一步加剧国内纸品市场竞争，供给格局整体偏宽松，产品价格变化主要受需求侧驱动，2023年主要纸种价格先抑后扬；预计2024年纸制品整体价格波动幅度将同比收窄，但仍有下行压力。

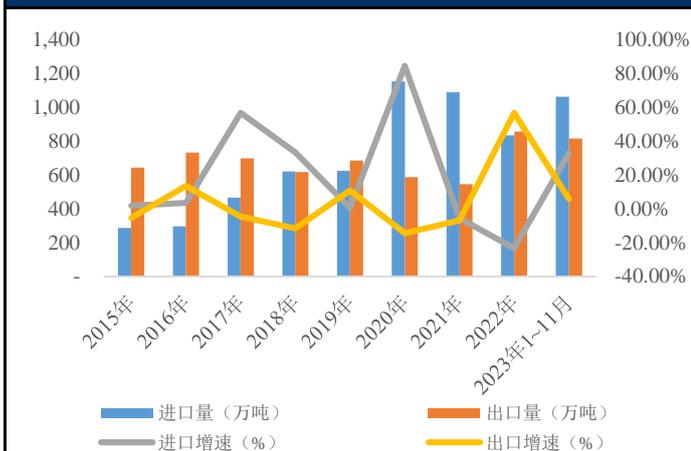
近年来，随着新建产能释放，全国纸及纸板生产量供应量持续增长，2023年1~11月，全国机制纸及纸板产量13,043万吨，同比增长5.80%，增速止跌回升。从进出口方面来看，2023年1~11月，机制纸及纸板进口量和出口量分别为1,064万吨和816万吨，同比分别增长33.10%和6.00%，进口明显增长主要系2023年1月1日起，我国降低部分木材和纸制品等商品的进口关税，其中文化纸、白卡纸、包装纸等绝大多数产品税率直接降为“零”，导致部分国内纸企下调成品纸价格以应对进口纸的增量冲击，竞争越发激烈。2024年规模化纸厂仍有新增产能释放，同时“零关税”政策将持续，行业供给能力充沛。

图 6：全国纸及纸板生产量情况



数据来源：中国造纸协会、国家统计局，中诚信国际整理

图 7：近年来我国纸及纸板进出口情况



数据来源：中国造纸协会、卓创资讯，中诚信国际整理

图 8：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、卓创资讯，中诚信国际整理

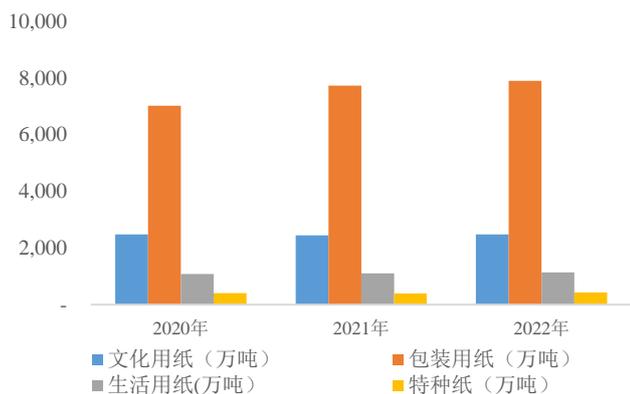
造纸行业各细分产品用途各异，市场关联度较低，各子行业需求量波动不尽相同进而价格变化有所差异。文化用纸方面，2023年上半年，福建地区新产能释放导致供给持续宽松，同时下游印厂采买积极性不足、社会订单平平导致需求支撑有限，叠加部分经销商采取降价吸单模式，文化用纸价格呈下降态势且在5月份位于行业低点；下半年以来，由于多地出版订单相继释放，教辅教材招标促进需求增长，加之纸企陆续公布涨价函，文化用纸价格明显回升。文化用纸需求相对刚性，价格有一定支持基础，短期内供给端仍有新增产能释放，但以头部企业为主，行业集中度将进一步提高。

包装用纸方面，2023年上半年，华南新产能出纸后，陆续投放市场导致供应充裕，同时终端需求始终低迷，加之木浆价格下降，白卡纸价格持续下跌；下半年以来，在白卡纸企积极提价、下半年节日订单陆续释放的背景下，白卡纸价格呈先跌后涨。其他包装用纸方面，2023年以来，在整体供大于求的市场背景下，瓦楞纸及箱板纸价格整体在低位震荡。2024年，包装用纸预计将延续供大于求的格局，价格仍将承压。

