

衢州五洲特种纸业股份有限公司2021年 公开发行可转换公司债券信用评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

技术领先，服务全球，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。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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。



中证鹏元资信评估股份有限公司

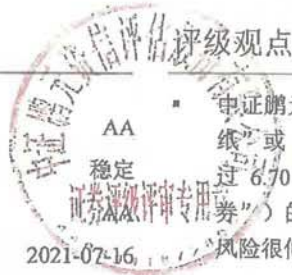
评级总监：



衢州五洲特种纸业股份有限公司 2021年公开发行可转换公司债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级
评级展望
债券信用等级
评级日期



■ 中证鹏元评定衢州五洲特种纸业股份有限公司（以下简称“五洲特纸”或“公司”，股票代码：605007.SH）本次拟公开发行总额不超过6.70亿元（含6.70亿元）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为AA，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。

■ 上述等级的评定是考虑到特种纸行业前景较好，公司产能扩张迅速，产品类型不断丰富，客户关系稳定，盈利水平不断提高；同时中证鹏元也关注到，公司新增产能存在市场消化风险，面临一定的资金支出压力、应收款项回收风险和短期偿债压力，存在木浆价格波动风险、汇兑损失风险和一定的安全、环保风险等不利因素。

债券概况

发行规模：6.70亿元
发行期限：6年
偿还方式：每年付息一次，到期归还所有未转股的可转换公司债券本金和最后一利息
发行目的：用于募投项目建设和补充流动资金

未来展望

■ 公司产品类型多样，产能扩张较快，主要产品产销量较高，预计公司业务持续性较好，未来随着在建产线的陆续投产，业务规模有望进一步扩大，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021年3月	2020年	2019年	2018年
总资产	33.66	33.96	25.19	19.77
归母所有者权益	18.00	16.88	10.09	8.09
总债务	11.45	11.89	11.40	8.25
营业收入	7.61	26.35	23.76	21.49
净利润	1.13	3.39	1.99	1.65
经营活动现金流净额	0.57	1.81	0.99	0.27
销售毛利率	28.99%	23.13%	19.16%	16.80%
EBITDA 利润率	--	20.94%	17.17%	14.77%
总资产回报率	--	16.28%	13.51%	14.78%
资产负债率	46.51%	50.30%	59.96%	59.05%
净债务/EBITDA	--	1.03	2.07	1.84
EBITDA 利息保障倍数	--	14.13	8.96	9.08
总债务/总资本	38.88%	41.33%	53.06%	50.49%
FFO/净债务	--	69.15%	28.66%	24.22%
速动比率	0.84	0.84	0.75	0.75
现金短期债务比	0.53	0.69	0.36	0.39

资料来源：公司2017-2019年三年连审审计报告、2020年审计报告及未经审计的2021年第一季度报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：毕柳
bil@cspengyuan.com

项目组成员：顾春霞
guchx@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **特种纸行业前景较好。**近年造纸行业的产业集中度不断提升，利好具有一定规模的造纸企业。特种纸行业下游需求旺盛，消费量持续增长，占纸及纸板消费总量的比重不断提升，市场前景较好。
- **产能扩张迅速，产品类型不断丰富，客户关系稳定。**公司是国内规模较大的食品包装纸、格拉辛纸和描图纸生产企业，与下游主要优质客户形成较为稳定的长期合作关系，销售渠道较有保障，近年产品种类不断丰富，产能规模迅速扩张，且在建、拟建项目设计产能较高，营业收入持续增长，业务成长性较好。
- **盈利水平不断提高。**受益于储备原材料成本价格较低、新建产线投产，营业收入持续增长和较为稳定的销售回款，经营活动净现金流持续较快增长，现金生成能力良好。近三年公司 EBITDA 利润率持续增长，总资产回报率处于较高水平，2020 年末分别达到 20.94% 和 16.28%。

关注

- **需关注新增产能消化风险以及资金支出压力。**市场需求变化受诸多因素影响，且同行业企业的产能扩张将对公司造成竞争威胁，对公司产品性能、技术水平、营销能力提出更高要求，公司在建、拟建项目尚需投资规模较大，新增产能能否被市场消化存在一定不确定性，项目建设也面临一定资金压力。
- **应收款项存在一定回收风险。**公司应收款项规模较大，对营运资金造成一定占用，2020 年应收账款坏账计提比例为 11.12%，个别客户全额计提坏账准备，若行业景气度波动，下游客户经营出现困难，公司将面临一定款项回收风险。
- **面临一定的短期偿债压力。**2021 年 3 月末，公司短期债务规模为 9.49 亿元，占总债务的比重达 82.85%，近年现金短期债务比整体处于较低水平，现金类资产对短期债务的保障程度较弱。
- **木浆价格波动风险和汇兑损失风险。**近年公司产品重要原材料木浆价格波动较大，且进口木浆采购成本占比较高，国际木浆价格易受气候、自然灾害及市场供求关系等因素影响，需关注木浆价格波动对公司经营效益的影响。此外，公司进口木浆及产品出口均以外币计价，存在一定汇兑损失风险。
- **存在一定的安全和环保风险。**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。

同业比较（单位：亿元）

指标	太阳纸业	仙鹤股份	齐峰新材	冠豪高新	宜宾纸业	恒丰纸业	民丰特纸	五洲特纸
总资产	358.66	79.64	47.35	38.30	32.51	30.34	21.82	33.96
营业收入	215.89	48.43	28.11	24.40	18.67	18.29	13.53	26.35
净利润	19.68	7.19	1.62	1.76	-1.00	1.39	0.48	3.39
销售毛利率	19.44%	20.47%	14.39%	23.51%	4.11%	30.59%	21.38%	23.13%
资产负债率	54.72%	32.46%	26.67%	26.82%	81.54%	23.64%	38.38%	50.30%

注：以上各指标均为 2020 年数据。

资料来源：公开资料，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_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、发行主体概况

公司前身系衢州五洲特种纸业有限公司，由赵磊、赵晨佳于2008年1月投资设立，初始注册资本为0.30亿元，赵磊、赵晨佳均以货币出资，持股比例分别为62.50%和37.50%。经过历次货币增资，2012年5月末，公司注册资本和实收资本均增至1.16亿元。2016年8月-2018年2月，林彩玲、赵云福、宁波云蓝投资合伙企业（有限合伙）¹、嘉兴古道煦沣二期股权投资合伙企业（有限合伙）等先后以货币出资，股东赵磊对部分股权进行转让，公司实收资本增至1.87亿元。2018年6月，公司整体变更为股份有限公司，名称变更为衢州五洲特种纸业股份有限公司，注册资本1.87亿元。2018年8月-11月，经过增资和资本公积转增股本，公司实收资本增至3.60亿元，股份总数3.60亿股，控股股东和实际控制人为赵磊、赵晨佳、赵云福、林彩玲，四人合计持股比例为86.13%。

2020年11月，公司首次公开发行4,001万股人民币普通股（A股）在上海证券交易所主板上市，每股发行价格10.09元，募集资金净额为3.40亿元。首次公开发行后，公司总股本增至4.0001亿股。公司股票简称为“五洲特纸”，股票代码为“605007”。截至2021年3月末，公司注册资本和实收资本均为4.0001亿元，控股股东和实际控制人为赵磊、赵晨佳、赵云福、林彩玲，四人已签署一致行动人协议，合计持股比例为77.51%，其中赵云福与林彩玲原系夫妻关系，赵晨佳系赵云福与林彩玲之女，赵磊与赵晨佳系夫妻关系，股权结构详见附录二。截至2021年3月末，公司前十大股东均无股权质押或冻结情况。

表1 截至2021年3月末公司前十大股东持股情况（单位：万股）

序号	股东名称	持股数量	持股比例
1	赵磊	11,958.66	29.90%
2	赵晨佳	7,928.62	19.82%
3	赵云福	6,115.06	15.29%
4	林彩玲	5,003.23	12.51%
5	嘉兴古道煦沣二期股权投资合伙企业（有限合伙）	1,524.05	3.81%
6	宁波浚泉信德投资合伙企业（有限合伙）	1,293.05	3.23%
7	姜云飞	496.33	1.24%
8	胡维德	496.33	1.24%
9	宁波云蓝投资合伙企业（有限合伙）	387.14	0.97%
10	罗邦毅	248.16	0.62%
合计		35,450.62	88.62%

资料来源：公司2021年第一季度报告，中证鹏元整理

公司主营业务为特种纸的研发、生产和销售，主要产品包括食品包装纸、格拉辛纸、描图纸、转移印花纸和文化纸等。截至2020年末，公司纳入合并范围的子公司共5家，详见附录四。

¹ 宁波云蓝投资合伙企业（有限合伙）成立于2017年12月，系公司员工持股平台。

二、本期债券概况

债券名称：衢州五洲特种纸业股份有限公司公开发行可转换公司债券；

发行规模：不超过6.70亿元（含6.70亿元）；

债券期限和利率：本期债券期限6年，票面利率确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

还本付息方式：每年付息一次，到期归还所有未转股的可转换公司债券本金和最后一年利息；

转股期限：自可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止；

初始转股价格及转股价格调整：初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司股票交易均价（若有因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前 1 个交易日公司股票交易均价。若公司发生派送红股、转增股本、增发新股（不包括因本期债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况，则需对转股价格进行调整；

转股价格向下修正条款：本期债券存续期间，当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交股东大会表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施，股东大会进行表决时，持有本次发行的可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开前 20 个交易日公司股票交易均价和前 1 个交易日公司股票交易均价；

赎回条款：本期债券到期后的 5 个工作日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。另外，在本期债券转股期内，如果公司股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或本期债券未转股余额不足 3,000.00 万元时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债；

