



2021年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2022年跟踪评级报 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.

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员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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2021年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 2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	首次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
特纸转债	AA	AA

评级观点

- 中证鹏元维持五洲特种纸业集团股份有限公司¹（以下简称“五洲特纸”或“公司”，股票代码：605007.SH）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“特纸转债”（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA。
- 该评级结果是考虑到：公司是国内食品包装纸龙头企业，具有一定规模优势，主营业务现金生成能力较好；同时中证鹏元也关注到，公司拟建浆纸一体化项目投资规模较大，面临较大资金支出压力，应收款项及存货对营运资金占用增加，债务融资规模增长，面临短期偿债压力，需关注新增产能消化风险、木浆价格波动风险、汇兑损失风险，存在一定安全、环保风险等不利因素。

未来展望

- 公司产能规模持续扩张，主要产品产销量稳中有增，未来随着新建产能逐步释放，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。

评级日期

2022年06月10日

联系方式

项目负责人：毕柳
bil@cspengyuan.com

项目组成员：范俊根
fanjg@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	50.54	45.46	33.96	25.19
归母所有者权益	22.19	21.16	16.88	10.09
总债务	21.89	18.59	11.89	11.40
营业收入	13.31	36.90	26.35	23.76
EBITDA 利息保障倍数	--	16.05	14.13	8.96
净利润	1.03	3.90	3.39	1.99
经营活动现金流净额	-0.73	2.72	1.81	0.99
销售毛利率	16.44%	17.28%	23.13%	19.16%
EBITDA 利润率	--	18.20%	20.94%	17.17%
总资产回报率	--	13.24%	16.28%	13.51%
资产负债率	56.09%	53.46%	50.30%	59.96%
净债务/EBITDA	--	1.61	1.03	2.07
总债务/总资本	49.66%	46.77%	41.33%	53.06%
FFO/净债务	--	41.35%	69.15%	28.66%
速动比率	0.85	0.91	0.84	0.75
现金短期债务比	0.51	0.70	0.69	0.36

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

¹ 2022 年 4 月 14 日，公司名称变更为“五洲特种纸业集团股份有限公司”。

优势

- **公司是国内食品包装纸龙头企业，具有一定规模优势。**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，为国内食品包装纸龙头企业。2021 年子公司江西五星纸业有限公司（以下简称“江西五星”）新建产线陆续投产，截至 2021 年末拥有特种纸产能 135 万吨/年，具有一定规模优势。2021 年公司各类特种纸产品产销量稳中有增，产销率处于较高水平，且销售均价普遍抬升，营业收入同比增长 40.04%。
- **主营业务现金生成能力较好。**受益于营业收入较快增长和较为稳定的销售回款，2021 年公司经营活动净现金流、EBITDA 及 FFO 均保持增长态势，主营业务现金生成水平进一步提升。

关注

- **拟建浆纸一体化项目投资规模较大，面临较大资金支出压力。**为降低原材料价格波动风险，实现多点布局和向产业链上游延伸的战略目标，2021 年公司在江西和湖北推进浆纸一体化项目建设，相关拟建项目建设期较长，且投资规模远高于账面现金，需关注未来项目投资进展、流动性压力、资金筹集及公司负债率变化情况。
- **应收款项及存货对营运资金占用增加。**受原材料价格上涨及业务规模扩大影响，2021 年公司应收款项及存货同比增幅较大，营运资金周转效率下降。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。
- **债务融资规模增长，面临短期偿债压力。**2021 年末公司总债务同比增长 56.32%，EBITDA 及 FFO 对净债务的保障程度均下降。2022 年 3 月末现金短期债务比下降至 0.51，存在一定集中偿付压力。
- **需关注新增产能消化风险。**受新建产线处于产能爬坡阶段影响，2021 年公司食品包装纸和包装纸产能利用率处于较低水平，未来产能利用情况有待进一步观察。
- **木浆价格波动风险和汇兑损失风险。**公司进口木浆采购成本占比较高，2021 年木浆价格上涨对公司利润造成侵蚀，销售毛利率下滑，需关注木浆价格波动对公司经营效益的影响。此外，公司进口木浆均以外币计价，存在一定汇兑损失风险。
- **存在一定安全和环保风险。**造纸行业机械化程度较高，生产过程存在一定安全风险；2021 年国家对于造纸行业的环保政策延续较严态势，公司存在一定环保风险。

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

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	3	财务状况	杠杆状况	中等
	经营状况	强		净债务/EBITDA	6
	经营规模	5		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和 技术	3		总债务/总资本	5
	品牌形象和 市场份额	4		FFO/净债务	6
	经营效率	4		杠杆状况调整 分	-3



业务多样性	4	盈利状况	非常强
		盈利趋势与波动性	中等
		盈利水平	5
业务状况评估结果	强	财务状况评估结果	较小
指示性信用评分			aa
调整因素	无	调整幅度	0
独立信用状况			aa
外部特殊支持调整			0
公司主体信用等级			AA

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA	2021-7-16	毕柳、顾春霞	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)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
特纸转债	6.70	6.70	2021-7-16	2027-12-8

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2021年12月公开发行6年期6.70亿元可转换公司债券，募集资金计划用于年产20万吨液体包装纸项目。截至2022年5月25日，特纸转债募集资金专项账户余额为5.05亿元。

三、发行主体概况

2022年4月14日，公司名称变更为“五洲特种纸业集团股份有限公司”，跟踪期内公司主营业务、注册资本及实收资本、控股股东及实际控制人、高层管理人员均无变化，公司仍主要从事特种纸的研发、生产和销售，主要产品包括食品包装纸、格拉辛纸、描图纸、转移印花纸和包装纸等。截至2022年3月末，公司注册资本及实收资本为40,001.00万元，控股股东及实际控制人为赵磊、赵晨佳、赵云福和林彩玲（四人系一致行动人），合计持股比例为77.51%，其中赵磊、赵云福、林彩玲已质押股份数分别为5,000.00万股、1,500.00万股和1,250.00万股，合计占公司总股本的19.37%，股权结构详见附录二。

2021年及2022年1-3月公司合并报表范围变化情况详见下表，截至2022年3月末，公司纳入合并范围的子公司共9家，详见附录四。

表1 2021年及2022年1-3月公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

1、2021年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
湖北祉星纸业有限公司	100.00%	5.00	纸及纸制品制造、销售；纸浆销售；热力生产和供应；货物进出口	新设
湖北祉星热力能源有限公司	100.00%	0.01	热力生产和供应；污水处理及其再生利用	新设

2、2022年1-3月新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
黄冈祉星纸业有限公司	100.00%	0.01	纸及纸制品制造、销售；纸浆销售；热力生产和供应；货物进出口	新设
黄冈祉星热力能源有限公司	100.00%	0.01	热力生产和供应；污水处理及其再生利用	新设

资料来源：公司2021年审计报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延

续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

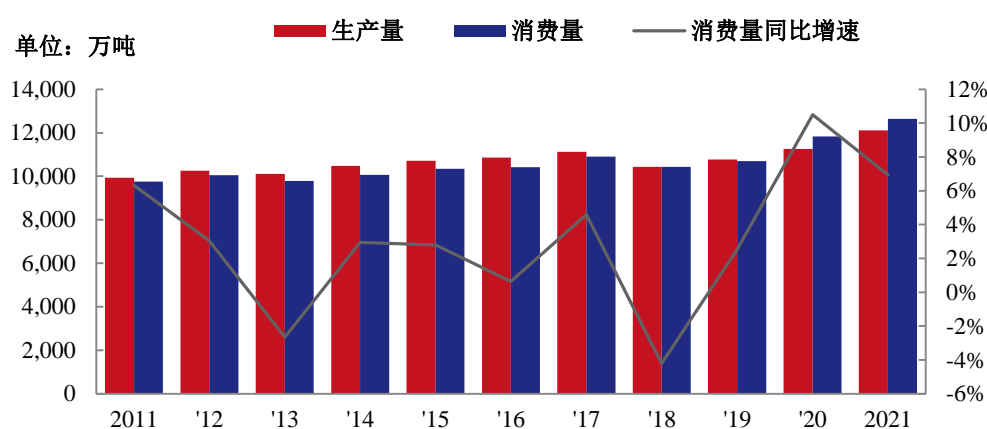
2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