生活用纸方面，2023年以来，下游需求恢复不及预期，同时受浆价下跌影响，生活用纸价格自3月开始快速下跌，5月后价格基本保持平稳并在10月旺季来临时小幅上涨，随后又拐头下跌。生活用纸市场竞争激烈，其价格走势基本跟随纸浆价格，预计2024年生活用纸价格预计稳中有降。

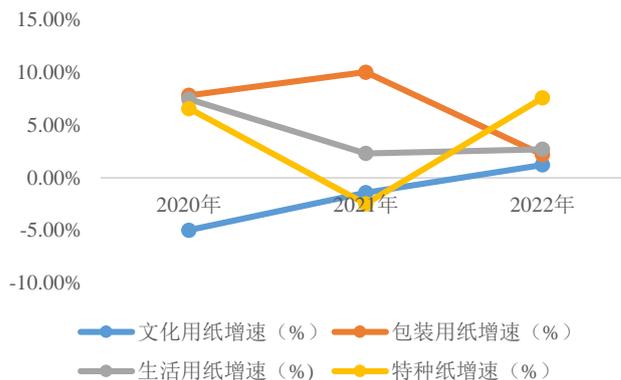
特种纸方面，细分领域较多且规模均较小，部分领域需求旺盛；供给端，2023年仅仙鹤股份、五洲特纸和华旺科技有新增产能投放，整体供需格局表现相对较好。2024年或将延续2023年发展态势，但未来特种纸行业新增产能较多，需持续关注供需格局的变化情况。