回售条款：在本期债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按面值加当期应计利息的价格回售给公司。可转债持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转债持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转债持有人不能多次行使部分回售权；

若本期债券募集资金投资项目实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权；

向原股东配售的安排：本期债券向公司原股东实行优先配售，原股东有权放弃配售权，优先配售具体比例提请股东大会授权董事会根据发行时具体情况确定，并在本期债券发行公告中予以披露。原股东优先配售之外的余额和原股东放弃优先配售后部分将通过网下对机构投资者发售及/或通过上海证券交易所系统网上发行，余额由承销商包销。具体发行方式由股东大会授权董事会与保荐机构（主承销商）在发行前协商确定。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过6.70亿元（含6.70亿元），扣除发行费用后，拟用于以下项目：

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
年产20万吨液体包装纸项目	6.06	5.00	82.51%
补充流动资金	1.70	1.70	-
合计	7.76	6.70	-

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

根据公司提供的由第三方机构出具的项目可行性研究报告，本期债券募投项目“年产20万吨液体包装纸项目”（以下简称“募投项目”）建设主体为五洲特纸，建设地点位于衢州市衢江经济开发区天湖南路，主要建设内容包括生产厂房及办公场地、辅助用房、软硬件设备等。募投项目产能规划为液体包装纸20万吨/年，计划建设期为24个月，总投资6.06亿元，包括建筑工程费用、设备购置及安装投资、基本预备费投资和铺底流动资金。募投项目拟使用募集资金5.00亿元，自有资金1.06亿元。

按计算期12年（其中建设期2年，运营期10年），运营期第1、2年达产率分别60%和80%，第3-10年达产率为100%测算，募投项目年均销售收入8.77亿元，年均净利润0.90亿元，财务内部收益率（所得税后）为17.47%，投资回收期（所得税后，含建设期2年）为7.26年。但项目建设进度、未来原材料价格波动及供应情况、产品市场销售行情均可能对募投项目预期收入造成影响，需关注募投项目收入不达预期的风险。

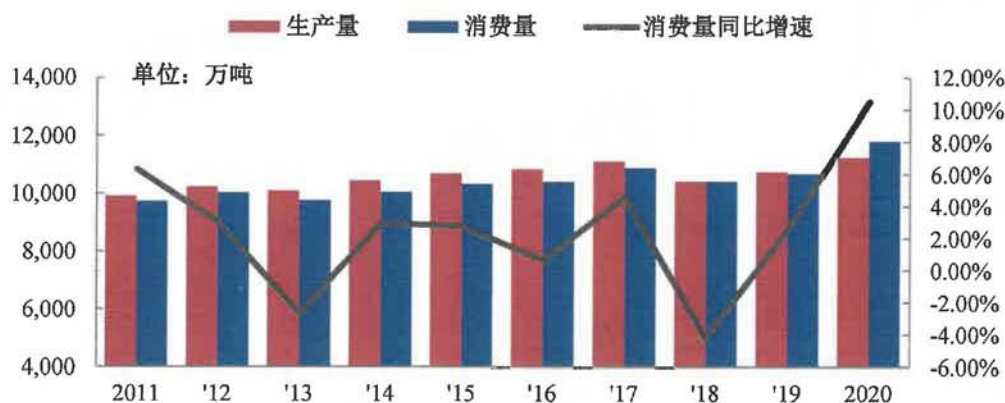
截至2021年3月末，募投项目已于2020年8月6日在衢州市衢江区经济和信息化局备案，2021年6月28日完成最后一次变更，项目代码为2020-330803-22-03-154216，已取得衢发改审[2020]189号能评批复，尚未投入建设。

四、运营环境

造纸行业整体供需平衡，供给侧改革化解过剩产能后规模效应显现，2020年以来下游需求增加及原料价格上涨带动产品价格上涨，行业景气度提升

造纸工业是生产制造各类纸张及纸板的工业部门，按产业链上下游可分为制浆、造纸、纸制品生产，上游纸浆制造可分为木浆、非木浆和废纸浆制造，中下游造纸、纸制品生产按产品类型可细分为新闻纸、印刷纸、生活用纸、包装用纸、白纸板、箱纸板、瓦楞原纸、特种纸及纸板等子行业。造纸行业具有资金密集、技术密集、规模效益显著的特点，同时作为基础性工业原料行业，造纸行业与宏观经济波动联系紧密，具有较强的周期性。2020年我国纸及纸板生产企业约2,500家，纸及纸板生产量11,260万吨，消费量11,827万吨，人均年消费量84千克（14.00亿人）。2011-2020年，我国纸及纸板生产量年均增长率为1.41%，消费量年均增长率为2.17%，生产和消费均较为稳定，且消费量基本与生产量相匹配。

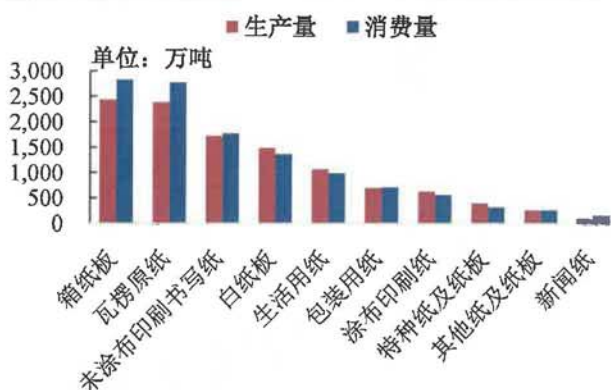
图1 2011年以来我国纸及纸板产销量较为稳定



资料来源：Wind，中证鹏元整理

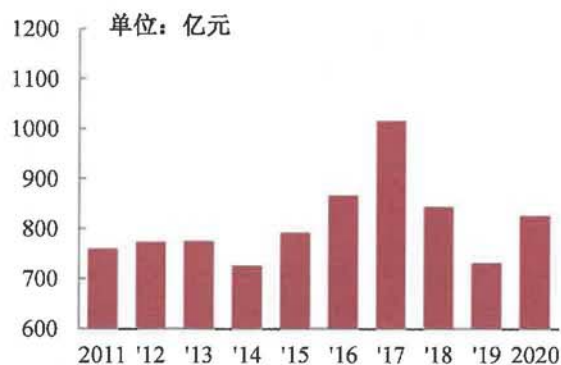
分产品类型来看，生产量和消费量占比较高的为箱纸板、瓦楞原纸、未涂布印刷书写纸，而新闻书写纸、特种纸及纸板占比较低。2020年箱纸板生产量2,440万吨，同比增长11.42%，约占纸及纸板总生产量的21.67%，瓦楞原纸生产量2,390万吨，同比增长7.66%，约占纸及纸板总生产量的21.23%。消费量方面，箱纸板、瓦楞原纸分别为第一、二大消费品种，2020年消费量合计占纸及纸板消费量的47.46%。

图2 2020年箱纸板和瓦楞原纸产量较大



资料来源：中国造纸协会，中证鹏元整理

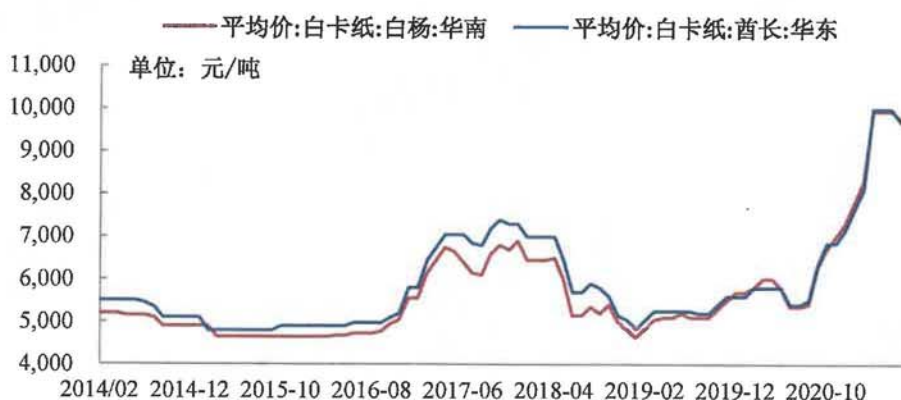
图3 近年规模以上造纸企业利润总额波动较大



资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

2011-2018年，我国造纸行业经历了产能释放、供给侧改革淘汰落后产能、纸制品价格上涨引起行业供给增加、纸制品价格回落的过程。受益于供给侧改革，国内规模以上造纸企业利润总额自2014年起持续较快增长。2018年受中美贸易摩擦，美国对造纸行业加征关税，以及国际浆价上涨影响，造纸企业利润总额大幅下降。2019年以来，随着中美贸易摩擦影响减弱，国内造纸行业下游需求恢复增长，2020年消费量增速达到10.49%，同时受上游原料价格上涨影响，主要纸制品价格逐步抬升，行业景气度提升。

图4 2019年以来白卡纸平均价格进入上升通道



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

造纸行业生产量集中在东部沿海地区，近年环保政策趋严，落后产能逐步退出市场，行业集中度不断提高

我国纸及纸板产量的区域集中度较高，主要分布在东部沿海地区，中部、西部地区占比较小。2020年我国东部地区11个省份（自治区、直辖市）纸及纸板产量占全国纸及纸板产量的比例为73.2%，中部地区8个省份（自治区、直辖市）占比16.8%，西部地区12个省份（自治区、直辖市）占比10.0%。2020年，17个省份（自治区、直辖市）纸及纸板产量在100万吨以上，产量合计1.09亿吨，占全国纸及纸板总产量的96.44%。具体到省份来看，广东、山东、江苏和浙江纸及纸板年产量超过1,000万吨，福建、河南纸及纸板年产量超过500万吨，湖北、重庆、安徽、河北、四川等省份（自治区、直辖市）纸及纸板年产量超过100万吨。