行业环境

2021年造纸行业产销量稳中有增，纸制品价格大幅增长后有所回落，但仍处于历史较高水平，行业景气度良好

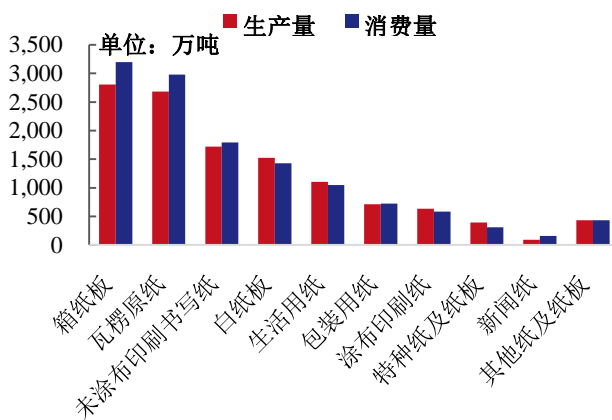
造纸工业是生产制造各类纸张及纸板的工业部门，按产业链上下游可分为制浆、造纸、纸制品生产，上游纸浆制造可分为木浆、非木浆和废纸浆制造，中下游造纸、纸制品生产按产品类型可细分为新闻纸、印刷纸、生活用纸、包装用纸、白板纸、箱纸板、瓦楞原纸、特种纸及纸板等子行业。造纸行业具有资金密集、技术密集、规模效益显著的特点，同时作为基础性工业原料行业，造纸行业与宏观经济波动联系紧密，具有较强的周期性。2021年我国纸及纸板生产企业约2,500家，与上年持平，纸及纸板生产量12,105万吨，消费量12,648万吨，分别同比增长7.50%、6.94%，人均年消费量89.51千克（14.13亿人），同比增长6.56%。2021年我国纸及纸板产销量齐增，消费量基本与生产量相匹配。

图1 2021年我国纸及纸板产销量同比增长、消费量增速下滑

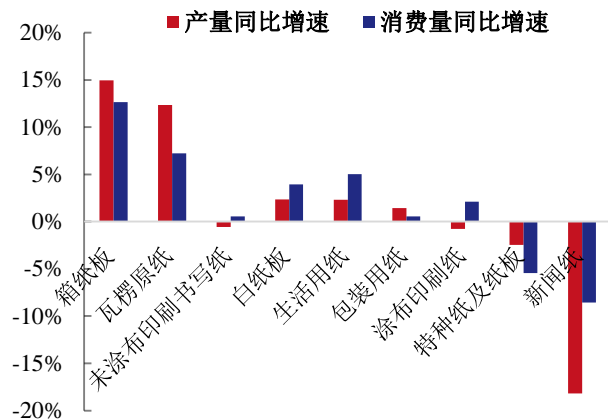


资料来源：Wind，中证鹏元整理

2021年国内各类纸及纸制品生产及消费端的产品结构与上年一致，占比较高的仍为箱纸板、瓦楞原纸、未涂布印刷书写纸，新闻书写纸、特种纸及纸板占比较低。2021年箱纸板和瓦楞原纸产销量增幅领先，其中箱纸板生产量2,805万吨，同比增长14.96%，约占纸及纸板总生产量的23.17%，瓦楞原纸生产量2,685万吨，同比增长12.34%，约占纸及纸板总生产量的22.18%，新闻纸、特种纸及纸板产量出现下跌，分别同比减少18.18%、2.47%。消费量方面，箱纸板、瓦楞原纸仍为第一、二大消费品种，2021年消费量合计占纸及纸板消费量的48.81%，新闻纸、特种纸及纸板为消费量下跌的两大品类，分别同比减少8.57%、5.45%。新闻纸产销量下跌延续了互联网及电子书普及以来的大趋势，特种纸产销量下跌主要系部分细分纸种市场景气度分化、供需转弱所致。

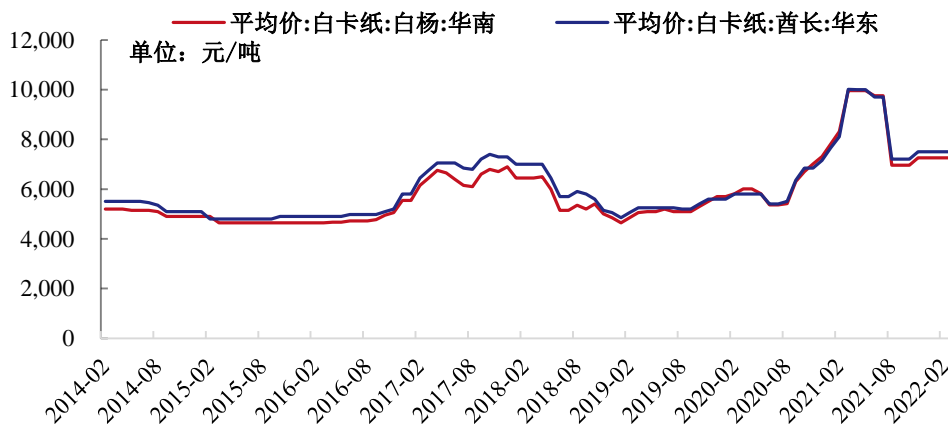
图2 2021年箱纸板和瓦楞原纸产销量较大


资料来源：中国造纸协会，中证鹏元整理

图3 2021年箱纸板和瓦楞原纸产销量增幅领先


资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

2021年我国纸制品价格主要受纸浆原料价格驱动影响，上半年持续上涨后维持在高位运行，白卡纸均价一度涨至10,010元/吨，第三季度有较大幅度回落，第四季度价格企稳，但仍处于历史较高水平。2021年国内纸及纸制品消费量增速为6.94%，造纸行业下游需求稳中有增，纸浆原料价格上涨一定程度上能够向下游传导，对企业利润的侵蚀作用得到缓解。据中国造纸协会统计，2021年我国2,426家纸及纸板生产企业实现利润总额541亿元，同比增长17.01%，增速较上年有所放缓。

图4 2021年白卡纸平均价格冲高后回落


资料来源：Wind，中证鹏元整理

我国造纸行业生产仍集中在东部沿海地区，2021年环保政策延续较严态势，行业集中度进一步提高

我国纸及纸板生产的区域集中度较高，主要分布在东部沿海地区，中部、西部地区占比较小。2021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69.6%，中部地区8个省份（自治区、直辖市）占比18.5%，西部地区12个省份（自治区、直辖市）占比11.9%，中西部地区产量占比同比提升。2021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

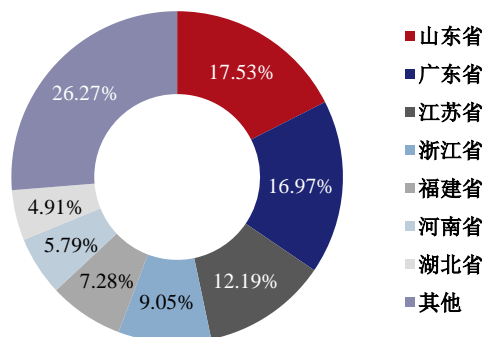
合计1.16亿吨，占全国纸及纸板总产量的95.88%。具体到省份来看，山东、广东、江苏和浙江纸及纸板年产量超过1,000万吨，福建、河南纸及纸板年产量超过500万吨，湖北、重庆、河北、四川、广西、安徽等省份（自治区、直辖市）纸及纸板年产量超过100万吨。

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。2021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26家，较上年增加2家，排名第一的为玖龙纸业（控股）有限公司，2021年纸及纸板年产量达1,734.00万吨，其次分别为山东太阳控股集团有限公司、理文造纸有限公司、山鹰国际控股股份有限公司，年产量分别为711.66万吨、643.72万吨和602.13万吨，前四大造纸企业纸及纸板年产量均同比增长，产量合计占全行业纸及纸板总产量的30.50%，较上年小幅提升。