图 9：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 10：近年来各纸种产量增速情况



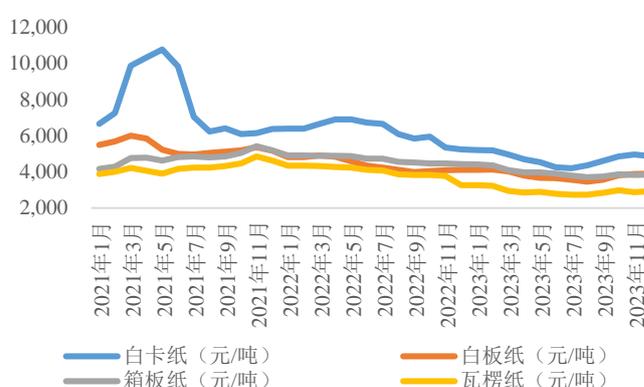
数据来源：中国造纸协会，中诚信国际整理

图 11：文化用纸价格走势（元/吨）



数据来源：中国纸业网、卓创资讯，中诚信国际整理

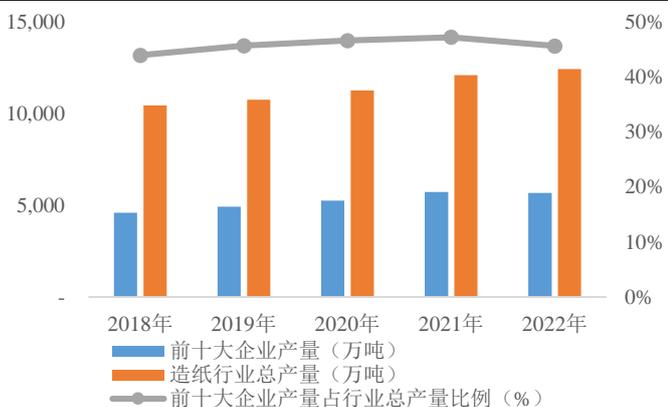
图 12：包装用纸价格走势（元/吨）



数据来源：中国纸业网、卓创资讯，中诚信国际整理

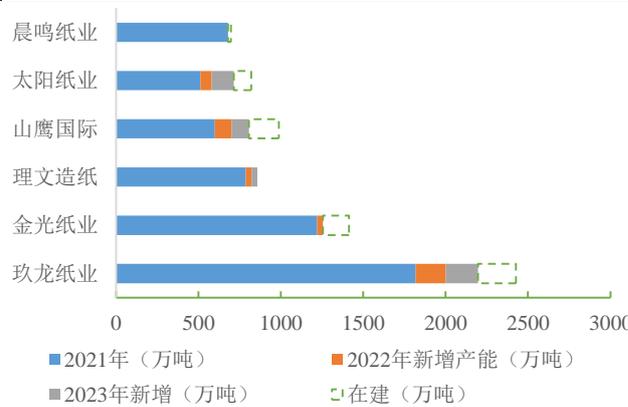
从行业格局来看，我国造纸行业市场集中度相对较低，2022 年国内造纸行业 CR10（按产量计算）维持在 45%左右，相较于美国 CR10 的 90%左右，集中度仍有很大提升空间。从新增产能来看，头部企业具有产业链、规模化、生产管理效率等优势，新增产能主要聚焦于头部企业。未来，头部造纸企业的优势将进一步凸显，行业出清速度或加速。

图 13：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 14：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

整体来看，在终端需求受限的影响下，2023年以来主要纸种价格整体呈先降后升态势，各纸种价格频繁波动，行业起伏较大，2024年造纸行业景气度有望延续2023年末上升态势，但在供大于求的整体供需格局下，纸制品价格总体面临一定下行压力，部分中小企业可能面临淘汰风险，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。

### 三、行业财务表现

**2023年造纸企业因下游需求不及预期、原材料价格波动及消纳库存等因素影响，整体盈利、获现能力及偿债指标有所弱化；2024年经营及偿债指标有望修复，但部分龙头企业短期债务规模仍然很大，其流动性风险值得关注。**

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28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11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2022年和2023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1：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
	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
	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
特种纸企	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	

	烟台民士达特种纸业股份有限公司	芳纶纸
	浙江恒达新材料股份有限公司	医疗包装原纸、食品包装原纸、工业特种纸原纸和卷烟配套原纸
生活纸企	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

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

营业收入和盈利方面，2023年1~9月，由于下游需求恢复较慢，以及新增产能持续投产导致供需不平衡的影响，造纸企业积极采取降价措施以降低库存，样本企业<sup>1</sup>收入同比下降8.14%，净利润同比大幅下降52.37%，整体盈利呈进一步弱化态势。其中，除生活用纸受刚性需求支撑，营业收入增速保持增长外，其他纸制品收入增速呈快速下滑态势，2023年文化用纸和包装用纸甚至出现负增长。毛利率方面，各纸种毛利率均持续下滑。经营周转方面，2023年前三季度，造纸企业整体仍处于去库周期但逐渐步入库存底部，样本企业存货周转率和应收账款周转率整体呈小幅下降态势。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，受益于原材料和能源价格同比有所下降，晨鸣纸业、太阳纸业2023年前三季度经营活动现金流净流入规模同比均大幅增长。包装纸样本企业中，2023年前三季度广西金桂浆受需求弱化影响，公司白卡纸销售价格持续下降，导致经营活动净现金流呈净流出态势。特种纸样本企业中，2023年前三季度仙鹤股份为锁定原材料价格低位，提前采购原辅材料，导致经营活动净现金流呈净流出态势。中诚信国际注意到，近年来，玖龙纸业、太阳纸业等头部企业逐渐向产业链上游拓展，增加自身原料纸浆供给能力，从而在一定程度上减少原材料外采量，其中太阳纸业布局上游最早，基本实现了周期穿越，近年来盈利指标波动幅度小，表现最为优异。此外，随着电商促销、物流提速、文化传媒等下游细分行业景气度逐步上升，部分纸企于2023年第四季度陆续发布上调出厂报价函，预计2024年纸企整体的盈利能力及经营获现有回升基础，但需求强势复苏预期偏弱，盈利及经营活动净现金流大幅增长或难实现。