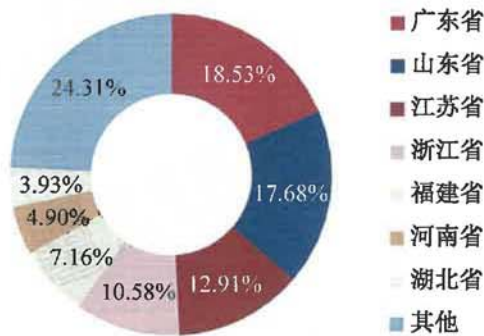
我国造纸企业数量众多，行业集中度相比发达国家偏低，但近年供给侧改革及环保高压政策的推行逐步淘汰落后的过剩产能，造纸行业集中度不断提升。2020年我国纸及纸板生产企业约2,500家，数量众多，其中纸及纸板年产量在100万吨以上的造纸企业共24家，排名第一的为玖龙纸业（控股）有限公司，2020年纸及纸板年产量达1,615.00万吨，其次分别为理文造纸有限公司、山东晨鸣纸业集团股份有限公司、山东太阳控股集团有限公司，年产量分别为630.21万吨、577.00万吨和547.77万吨，前四大造纸企业纸及纸板年产量占全行业纸及纸板总产量的29.93%。

造纸过程需要消耗大量水，排出大量废水，因此造纸行业的环保问题始终备受关注。近年为加强造

纸工业污染防治、引导造纸行业绿色循环低碳发展，我国出台了多项规范及污染防治政策，环保督察力度加强，部分污染排放不达标的中小造纸厂被迫关停，行业落后产能逐步淘汰。2011年以来我国前八大造纸企业纸及纸板产量占全行业总产量的比重（CR₈）持续提高，造纸行业集中度不断提升。预期未来在地方政府趋严的环保政策下，造纸行业头部效应将逐步显现，具有一定规模的造纸企业将受益。

图5 2020年我国纸及纸板产量集中在东部地区

各省份（自治区、直辖市）纸及纸板产量占比



资料来源：中国造纸协会，中证鹏元整理

图6 2011年以来我国造纸行业集中度不断提升

造纸行业集中度指数CR₈

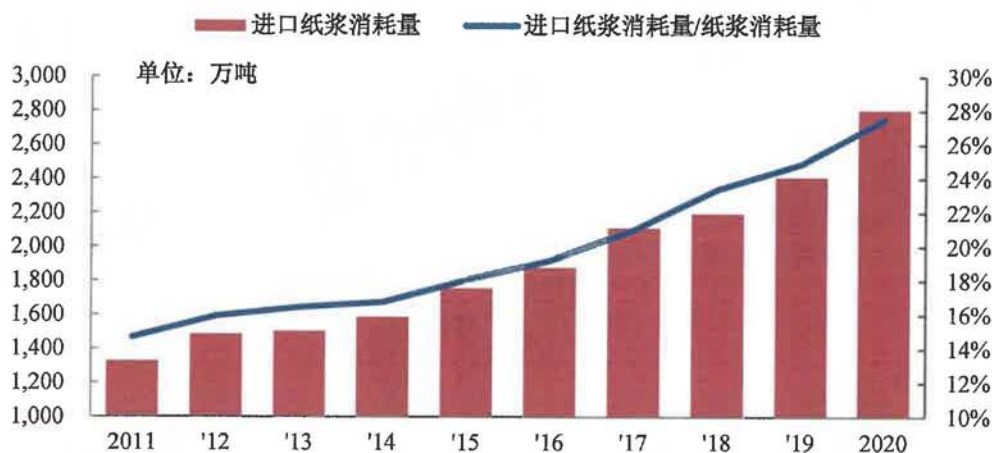


资料来源：中国造纸协会，中证鹏元整理

造纸行业主要原料的进口依赖度较高，国际木浆价格及人民币汇率波动对造纸企业的盈利及现金流存在一定影响

2011年以来我国进口纸浆依赖度不断提高。造纸行业主要原料为纸浆，根据生产纸浆的原料来源不同又可进一步分为木浆、废纸浆和非木浆，其中非木浆包括苇浆、蔗渣浆、竹浆、稻麦草浆等。由于我国森林覆盖率低于世界平均水平，人均森林面积远低于世界人均水平，林木资源相对贫乏，木浆原料主要依赖进口。2020年我国造纸行业木浆消耗量4,046万吨，占纸浆消耗总量的40%，其中进口木浆占纸浆消耗总量的25%，同时，废纸浆的生产原料也部分依赖进口，进口纸浆消耗量自2011年以来持续较快增长，2011-2020年年均复合增长率为8.64%。2020年全国进口纸浆消耗量2,805万吨，占纸浆消耗总量的27.50%。

图7 2011年以来我国进口纸浆依赖度不断提高



资料来源：中国造纸协会，中证鹏元整理

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。2014-2017年上半年，进口漂针浆价格整体变化不大，进口漂阔浆价格存在一定波动，均在2017年7月达到5,100元/吨左右。我国是世界最大的纸浆消费国，且进口纸浆占比较高。受2017年我国造纸行业产量增加，中国市场纸浆需求大幅增长影响，国际纸浆价格持续上涨。2018年中美贸易摩擦导致中国市场纸浆需求回落，同时由于国际纸浆在2017-2018年进行产能扩张，下游需求无法及时消化新增产能，国际纸浆价格开始进入下跌通道，2020年末下跌至历史低位。2021年以来，国际纸浆价格开始新一轮增长。此外，人民币兑美元汇率自2011年开始处于上升趋势，2015年至今经历了阶段性上行和下跌。总体来看，国际纸浆价格和人民币汇率的波动较大，若成本及汇率的变动不能顺利向下游传导，需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8 2017年以来我国纸浆价格波动较大

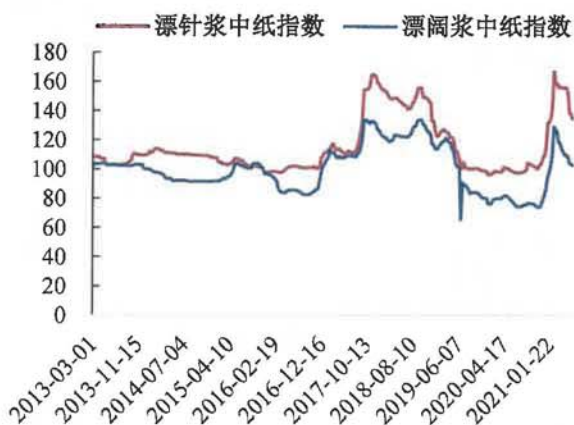
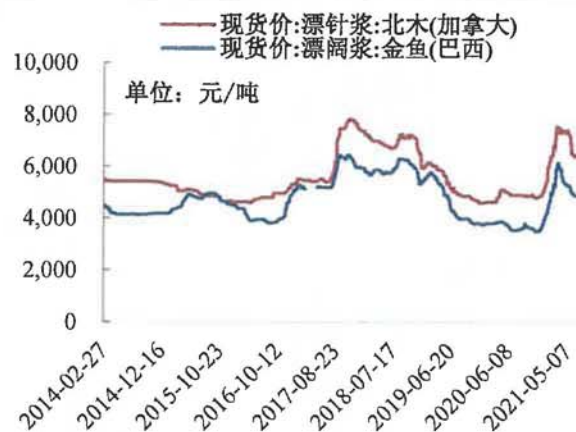


图9 2017年以来国际纸浆价格波动较大



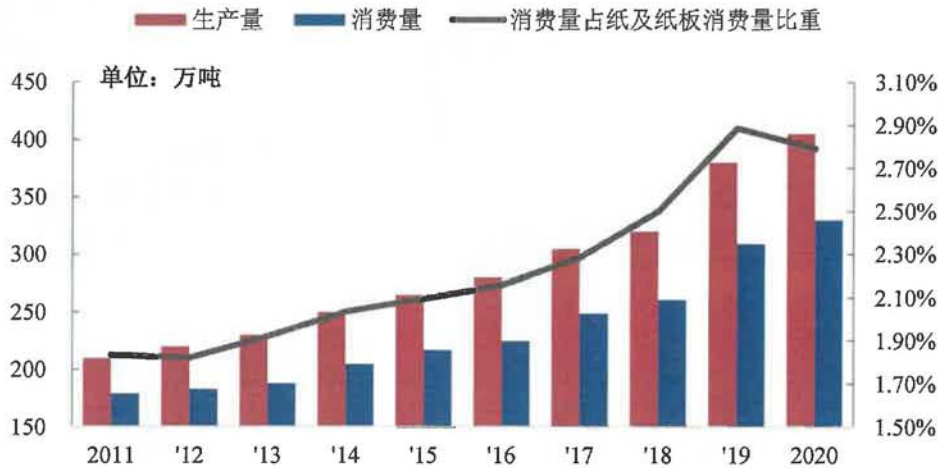
资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

2011年以来特种纸下游需求持续较快增长，消费比重不断提升，行业前景较好

特种纸是对采用特殊抄造工艺生产的具有特殊用途的、产量较小的纸张类型统称，特种纸种类繁多，应用广泛，产品性能及附加值高，细分品种包括建筑装饰用纸、转移印花纸、食品包装纸、标签离型纸、描图纸等等，终端市场涉及食品饮料、医疗、物流运输、家居装饰等。近年我国经济的发展、网络购物和餐饮外卖的兴起增加了市场对包装类、标签类等特种纸的需求，进一步推动特种纸行业的发展。2020年我国特种纸及纸板生产量405万吨，约占纸及纸板总生产量的3.60%，2011-2020年年均复合增长率为7.57%；消费量330万吨，约占纸及纸板总消费量的2.79%，2011-2020年年均复合增长率为7.03%。

