

# 行业展望

2025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     | 11 |

## 联络人

作者

企业评级部

肖瀚

027-87339288

hxiao@ccxi.com.cn

熊攀

027-87339288

pxiong@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，2025年1月

2024年造纸行业景气度从底部回升，在下游需求转暖及成本下降影响下，造纸企业整体经营业绩有所修复；2025年在提振消费政策预期下，造纸行业有望获得更有利的发展环境，但受供给端产能释放影响，行业景气度或以温和复苏为主基调；造纸企业经营及偿债指标有望进一步修复，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：

- 2024年以来，造纸行业PPI增速触底回升，但仍为负数，企业盈利情况同比改善；2025年在提振消费的政策预期下，造纸行业利润有望延续增长，行业景气度以温和复苏为主基调。
- 2024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，加之需求改善传导需要时间，预计2025年主要原材料价格在底部震荡，能源价格或将进一步降低。此外，我国林木资源较少，木浆进口依赖度高的格局很难扭转，海外需求变化及供应链情况对木浆价格扰动仍存在一定不确定性。
- 2024年造纸行业产量保持增长，终端需求强度偏弱，成品纸价格整体呈回落态势；2025年预期行业产能不断释放、产量增长，同时需求在政策刺激下或将边际改善，销量有望提升，偏宽松的供给格局决定整体价格承压。行业竞争格局仍存在变数，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。
- 主要受益于成本下降，2024年造纸行业整体盈利能力有所回升，但获现能力及偿债指标仍较弱；2025年经营指标有望延续修复态势，但需关注部分龙头企业债务扩张及流动性管理情况、中尾部企业面对激烈市场竞争的业绩压力及综合控风险能力。

## 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

**2024年以来，造纸行业PPI增速触底回升，但仍为负数，企业盈利情况同比改善；2025年在提振消费的政策预期下，造纸行业利润有望延续增长，行业景气度以温和复苏为主基调。**

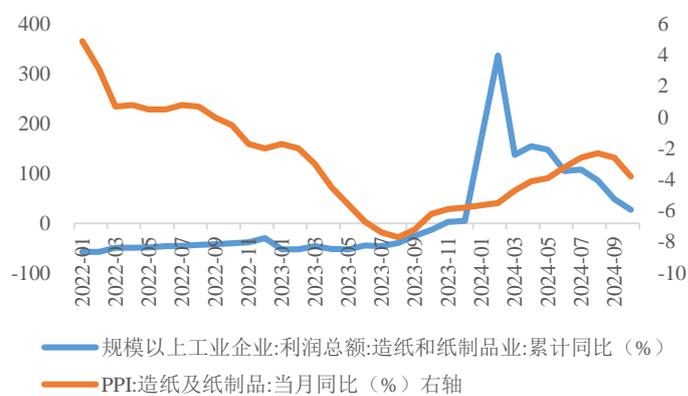
造纸行业是典型的顺周期行业，其景气程度与宏观经济走势呈现显著的正相关关系，且其波动相较宏观经济的波动更为剧烈，根据国家统计局数据，2024年1~9月，国内生产总值增速小幅回落至4.80%，造纸工业因低基数因素，增加值增速大幅回升，造纸及纸制品PPI同比增速仍为负，但降幅呈明显收窄态势。根据国家统计局及中国造纸业协会数据显示，2024年以来，造纸和纸制品企业利润总额保持同比增长，1~10月，规模以上造纸和纸制品企业利润总额同比增长27.10%，行业景气度从底部回升。2025年，随着中央更加积极的财政政策与适度宽松的货币政策形成合力，加强超常规逆周期调节，利于形成稳增长、扩内需、提振信心、扭转信用收缩的趋势，行业需求或将边际改善，2025年造纸行业有延续回暖的政策基础，但受供给端产能释放影响，行业景气度仍将以温和复苏为主基调。

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 (%)



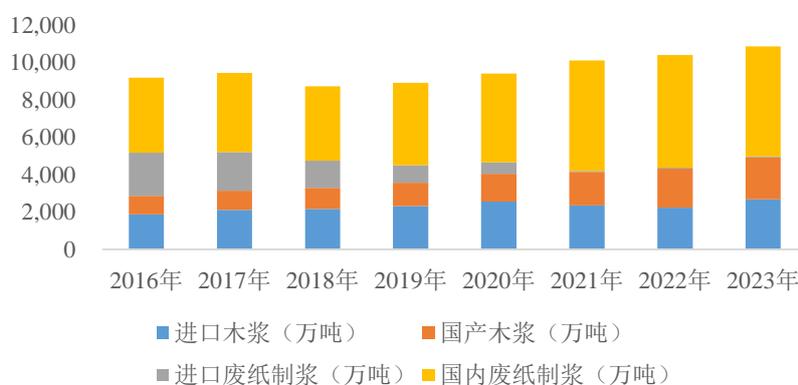
数据来源：国家统计局、iFinD，中诚信国际整理

**2024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，加之需求改善传导需要时间，预计2025年主要原材料价格在底部震荡，能源价格或将进一步降低。此外，我国林木资源较少，木浆进口依赖度高的格局很难扭转，海外需求变化及供应链情况对木浆价格扰动仍存在一定不确定性。**

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。2023年我国纸浆消耗总量11,899万吨，同比增加5.35%，其中，木浆占纸浆消费

总量的41%，废纸浆占比54%，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%。2024 年 1~10 月，我国进口纸浆 2,831 万吨，同比减少 5.3%，主要系内需疲软，加之国内浆纸一体化产能提升影响。2024 年国内纸浆新增产能共 620 万吨左右，其中化机浆占比 47.18%，化学浆占比 42.56%，在中高端造纸领域自制浆产能很难完全替代进口商品浆，中国仍是全球重要的纸浆消耗地区；海外产能方面，2024 年，巴西 Suzano 255 万吨阔叶浆投产、越南 VNT 19 万吨针叶浆投产，整体供给偏宽松。木浆价格方面，整体呈先涨后跌走势。2024 年 1~5 月，海外歇工、芬兰及印尼浆厂爆炸和巴西阔叶浆投产延后等供给侧影响，纸浆供应量存在收窄预期，同时国内浆厂检修，纸浆价格稳中上扬，于 5 月中旬达到价格相对高点；5 月至年末，原纸价格跟涨乏力，下游原纸企业毛利率持续低位运行，部分纸品毛利率呈亏损状态，反向制约浆价走势，致使纸浆价格在 5 月中下旬开始呈下行态势；后随国内外纸浆新产能投产，叠加需求偏弱，纸浆价格缺乏走强支撑，纸浆价格进一步回落。海外下一轮大型阔叶浆产能投放预计在 2027 年，但国内 2025 年阔叶浆产能预计投放 255 万吨，加之 2024 年新增产能释放对市场造成压力，供给增量大概率超过需求，预计 2025 年浆价或将在底部震荡。