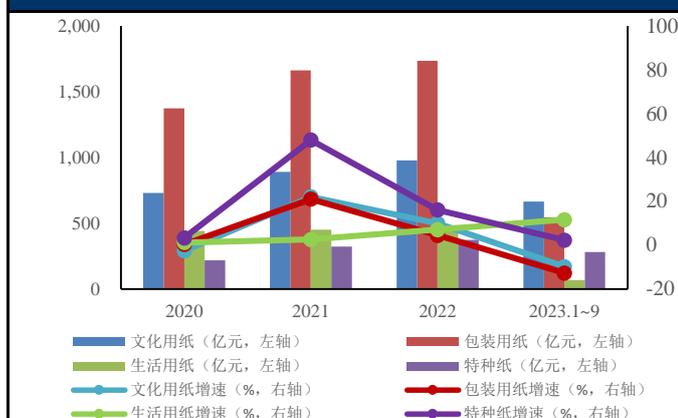
造纸行业资金密集程度较高，生产线投资规模较大，扩张产能需要较大的资本支出。近年来，国内造纸企业加快布局上游纸浆生产线，推进林浆纸一体化发展，样本企业投资支出规模有所扩大，其中主要集中于太阳纸业、玖龙纸业、山鹰国际、理文纸业等产业链垂直整合能力较强的龙头企业。受资本支出增加影响，样本企业总债务规模呈扩大态势。具体来看，包装纸企方面，为配合扩产计划，玖龙纸业债务规模攀升最快，2022年末增幅同比超百亿；其次是山鹰国际和理文造纸，同期末总债务规模增幅在30亿元左右，并带动包装纸板块债务规模快速上升，财务杠杆高企，2023年9月末板块总资本化比率已超过50%。生活纸企方面，恒安国际2022年因偿还到期借款，债务规模有所下降，并带动板块财务杠杆有所下降。文化纸企仅太阳纸业债务增幅相对较大，板块杠杆比率基本稳定。特种纸企资本支出和债务规模相对较小，但仙鹤股份和五洲特纸在建项目规模大，债务攀升快，推动板块财务杠杆上扬。预测2024年随着在建项目的持续推进，特别是包装用纸和特种纸板块仍有较大规模的资金需求，在盈利及经营活动现金流弱增长的背景下，整个行业的财务杠杆有进一步推升动力。

受整体盈利及经营获现能力下降影响，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，除玖龙纸业长期债务规模大幅增长外，其他企业期限以短期为主。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

<sup>1</sup> 由于无法获取玖龙纸业(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4家公司2023年三季度财务数据，报告中涉及2023年1~9月及2022年1~9月财务分析的部分，在样本企业中将这4家公司予以剔除。

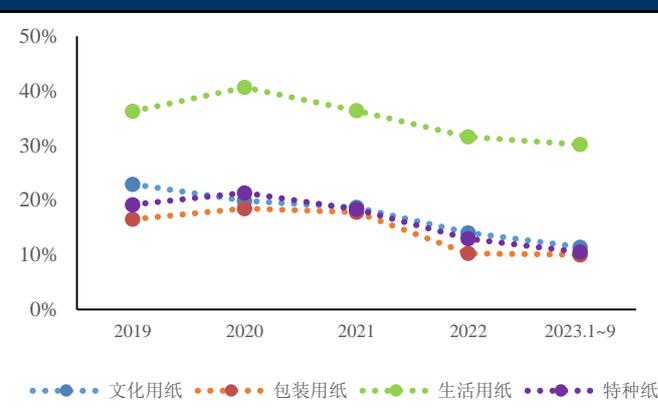
业资本支出和债务规模较低且特种纸企盈利相对较好，偿债能力较稳定，但中诚信国际注意到特种纸企业未来投资规划较多，其债务面临一定上升压力，偿债指标未来或将承压。