图 10 2011-2020 年特种纸产量及消费量持续较快增长



资料来源：Wind，中证鹏元整理

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。近年我国餐饮行业规模持续较快增长，餐饮消费成为我国消费增长的重要支持力量。根据国家统计局数据，2011-2019年我国餐饮业营业额年均复合增长率为7.03%，2019年末餐饮业营业额为6,557.40亿元，法人企业数2.99万个；2011-2019年连锁餐饮企业营业额年均复合增长率为9.78%，连锁餐饮企业门店总数年均复合增长率为9.01%，近年持续较快发展。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，近年餐饮外卖逐渐兴起，并呈高速发展态势。2015-2019年，中国餐饮外卖行业收入规模年均复合增长率达91.01%，2019年外卖行业收入规模达6,536亿元。2020年疫情对餐饮行业造成较大冲击，外卖作为替代性的销售渠道增加了餐饮企业的收入来源。此外，受益于“限塑令”、“禁塑令”等国家政策导向，餐饮、外卖产业向环保生态方向发展，对食品包装纸的需求也逐渐增长。综合来看，餐饮、外卖产业的快速发展、行业规模的不断增长以及国家环保政策的推动落实能够保证未来食品包装纸的需求增长。

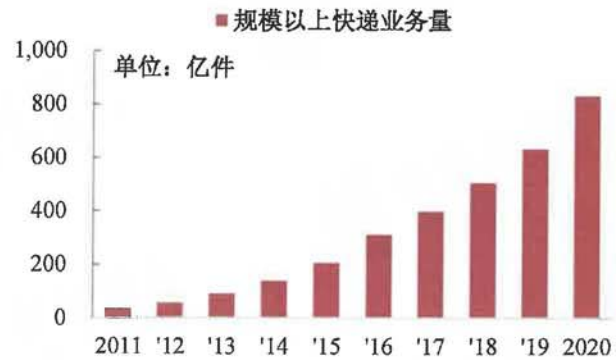
标签离型纸的下游行业主要为快递物流、商品标签等行业。2011-2020年，我国规模以上快递业务量年均复合增长率达41.47%，2020年完成833.60亿件，快递业务收入年增长率均在20%以上，快递企业营业网点数整体呈增长趋势，2019年末达到22.40万处，较2011年增长188.80%。快递业务量的增长将带动标签离型纸的需求增长，标签离型纸未来市场发展空间较大。

图 11 2011 年以来连锁餐饮业持续较快发展



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 12 2011 年以来规模以上快递业务发展迅速



资料来源：Wind，中证鹏元整理

总体来看，2011年以来我国特种纸消费量占纸及纸板消费量的比重持续较快提升。得益于下游需求的稳定增长，相较于生产及消费量增长较为缓慢的大类纸种，特种纸行业近年保持较好的发展态势，市场前景良好。

五、公司治理与管理

公司按照《公司法》、《证券法》和其他有关规定制定公司章程，建立了股东大会、董事会和监事会及其议事规则，明确了各机构在决策、执行、监督等方面的职责权限，形成了有效的职责分工和制衡机制。

股东大会作为公司的最高权力机构，负责决定公司的经营方针和投资计划，审议批准董事会及监事会报告、公司年度财务预决算方案及利润分配、弥补亏损方案等事项。近年公司能够正常召开股东大会和临时股东大会，保证了股东对影响公司经营发展的重大事项的知情权、参与权和表决权。公司董事会由7名董事组成，其中独立董事3人，董事会设董事长1人，由董事会全体董事过半数选举产生。董事会每年至少召开两次会议，负责召集股东大会、执行股东大会决议、决定公司经营计划和投资方案等，必要时应当召开临时会议。监事会由3名监事组成，设监事会主席1人，由全体监事过半数选举产生。监事会每6个月至少召开一次会议，负责检查公司财务，对董事、高级管理人员执行公司公务的行为进行监督等。公司设总经理、副总经理，由董事会聘任或解聘，总经理每届任期3年，列席董事会会议。公司设董事会秘书和财务总监，总经理、副总经理、财务总监，董事会秘书为公司高级管理人员。

公司系家族控制企业，控股股东和实际控制人赵磊、赵晨佳、赵云福、林彩玲均为家族企业的主要家庭成员，四人合计持股77.51%，股权结构较为稳定，持股比例较为集中。公司主要高层管理人员均有较为丰富的行业经验和管理经验，董事长、总经理赵磊自2004年至今，历任浙江五星纸业有限公司（以下简称“浙江五星”）副经理，浙江诚宇进出口有限公司执行董事、经理，五洲特纸执行董事、经理等，副总经理徐喜中、张宴臣、曹亮具备较为丰富的造纸行业生产、管理和销售经验。

公司根据自身业务经营和生产管理特点，制定了《供应商管理制度》、《工程项目管理制度》、《财务报告管理制度》、《内部审计制度》、《对外担保管理制度》、《信息披露管理制度》等制度，并设立了工程部、安全环境部、人力资源部、行政部、财务中心、技术部、质量管理部、采购部、生产部、销售部和证券部等相关部门，保障了公司产品研发、生产和销售，以及资金筹集、运用等各方面工作能够有序开展。截至2021年3月末，公司组织结构图详见附录三。但我们也注意到，公司近年处于产能迅速扩张阶段，未来随着新建产线的投产，公司业务规模不断扩大，在经营决策、组织管理和内部控制方面的难度也将相应增加，对公司治理和管理水平将提出更高要求。

截至2020年末，公司员工总数921人，其中生产人员687人，技术人员80人，销售人员25人。从教育程度上看，本科及以上学历员工为31人，大学专科及以下学历为890人，占比96.63%，基本能够满足公司生产经营需求。

表3 截至 2020 年末公司员工的岗位分布情况及教育程度情况

专业类别	人数	占员工总数的比例
生产人员	687	74.59%
销售人员	25	2.71%
技术人员	80	8.69%
财务人员	22	2.39%
行政人员	107	11.62%
合计	921	100.00%
教育程度	人数	占员工总数的比例
硕士及以上学历	4	0.43%
大学本科学历	27	2.93%
大学专科及以下学历	890	96.63%
合计	921	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、经营与竞争

公司主营业务为特种纸的研发、生产和销售，产品类型包括食品包装纸、格拉辛纸、描图纸、转移印花纸和文化纸，类型较为多样。公司食品包装纸和格拉辛纸的产销量高，营业收入占比较高，其中格拉辛纸新建产线在2019年于江西五星投产，产能进一步扩张，为营业收入增长提供有力支撑，2020年以

来新增转移印花纸和文化纸销售收入，为营业收入增长提供有益补充。毛利率方面，由于食品包装纸收入占比较高且毛利率持续较快增长，格拉辛纸毛利率波动增长影响，近年公司销售毛利率稳步提升，综合盈利能力有所增强。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
食品包装纸	4.08	33.97%	14.83	26.77%	15.80	21.03%	16.36	17.10%
格拉辛纸	2.26	25.48%	8.85	17.61%	7.04	12.11%	4.03	14.44%
描图纸	0.31	40.89%	0.70	40.95%	0.86	37.93%	0.65	26.46%
转移印花纸	0.63	19.30%	1.45	15.52%	0.00	-	0.00	-
文化纸	0.32	-5.13%	0.00	-	0.00	-	0.00	-
其他	0.00	-	0.00	-	0.00	24.73%	0.01	11.66%
主营业务小计	7.60	28.87%	25.83	23.38%	23.70	19.00%	21.06	16.88%
其他业务小计	0.01	99.13%	0.52	10.24%	0.05	90.07%	0.43	12.97%
合计	7.61	28.99%	26.35	23.13%	23.76	19.16%	21.49	16.80%

注：2019年主营业务中其他收入为27.52万元。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司产能扩张迅速，产品类型不断丰富；公司在建、拟建生产建设项目投资规模较大，未来产能有进一步扩大的空间，但同时也将面临一定资金支出压力，以及新增产能消化风险

公司产品种类丰富，其中食品包装纸包括纸杯纸、面碗纸、餐盒纸等不同种类，主要应用于休闲食品、快消品、餐饮食品等的包装，具有防水、防油、高强度、高松厚度的特点。格拉辛纸主要用于生产酒水、医药、零售等行业包装标签和物流快递标签的标签离型底纸，具有强度和透光度好、质地均匀致密、平滑度和光泽度高、伸缩率小、抗油性好等特点。描图纸主要用作工程制图、高档印刷、出版期刊杂志的扉页、服装的广告吊牌和图册插页等，具有纸面平滑、强韧、透明度高、耐磨耐水、纸质均匀等特性。截至2021年3月末，公司已建成7条原纸生产线，原纸产能约85万吨/年，目前是国内规模较大的食品包装纸、格拉辛纸和描图纸生产企业。

产品生产方面，公司采用以销定产的生产模式。销售部门根据客户订单需求进行产品供货排单，为满足客户个性化定制需求，一般由技术部制定产品的工艺流程和技术条件，下达至采购、生产、质检、仓库等部门，并与生产部门进行沟通。生产部门根据销售订单和供货排单情况进行生产排期，对生产进度、采购周期、计划更改等进行协调和控制，组织下属各生产线实施生产。生产过程中，公司会实时监控生产各项工艺参数，并进行调整，并对产品质量进行智能化检测，保证质量稳定可靠，生产完成后对产品进行质检，对合格品进行包装入库，并按订单交货时间进行交货。

公司食品包装纸产能较高，2020年实际产能达28.00万吨，且近年产能利用率保持在90%以上，2018-2020年产销率超过99%，是公司最主要的产品之一。2019年江西五星格拉辛纸新建产线投产后，