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。2021年国务院《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见（国发〔2021〕4号）》中提到加快实施造纸行业绿色化改造，全面推行清洁生产，依法在“双超双有高耗能”行业实施强制性清洁生产审核，完善“散乱污”企业认定办法，分类实施关停取缔、整合搬迁、整改提升等措施。国家发改委、科技部、工业和信息化部等八部门、市场监管总局联合印发的《关于推进污水资源化利用的指导意见（发改环资〔2021〕13号）》指出重点围绕火电、石化、钢铁、有色、造纸、印染等高耗水行业，组织开展企业内部废水利用，上述高耗水行业项目具备使用再生水条件但未有效利用的，要严格控制新增取水许可。国家对造纸行业的环保督察力度加强，中小造纸厂生存压力较大。2021年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）进一步提高，造纸行业集中度提升。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进一步显现，具有一定规模的造纸企业将受益。

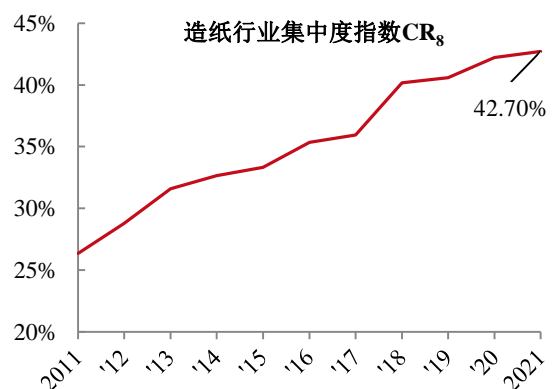
图5 2021年我国纸及纸板生产集中在东部地区

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 2021年我国造纸行业集中度进一步提升



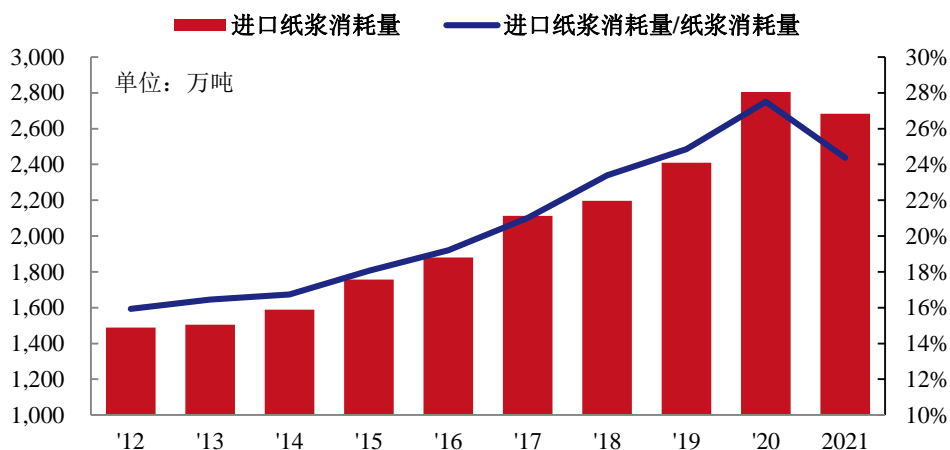
资料来源：中国造纸协会，中证鹏元整理

2021年纸浆价格冲高回落后再次上涨，波动较大但总体处于历史高位，行业利润受到侵蚀，需持

继续关注纸浆价格及人民币汇率波动对造纸企业盈利及现金流的影响

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。2021年海外疫情持续蔓延，进口海运受阻，海运运费增加，进口木浆价格上涨，同时近年我国“禁废令”持续加码，2018年再次强调自2021年开始全面禁止以任何方式进口废纸，我国进口废纸量大幅减少，国内废纸回收量增加，多重因素影响下，2021年我国进口纸浆消耗量占比边际下滑，当期木浆消耗量4,151万吨，同比增长2.6%，占纸浆消耗总量的38%，同比下降2个百分点，其中进口木浆消耗量2,357万吨，同比减少7.79%，占纸浆消耗总量的22%，同比下降3个百分点。2021年全国进口纸浆消耗量2,684万吨，同比减少4.31%，占纸浆消耗总量的24.38%，同比下降3个百分点，国产木浆及废纸浆一定程度上成为下游造纸企业的替代选择。

图7 2021年我国进口纸浆消耗量占比边际下滑



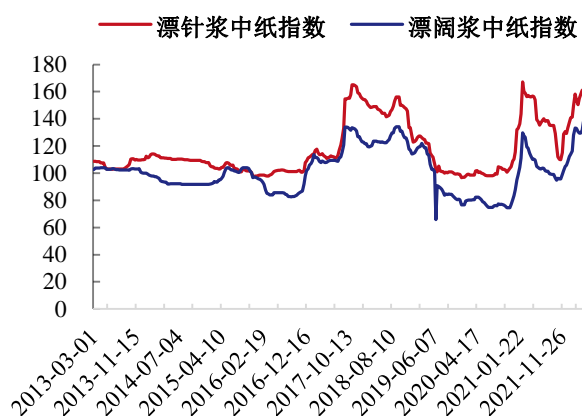
资料来源：中国造纸协会，中证鹏元整理

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。2021年一季度，国际纸浆价格持续上涨至近十年高位，进口漂针浆现货价达7,350元/吨，进口漂阔浆现货价达5,900元/吨；二、三季度纸浆价格冲高小幅回落，但仍维持高位运行，9月国家能耗双控、限电限产政策实施，下游造纸企业开工率下降、需求转弱，纸浆价格进一步下跌并触及近十年低位，11-12月价格回调。2022年一季度，受国际政治经济局势动荡，能源危机爆发及海外重要浆厂木材原料供应不足、海运运力紧张、库存持续消耗等多重因素对供给端的影响，纸浆价格持续大幅上涨。此外，2021年人民币兑美元总体呈升值趋势，有利于企业采购进口木浆原料，但受美联储宣布加息影响，2022年二季度以来人民币兑美元贬值幅度较大，将对企业采购进口原料造成负面影响。

总体而言，2021年以来纸浆价格呈现“涨-跌-涨”的较大幅度波动局面，尽管年内较长时间处于下

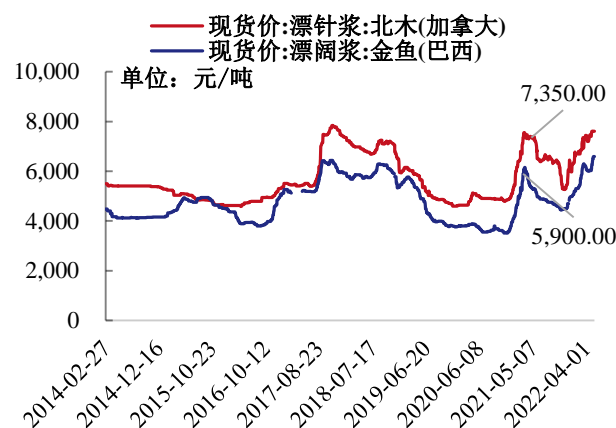
跌通道，整体价格却处于历史高位，国内造纸企业成本端承受较大压力，行业利润受到侵蚀，中小纸企面临生存威胁。国际纸浆价格和人民币汇率受国际局势及宏观经济、国家政策等诸多不确定因素影响较大，若成本及汇率的变动不能顺利向下游传导，需持续关注进口纸浆及人民币汇率波动对造纸企业盈利水平和现金流的影响。