图 15：近年来各纸种样本企业收入及增速情况



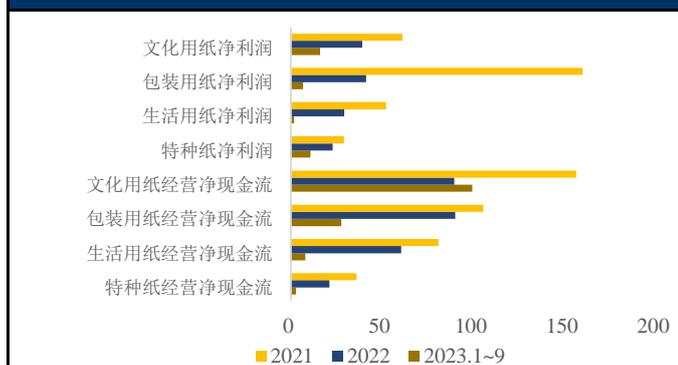
数据来源：公开信息，中诚信国际整理

图 16：近年来各纸种样本企业毛利率情况



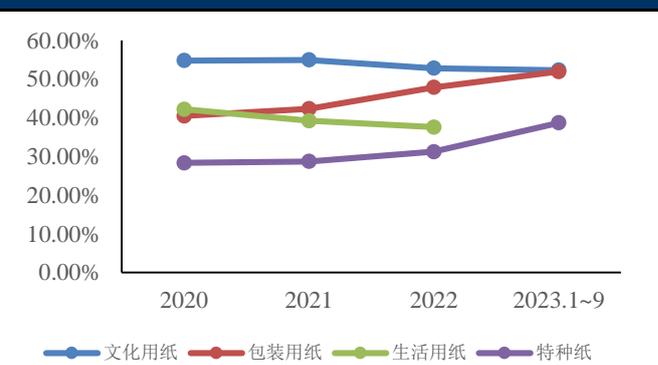
数据来源：公开信息，中诚信国际整理

图 17：各纸种净利润和经营活动净现金流对比（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

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，2022 年仅少部分企业发行公司债券、短期融资券等，发行数量和发行总额较 2021 年均有所下降，2023 年前三季度，造纸行业发债企业数量与 2022 年持平。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，仅在 2023 年新增烟台民士达特种纸业股份有限公司和浙江恒达新材料股份有限公司两家特种纸上市公司。近年来企业更倾向于通过银行间接融资的方式获取资金。

总体来看，近年来在下游需求疲软及去库周期的压力下，造纸企业经营面临一定压力，偿债指标逐步弱化；预计 2024 年行业景气度有望平稳恢复，经营业绩及偿债指标有望逐步修复，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，流动性风险值得关注。

## 四、结论

2023 年以来，在经济温和复苏的带动下，造纸行业景气度有触底回升迹象，主要原材料价格整体呈波动下行态势，但受下游需求限制、原材料价格波动及消纳库存等因素影响，造纸企业利润改善尚未完全显现，前三季度盈利、获现及偿债指标趋弱。造纸行业产量逐年增长，叠加“零关税政策”导致成品纸进口规模大幅提升，供给格局整体偏松，产品价格变化主要受需求侧驱动。预计 2024 年盈利情况有望恢复，同时龙头