公司格拉辛纸产能及产量均大幅增长，2020年实际产能21.00万吨，产量12.91万吨。由于新增产能尚在逐步释放中，2019-2020年格拉辛纸产线产能利用率较低。2020年公司描图纸产能有所增长，但产量较为稳定，使得产能利用率有所下降。2020年4月江西五星新建年产能5万吨的转移印花纸产线投产，全年处于产能爬坡阶段，产能利用率较低。2021年江西五星新建30万吨文化纸产线投产，公司产品种类进一步得到丰富。总体来看，近年公司产品产能扩张迅速，未来需关注新增产能释放情况。

表5 2018-2020年公司主要产品产能、产量及产能利用情况

产品类别		2020年	2019年	2018年
食品包装纸	实际产能（万吨）	28.00	25.88	25.88
	产量（万吨）	26.20	26.45	25.75
	产能利用率	93.57%	102.20%	99.50%
格拉辛纸	实际产能（万吨）	21.00	20.61	5.14
	产量（万吨）	12.91	10.87	5.06
	产能利用率	61.48%	52.74%	98.44%
描图纸	实际产能（万吨）	0.70	0.54	0.54
	产量（万吨）	0.58	0.59	0.57
	产能利用率	82.86%	109.26%	105.56%
转移印花纸	实际产能（万吨）	5.00	-	-
	产量（万吨）	2.83	-	-
	产能利用率	56.60%	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司处于产能扩张阶段，新建特种纸产线规模较大。截至2021年3月末，公司主要在建、拟建项目投资规模较大，尚需投资9.83亿元，未来将面临一定的资金支出压力。同时，随着新建产线的逐步建成投产，公司产能将进一步扩大，为公司收入增长提供一定保障，但目前公司部分产品产能利用率较低，市场需求受诸多不确定因素影响，同行业公司的产能扩张可能对公司造成竞争威胁，将对公司在产品性能、技术水平、营销能力等方面提出更高要求，未来需关注新建项目投产后的产能消化风险。

表6 2021年3月末公司主要在建、拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	已投资	性质
年产50万吨食品包装纸生产基地建设项目	6.45	2.68	在建
年产20万吨液体包装纸项目	6.06	0.00	拟建
合计	12.51	2.68	-

注：液体包装纸属于食品包装纸的一种，建成后将增加食品包装纸产能。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司与下游主要客户形成较为稳定和长期的合作关系，销售渠道较有保障；需关注人民币汇率波动引起汇兑损失的风险

销售方面，公司采用直接销售模式，与客户签署合同的方式包括年度合同和单笔合同。对于长期稳定合作的大客户，由于交易规模大且发货较为频繁，双方多签署年度合同，公司按照具体订单要求安排

发货。对于小客户和新建立合作关系的客户，由于单次交易规模较小且交易频次较低，双方多签署单笔合同，公司按签订的单笔合同安排发货。销售部根据市场情况，每月提前制定下一月的销售计划，并报销售总监及相关部门审定。同时，公司在不同区域设置销售代表，负责公司产品的推广、销售和售后服务工作。

公司食品包装纸、格拉辛纸销售额占比较高。2018-2020年，食品包装纸销售额不断下降，主要系市场木浆价格下降，导致产品销售价格降低，同时2020年疫情期间少量客户短期停工，导致食品包装纸销量下滑所致。受益于格拉辛纸新建产线投产，产能扩张，近年公司格拉辛纸销量和销售收入持续较快增长。描图纸市场规模较小，2018-2020年，公司描图纸销售额存在一定波动。2019年市场中个别生产企业退出市场，描图纸销售价格提升，公司描图纸销售额有所增长，2020年受疫情影响，描图纸销售量下降，公司描图纸销售额有所下滑。转移印花纸系公司2020年新增产品，当期销售情况良好。

表7 2018-2020 年公司主要产品销售价格及销量情况

产品类别		2020 年	2019 年	2018 年
食品包装纸	均价（元/吨）	5,628.92	5,860.17	6,379.00
	销量（万吨）	26.35	26.96	25.65
	销售金额（万元）	148,322.00	157,968.15	163,636.57
	产销率	100.57%	101.93%	99.61%
格拉辛纸	均价（元/吨）	6,409.50	7,170.75	8,170.52
	销量（万吨）	13.80	9.82	4.94
	销售金额（万元）	88,451.14	70,405.97	40,345.05
	产销率	106.89%	90.34%	97.63%
描图纸	均价（元/吨）	12,495.93	13,147.83	12,315.13
	销量（万吨）	0.56	0.66	0.53
	销售金额（万元）	6,997.72	8,648.28	6,481.50
	产销率	96.55%	111.86%	92.98%
转移印花纸	均价（元/吨）	5,496.36	-	-
	销量（万吨）	2.64	-	-
	销售金额（万元）	14,510.38	-	-
	产销率	93.29%	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司与主要客户建立了长期的合作关系，在满足客户基本需求的基础上，可协助客户进行新产品或工艺的研发，为客户提供全方位服务，进而提高客户粘性。公司食品包装纸的主要客户为杭州顶正包材

有限公司（以下简称“顶正包材”）、统奕包装²、岸宝集团³等，最终用户为康师傅、统一等大型食品饮料生产企业。格拉辛纸的主要客户为Avery Dennison（以下简称“艾利丹尼森”）、冠豪高新⁴、富洲公司⁵等国内外的标签纸生产企业，描图纸的主要客户为无锡尚瑞纸业有限公司等国内企业，转移印花纸和文化纸的主要客户为厦门建发纸业有限公司等企业。由于特种纸功能性强、定制化程度高，大型客户对供应商的生产能力、技术水平、生产工艺、卫生条件、产品品质等要求较高，在选择供应商时通常需要进行严格的审查程序，从小批量试用到大批量供货，所需时间较长，由此达成的合作关系一般较为稳定和长期。近年公司销售端与下游大型客户的合作关系较为稳定，2018-2020年及2021年1-3月，顶正包材、艾利丹尼森始终为公司第一、二大客户，冠豪高新、富洲公司、统奕包装等亦为公司近年销售额较大的客户，公司前五大客户较为稳定，销售额占比保持在40%左右，客户集中度尚可。

表8 2018-2020年及2021年1-3月公司前五大客户销售额情况（单位：亿元）

时间	序号	客户名称	销售内容	销售金额	占比
2021年1-3月	1	杭州顶正包材有限公司	食品包装纸	1.48	19.44%
	2	Avery Dennison（艾利丹尼森）	格拉辛纸、描图纸	0.73	9.58%
	3	厦门建发纸业有限公司	文化纸	0.58	7.55%
	4	冠豪高新	格拉辛纸	0.43	5.71%
	5	富洲公司	格拉辛纸	0.28	3.67%
合计				3.50	45.95%
2020年	1	杭州顶正包材有限公司	食品包装纸	4.01	15.24%
	2	Avery Dennison（艾利丹尼森）	格拉辛纸、描图纸	2.52	9.56%
	3	冠豪高新	格拉辛纸	1.42	5.39%
	4	安庆市三环康泰纸塑有限公司	食品包装纸	1.07	4.07%
	5	富洲公司	格拉辛纸	1.07	4.07%
合计				10.10	38.32%
2019年	1	杭州顶正包材有限公司	食品包装纸	4.00	16.85%
	2	Avery Dennison（艾利丹尼森）	格拉辛纸、描图纸	2.48	10.42%
	3	冠豪高新	格拉辛纸	1.06	4.47%
	4	统奕包装	食品包装纸	0.96	4.05%
	5	安庆市三环康泰纸塑有限公司	食品包装纸	0.92	3.86%
合计				9.42	39.66%

² 指武汉统奕包装有限公司、长沙统奕包装有限公司、广州统奕包装有限公司和上海统一包装有限公司，下同。

³ 指南京岸宝纸制品有限公司、成都岸宝纸制品有限公司（现改名为岸宝环保科技（成都）有限公司）、昆明岸宝纸制品有限公司（现改名为岸宝环保科技（昆明）有限公司），下同。

⁴ 指广东冠豪高新技术股份有限公司和浙江冠豪新材料有限公司，下同。

⁵ 指中山富洲胶粘制品有限公司、天津富洲科技有限公司、苏州富洲胶粘制品有限公司、中山汉洲科技实业有限公司和中山富洲纸塑制品有限公司，下同。

2018年	1	杭州顶正包材有限公司	食品包装纸	3.94	18.34%
	2	Avery Dennison (艾利丹尼森)	格拉辛纸	1.80	8.38%
	3	统奕包装	食品包装纸	0.94	4.37%
	4	台州市康迪纸品股份有限公司	食品包装纸	0.76	3.54%
	5	浙江至优环保科技有限公司	食品包装纸	0.68	3.17%
合计				8.12	37.80%

注1：向 Avery Dennison (艾利丹尼森) 销售金额为公司向同一控制下艾利丹尼森 (中国) 有限公司、艾利丹尼森 (广州) 材料有限公司、Avery Dennison、Avery Dennison Materials Sdn Bhd、Avery Dennison (India) Private Limited、Avery Dennison (Thailand) Ltd 的销售金额合计数。

注2：向冠豪高新销售额为公司向同一控制下广东冠豪高新技术股份有限公司和浙江冠豪新材料有限公司的销售金额合计数。

注3：向富洲公司销售金额为公司向同一控制下中山富洲胶粘制品有限公司、天津富洲科技有限公司、苏州富洲胶粘制品有限公司、中山汉洲科技实业有限公司和中山富洲纸塑制品有限公司的销售金额合计数。