图 8 2021 年我国纸浆价格冲高回落后再次上涨



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 9 2021 年国际纸浆价格高位下跌后反弹

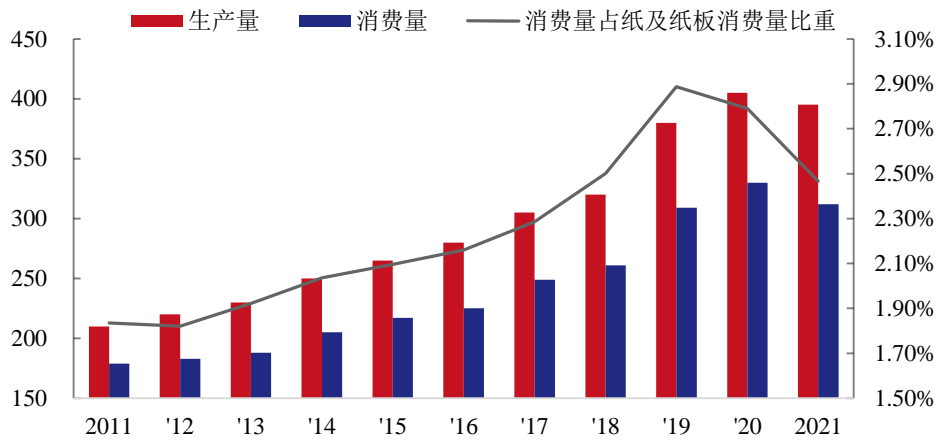


资料来源：Wind，中证鹏元整理

2021年特种纸产销量边际下滑，总体市场供需转弱；食品包装纸及标签离型纸市场前景仍较好，特种纸细分品种景气度分化

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。2021年我国特种纸及纸板生产量395万吨，同比减少2.47%，约占纸及纸板总生产量的3.26%，消费量312万吨，同比减少5.45%，约占纸及纸板总消费量的2.47%，产销量占比均同比有所下降。

图 10 2021 年特种纸产量及消费量均同比下滑

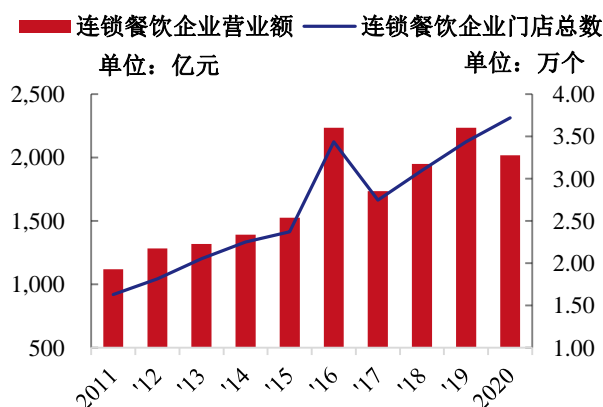


资料来源：中国造纸协会，中证鹏元整理

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。根据国家统计局数据，2020 年末我国餐饮业营业额为 6,037.26 亿元，受疫情因素影响同比下降 7.93%，法人企业数 3.29 万个，同比有所增加；连锁餐饮企业营业额同比下降 9.63%，连锁餐饮企业门店总数同比增加 2,844 家。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，2020 年我国限额以上餐饮业餐饮配送及外卖送餐服务业营业额 306.20 亿元，同比增长 26.03%，仍保持较快增长态势。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，对于食品包装纸的需求有一定支撑作用。

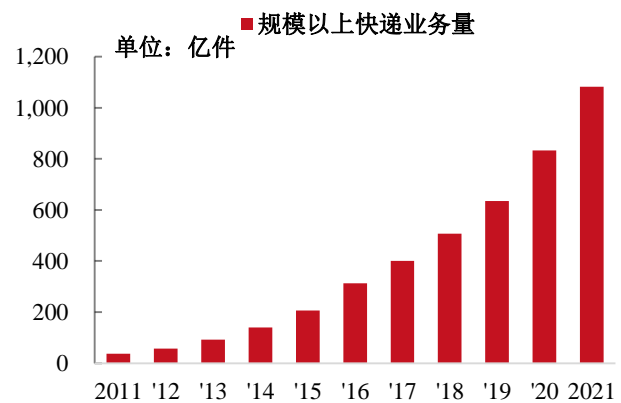
标签离型纸的下游行业主要为快递物流、商品标签等行业。2021 年我国规模以上快递业务量突破 1,000 亿件，同比增长近 30%，规模以上快递实现业务收入 1.03 万亿，同比增长 17.47%。快递业务量的增长有利于标签离型纸的市场规模进一步扩张。

图 11 疫情影响下连锁餐饮企业营业额下滑



资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

图 12 2021 年规模以上快递业务持续较快增长



资料来源：Wind，中证鹏元整理

总体来看，2021年我国特种纸产销量均边际下滑，总体市场供需转弱，但仍高于2019年产销水平。食品包装纸、标签离型纸下游行业需求仍有一定支撑，细分纸种景气度分化。

五、经营与竞争

公司仍主要从事特种纸的研发、生产和销售，2021年随着江西五星基地产线陆续建成投产，公司新增包装纸产品²，食品包装纸和转印花纸产能进一步扩张。2021年食品包装纸、描图纸等产品销量有一定增长，受材料成本上涨影响，公司主要产品销售均价提升，各类产品销售收入全面增长，营业收入同比大幅增长40.04%，2021年公司其他业务收入主要为包装纸销售收入，呈较快增长态势。

毛利率方面，受木浆原料价格上涨、疫情背景下进口海运运费增加、国家能耗双控及限电限产政策执行等因素影响，2021年公司食品包装纸和格拉辛纸毛利率小幅下降，描图纸和转移印花纸毛利率大幅下滑，其中描图纸毛利率下滑较多主要系原材料单一针叶浆价格自2021年以来持续大幅增长，材料成本高企所致，转移印花纸毛利率下滑较多主要系销售价格涨幅小于原材料价格涨幅所致；此外，由于文化纸产线年中建成投产，产线尚处于产能爬坡阶段，全年毛利亏损，公司销售毛利率同比下滑。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
食品包装纸	17.47	25.46%	14.83	26.77%
格拉辛纸	10.06	16.45%	8.85	17.61%
描图纸	0.97	26.45%	0.70	40.95%
转移印花纸	2.62	2.97%	1.45	15.52%
文化纸	5.64	-2.16%	0.00	-
主营业务小计	36.76	17.18%	25.83	23.38%
其他业务小计	0.14	42.72%	0.52	10.24%
合计	36.90	17.28%	26.35	23.13%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年江西五星新建产线陆续投产，产能规模进一步扩大，但目前主要产品产能利用率较低，产能利用情况有待观察；在建、拟建项目尚需投资规模较大，面临较大资金支出压力，同时需关注产能消化风险及未来产业向上游延伸的经营不确定性

2021年公司产品类型拓展至食品包装纸、格拉辛纸、描图纸、转移印花纸和包装纸五大系列，其中文化纸系当期新增品类，主要应用领域包括教辅教材、党政期刊、儿童图书、商品说明书及办公复印纸

² 2021年江西五星文化纸产线已改造为包装纸产线，年产能30万吨。由于2021年国家双减政策的实施对文化纸领域冲击较大，且长远来看文化纸市场发展空间有限，而包装纸主要用于物流快递、消费类产品、工业类产品的外包装，市场前景良好，公司将文化纸产线战略性调整为包装纸产线。

等。截至2021年末，公司已建成8条原纸生产线，原纸产能约135万吨/年，其中食品包装纸78万吨，格拉辛纸21万吨，包装纸30万吨，转移印花纸5万吨，描图纸7,000吨，目前仍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，公司仍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。

2021年江西五星基地年产50万吨食品包装纸和30万吨文化纸产线陆续建成投产，食品包装纸产能大幅增长，文化纸产线年内改建为30万吨包装纸产线，格拉辛纸、描图纸和转移印花纸产能较为稳定。由于2021年新建产线尚处于产能爬坡阶段，部分产线产能未全部释放，以及国家双减政策影响，全年食品包装纸和包装纸产能利用率均处于较低水平。格拉辛纸产线系2019年于江西五星基地建成投产，近年新增产能逐步释放，产能利用率持续上升。总体来看，2021年公司各类产品产量稳中有增，由于产能扩张迅速，未来新增产能利用情况有待进一步观察。

表3 2020-2021年公司主要产品产能、产量及产能利用情况

产品类别		2021年	2020年
食品包装纸	实际产能（万吨）	32.17	28.00
	产量（万吨）	27.93	26.20
	产能利用率	86.84%	93.57%
格拉辛纸	实际产能（万吨）	21.00	21.00
	产量（万吨）	14.51	12.91
	产能利用率	69.10%	61.48%
描图纸	实际产能（万吨）	0.70	0.70
	产量（万吨）	0.69	0.58
	产能利用率	98.82%	82.86%
转移印花纸	实际产能（万吨）	5.00	5.00
	产量（万吨）	4.31	2.83
	产能利用率	86.13%	56.60%
文化纸/包装纸	实际产能（万吨）	30.00	--
	产量（万吨）	13.14	--
	产能利用率	43.80%	--