废纸方面，2024 年，废纸价格呈弱势运行态势，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。以瓦楞纸为例，截至 10 月 31 日，国内 AA 级瓦楞纸均价为 2,663 元/吨，较年初下跌 8.66%。由于瓦楞纸主要用途是商品包装，而近年来国内商品边际下行，是包装纸价格下跌的主要原因。预计 2025 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，2024 年煤炭价格延续下行态势，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，2024 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，预计 2025 年原材料端供给仍整体偏松，主要原材料价格和能源价格或有下探空间，但也需要注意海外木浆需求变化及供应链情况对木浆价格产生的扰动。

图 4：木浆价格走势



数据来源：卓创资讯，中诚信国际整理

图 5：废纸价格走势（元/吨）



数据来源：iFinD，中诚信国际整理

2024 年造纸行业产量保持增长，终端需求强度偏弱，成品纸价格整体呈回落态势；2025 年预期行业产能不断释放、产量增长，同时需求在政策刺激下或将边际改善，销量有望提升，偏宽松的供给格局决定整体价格承压。行业竞争格局仍存在变数，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。

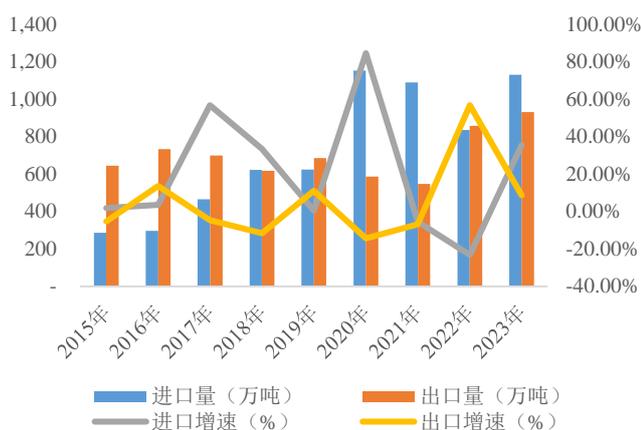
造纸行业各细分产品用途各异，市场关联度较低，各子行业需求量波动不尽相同进而价格变化有所差异。从市场体量来看，包装用纸和文化用纸占据了绝大部分市场份额。近年来，随着新建产能释放，全国纸及纸板生产量供应量持续增长，2024 年 1~11 月，全国机制纸及纸板产量 12,993.9 万吨，同比增长 9.2%，增速较 2023 年提高 2.6 个百分点。从进出口方面来看，2024 年 1~9 月，铜版纸净出口量为 127.2 万吨，同比增加 22.5 万吨；白卡和白板纸净出口量为 270.1 万吨，同比增加 63.1 万吨；箱板纸净进口为 418.1 万吨，同比增加 39.3 万吨。

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

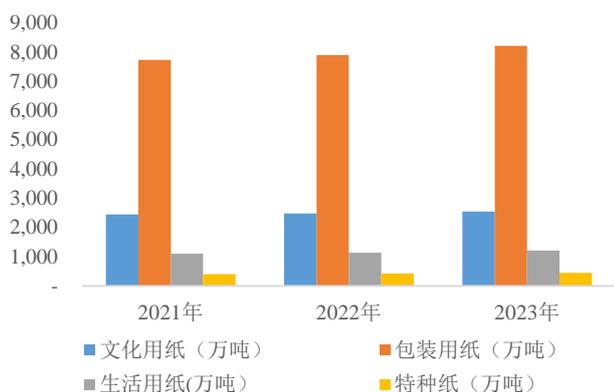
文化用纸方面，文化用纸价格与每年两季的教辅教材招标有较强的相关性，一三季度以上涨为主，二四季度以下居多，主要由供需及成本驱动。2024年一季度，文化用纸价格在浆价上涨支撑下窄幅上涨，后续由于纸浆价格快速下落，文化用纸价格逐步走弱。文化用纸需求相对刚性，价格有一定支持基础，短期内供给端仍有新增产能释放，但以头部企业为主，行业集中度将进一步提高，价格走势主要看头部企业价格策略。2024年末晨鸣纸业停产，停产产能超文化纸10%且复产时间未定，文化纸涨价预期升温，或对文化用纸价格起到阶段性支撑，但文化用纸企业开工负荷率在50~60%左右，供需矛盾长期存在，预计2025年全年文化用纸价格仍有下行压力。

包装用纸方面，2024年包装用纸价格整体偏弱运行。2021年包装用纸价格处于历史高点，同时在能耗指标收紧的背景下，行业进入扩张阶段，2024~2025年白卡纸产能新增约490万吨（占比2023年消费量34%），产能持续新增，但终端需求始终低迷，2024年白卡纸价格波动下跌。其他包装用纸方面，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12月，中央经济工作会议确定明年大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求，包装用纸需求有望受益于政策刺激而增长，同时随着产能扩张进入尾声，供给增量或同比收缩，供需关系有望修复，但供大于求格局仍难改，2025年包装用纸价格预计难回增长。

生活用纸方面，2024年生活用纸价格呈先涨后跌态势，纸价承压运行。2024年生活用纸产能新增143万吨，同比增长10.77%，新增产能持续投放，供应压力不断增加，截至11月中旬，生活用纸均价跌至6,091元/吨，较全年高点6月均价下跌7.14%。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2025年生活用纸价格低位震荡。