注4：向统奕包装销售金额为公司向同一控制下武汉统奕包装有限公司、长沙统奕包装有限公司、广州统奕包装有限公司和上海统一包装有限公司的销售金额合计数。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从销售区域来看，公司销售以内销为主，外销占比较低，内销地集中在华东、华南地区，主要外销地为印度、马来西亚、韩国和台湾地区。2020年以来，受疫情及海运运费上升等因素影响，公司外销规模及占比均有所下降，其中海运运费根据不同结算模式，由公司或客户承担；内销运费由公司承担。销售政策方面，规模较大的内销客户一般为月结30-120天，外销客户一般为提单日30-120天电汇付款或即期信用证；规模较小的内销客户为款到发货，外销客户一般为预付20%-30%货款。由于外销产品以外汇计价，同时公司生产原料木浆主要依赖进口，汇率波动影响公司产品销售价格和原料采购价格，进而对公司经营效益产生影响。2018-2020年，公司分别发生汇兑损失1,094.83万元、914.90万元和汇兑收益2,917.66万元，需关注人民币汇率波动引起汇兑损失的风险。

表9 公司主营业务收入按区域分类情况 (单位：亿元)

项目	2021年3月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
内销	7.19	94.60%	23.57	91.26%	20.96	88.44%	19.15	90.96%
外销	0.41	5.40%	2.26	8.74%	2.74	11.56%	1.90	9.04%
合计	7.60	100.00%	25.83	100.00%	23.70	100.00%	21.06	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要生产原料木浆占生产成本比重较高，木浆进口依赖度较高，需关注国际木浆价格和人民币汇率波动对公司盈利水平和现金流情况可能造成的影响；前五大供应商采购金额占比较高，供应商较为集中

采购方面，公司主要采用以产定购的采购模式，根据生产、销售计划与仓库实际存量编制原材料采购计划，原材料备货需满足约30天生产用量。公司与主要的国外供应商结算方式通常为国际信用证，开证发货，与国内供应商结算账期一般在1-2个月。特种纸生产所需原材料主要为木浆及辅料，辅料主要为淀粉、PE，木浆成本约占直接材料成本的70%，直接材料成本在主营业务成本中占比较高 (详情见

表10)，木浆价格的波动对公司的成本控制影响较大。从原材料采购地来看，公司木浆主要依赖进口，国外采购金额占比在90%左右，主要供应商来自加拿大、美国、智利、俄罗斯、芬兰、瑞典、巴西等国，由于国际木浆价格易受气候、自然灾害及市场供求关系等因素影响，2017年以来木浆价格波动较大，需关注木浆价格波动对公司经营状况及盈利水平可能造成的影响。

表10 公司主营业务成本构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直接材料	4.20	77.62%	15.66	79.12%	15.58	81.13%	14.86	84.90%
直接人工	0.15	2.69%	0.50	2.53%	0.46	2.37%	0.31	1.76%
制造费用	1.06	19.68%	3.63	18.35%	3.17	16.50%	2.33	13.34%
主营业务成本	5.41	100.00%	19.79	100.00%	19.20	100.00%	17.50	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司与上游主要供应商的合作关系较为稳定，2018-2020年及2021年1-3月，UPM⁶为公司第一大木浆原料供应商，采购金额占比均在15%左右，此外，冠宇贸易、Dryad Resources (Hk) Co., Limited等也是较为稳定的供应商。总体来看，公司前五大供应商采购金额占比较高，供应商较为集中。

表11 2018-2020年及2021年1-3月公司前五大供应商采购情况（单位：亿元）

时间	序号	客户名称	采购内容	采购金额	占比
2021年1-3月	1	UPM	木浆	0.74	15.02%
	2	Suzano International Trade GmbH	木浆	0.66	13.32%
	3	Dryad Resources (Hk) Co., Limited	木浆	0.49	9.97%
	4	冠宇贸易	木浆	0.28	5.78%
	5	国网浙江省电力有限公司衢州供电公司	电力	0.26	5.20%
合计				2.43	49.28%
2020年	1	UPM	木浆	3.38	16.11%
	2	Dryad Resources (Hk) Co., Limited	木浆	2.89	13.81%
	3	冠宇贸易	木浆	2.10	10.00%
	4	China Union(Macao Commerical Offshore) Co., Limited	木浆	1.59	7.61%
	5	浙江东方纸业有限公司	木浆	1.49	7.10%
合计				11.45	54.63%
2019年	1	UPM	木浆	3.16	17.51%
	2	冠宇贸易	木浆	2.04	11.28%
	3	Dryad Resources (Hk) Co., Limited	木浆	1.40	7.75%
	4	国网浙江省电力有限公司衢州供电公司	电力	1.08	6.00%

⁶ 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。

	5	衢州东港环保热电有限公司	蒸汽	0.82	4.52%
合计				8.50	47.05%
	1	UPM	木浆	2.58	14.62%
	2	浙江东方纸业有限公司	木浆	2.29	12.94%
2018年	3	国际纸业（香港）	木浆	1.19	6.72%
	4	冠宇贸易	木浆	1.07	6.06%
	5	国网浙江省电力有限公司衢州供电公司	电力	1.02	5.77%
合计				8.14	46.10%

注1：向UPM采购金额为公司向同一控制下的Upm Pulp Sales Oy、Upm-Kymmene Corporation的采购金额合计数。

注2：向冠宇贸易采购金额为公司向同一控制下的Alkira Trading (Macao Commercial Offshore) Limited、April International Enterprise Pte Ltd、亚太森博（山东）浆纸有限公司的采购金额合计数。

注3：向浙江东方纸业有限公司采购金额为公司向同一控制下的浙江东方纸业有限公司、浙江省造纸印刷有限公司的采购金额合计数。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

造纸行业机器设备自动化程度高，近年环保政策趋严，公司存在一定的安全生产风险和环保风险

造纸行业大型设备密集，自动化程度较高，对生产工人的操作水平、技能及安全意识要求较高，公司存在一定的安全生产风险。对此公司设立了安全生产领导小组，建立了一系列安全生产制度，以保障生产过程的安全性。2018年以来，公司累计发生一起安全生产事故，受到衢州市衢江区安全生产监督管理局罚款25万元，公司已针对此次事故进行了整改。

近年我国出台较多有关造纸行业的污染防治政策，环保督察趋严，公司污染排放均达到国家标准，厂址选择符合当地环保监管要求，对于生产过程种产生的污染物，公司建造了配套的处理设施，制定了相关的环保制度并持续进行环保投入，以确保污染物达标排放。考虑到未来国家可能会加强污染防治力度，提高污染物排放标准，公司存在排污不达标、环保支出增加进而影响盈利水平的风险。

公司研发投入主要针对下游客户的需求对特种纸生产工艺、机器设备进行改进和新产品开发。截至2021年3月末，公司已取得4项发明专利和9项实用新型专利，主要为特种纸产品的生产工艺及材料制备方法等。总体而言，公司在特种纸产品工艺及新产品开发上的研发投入较为稳定，占营业收入的比重较低。

表12 公司研发投入情况（单位：万元）

项目	2021年1-3月	2020年	2019年	2018年
研发投入金额	494.21	1,114.36	1,127.76	1,142.72
研发投入占营业收入的比例	0.65%	0.42%	0.47%	0.53%

资料来源：公司2017-2019年三年连审审计报告、2020年审计报告及未经审计的2021年第一季度财务报表，中证鹏元整理

七、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2017-2019年三年连审审计报告、2020年审计报告及2021年第一季度报告，报告均采用新会计准则编制。近三年公司合并范围无变化，截至2020年末纳入合并范围的子公司共5家，详见附录四。

资产结构与质量

近年公司资产规模持续较快增长，库存商品变现能力较好，但应收款项规模较大且存在一定回收风险，构建长期资产投入较多，整体资产流动性一般

近年随着公司通过公开发行股票取得股权融资，以及自身利润的不断累积，公司资产规模持续较快增长，2018-2020年复合增长率达31.06%。公司资产结构较为均衡，受江西五星新建厂房、仓库及生产线持续投入和逐步完工转入固定资产影响，非流动资产占比有所提升，2021年3月末非流动资产占总资产的54.08%。

公司货币资金规模较小，2020年末受限比例为39.38%，主要为票据和信用证保证金；交易性金融资产为公司利用闲置资金购买的理财产品，2020年末货币资金和交易性金融资产大幅增长主要系当期公开发行股票取得融资款项所致；随着理财产品到期赎回，江西五星在建产线持续投入，2021年3月末货币资金和交易性金融资产规模有所下降。公司应收票据主要为银行承兑汇票，近年随销售规模及票据结算的增加而有所增长。公司应收账款规模呈波动增长趋势，2020年末坏账计提比例为11.12%，其中对浙江望湖蓝图纸业有限公司和厦门雅合纸朔复合材料有限公司合计0.32亿元销售货款因欠款方经营困难，预计无法收回，已单项全额计提坏账准备。公司应收账款账龄主要在1年以内，前五大欠款方为公司主要下游客户，应收账款占比合计50.22%，款项集中度较高。总体来看，公司应收款项规模较大，对营运资金造成一定占用，若行业景气度波动，下游客户经营出现困难，公司将面临一定款项回收风险。

公司存货主要为木浆原料和各类特种纸产成品，2020年末原材料账面价值3.74亿元，同比大幅增长217.52%，一方面系当期江西五星5万吨转移印花纸、30万吨文化纸产线相继投产，格拉辛纸、转移印花纸产线的产能逐步释放，原材料备货增加，另一方面系2020年下半年木浆价格处于近年较低水平，公司增加原材料采购量所致。库存商品方面，2019年随着江西五星新增产线投产，产能逐步释放，公司特种纸产成品库存量有所增加；2020年受格拉辛纸销量增加影响，库存商品账面价值同比减少58.02%至0.36亿元。公司采用以销定产模式进行生产，存货周转情况良好；但近年纸浆价格波动较大，需关注公司存货跌价风险。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.06	6.13%	2.44	7.19%	1.72	6.81%	1.84	9.31%
交易性金融资产	0.50	1.49%	1.40	4.12%	0.30	1.19%	0.00	0.00%
应收票据	1.67	4.95%	1.42	4.17%	1.14	4.52%	1.13	5.71%