注：1、江西五星 50 万吨食品包装纸产线 2021 年 12 月建成投产，2021 年实际产能约为 4.17 万吨，且产能未全部释放，产能利用率较低；

2、江西五星 30 万吨文化纸产线 2021 年 1 月建成投产，已于年内进行改建，调整为包装纸产线，产能不变，下同。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021 年公司持续进行新增产能项目建设，江西五星基地产线陆续建成投产。同时为降低原材料价格波动风险，实现多点布局和向产业链上游延伸的战略目标，公司已在江西、武汉两地着手推进落实浆纸一体化项目，其中江西五星的年产 30 万吨化机浆产线及配套设施项目已取得环评批复、发改备案，预计 2022 年下半年开工；建设地点位于湖北省汉川市的年产 449 万吨浆纸一体化项目已取得发改备案和能评批复，预计最快于 2022 年第四季度开工；位于湖北省武穴市的年产 660 万吨浆纸一体化项目已取得发改备案和能评批复，截至目前尚未开工，建设期 6-8 年。公司浆纸一体化项目投资规模大、建设周期长，资金来源主要为自有资金、银行借款及资本市场再融资，面临较大的资金支出压力。同时，随着新建产线逐步建成投产，公司产能进一步扩大，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仍较低，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，未来仍需关注产能消化风险，以及未来产业向上游延伸的经营不确定性。

表4 2021 年末公司主要在建、拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	已投资	性质
江西五星特种纸项目	24.75	20.77	在建
湖北祉星纸业项目	5.00	0.09	在建
年产20万吨液体包装纸项目*	6.06	0.00	拟建
年产 30万吨化机浆产线及配套设施	14.35	0.00	拟建
年产449万吨浆纸一体化项目	173.00	0.00	拟建
年产 660 万吨浆纸一体化项目	230.00	0.00	拟建
合计	453.16	20.86	--

注：1、江西五星特种纸项目原预计总投资 18.32 亿元，表中总投资系根据已投资及项目建设进度调整计算得到；

2、*为本期债券募投项目，“年产 660 万吨浆纸一体化项目”中规划建设 50 万吨食品包装纸产线，公司考虑将募投项目建设地点迁至湖北武穴，截至目前尚未开工。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司与下游主要客户合作关系较稳定，各类产品销量稳中有增；受进口木浆价格上涨影响，产品销售均价普遍抬升，仍需关注人民币汇率波动引起汇兑损失的风险

食品包装纸、格拉辛纸仍是公司销售收入主要来源，新增文化纸/包装纸品类成为重要的收入增长点之一。2021年特种纸下游市场需求总体稳中向好，各类产品产销率仍处于较高水平，公司食品包装纸、描图纸和转移印花纸销量同比均有所增长。受木浆原料涨价影响，2021年各类产品销售均价普遍抬升，产品销售额全面增长。

表5 2020-2021 年公司主要产品销售价格及销量情况

产品类别		2021 年	2020 年
食品包装纸	均价（元/吨）	6,382.04	5,628.92
	销量（万吨）	27.37	26.35
	销售金额（万元）	174,666.32	148,322.00

格拉辛纸	产销率	97.97%	100.57%
	均价（元/吨）	7,447.8	6,409.50
	销量（万吨）	13.51	13.80
	销售金额（万元）	100,629.45	88,451.14
描图纸	产销率	93.11%	106.89%
	均价（元/吨）	13,076.91	12,495.93
	销量（万吨）	0.74	0.56
	销售金额（万元）	9,654.69	6,997.72
转移印花纸	产销率	106.74%	96.55%
	均价（元/吨）	6,199.34	5,496.36
	销量（万吨）	4.23	2.64
	销售金额（万元）	26,202.76	14,510.38
文化纸/包装纸	产销率	98.15%	93.29%
	均价（元/吨）	4,433.96	--
	销量（万吨）	12.72	--
	销售金额（万元）	56,411.08	--
	产销率	96.82%	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司前五大客户较为稳定，2021年销售额占比提升至46.46%，客户集中度上升。随着业务规模扩大、营业收入增长，公司应收账款规模有所增加，需关注款项回收风险。

表6 2020-2021年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	第一名	食品包装纸、文化纸、转印纸、格拉辛纸、箱板纸	6.02	16.39%
	2	第二名	食品包装纸	5.00	13.60%
	3	第三名	格拉辛纸	2.93	7.98%
	4	第四名	格拉辛纸	1.83	4.99%
	5	第五名	格拉辛纸	1.29	3.50%
合计				17.07	46.46%
2020年	1	第一名	食品包装纸	4.01	15.24%
	2	第二名	格拉辛纸、描图纸	2.52	9.56%
	3	第三名	格拉辛纸	1.42	5.39%
	4	第四名	食品包装纸	1.07	4.07%
	5	第五名	格拉辛纸	1.07	4.07%
合计				10.10	38.32%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司销售仍以内销为主，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。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。

表7 公司主营业务收入按区域分类情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
内销	33.96	92.38%	23.57	91.26%
外销	2.80	7.62%	2.26	8.74%
合计	36.76	100.00%	25.83	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年受木浆价格及进口海运运费上涨影响，公司利润受到侵蚀，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的影响；前五大供应商采购金额占比较高，供应商较为集中

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。2021 年公司主营业务成本仍主要由木浆及辅料等材料成本构成，受业务规模扩大、木浆价格上涨及进口海运运费增加影响，2021 年公司材料成本同比大幅增长 47.38%。同时，木浆价格上涨导致公司采购原料所需周转资金规模上升，对公司营运资金占用增加，公司现金流可能受到影响。公司木浆仍主要依赖进口，未来仍需关注木浆价格波动对公司营业成本、产品盈利水平及现金流的影响。此外，公司生产原料木浆主要依赖进口，2021 年受木浆价格上涨及人民币兑美元升值影响，公司发生 782.69 万元汇兑收益，未来仍需关注人民币汇率波动引起汇兑损失的风险。

表8 公司主营业务成本构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
材料成本	23.43	76.96%	15.90	76.19%
直接人工	0.59	1.93%	0.50	2.40%
制造费用	5.45	17.89%	3.63	17.41%
销售运费	0.98	3.22%	0.84	4.00%
主营业务成本	30.44	100.00%	20.87	100.00%

注：2021 年公司会计政策调整，将原销售费用中的销售运费调整计入营业成本，本表 2020 年数据为 2021 年年初数。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司与上游主要供应商的合作关系仍较稳定，2021 年 UPM³为公司第一大木浆原料供应商，采购金额占比在 15%左右，此外，Dryad Resources (Hk) Co.,Limited 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仍较高，供应商较为集中。

³ 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。

表9 2020-2021 年公司前五大供应商采购情况（单位：亿元）

时间	序号	供应商名称	采购内容	采购金额	占比
2021 年	1	第一名	木浆	5.28	15.10%
	2	第二名	木浆	4.65	17.13%
	3	第三名	木浆	2.51	8.14%
	4	第四名	蒸汽	1.09	3.53%
	5	第五名	木浆	1.35	4.40%
合计				14.88	48.30%
2020 年	1	第一名	木浆	3.38	16.11%
	2	第二名	木浆	2.89	13.81%
	3	第三名	木浆	2.10	10.00%
	4	第四名	木浆	1.59	7.61%
	5	第五名	木浆	1.49	7.10%
合计				11.45	54.63%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021 年国家对于造纸行业的环保政策延续较严态势，公司存在一定安全生产风险和环保风险

2021 年我国对造纸行业的污染防治和环保督察延续较严态势，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。2021 年公司无重大环境污染事故和环境影响事件，主要污染物排放总量低于排污许可排放量，排放浓度符合国家相关排放标准。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。但考虑到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。

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，2021 年立项/完成研发项目 14 个，6 项产品已立项或备案省级工业新产品（新技术），子公司浙江五星获得 2021 年浙江省“专精特新”企业称号，被首次认定为高新技术企业。2021 年，公司研发投入占营业收入比重提升。