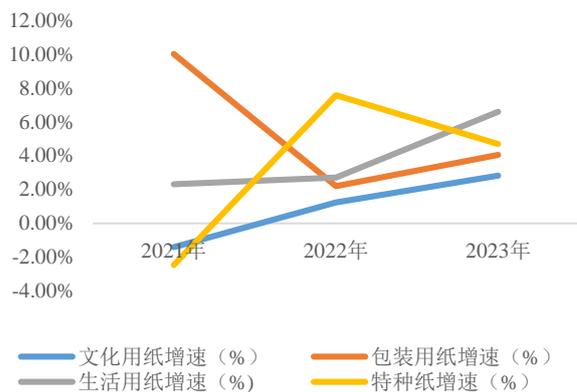
特种纸方面，细分领域较多且规模均较小，2024年以来，龙头纸企加速布局浆纸一体化，仙鹤股份、五洲特纸和华旺科技有新增产能投放，行业竞争格局日趋激烈，中小企业或将加速出清。2025年或将延续2024年发展态势，但未来特种纸行业新增产能较多，需持续关注供需格局的变化及对企业盈利情况的影响。

图 9：近年来各纸种产量情况



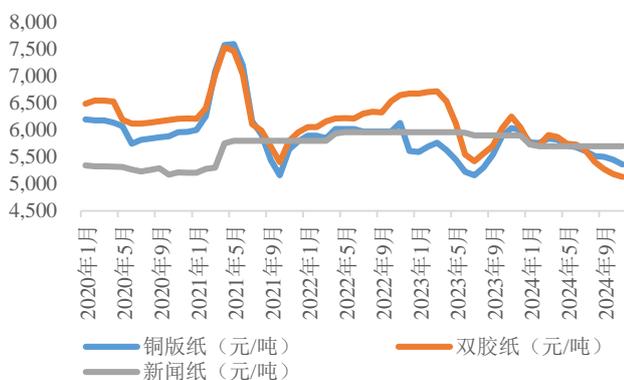
数据来源：中国造纸协会，中诚信国际整理

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

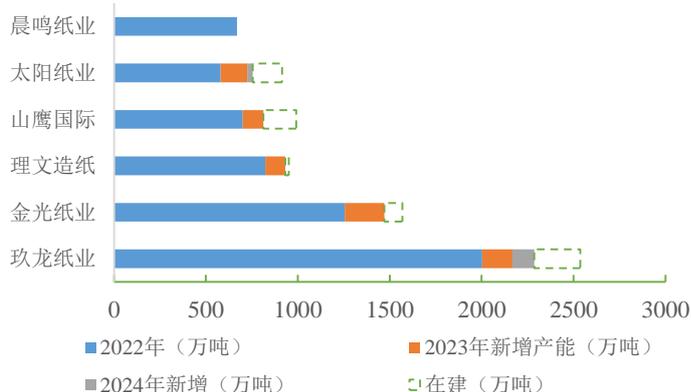
从行业格局来看，我国造纸行业市场集中度相对较低，2023 年国内造纸行业 CR10(按产量计算)在 47% 左右，相较于美国 CR10 的 90%左右，集中度仍有很大提升空间。从新增产能来看，头部企业具有产业链、规模化、生产管理效率等优势，新增产能主要聚焦于头部企业。2024 年以来，金鹰集团收购维达国际，行业集中度提升；岳阳林纸收购骏泰科技，进一步深化“林浆纸”一体化战略；恒丰纸业收购锦丰纸业，拓展高级卷烟纸及卷烟配套用纸产品；宜宾纸业收购四川醋纤，布局生物基材料产业；此外，晨鸣纸业已于 2024 年 11 月 29 日发布债务逾期暨部分银行账户被冻结公告，后续偿债安排和风险处置措施及其可能对行业产生的影响尚待观察，行业竞争格局仍存在变数。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，2024年以来主要纸种价格整体呈小幅回落态势，但受益于成本端改善，纸企业经营情况有所好转，2025年造纸行业景气度有望保持2024年以来改善态势，预计纸浆价格底部震荡，在供大于求的整体供需格局下，部分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

主要受益于成本下降，2024年造纸行业整体盈利能力有所回升，但获现能力及偿债指标仍较弱；2025年经营指标有望延续修复态势，但需关注部分龙头企业债务扩张及流动性管理情况、中尾部企业面对激烈市场竞争的业绩压力及综合控风险能力。

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31家造纸企业，其中文化纸企5家、包装纸企10家、生活纸企5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整体经营和财务表现。本报告选取的财务数据节点为2023年和2024年1~9月<sup>1</sup>，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          | 简称    | 主要产品            |
|------|-----------------|-------|-----------------|
| 文化纸企 | 山东晨鸣纸业集团股份有限公司  | 山东晨鸣  | 白卡纸、双胶纸，铜版纸，静电纸 |
|      | 山东太阳纸业股份有限公司    | 太阳纸业  | 非涂布文化用纸、铜版纸     |
|      | 山东华泰纸业股份有限公司    | 华泰纸业  | 文化用纸、铜版纸、包装纸    |
|      | 岳阳林纸股份有限公司      | 岳阳林纸  | 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 | 美利云   | 胶版纸、静电复印纸       |
| 包装纸企 | 山鹰国际控股股份公司      | 山鹰国际  | 箱板纸、瓦楞纸         |
|      | 广西金桂浆纸业有限公司     | 广西金桂浆 | 白卡纸             |

<sup>1</sup>玖龙纸业(控股)有限公司数据使用2020~2023财年数据，财年数据期间为上年7月1日至当年6月30日。生活用纸中维达国际控股有限公司和恒安国际集团有限公司以及包装用纸中玖龙纸业(控股)有限公司、理文造纸有限公司四家港股企业以及广西金桂浆纸业有限公司未披露季报数据，下文汇总分析中生活用纸和包装用纸的季报数据与年报数据存在样本数量不一致情况。因季报剔除部分样本后，生活用纸样本过少，部分数据指标不进行列示比较。