应收账款	5.26	15.63%	4.51	13.27%	5.04	20.00%	4.11	20.77%
存货	4.18	12.42%	4.29	12.63%	2.25	8.95%	2.15	10.90%
流动资产合计	15.45	45.92%	16.90	49.77%	12.18	48.34%	10.12	51.21%
固定资产	11.95	35.52%	12.22	36.00%	6.22	24.70%	6.48	32.78%
在建工程	5.18	15.38%	3.76	11.07%	6.07	24.10%	2.47	12.51%
非流动资产合计	18.20	54.08%	17.05	50.23%	13.01	51.66%	9.64	48.79%
资产总计	33.66	100.00%	33.96	100.00%	25.19	100.00%	19.77	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

公司固定资产主要为生产车间、仓库、办公楼及纸机等专用生产设备，2020 年末大幅增长主要系江西五星转移印花纸、文化纸新建厂房及设备转固所致。在建工程主要为江西五星特种纸项目，近年持续进行较大规模投入，受部分完工项目转入固定资产影响，账面价值有所波动。截至 2020 年末，公司受限资产账面价值合计 8.18 亿元，占总资产的 24.09%。

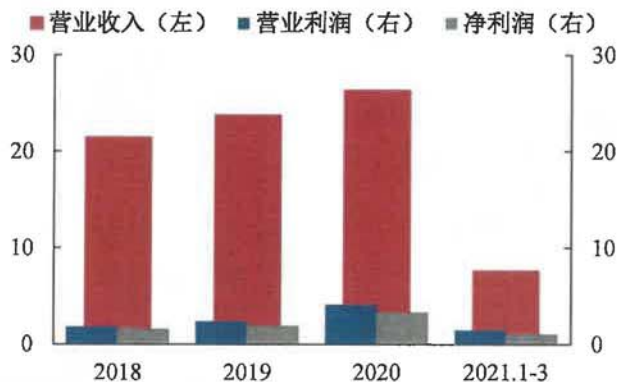
总体来看，近年公司资产规模持续较快增长，各类特种纸产品产销率较高，存货周转情况和变现能力较好，但同时应收款项对营运资金造成一定占用且存在一定回收风险，构建长期资产投入较大，非流动资产占比较高，整体资产流动性一般。

盈利能力

近年公司营业收入持续稳定增长，主要产品毛利率提升，盈利水平不断提升

公司主营业务为特种纸产品的研发、生产和销售，近年新建格拉辛纸、转移印花纸产线，产能大幅扩张，产品类型不断丰富，且下游需求较有保障，产品产销率较高，营业收入持续稳定增长。盈利能力方面，2018-2020 年公司主营业务毛利率不断提高，主要系收入占比较高的食品包装纸毛利率提高所致；同时格拉辛纸、描图纸和转移印花纸毛利率整体均有所提高，公司主要产品盈利能力增强。

毛利率水平的持续提升带动公司 EBITDA 利润率的不断增长，总资产回报率存在一定波动但整体处于较高水平，公司盈利水平不断提升。

图 13 公司收入及利润情况（单位：亿元）


资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

图 14 公司盈利能力指标情况（单位：%）

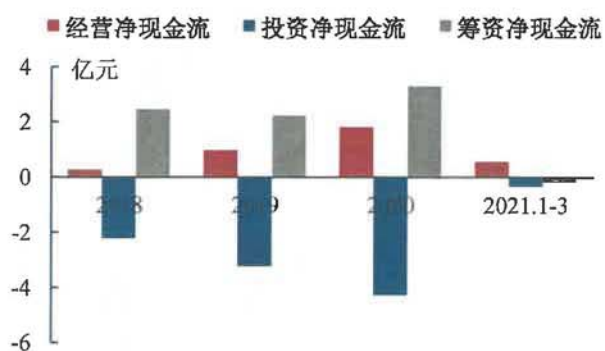
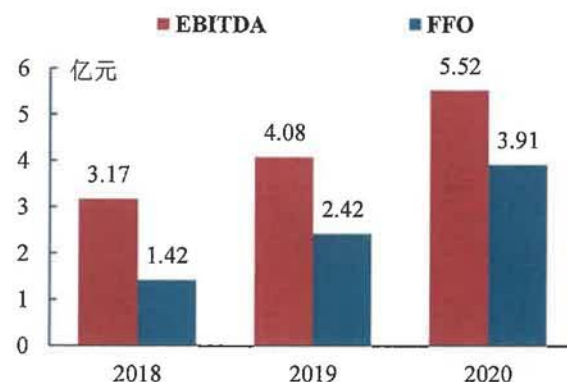

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

近年公司经营活动现金流净额持续增长，但新建产线投资规模较大，未来面临一定的资金支出压力

近年公司处于产能扩张阶段，随着新建产线持续投入，投资活动现金流持续净流出且净流出规模逐年扩大。公司建设资金来源主要为自身经营活动现金回流以及外部融资，近年公司产品类型逐步丰富，产品产销率均较高，营业收入保持稳定增长，下游客户回款情况稳定，公司经营活动现金净流入规模持续增长；而外部融资主要依赖银行借款和股票发行，近年筹资活动现金流持续净流入，其中 2020 年公司公开发行股票筹集资金，筹资活动现金净流入规模有所增长。

随着净利润持续增长，公司 EBITDA 和 FFO 增长较快，现金生成能力增强。但资本性支出增长较快，且尚需投资规模较大，应收账款增长占用一定营运资金，未来主要资本性支出将持续依赖筹资活动，面临一定的资金支出压力。

图 15 公司现金流结构

图 16 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

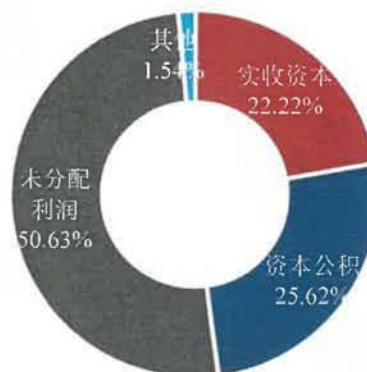
公司资本实力增强，负债水平有所降低，但短期债务占比很高，面临一定的短期集中偿付压力

得益于2020年公司公开发行股票，权益资本大幅增长，以及近年持续的利润积累，2018-2020年所有者权益年均复合增长率达44.39%。2018年-2021年3月末，公司负债总额波动增长，但整体增幅不大，产权比率波动下降，2021年3月末为86.93%，所有者权益对总负债的保障程度上升。

图 17 公司资本结构



图 18 2021 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

近年江西五星新增产线建设资金需求较大，公司长期借款规模增长较快，非流动负债占比有所上升，但负债结构仍以流动负债为主。

公司债务融资以银行借款为主，短期借款主要为抵押借款和保证借款，近年增长较快。应付票据全部为银行承兑汇票，近年规模存在一定波动，应付账款主要为应付上游供应商材料款，账龄主要在1年以内，从应付票据和应付账款规模和占比来看，公司对上游的占款能力一般。一年内到期的非流动负债全部为即将到期的长期借款，规模较小。

公司长期借款的增长主要为江西五星2019年取得的项目贷款。由江西五星的机器设备和土地使用权提供抵押，并由公司提供连带责任担保，已部分还款，整体规模不大。长期应付款全部为江西五星售后回租机器设备的应付融资租赁款。

表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比

短期借款	7.41	47.32%	7.61	44.56%	7.07	46.81%	5.62	48.12%
应付票据	1.68	10.75%	2.03	11.88%	2.43	16.10%	1.87	15.99%
应付账款	2.97	18.98%	3.55	20.77%	2.51	16.63%	2.47	21.12%
一年内到期的非流动负债	0.40	2.56%	0.40	2.34%	0.30	1.99%	0.10	0.86%
流动负债合计	13.43	85.81%	14.97	87.62%	13.22	87.52%	10.69	91.60%
长期借款	1.40	8.94%	1.20	7.03%	1.60	10.59%	0.67	5.74%
长期应付款	0.56	3.61%	0.65	3.81%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动负债合计	2.22	14.19%	2.11	12.38%	1.88	12.48%	0.98	8.40%
负债合计	15.65	100.00%	17.08	100.00%	15.11	100.00%	11.67	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

近年公司总负债规模波动增长，总债务占总负债的比重较高。近年公司债务结构有所改善，但短期债务占比仍很高，考虑到公司现金类资产规模较小，资产流动性一般，公司面临一定的短期偿债压力。

图 19 公司债务占负债比重



图 20 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

受权益资本增长影响，公司资产负债率有所下降，总债务占总资本的比例下降。受益于利润总额大幅增长，2020 年 EBITDA 利息保障倍数大幅上升，公司盈利对利息支出的保障程度提升。2020 年 EBITDA 和 FFO 对净债务的保障情况改善，公司面临一定的偿债压力。