企业资金、技术、产能规模及渠道优势进一步凸显，且对产业链上游项目积极布局，市场地位将愈发稳固。行业总体信用水平将保持稳定。

附表一：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（%）			
	2020	2021	2022	2023.1~9	2020	2021	2022	2023.1~9
山东晨鸣纸业集团股份有限公司	307.37	330.20	320.04	197.22	67.10	68.36	67.02	68.12
山东太阳纸业股份有限公司	215.89	319.97	397.67	292.03	45.69	48.06	44.05	41.83
山东华泰纸业股份有限公司	123.08	149.03	151.74	101.75	26.77	29.22	26.96	28.37
岳阳林纸股份有限公司	71.16	78.38	97.81	66.20	34.86	35.44	34.28	37.29
中冶美利云产业投资股份有限公司	11.62	12.32	11.00	7.69	21.13	20.85	23.51	16.78
山鹰国际控股股份公司	249.69	330.33	340.14	213.12	56.42	59.81	68.81	66.97
广西金桂浆纸业有限公司	140.41	142.56	163.97	102.04	35.81	40.21	38.88	41.44
山东博汇纸业股份有限公司	139.82	162.76	183.62	136.78	62.20	52.90	62.53	61.91
浙江景兴纸业股份有限公司	48.75	62.25	62.27	40.79	27.19	22.93	23.95	27.47
福建省青山纸业股份有限公司	24.95	28.67	29.21	19.07	20.23	16.69	20.36	20.96
森林包装集团股份有限公司	21.89	29.56	27.01	16.81	5.03	1.47	0.21	4.02
浙江荣晟环保纸业股份有限公司	16.95	24.15	25.63	16.79	12.12	18.70	13.13	31.49
玖龙纸业(控股)有限公司	513.41	615.74	645.38	--	39.19	42.37	48.22	--
理文造纸有限公司	217.03	265.51	258.58	--	26.92	29.62	36.34	--
中顺洁柔纸业股份有限公司	78.24	91.50	85.70	68.23	6.97	6.64	15.62	20.49
维达国际控股有限公司	138.53	152.52	172.13	--	28.85	26.92	24.47	--
恒安国际集团有限公司	223.74	207.90	226.16	--	51.45	48.60	46.27	--
仙鹤股份有限公司	48.43	60.17	77.38	62.13	21.47	32.54	39.30	52.65
齐峰新材料股份有限公司	28.11	37.02	31.19	27.14	19.82	22.87	18.32	17.50
广东冠豪高新技术股份有限公司	24.40	73.98	80.86	53.84	17.34	16.08	14.22	31.97
杭州华旺新材料科技股份有限公司	16.12	29.40	34.36	29.84	22.64	20.96	21.01	28.15
牡丹江恒丰纸业股份有限公司	18.29	20.22	24.56	18.29	18.24	14.31	12.23	13.17
民丰特种纸股份有限公司	13.53	15.26	16.72	11.87	33.66	31.37	29.17	34.81
宜宾纸业股份有限公司	18.67	21.17	23.02	16.81	78.89	75.51	73.03	73.13
五洲特种纸业集团股份有限公司	26.35	36.90	59.62	46.64	39.98	46.44	59.84	61.15
浙江凯恩特种材料股份有限公司	15.50	18.30	13.92	6.69	19.31	15.21	12.91	7.37
烟台民士达特种纸业股份有限公司	1.59	2.18	2.82	2.58	1.02	14.94	17.18	7.73
浙江恒达新材料股份有限公司	6.72	7.58	9.53	6.13	35.37	24.64	22.79	9.45
公司简称	净利润（亿元）				经营活动净现金流（亿元）			
	2020	2021	2022	2023.1~9	2020	2021	2022	2023.1~9
山东晨鸣纸业集团股份有限公司	19.06	20.90	3.17	-8.19	112.60	85.82	34.50	36.41
山东太阳纸业股份有限公司	19.68	29.67	28.17	21.48	66.16	49.29	38.24	56.41
山东华泰纸业股份有限公司	6.47	7.73	3.86	1.73	24.87	17.42	8.53	5.15
岳阳林纸股份有限公司	4.14	3.02	6.21	1.19	9.87	3.42	7.60	1.46
中冶美利云产业投资股份有限公司	0.49	-0.16	-2.32	-0.15	-1.75	0.32	0.57	-0.10
山鹰国际控股股份公司	13.89	15.54	-23.53	-1.67	11.70	19.69	2.03	19.18
广西金桂浆纸业有限公司	15.95	16.62	11.13	4.47	7.70	-6.85	7.61	-4.32
山东博汇纸业股份有限公司	8.34	17.06	2.28	-0.93	35.96	36.45	1.80	9.46
浙江景兴纸业股份有限公司	3.32	4.68	1.23	0.50	6.17	2.49	9.26	1.24
福建省青山纸业股份有限公司	0.88	2.07	2.19	1.03	0.79	4.61	3.86	1.07
森林包装集团股份有限公司	2.20	2.82	1.41	0.95	2.36	1.04	2.33	1.05

浙江荣晟环保纸业股份有限公司	2.32	2.84	1.68	2.22	2.30	1.02	2.57	2.19
玖龙纸业(控股)有限公司	42.30	71.68	33.11	--	89.49	25.17	30.30	--
理文造纸有限公司	30.64	26.56	11.68	--	32.91	22.80	32.87	--
中顺洁柔纸业股份有限公司	9.06	5.81	3.49	1.65	8.28	13.20	3.92	7.92
维达国际控股有限公司	15.73	13.38	6.26	--	16.81	21.61	18.45	--
恒安国际集团有限公司	46.08	32.90	19.49	--	50.42	46.04	38.10	--
仙鹤股份有限公司	7.19	10.19	7.15	3.84	3.02	4.47	0.72	-7.23
齐峰新材料股份有限公司	1.62	1.66	0.09	1.58	4.69	2.54	-3.57	5.38
广东冠豪高新技术股份有限公司	1.76	3.97	4.74	-2.33	3.24	11.73	7.87	-2.27
杭州华旺新材料科技股份有限公司	2.59	4.46	4.65	3.96	2.15	5.27	5.39	-0.44
牡丹江恒丰纸业股份有限公司	1.39	1.08	1.35	0.94	3.43	1.53	2.40	0.92
民丰特种纸股份有限公司	0.48	0.58	0.15	0.27	1.32	0.96	1.88	-0.03
宜宾纸业股份有限公司	-1.00	0.28	0.30	-0.59	2.39	2.67	2.28	2.18
五洲特种纸业集团股份有限公司	3.39	3.90	2.05	1.08	1.81	2.72	0.36	5.56
浙江凯恩特种材料股份有限公司	1.68	1.50	0.76	0.65	0.85	1.92	2.18	0.45
烟台民士达特种纸业股份有限公司	0.28	0.37	0.63	0.64	0.23	0.24	0.18	0.83
浙江恒达新材料股份有限公司	0.90	1.04	0.97	0.70	1.34	1.81	1.47	-2.57