|          |                 |       |                                |
|----------|-----------------|-------|--------------------------------|
|          | 山东博汇纸业股份有限公司    | 山东博汇  | 白纸板、白卡纸                        |
|          | 浙江景兴纸业股份有限公司    | 浙江景兴  | 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   | 福建青山  | 纸袋纸                            |
|          | 森林包装集团股份有限公司    | 森林包装  | 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  | 浙江荣晟  | 牛皮箱板纸、瓦楞原纸、瓦楞板纸                |
|          | 玖龙纸业(控股)有限公司    | 玖龙纸业  | 牛卡纸、瓦楞芯纸、涂布灰白板纸                |
|          | 理文造纸有限公司        | 理文造纸  | 包装纸：高强牛皮箱板纸、瓦楞芯纸               |
|          | 广东松炆再生资源股份有限公司  | 广东松炆  | 涂布白板纸、高强瓦楞纸、特种纸                |
|          | 仙鹤股份有限公司        | 仙鹤股份  | 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     | 齐峰新材  | 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  | 广东冠豪  | 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 | 杭州华旺  | 高档装饰原纸、印刷装饰原纸、素色装饰原纸           |
| 特种<br>纸企 | 牡丹江恒丰纸业股份有限公司   | 恒丰纸业  | 烟草工业用纸、机械光泽纸                   |
|          | 民丰特种纸股份有限公司     | 民丰特纸  | 烟草工业用纸、工业配套纸                   |
|          | 宜宾纸业股份有限公司      | 宜宾纸业  | 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  | 五洲特纸  | 食品包装纸、格拉辛纸                     |
|          | 浙江凯恩特种材料股份有限公司  | 浙江凯恩  | 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 | 烟台民士达 | 芳纶纸                            |
|          | 浙江恒达新材料股份有限公司   | 浙江恒达  | 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   |
|          | 中顺洁柔纸业股份有限公司    | 中顺洁柔  | 卷纸、无芯卷纸、抽纸、纸手帕、湿巾、婴儿纸尿裤、棉花柔巾   |
|          | 维达国际控股有限公司      | 维达国际  | 生活用纸                           |
|          | 恒安国际集团有限公司      | 恒安国际  | 生活用纸、卫生巾、纸尿裤                   |
|          | 杭州豪悦护理用品股份有限公司  | 杭州豪悦  | 婴儿纸尿裤、成人纸尿裤、经期裤、卫生巾、湿巾         |
|          | 重庆百亚卫生用品股份有限公司  | 重庆百亚  | 卫生巾、婴儿纸尿裤、成人失禁用品               |
| 生活<br>纸企 |                 |       |                                |
|          |                 |       |                                |
|          |                 |       |                                |
|          |                 |       |                                |
|          |                 |       |                                |

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

营业收入和盈利方面，2024年造纸行业景气度从底部回升，整体呈现弱复苏态势，前三季度，样本企业合计收入增速由负转正，同比增速1.20%，其中包装用纸、生活用纸和文化用纸营业收入与上年同期基本持平，特种纸在仙鹤股份和五洲特纸产能释放下销量提升，带动收入增长，同比增速接近5%。在木浆等成本下降影响下，各纸种毛利率均呈现回升态势，并带动净利润率小幅回升，但广东松炆、晨鸣纸业、宜宾纸业、岳阳林纸和美利云仍然亏损，面临较大业绩压力。2024年前三季度，样本企业合计净利润同比增长14.02亿元，其中仙鹤股份和太阳纸业净利润合计增长7.59亿元。经营周转方面，2024年前三季度，造纸企业整体仍处于去库周期底部区间，样本企业存货周转率和应收账款周转率整体呈下降态势。经营活动现金流方面，因造纸行业票据支付的规模较大，经营获现的波动较大，同时存货及应收账款对资金形成较大规模占用，2024年前三季度，虽然样本企业盈利能力有所改善，但合计经营活动净现金流同比小幅下降。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，太阳纸业和岳阳林纸同比增长，华泰纸业、山东晨鸣和美利云出现不同程度下降，其中晨鸣纸业经营活动现金流入规模收窄超过30%，带动文化纸样本企业整体经营活动净现金流同比下降。包装纸样本企业中有三家未公布2024年三季报，有数据的7家样本企业经营活动净现金流同比增长超10%，其中山鹰国际压降管理费用及存货规模，经营活动净现金流同比增长近80%，山东博汇应收类款项及预付账款明显增加，经营活动净现金流入规模同比减少超过85%。生活纸样本企业中有两家该领域头部企业未公布2024年三季报，有数据的3家样本企业经营活动净现金流入规模大幅减少，主要系中顺洁柔当期收到的货款减少同时库存规模增加，经营活动净现金流由正转负所致。特种纸样本企业2024年前三季度经营活动净现金流大幅走阔，主要系仙鹤

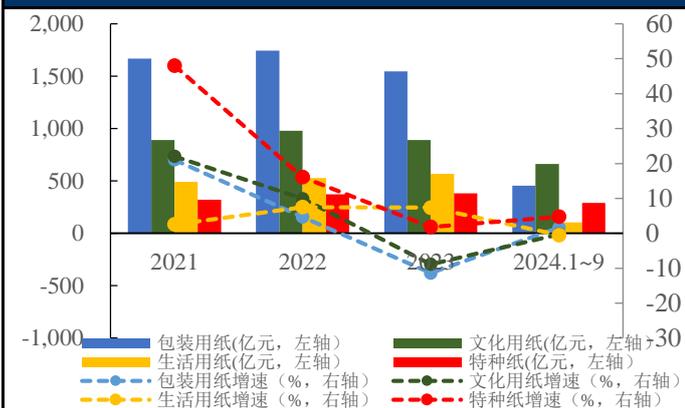
股份产能释放销售增长同时成本端优化带动经营活动净现金流由负转正所致。整体来看，2024年以来，随着下游需求逐步回升，成本端价格下降利好带动营收规模及盈利能力均明显回升，经营活动净现金流随各企业经营情况有所分化，预计2025年木浆价格仍有下降空间，下游需要在政策刺激下或稳健增长，纸企整体的盈利能力及经营获现有一定增长基础，但需求强势复苏预期偏弱，盈利及经营活动净现金流大幅增长或难实现。