表10 公司研发投入情况（单位：万元）

项目	2021 年	2020 年
研发投入金额	5,383.99	1,114.36
研发投入占营业收入的比例	1.46%	0.42%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

六、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2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。截至2022年3月末纳入合并范围的子公司共9家，详见附录四。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，应收款项和存货对营运资金占用增加，且存在一定款项回收风险，整体资产流动性一般

随着银行借款增加、本期债券发行及自身利润累积，公司资产规模持续增长，资产结构较为均衡。

2021年末货币资金同比大幅增长且受限比例低，主要系本期债券发行收到融资款所致，2022年3月末部分闲置资金用于购买理财产品，货币资金减少，交易性金融资产增加，公司现金类资产呈波动增长趋势。2021年末，公司应收票据为银行承兑汇票，已全部用于质押。随着业务规模的扩大，公司应收账款持续增长，账龄以1年以内为主，2021年末坏账计提比例为9.64%，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41.58%，款项集中度较2020年末有所下降，但仍处于较高水平，存在一定款项回收风险。总体来看，公司应收款项持续增长，对营运资金占用增加，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，2021年末原材料和库存商品分别为3.99亿元和1.51亿元，其中库存商品同比大幅增长314.59%，主要系2020年末原材料价格开始上涨，下游客户预期产品涨价而大量囤货，公司库存商品销售增加、账面价值处于低位，同时2021年公司业务规模扩大，备货有所增加所致。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.75	3.47%	7.57	16.65%	2.44	7.19%
交易性金融资产	5.00	9.89%	0.00	0.00%	1.40	4.12%
应收票据	0.45	0.90%	0.51	1.12%	1.42	4.17%
应收账款	8.22	16.26%	6.13	13.48%	4.51	13.27%
存货	6.51	12.88%	5.72	12.58%	4.29	12.63%
流动资产合计	25.20	49.87%	21.98	48.36%	16.90	49.77%
固定资产	16.47	32.59%	16.80	36.96%	12.22	36.00%

在建工程	6.69	13.24%	5.08	11.18%	3.76	11.07%
非流动资产合计	25.34	50.13%	23.47	51.64%	17.05	50.23%
资产总计	50.54	100.00%	45.46	100.00%	33.96	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，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，2021年末同比增长主要系江西五星新建厂房及设备转固所致。在建工程规模持续增长，主要为江西五星特种纸项目，2021年新增投入6.93亿元，工程进度约为90%，部分完工项目已转入固定资产。截至2021年末，公司受限资产账面价值合计6.13亿元，占总资产的13.49%。

表12 截至 2021 年末公司受限资产明细（单位：亿元）

受限资产	账面价值	占总资产的比例	受限原因
货币资金	0.51	1.12%	保证金、存出投资款
应收票据	0.51	1.12%	质押
应收账款	1.19	2.61%	质押
存货	0.44	0.96%	抵押
固定资产	2.78	6.12%	抵押
无形资产	0.71	1.55%	抵押
合计	6.13	13.49%	--

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

总体来看，2021年公司资产规模持续增长，现金类资产呈增长趋势，但同时应收款项和存货对营运资金占用增加，且存在一定款项回收风险，构建长期资产投入仍较大，整体资产流动性一般。

盈利能力

受益于公司产品均价提升、产能扩张及产品类型增加，2021年公司营业收入增长较快，但整体盈利能力有所下降

2021年受益于江西五星基地新产线建成投产，公司新增文化纸品类，食品包装纸产能进一步扩张。公司主要产品下游需求均有一定增长，产品产销率处于较高水平。2021年公司营业收入同比增长40.04%，主要系公司食品包装纸、格拉辛纸等各类产品销售均价提升，销售收入全面增长。但受木浆原料价格上涨、疫情背景下进口海运运费增加、国家能耗双控及限电限产政策执行及新建产能尚处于爬坡阶段等多重因素影响，2021年公司食品包装纸和格拉辛纸毛利率小幅下降，描图纸和转移印花纸毛利率下滑较多，同时由于文化纸（已改建为包装纸）产线年中建成投产，尚处于产能爬坡阶段，公司销售毛利率同比下滑；2022年1-3月，受食品包装纸、描图纸均价回落，转移印花纸部分产线停产导致毛利亏损影响，销售毛利率进一步下滑至16.44%。

受益于收入规模大幅增长，2021年公司营业利润及净利润规模均同比增长，但受销售毛利率下滑影响，公司EBITDA利润率及总资产回报率均同比下降，主营业务盈利能力下降。公司主营业务成本以进

口纸浆材料成本为主，产品盈利水平受纸浆价格、进口海运运费和人民币汇率波动影响较大，需关注未来盈利水平变化情况。

图 13 公司收入及利润情况（单位：亿元）

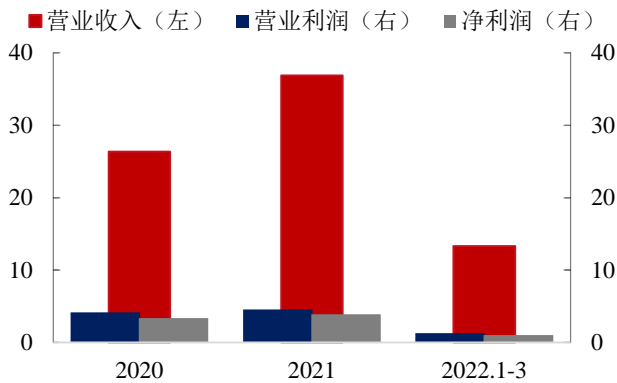
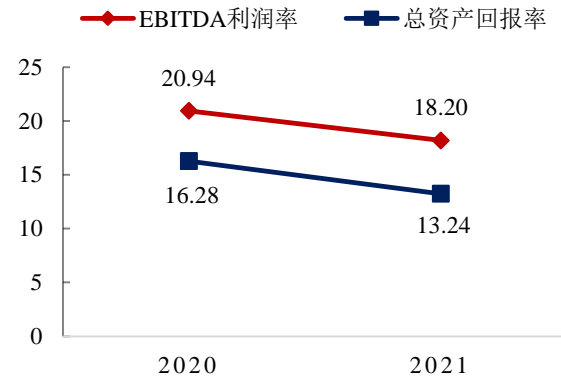


图 14 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

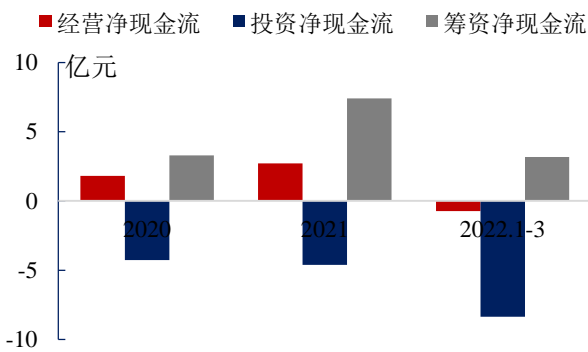
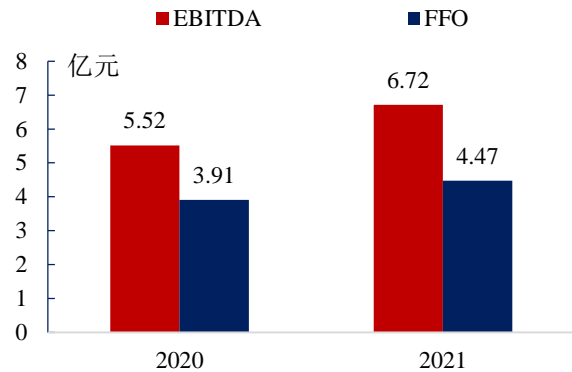
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2021 年公司经营活动净现金流保持增长，但在建、拟建项目尚需投资规模较大，面临较大资金支出压力

公司主营业务回款情况良好且较为稳定，2021 年随着业务规模扩张，公司经营活动现金净流入同比有所增长，现金生成能力仍较好。2021 年公司主要在建项目持续投入，江西五星基地产线陆续建成投产，当期投资活动现金净流出规模仍较大；2022 年 1-3 月，公司浆纸一体化拟建项目购买土地，同时将本期债券闲置募集资金用于购买理财，投资活动现金净流出规模进一步增加。考虑到在建、拟建项目尚需投资规模较大，公司未来仍面临较大资金支出压力。2021 年公司筹资活动现金净流入规模同比大幅增长，主要系当期银行借款增加及本期债券发行所致。