公司简称	总债务(亿元)				经营活动现金流/总债务(X)			
	2020	2021	2022	2023.9	2020	2021	2022	2023.9
山东晨鸣纸业集团股份有限公司	526.28	487.02	482.23	460.79	0.21	0.18	0.07	0.08
山东太阳纸业股份有限公司	136.60	174.07	182.45	182.23	0.48	0.28	0.21	0.31
山东华泰纸业股份有限公司	32.36	38.93	33.61	36.68	0.77	0.45	0.25	0.14
岳阳林纸股份有限公司	45.91	48.28	48.19	54.34	0.21	0.07	0.16	0.03
中冶美利云产业投资股份有限公司	5.80	5.66	5.89	3.83	-0.30	0.06	0.10	-0.03
山鹰国际控股股份公司	223.09	272.28	311.70	313.40	0.05	0.07	0.01	0.06
广西金桂浆纸业有限公司	73.00	108.33	112.66	128.57	0.11	-0.06	0.07	-0.03
山东博汇纸业股份有限公司	100.15	81.63	108.80	103.76	0.36	0.45	0.02	0.09
浙江景兴纸业股份有限公司	18.36	16.70	17.43	20.94	0.34	0.15	0.53	0.06
福建省青山纸业股份有限公司	9.92	7.91	10.65	11.02	0.08	0.58	0.36	0.10
森林包装集团股份有限公司	1.10	0.35	0.05	1.09	2.14	2.96	43.43	0.96
浙江荣晟环保纸业股份有限公司	2.30	4.30	3.01	9.95	1.00	0.24	0.85	0.22
玖龙纸业(控股)有限公司	262.88	341.11	442.41	0.00	0.34	0.07	0.07	--
理文造纸有限公司	95.03	114.83	144.73	0.00	0.35	0.20	0.23	--
中顺洁柔纸业股份有限公司	3.78	3.49	9.59	13.76	2.19	3.78	0.41	0.58
维达国际控股有限公司	39.70	39.17	34.47	0.00	0.42	0.55	0.54	--
恒安国际集团有限公司	208.36	182.27	170.30	0.00	0.24	0.25	0.22	--
仙鹤股份有限公司	14.70	31.09	44.74	78.64	0.21	0.14	0.02	-0.09
齐峰新材料股份有限公司	8.58	10.64	7.96	7.76	0.55	0.24	-0.45	0.69
广东冠豪高新技术股份有限公司	5.88	13.24	11.90	29.41	0.55	0.89	0.66	-0.08
杭州华旺新材料科技股份有限公司	6.52	6.78	9.61	15.06	0.33	0.78	0.56	-0.03
牡丹江恒丰纸业股份有限公司	5.17	3.97	3.44	3.82	0.66	0.39	0.70	0.24
民丰特种纸股份有限公司	6.82	6.39	5.79	7.64	0.19	0.15	0.32	0.00
宜宾纸业股份有限公司	22.42	19.38	17.81	16.29	0.11	0.14	0.13	0.13
五洲特种纸业集团股份有限公司	11.24	18.34	32.83	36.16	0.16	0.15	0.01	0.15
浙江凯恩特种材料股份有限公司	3.75	3.23	2.54	1.36	0.23	0.60	0.86	0.33

烟台民士达特种纸业股份有限公司	0.03	0.49	0.64	0.54	8.10	0.48	0.29	1.53
浙江恒达新材料股份有限公司	2.31	1.72	1.69	1.41	0.58	1.05	0.87	-1.83

## 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
肖瀚	企业评级部	高级分析师
梁子秋	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,100010Beijing,PRC.100010  
TEL: (86010) 66428877  
FAX: (86010) 66426100  
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>