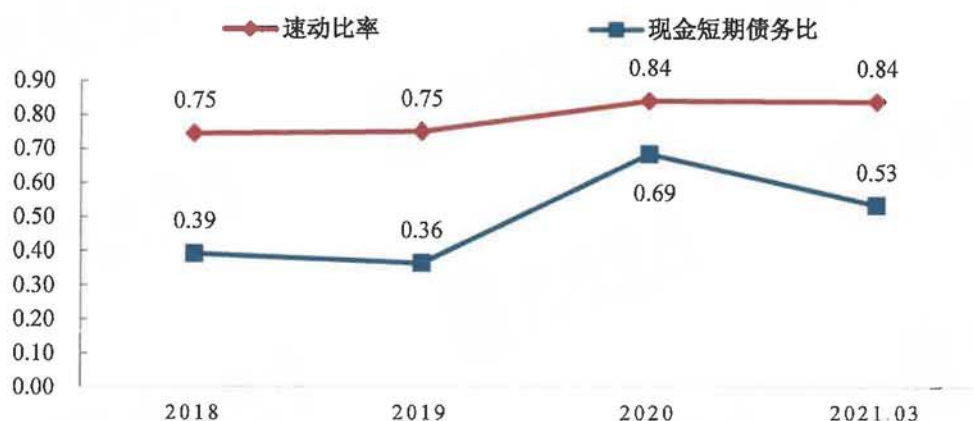
表 15 公司杠杆状况指标

指标名称	2021 年 3 月	2020 年	2019 年	2018 年
资产负债率	46.51%	50.30%	59.96%	59.05%
净债务/EBITDA	--	1.03	2.07	1.84
EBITDA 利息保障倍数	--	14.13	8.96	9.08
总债务/总资本	38.88%	41.33%	53.06%	50.49%
FFO/净债务	--	69.15%	28.66%	24.22%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

公司短期债务占比较高，现金类资产规模较小，使得近年现金短期债务比偏低，现金类资产对短期债务的覆盖度较低。近年公司速动比率持续低于 1.00，资产负债期限结构欠佳。2020 年公司公开发行股票，权益资本大幅增长，且公司拟通过发行可转换公司债券筹集项目建设资金，外部融资渠道较为畅通。

图 21 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

八、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及子公司浙江五星、江西五星的企业信用报告，从 2018 年 1 月 1 日至报告查询日（2021 年 7 月 5 日），公司本部及子公司浙江五星、江西五星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。

九、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

公司募投项目实现的现金流入为本期债券偿债资金的主要来源。根据公司提供的项目可行性研究报告，本期债券募投项目计算期 12 年（建设期 2 年，运营期 10 年），投产后预计实现年均销售收入 8.77 亿元，年均净利润 0.90 亿元，财务内部收益率（所得税后）为 17.47%，投资回收期（所得税后，含建设期 2 年）为 7.26 年。但项目建设进度、未来原材料价格波动及供应情况、产品市场销售行情均可能对募投项目预期收入造成影响，需关注募投项目收入不达预期的风险。

公司经营活动现金流入为本期债券偿债资金的重要保障，2018-2020年公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为18.10亿元、19.72亿元和23.89亿元，经营活动现金净流入分别为0.27亿元、0.99亿元和1.81亿元，近年持续增长。公司与下游主要客户合作关系较为稳定，销售渠道较有保障。但同时公司应收款项规模较大，现金类资产规模较小，应收款项对营运资金造成一定占用且存在一定回收风险，且近年公司处于规模扩张阶段，构建长期资产投入较大，非流动资产占比较高，整体资产流动性一般；此外木浆价格波动可能会对公司盈利水平造成一定影响，进而影响公司现金流。

本期债券为可转换公司债券，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转股部分无需还本付息，将在一定程度上减轻公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素导致债券未能进行转股的可能。

十、结论

综上，中证鹏元评定五洲特纸主体信用等级为AA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

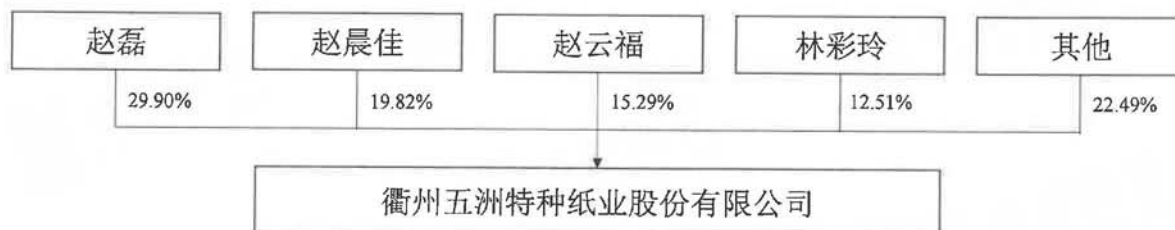


附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	2.06	2.44	1.72	1.84
应收账款	5.26	4.51	5.04	4.11
存货	4.18	4.29	2.25	2.15
固定资产	11.95	12.22	6.22	6.48
在建工程	5.18	3.76	6.07	2.47
总资产	33.66	33.96	25.19	19.77
短期借款	7.41	7.61	7.07	5.62
应付票据	1.68	2.03	2.43	1.87
应付账款	2.97	3.55	2.51	2.47
一年内到期的非流动负债	0.40	0.40	0.30	0.10
长期借款	1.40	1.20	1.60	0.67
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.56	0.65	0.00	0.00
总负债	15.65	17.08	15.11	11.67
总债务	11.45	11.90	11.42	8.26
归属于母公司的所有者权益	18.00	16.88	10.09	8.09
营业收入	7.61	26.35	23.76	21.49
净利润	1.13	3.39	1.99	1.65
经营活动产生的现金流量净额	0.57	1.81	0.99	0.27
投资活动产生的现金流量净额	-0.34	-4.28	-3.22	-2.22
筹资活动产生的现金流量净额	-0.17	3.30	2.24	2.47
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	28.99%	23.13%	19.16%	16.80%
EBITDA 利润率	--	20.94%	17.17%	14.77%
总资产回报率	--	16.28%	13.51%	14.78%
产权比率	86.93%	101.21%	149.76%	144.22%
资产负债率	46.51%	50.30%	59.96%	59.05%
净债务/EBITDA	--	1.03	2.07	1.84
EBITDA 利息保障倍数	--	14.13	8.96	9.08
总债务/总资本	38.88%	41.33%	53.06%	50.49%
FFO/净债务	--	69.15%	28.66%	24.22%
速动比率	0.84	0.84	0.75	0.75
现金短期债务比	0.53	0.69	0.36	0.39

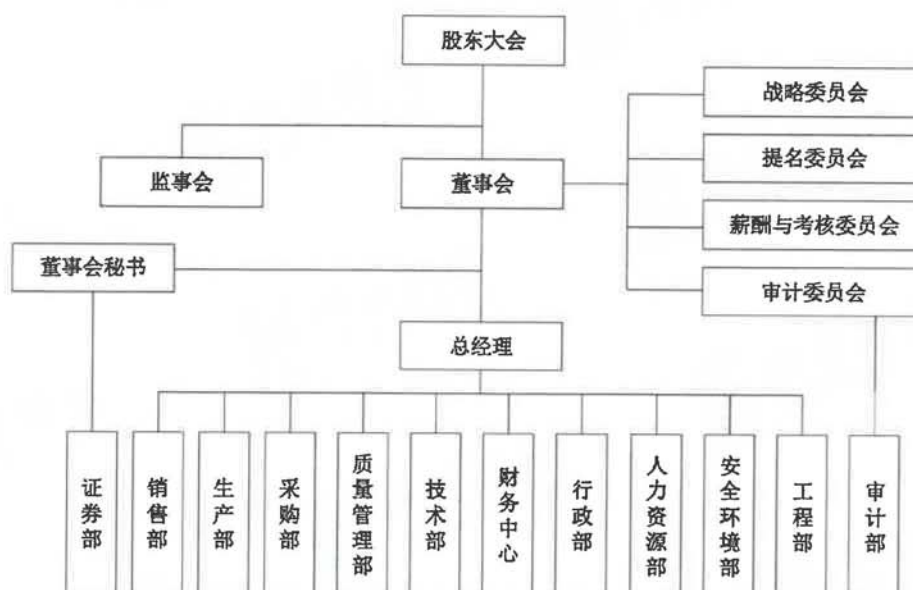
资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



注：合计数尾数差异系四舍五入所致。
 资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	经营范围
浙江五星纸业有限公司	0.61	100.00%	纸及纸制品制造、销售；纸浆销售；货物进出口
江西五星纸业有限公司	11.00	100.00%	浆及浆板、机制纸的生产、销售；纸加工及纸制品的生产、销售等
衢州五星进出口贸易有限公司	0.10	100.00%	货物进出口；金属制品、塑料制品、纸制品销售
浙江诚宇进出口有限公司	0.05	100.00%	货物进出口；技术进出口
衢州森远贸易有限公司	0.10	100.00%	木浆、纸制品销售；货物进出口

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 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	货币资金+交易性金融资产+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+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+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

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、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。

二、债务人主体长期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。

三、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。



营业执照 (副本)

统一社会信用代码 914403001922170270

名称 中证鹏元资信评估股份有限公司
 类型 其他股份有限公司（非上市）
 住所 深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼
 法定代表人 张剑文
 成立日期 1993年03月17日



重要提示

1. 商事主体的经营范围由章程确定。经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。
2. 商事主体经营范围和许可审批项目等有关事项及年报信息和其他信用信息，请登录深圳市市场和品质监督管理委员会商事主体信用信息公示平台（网址：<http://www.szcredit.org.cn>）或扫描执照的二维码查询。
3. 商事主体须于每年1月1日-6月30日向商事登记机关提交上一年度的年度报告。商事主体应当按照《企业信息公示暂行条例》等规定向社会公示商事主体信息。

此复印件仅供
五洲特维使用
再复印无效



登记机关

2018年11月05日



中华人民共和国国家工商行政管理总局监制



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：中证鹏元资信评估股份有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：张剑文

注册地址：深圳市福田区深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼

编号：ZPJ 002



中国证券监督管理委员会(公章)

2018 年 12 月 21 日

五洲特纸

中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名：毕柳

性别：女

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：中证鹏元资信评估股份有限公司

编号：R0030212120003



本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名: 顾春霞

性别: 女

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 中证鹏元资信评估股份有限公司

编号: R0030217100005



本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期, 从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。