2021 年公司净利润保持增长，EBITDA 和 FFO 同比均有所增加，主营业务现金生成水平进一步提升。但公司近年产能持续扩张，构建厂房、生产线等固定资产所需资金规模较大，应收账款增长对营运资金占用增加，资本性支出仍主要依赖外部融资，面临较大资金支出压力。

图 15 公司现金流结构

图 16 公司 EBITDA 和 FFO 情况


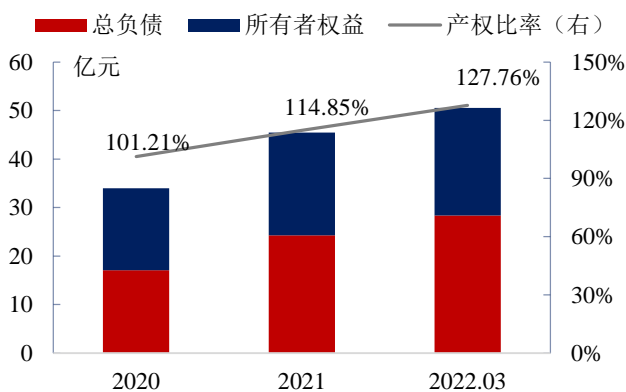
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

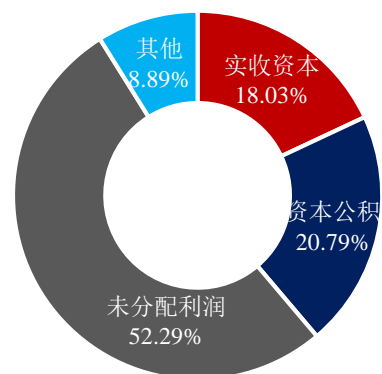
资本结构与偿债能力

2021 年以来公司债务融资规模持续扩张，短期债务占比很高，偿债压力加大且存在一定集中偿付压力

受益于可转换公司债券发行以及利润的积累，2021 年所有者权益有所增长；同时公司债务融资规模扩张，负债总额增长较快，产权比率持续上升，2022 年 3 月末为 127.76%，所有者权益对总负债的保障程度减弱。

图 17 公司资本结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 18 2021 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司负债结构以流动负债为主，2021 年可转换公司债券发行，非流动负债占比有所上升。

2021 年末，公司短期借款为保证借款和抵质押借款，同比增长较快，2022 年 3 月末进一步增至 13.91 亿元。应付票据主要为银行承兑汇票，2021 年以来规模持续减少，应付账款主要为应付上游供应商材料

款，账龄以1年以内为主，公司应付票据和应付账款规模和占比较为稳定，对上游的占款能力一般。一年内到期的非流动负债为将于一年内到期的长期借款和租赁负债，2021年末同比有所增长，主要系即将到期的长期借款增加和新增租赁负债所致，总体规模不大。

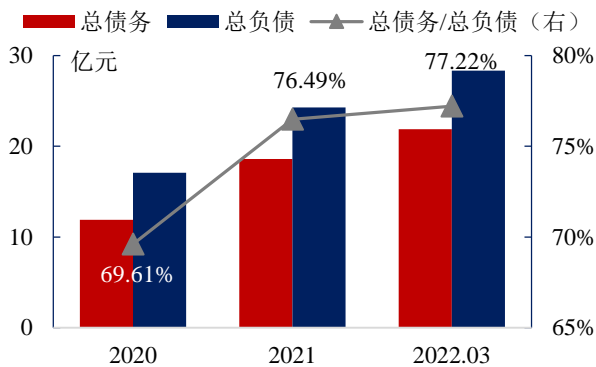
2021年末，公司长期借款主要为抵押加保证借款、保证借款，随着借款逐步到期同比有所减少，规模较小。应付债券为2021年发行的6.70亿元可转换公司债券（本期债券），初始计量时5.01亿元计入应付债券，1.58亿元计入其他权益工具。长期应付款全部为江西五星售后回租机器设备的应付融资租赁款，2021年末同比大幅下滑主要系当期采用新租赁准则计量后，0.30亿元重分类至租赁负债和一年内到期的非流动负债所致。

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

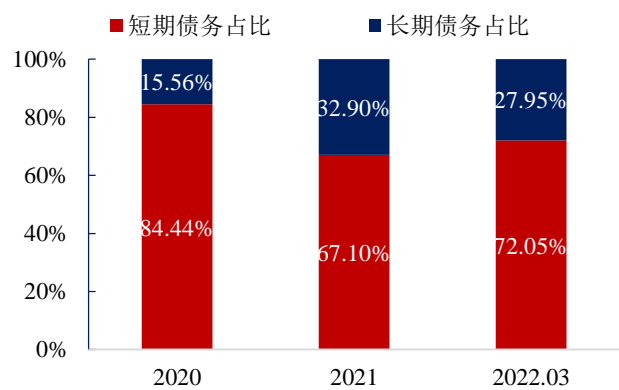
项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	13.91	49.06%	10.47	43.09%	7.61	44.56%
应付票据	1.15	4.07%	1.28	5.26%	2.03	11.88%
应付账款	4.69	16.55%	4.03	16.58%	3.55	20.77%
一年内到期的非流动负债	0.72	2.54%	0.73	3.01%	0.40	2.34%
流动负债合计	21.99	77.58%	17.94	73.84%	14.97	87.62%
长期借款	0.80	2.82%	0.80	3.29%	1.20	7.03%
应付债券	5.10	17.99%	5.02	20.67%	0.00	0.00%
长期应付款	0.20	0.70%	0.25	1.04%	0.65	3.81%
非流动负债合计	6.36	22.42%	6.36	26.16%	2.11	12.38%
负债合计	28.35	100.00%	24.30	100.00%	17.08	100.00%

资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022年第一季度财务报表，中证鹏元整理

公司债务融资规模持续扩张，2021年末总债务同比增长56.32%，2022年3月末进一步增至21.89亿元，占总负债的比重快速上升。2021年末公司短期债务同比增长24.22%，2022年3月末进一步增至15.77亿元，占总债务的比重有所上升，但短期债务占比仍很高。考虑到公司现金类资产规模不大，资产流动性一般，公司短期偿债压力加大。

图 19 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

图 20 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

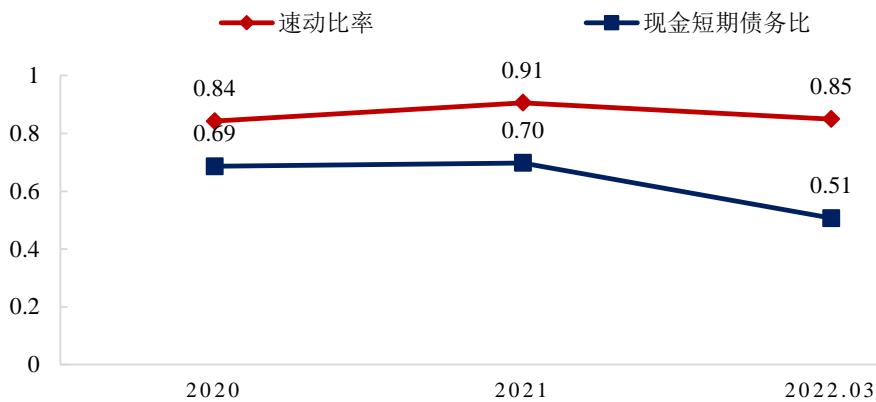
受债务融资规模扩张影响，公司资产负债率、总债务占总资本持续上升。2021年EBITDA利息保障倍数有所上升，公司盈利对利息支出的覆盖度较好。2021年EBITDA和FFO对净债务的保障程度下降，公司偿债压力加大。

表14 公司杠杆状况指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	56.09%	53.46%	50.30%
净债务/EBITDA	--	1.61	1.03
EBITDA 利息保障倍数	--	16.05	14.13
总债务/总资本	49.66%	46.77%	41.33%
FFO/净债务	--	41.35%	69.15%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