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，主要集中在玖龙纸业、理文造纸、太阳纸业、山鹰国际、广西金桂浆<sup>2</sup>、仙鹤股份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，包装纸企业方面，玖龙纸业近年来保持行业内最大投资规模，债务规模也攀升最快，已连续两年（2022年及2023年）期末债务规模同比增幅超百亿，其次是理文造纸，近两年期末债务同比增幅均超过30亿元。金光系企业中广西金桂浆因保持较大投资规模债务呈现逐年攀升态势，山东博汇2024年前三季度因经营活动现金流大幅减少，扩大了筹资力度以匹配投资需求，期末债务规模较上年末增加20亿元。受融资环境影响，山鹰国际2023年以来总债务规模呈持续收缩态势。整体来看，包装纸企投资规模大，财务杠杆呈持续上升态势。文化纸企方面，太阳纸业持续稳定的经营活动净现金流入能够保障其投资支出，债务规模总体保持稳定。岳阳林纸扩大融资规模以匹配投资需求，2024年9月末债务规模快速攀升。受融资环境影响，山东晨鸣自2022年以来债务规模持续收缩。整体来看，文化纸企业财务杠杆呈下降态势。生活纸企方面，恒安国际经营活动净现金流较为稳定，2023年净收回银行定期存款等对外投资并压降债务，带动板块财务杠杆持续下降。特种纸企方面，仙鹤股份和五洲特纸保持较大规模在建项目，债务攀升快，推动板块财务杠杆持续上扬。预测2025年，包装用纸和特种纸板块仍有较大规模的投资资金需求，财务杠杆仍有推升动力；文化纸企投资主要集中在太阳纸业和岳阳林纸，太阳纸业对外部资金的需求依赖度低，岳阳林纸保持一定的融资需求，晨鸣纸业负面舆情较多，融资面临较大考验，板块整体财务杠杆或继续下行；生活用纸整体经营活动现金流表现较优，财务杠杆也是四个板块中最低，且投资需求最少，整体财务杠杆预计稳中有降。

样本企业债务规模呈增长态势，盈利指标略有改善但经营活动现金流仍趋弱，整体偿债指标仍较弱，其中包装纸和文化纸行业龙头企业债务规模高，除玖龙纸业、理文造纸长期债务规模大幅增长外，晨鸣纸业、山鹰国际均以短期债务为主。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，债务规模较大且短债占比高，但经营较为稳健且财务杠杆较低，整体偿债能力尚可。特种纸企近年来资本支出明显增加，债务规模快速攀升，经营活动现金流对总债务的覆盖倍数快速下滑，但新增的债务以长期债务为主，债务期限结构尚可，需关注新建项目投产后经营情况及各项偿债指标的改善情况。

<sup>2</sup> 广西金桂浆股东系金光纸业（中国）投资有限公司（以下简称“金光纸业”），金光纸业系金光集团（Sinar MAS Group）旗下的浆纸业公司APP（Asia Pulp & Paper Co., Ltd）于1999年设立的在华地区总部，合并范围内包括遍布各地的多家造纸主体，系国内最大的综合性造纸企业。

图 15：近年来各纸种样本企业收入及增速情况



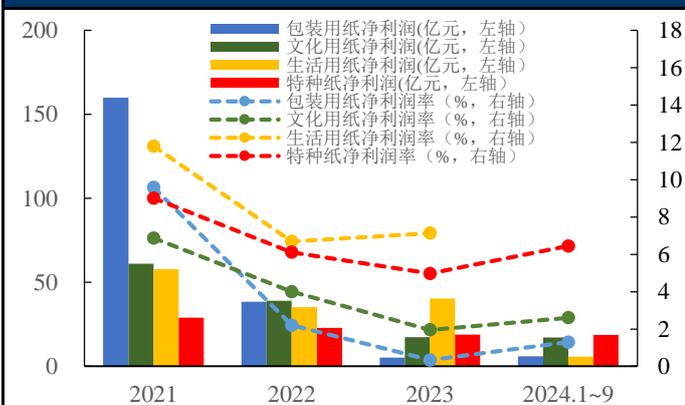
数据来源：公开信息，中诚信国际整理

图 16：近年来各纸种样本企业毛利率情况（%）



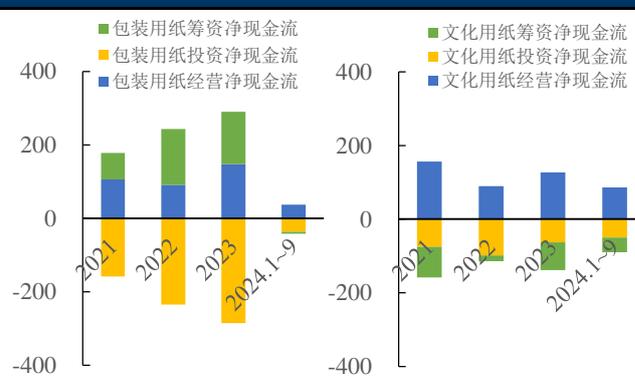
数据来源：公开信息，中诚信国际整理

图 17：近年来各纸种样本企业净利润及净利润率



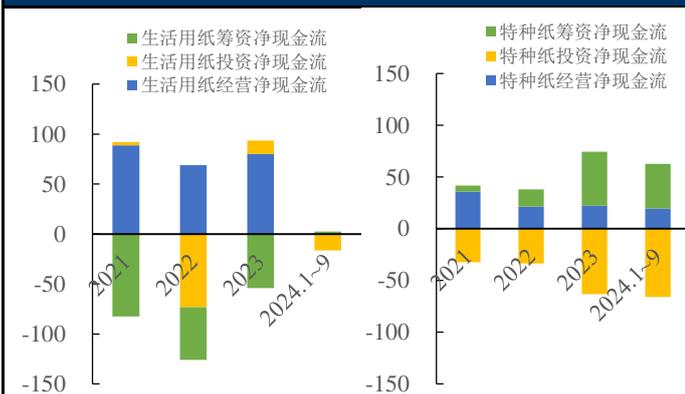
数据来源：公开信息，中诚信国际整理

图 18：包装及文化用纸现金流情况（亿元）



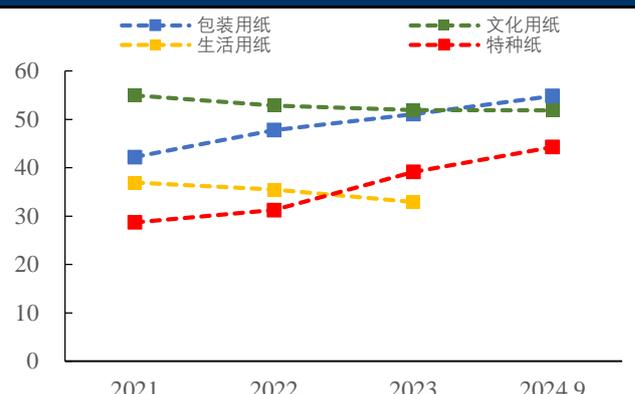
数据来源：公开信息，中诚信国际整理

图 19：生活用纸及特种纸现金流情况（亿元）



数据来源：公开信息，中诚信国际整理

图 20：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，2023 年仅少部分企业发行短期融资券、超短期融资券，1 家企业成功发行可转债，发行数量与上年持平，发行总额较 2022 年有所上升，2024 年前三季度，造纸行业发债企业数量较 2023 年同期减少一只。同时，企业亦较少采用权益融资的方式，2024 年末再新增上市企业而维达国际完成退市。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，近年来在下游需求从底部回升同时原材料成本下降带动下，造纸企业经营业绩略有改善，但

经营活动净现金流表现仍趋弱，整体偿债指标仍较弱，包装纸企以及特种纸企投资规模较大，对外部融资的依赖度更高。预计 2025 年行业景气度持续恢复，经营业绩有望改善，但需关注部分龙头企业债务扩张及流动性管理情况、中尾部企业面对激烈市场竞争的业绩压力及综合控风险能力。

#### 四、结论

2024 年以来，在终端需求强度偏弱影响下，主要纸种价格整体呈小幅回落态势，但受益于成本端改善，纸企业经营情况有所好转，现金流及偿债指标表现仍较弱。特种纸及包装用纸投资规模大，对外部融资的依赖度更高。造纸行业以前年度新增供给较多，在供大于求的整体供需格局下，部分企业可能面临淘汰风险。2025 年预计行业需求边际增加，政策刺激下复苏可期，但受供给端产能释放影响，行业景气度以温和复苏为主基调，预计纸浆等原材料价格底部震荡，产品价格有下行压力，但整体销量有望获得提振，行业经营指标进一步修复。行业总体信用水平保持稳定。

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（%）    |       |       |          |
|-----------------|-----------|--------|--------|----------|--------------|-------|-------|----------|
|                 | 2021      | 2022   | 2023   | 2024.1~9 | 2021         | 2022  | 2023  | 2024.9   |
| 山东晨鸣纸业集团股份有限公司  | 330.20    | 320.04 | 266.09 | 198.25   | 68.36        | 67.02 | 68.77 | 68.59    |
| 山东太阳纸业股份有限公司    | 319.97    | 397.67 | 395.44 | 309.75   | 48.06        | 44.05 | 39.98 | 39.26    |
| 山东华泰纸业股份有限公司    | 149.03    | 151.74 | 132.91 | 96.24    | 29.22        | 26.96 | 26.82 | 29.49    |
| 岳阳林纸股份有限公司      | 78.38     | 97.81  | 86.41  | 51.55    | 35.44        | 34.28 | 36.22 | 44.82    |
| 中冶美利云产业投资股份有限公司 | 12.32     | 11.00  | 10.82  | 7.32     | 20.85        | 23.51 | 16.87 | 16.01    |
| 山鹰国际控股股份公司      | 330.33    | 340.14 | 293.33 | 216.02   | 59.81        | 68.81 | 65.89 | 62.94    |
| 广西金桂浆纸业有限公司     | 142.56    | 163.97 | 136.92 | --       | 40.21        | 38.88 | 40.86 | --       |
| 山东博汇纸业股份有限公司    | 162.76    | 183.62 | 186.93 | 139.67   | 52.90        | 62.53 | 61.52 | 65.48    |
| 浙江景兴纸业股份有限公司    | 62.25     | 62.27  | 54.57  | 40.50    | 22.93        | 23.95 | 25.95 | 28.28    |
| 福建省青山纸业股份有限公司   | 28.67     | 29.21  | 26.73  | 20.06    | 16.69        | 20.36 | 24.30 | 19.68    |
| 森林包装集团股份有限公司    | 29.56     | 27.01  | 23.29  | 16.93    | 1.47         | 0.21  | 7.86  | 18.26    |
| 浙江荣晟环保纸业股份有限公司  | 24.15     | 25.63  | 22.91  | 16.62    | 18.70        | 13.13 | 32.40 | 46.09    |
| 玖龙纸业(控股)有限公司    | 615.74    | 645.38 | 567.39 | --       | 42.37        | 48.22 | 55.71 | --       |
| 理文造纸有限公司        | 265.51    | 258.58 | 227.49 | --       | 29.62        | 36.34 | 40.14 | --       |
| 广东松炆再生资源股份有限公司  | 5.97      | 9.28   | 6.65   | 5.25     | 29.14        | 35.06 | 44.63 | 43.31    |
| 仙鹤股份有限公司        | 60.17     | 77.38  | 85.53  | 72.62    | 32.54        | 39.30 | 53.67 | 58.33    |
| 齐峰新材料股份有限公司     | 37.02     | 31.19  | 36.61  | 25.51    | 22.87        | 18.32 | 17.38 | 19.75    |
| 广东冠豪高新技术股份有限公司  | 73.98     | 80.86  | 74.03  | 53.38    | 16.08        | 14.22 | 32.19 | 38.47    |
| 杭州华旺新材料科技股份有限公司 | 29.40     | 34.36  | 39.76  | 28.51    | 20.96        | 21.01 | 24.49 | 22.94    |
| 牡丹江恒丰纸业股份有限公司   | 20.22     | 24.56  | 26.48  | 19.18    | 14.31        | 12.23 | 12.22 | 13.45    |
| 民丰特种纸股份有限公司     | 15.26     | 16.71  | 16.18  | 11.63    | 31.37        | 29.17 | 36.29 | 45.23    |
| 宜宾纸业股份有限公司      | 21.17     | 23.02  | 16.71  | 10.85    | 75.51        | 73.03 | 73.51 | 78.18    |
| 五洲特种纸业集团股份有限公司  | 36.90     | 59.62  | 65.19  | 54.66    | 46.44        | 59.84 | 61.57 | 67.15    |
| 浙江凯恩特种材料股份有限公司  | 18.30     | 13.92  | 8.26   | 4.27     | 15.21        | 12.91 | 9.50  | 3.99     |
| 烟台民士达特种纸业股份有限公司 | 2.18      | 2.82   | 3.40   | 2.82     | 14.94        | 17.18 | 3.83  | 1.60     |
| 浙江恒达新材料股份有限公司   | 7.58      | 9.53   | 8.69   | 7.48     | 24.64        | 22.79 | 11.22 | 10.29    |
| 中顺洁柔纸业股份有限公司    | 91.50     | 85.70  | 98.01  | 59.55    | 6.64         | 15.62 | 19.73 | 28.58    |
| 维达国际控股有限公司      | 152.52    | 172.13 | 182.44 | --       | 26.92        | 24.47 | 26.96 | --       |
| 恒安国际集团有限公司      | 207.90    | 226.16 | 237.68 | --       | 48.62        | 46.35 | 40.92 | --       |
| 杭州豪悦护理用品股份有限公司  | 24.62     | 28.02  | 27.57  | 20.41    | 10.27        | 12.86 | 18.63 | 17.57    |
| 重庆百亚卫生用品股份有限公司  | 14.63     | 16.12  | 21.44  | 23.25    | 0.13         | 0.04  | 0.32  | 1.12     |
| 公司简称            | 净利润（亿元）   |        |        |          | 经营活动净现金流（亿元） |       |       |          |
|                 | 2021      | 2022   | 2023   | 2024.1~9 | 2021         | 2022  | 2023  | 2024.1~9 |
| 山东晨鸣纸业集团股份有限公司  | 20.90     | 3.17   | -13.27 | -8.09    | 85.82        | 34.50 | 43.90 | 23.84    |
| 山东太阳纸业股份有限公司    | 29.67     | 28.17  | 31.01  | 24.68    | 49.29        | 38.24 | 66.17 | 58.07    |
| 山东华泰纸业股份有限公司    | 7.73      | 3.86   | 2.15   | 1.70     | 17.42        | 8.53  | 5.87  | 1.56     |
| 岳阳林纸股份有限公司      | 3.02      | 6.21   | -2.34  | -0.94    | 3.42         | 7.60  | 10.56 | 3.67     |
| 中冶美利云产业投资股份有限公司 | -0.16     | -2.31  | -0.16  | -0.09    | 0.32         | 0.57  | 0.39  | -1.19    |
| 山鹰国际控股股份公司      | 15.54     | -23.53 | 1.02   | 0.15     | 19.69        | 2.03  | 31.67 | 34.37    |
| 广西金桂浆纸业有限公司     | 16.62     | 11.13  | 11.40  | --       | -6.85        | 7.61  | 13.79 | --       |
| 山东博汇纸业股份有限公司    | 17.06     | 2.28   | 1.82   | 1.49     | 36.45        | 1.80  | 21.19 | 1.39     |