2021年以来公司短期债务规模增长较快，现金短期债务比呈下降趋势，2022年3月末仅0.51，现金类资产对短期债务的覆盖度较低，存在一定集中偿付压力。公司速动比率仍低于1.00，资产负债期限结构欠佳。2021年公司发行可转换公司债券，银行借款规模增长较快，银行授信备用流动性规模不大，总体财务弹性一般。

图 21 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

七、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 2019 年 1 月 1 日至报告查询日（2022 年 4 月 2 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。

八、抗风险能力分析

2021 年造纸行业产销量稳中有增，纸浆原料价格总体处于历史高位，行业景气度良好；特种纸产销量边际下滑，总体市场供需转弱，但食品包装纸及标签离型纸市场前景仍较好，特种纸细分品种景气度分化。2021 年国内造纸行业环保政策延续较严态势，在能耗双控、限电限产等节能环保政策出台的背景下，造纸行业产能持续出清，市场订单资源将进一步向头部企业聚集。公司作为国内规模较大的特种纸生产企业，在生产经营、污染物处理及环保达标方面具有一定规模优势，未来市场份额有望进一步提升。

公司是国内较大的特种纸生产企业、国内食品白卡纸头部企业之一，截至 2021 年末拥有 8 条原纸生产线，特种纸产能 135 万吨/年，产品供应能力较强。2021 年公司产能持续扩张，新增包装纸品类成为重要的收入增长点之一。公司主要下游客户资质及稳定性较好，食品包装纸客户包括国内重要容器包装厂家，格拉辛纸面向艾利丹尼森、冠豪高新等国内外知名标签纸企业，2021 年各类产品下游需求稳中有增，产销率处于较高水平，销售均价普遍抬升，营业收入同比大幅增长，销售回款情况良好，经营活动现金净流入增加，主营业务现金生成水平提升。

但需关注的是，2021 年江西五星新建产线陆续投产，公司主要产品产能利用率尚处于较低水平，产

能利用情况有待观察；业务规模扩大带来的应收账款和存货规模增长对营运资金造成占用，且存在一定款项回收风险，整体资产流动性较弱；公司木浆原料依赖进口，2021年木浆价格和进口海运运费上涨引起公司销售毛利率下滑，原材料价格上涨对公司利润造成侵蚀；公司在建、拟建项目尚需投资规模较大，面临较大资金支出压力；债务融资规模进一步扩张，短期债务占比很高，偿债压力加大。综合行业环境、经营竞争力和偿债能力来看，公司抗风险能力尚可。

九、结论

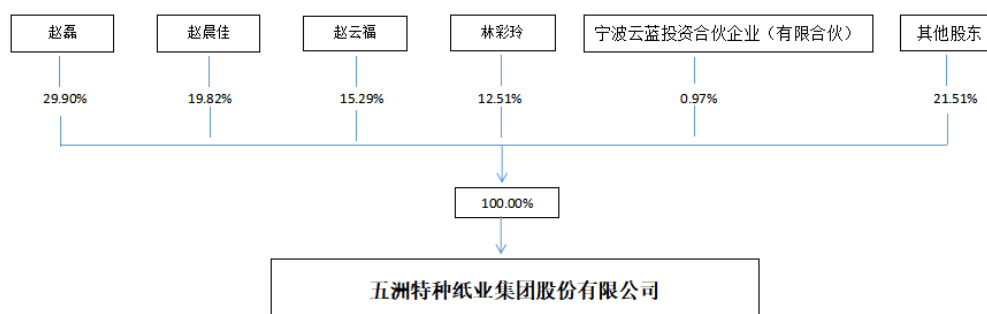
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“特纸转债”的信用等级为AA。

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）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	1.75	7.57	2.44	1.72
应收账款	8.22	6.13	4.51	5.04
存货	6.51	5.72	4.29	2.25
流动资产合计	25.20	21.98	16.90	12.18
固定资产	16.47	16.80	12.22	6.22
在建工程	6.69	5.08	3.76	6.07
非流动资产合计	25.34	23.47	17.05	13.01
资产总计	50.54	45.46	33.96	25.19
短期借款	13.91	10.47	7.61	7.07
应付账款	4.69	4.03	3.55	2.51
一年内到期的非流动负债	0.72	0.73	0.40	0.30
流动负债合计	21.99	17.94	14.97	13.22
长期借款	0.80	0.80	1.20	1.60
应付债券	5.10	5.02	0.00	0.00
长期应付款	0.20	0.25	0.65	0.00
非流动负债合计	6.36	6.36	2.11	1.88
负债合计	28.35	24.30	17.08	15.11
总债务	21.89	18.59	11.89	11.40
归属于母公司的所有者权益	22.19	21.16	16.88	10.09
营业收入	13.31	36.90	26.35	23.76
净利润	1.03	3.90	3.39	1.99
经营活动产生的现金流量净额	-0.73	2.72	1.81	0.99
投资活动产生的现金流量净额	-8.35	-4.61	-4.28	-3.22
筹资活动产生的现金流量净额	3.18	7.41	3.30	2.24
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	16.44%	17.28%	23.13%	19.16%
EBITDA 利润率	--	18.20%	20.94%	17.17%
总资产回报率	--	13.24%	16.28%	13.51%
产权比率	127.76%	114.85%	101.21%	149.76%
资产负债率	56.09%	53.46%	50.30%	59.96%
净债务/EBITDA	--	1.61	1.03	2.07
EBITDA 利息保障倍数	--	16.05	14.13	8.96
总债务/总资本	49.66%	46.77%	41.33%	53.06%
FFO/净债务	--	41.35%	69.15%	28.66%
速动比率	0.85	0.91	0.84	0.75
现金短期债务比	0.51	0.70	0.69	0.36

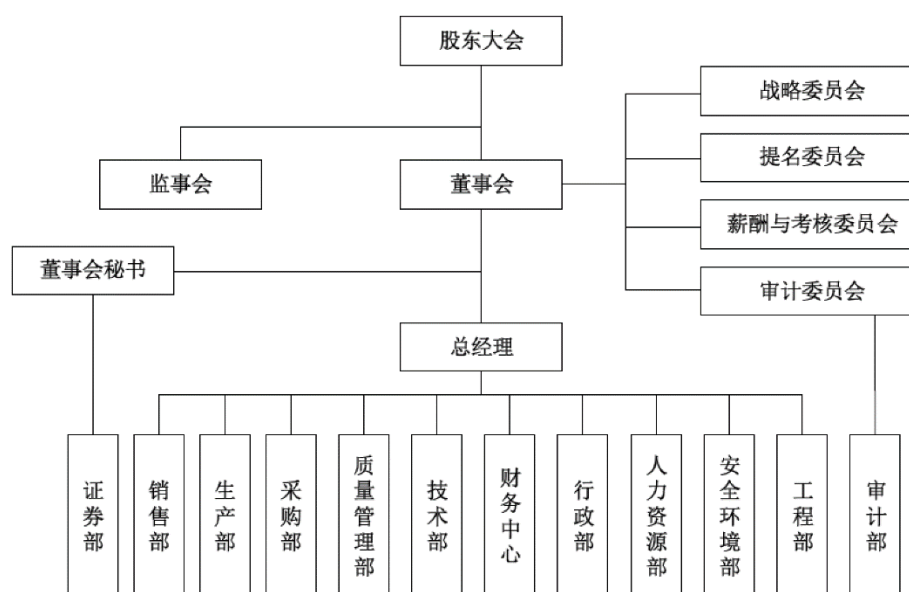
资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2022年3月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	主营业务
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
湖北祉星纸业有限公司	5.00	100.00%	纸及纸制品制造、销售；纸浆销售；热力生产和供应；货物进出口
湖北祉星热力能源有限公司	0.01	100.00%	热力生产和供应；污水处理及其再生利用
黄冈祉星纸业有限公司	0.01	100.00%	纸及纸制品制造、销售；纸浆销售；热力生产和供应；货物进出口
黄冈祉星热力能源有限公司	0.01	100.00%	热力生产和供应；污水处理及其再生利用

资料来源：公司提供，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	未受限货币资金+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。