|                 |       |       |        |       |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 浙江景兴纸业股份有限公司    | 4.68  | 1.23  | 0.91   | 0.49  | 2.49  | 9.26  | -0.30 | 0.06  |
| 福建省青山纸业股份有限公司   | 2.07  | 2.19  | 1.31   | 0.97  | 4.61  | 3.86  | 6.56  | 1.64  |
| 森林包装集团股份有限公司    | 2.82  | 1.41  | 1.58   | 1.35  | 1.04  | 2.33  | 1.99  | 0.19  |
| 浙江荣晟环保纸业股份有限公司  | 2.84  | 1.68  | 2.71   | 2.49  | 1.02  | 2.57  | 2.51  | 0.33  |
| 玖龙纸业(控股)有限公司    | 71.68 | 33.11 | -23.71 | --    | 25.17 | 30.30 | 69.24 | --    |
| 理文造纸有限公司        | 26.56 | 11.68 | 10.53  | --    | 22.80 | 32.87 | 1.38  | --    |
| 广东松炆再生资源股份有限公司  | 0.09  | -2.77 | -2.37  | -1.05 | 0.24  | -1.23 | -0.29 | -0.31 |
| 仙鹤股份有限公司        | 10.19 | 7.15  | 6.67   | 8.23  | 4.47  | 0.72  | 0.62  | 4.48  |
| 齐峰新材料股份有限公司     | 1.66  | 0.09  | 2.38   | 1.08  | 2.54  | -3.57 | 6.01  | 2.67  |
| 广东冠豪高新技术股份有限公司  | 3.97  | 4.74  | -1.90  | 0.08  | 11.73 | 7.87  | -2.63 | -2.58 |
| 杭州华旺新材料科技股份有限公司 | 4.46  | 4.65  | 5.65   | 4.08  | 5.27  | 5.39  | 4.39  | 3.65  |
| 牡丹江恒丰纸业股份有限公司   | 1.08  | 1.35  | 1.49   | 1.18  | 1.53  | 2.40  | 1.96  | 2.47  |
| 民丰特种纸股份有限公司     | 0.58  | 0.15  | 0.47   | 0.61  | 0.96  | 1.88  | 0.29  | 1.50  |
| 宜宾纸业股份有限公司      | 0.28  | 0.30  | -0.78  | -1.30 | 2.67  | 2.28  | 2.79  | 0.92  |
| 五洲特种纸业集团股份有限公司  | 3.90  | 2.05  | 2.75   | 3.28  | 2.72  | 0.36  | 10.77 | 3.46  |
| 浙江凯恩特种材料股份有限公司  | 1.50  | 0.76  | 0.53   | 0.30  | 1.92  | 2.18  | -0.20 | 0.91  |
| 烟台民士达特种纸业股份有限公司 | 0.37  | 0.63  | 0.81   | 0.67  | 0.24  | 0.18  | 0.35  | 0.18  |
| 浙江恒达新材料股份有限公司   | 1.04  | 0.97  | 0.88   | 0.53  | 1.81  | 1.47  | -1.97 | 1.68  |
| 中顺洁柔纸业股份有限公司    | 5.81  | 3.49  | 3.32   | 0.52  | 13.20 | 3.92  | 12.42 | -4.61 |
| 维达国际控股有限公司      | 13.38 | 6.26  | 2.31   | --    | 21.61 | 18.45 | 17.74 | --    |
| 恒安国际集团有限公司      | 32.90 | 19.49 | 28.07  | --    | 46.04 | 38.10 | 38.75 | --    |
| 杭州豪悦护理用品股份有限公司  | 3.63  | 4.23  | 4.39   | 2.94  | 6.03  | 5.92  | 7.84  | 2.50  |
| 重庆百亚卫生用品股份有限公司  | 2.24  | 1.87  | 2.39   | 2.39  | 1.97  | 2.34  | 3.31  | 2.22  |

| 公司简称            | 总债务(亿元) |        |        |        | 经营活动现金流/总债务(X)* |       |       |          |
|-----------------|---------|--------|--------|--------|-----------------|-------|-------|----------|
|                 | 2021    | 2022   | 2023   | 2024.9 | 2021            | 2022  | 2023  | 2024.1~9 |
| 山东晨鸣纸业集团股份有限公司  | 487.02  | 482.23 | 464.49 | 434.99 | 0.18            | 0.07  | 0.09  | 0.07     |
| 山东太阳纸业股份有限公司    | 174.07  | 182.45 | 174.25 | 179.63 | 0.28            | 0.21  | 0.38  | 0.43     |
| 山东华泰纸业股份有限公司    | 38.93   | 33.61  | 34.09  | 38.95  | 0.45            | 0.25  | 0.17  | 0.05     |
| 岳阳林纸股份有限公司      | 48.28   | 48.19  | 49.57  | 67.91  | 0.07            | 0.16  | 0.21  | 0.07     |
| 中冶美利云产业投资股份有限公司 | 5.66    | 5.89   | 3.85   | 3.60   | 0.06            | 0.10  | 0.10  | -0.44    |
| 山鹰国际控股股份公司      | 272.28  | 311.70 | 303.56 | 277.66 | 0.07            | 0.01  | 0.10  | 0.17     |
| 广西金桂浆纸业有限公司     | 108.33  | 112.66 | 130.26 | --     | -0.06           | 0.07  | 0.11  | --       |
| 山东博汇纸业股份有限公司    | 81.63   | 108.80 | 106.61 | 128.48 | 0.45            | 0.02  | 0.20  | 0.01     |
| 浙江景兴纸业股份有限公司    | 16.70   | 17.43  | 19.55  | 21.98  | 0.15            | 0.53  | -0.02 | 0.00     |
| 福建省青山纸业股份有限公司   | 7.91    | 10.65  | 13.54  | 10.49  | 0.58            | 0.36  | 0.48  | 0.21     |
| 森林包装集团股份有限公司    | 0.35    | 0.05   | 2.28   | 6.13   | 2.96            | 43.42 | 0.87  | 0.04     |
| 浙江荣晟环保纸业股份有限公司  | 4.30    | 3.01   | 10.70  | 19.52  | 0.24            | 0.85  | 0.23  | 0.02     |
| 玖龙纸业(控股)有限公司    | 341.11  | 442.41 | 567.73 | --     | 0.07            | 0.07  | 0.12  | --       |
| 理文造纸有限公司        | 114.83  | 144.73 | 176.00 | --     | 0.20            | 0.23  | 0.01  | --       |
| 广东松炆再生资源股份有限公司  | 4.86    | 4.84   | 5.32   | 4.57   | 0.05            | -0.25 | -0.05 | -0.09    |
| 仙鹤股份有限公司        | 31.09   | 44.74  | 85.28  | 111.07 | 0.14            | 0.02  | 0.01  | 0.05     |
| 齐峰新材料股份有限公司     | 10.64   | 7.96   | 7.86   | 9.21   | 0.24            | -0.45 | 0.76  | 0.39     |
| 广东冠豪高新技术股份有限公司  | 13.24   | 11.90  | 29.27  | 38.27  | 0.89            | 0.66  | -0.09 | -0.09    |
| 杭州华旺新材料科技股份有限公司 | 6.78    | 9.61   | 13.02  | 11.61  | 0.78            | 0.56  | 0.34  | 0.42     |
| 牡丹江恒丰纸业股份有限公司   | 3.97    | 3.44   | 3.58   | 4.09   | 0.39            | 0.70  | 0.55  | 0.80     |

|                 |        |        |        |       |        |        |       |       |
|-----------------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 民丰特种纸股份有限公司     | 6.39   | 5.79   | 8.26   | 12.30 | 0.15   | 0.32   | 0.04  | 0.16  |
| 宜宾纸业股份有限公司      | 19.38  | 17.81  | 16.09  | 16.13 | 0.14   | 0.13   | 0.17  | 0.08  |
| 五洲特种纸业集团股份有限公司  | 18.34  | 32.83  | 39.13  | 55.03 | 0.15   | 0.01   | 0.28  | 0.08  |
| 浙江凯恩特种材料股份有限公司  | 3.23   | 2.54   | 1.78   | 0.71  | 0.60   | 0.86   | -0.11 | 1.71  |
| 烟台民士达特种纸业股份有限公司 | 0.49   | 0.64   | 0.27   | 0.11  | 0.48   | 0.29   | 1.32  | 2.09  |
| 浙江恒达新材料股份有限公司   | 1.72   | 1.69   | 1.73   | 1.55  | 1.05   | 0.87   | -1.14 | 1.44  |
| 中顺洁柔纸业股份有限公司    | 3.49   | 9.59   | 13.47  | 21.70 | 3.78   | 0.41   | 0.92  | -0.28 |
| 维达国际控股有限公司      | 39.17  | 34.47  | 38.83  | --    | 0.55   | 0.54   | 0.46  | --    |
| 恒安国际集团有限公司      | 182.47 | 170.86 | 142.88 | --    | 0.25   | 0.22   | 0.27  | --    |
| 杭州豪悦护理用品股份有限公司  | 3.43   | 4.45   | 7.37   | 6.81  | 1.76   | 1.33   | 1.06  | 0.49  |
| 重庆百亚卫生用品股份有限公司  | 0.02   | 0.01   | 0.04   | 0.16  | 129.09 | 448.20 | 74.82 | 18.67 |

注：1、总债务未经调整；2、\*号季度数据进行了年化处理。

## 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  | 部门    | 职称    |
|-----|-------|-------|
| 肖 瀚 | 企业评级部 | 资深分析师 |
| 熊 攀 | 企业评级部 | 高级分析师 |



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>