

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 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【68】号 01

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，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

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 2025年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
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

本次等级的评定是考虑到：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）作为国内特种纸龙头企业之一，2024年随着湖北基地工业包装材料系列等产线陆续完工投产，产品供应能力和产品多元化程度进一步提升，同时受益于收购企业并表全年收入、部分细分纸种产能释放及订单量增加，公司营业收入保持良好增长态势，净利润明显增厚，自给浆线投产后原材料成本管控经济效益初显，木浆进口依赖度有所下降；同时中证鹏元也关注到，受行业竞争影响，部分细分纸种销售价格承压，需关注产能消化风险及存货跌价风险，公司在建九江码头工程和规划建设化学浆项目投资规模大、建设周期长，需关注相关投资风险及投产后原料自给的效益实现情况，2024年公司木浆采购仍以进口为主，外销收入同比增长，需关注木浆价格波动风险和汇兑损失风险，总债务持续增长，财务杠杆率仍较高，偿债压力较大，以及存在一定安全生产、环保风险，股权质押比例较高等不利因素。

评级日期

2025年05月29日

联系方式

项目负责人：孟淼
mengm@cspengyuan.com

项目组成员：洪焯
hongy@cspengyuan.com

项目组成员：张涛
zhangt@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2025.3	2024	2023	2022
总资产	116.84	114.72	77.02	65.67
归母所有者权益	35.97	35.31	24.22	22.03
总债务	68.01	63.75	39.40	33.36
营业收入	19.89	76.56	65.19	59.62
净利润	0.67	3.62	2.75	2.05
经营活动现金流净额	-0.57	-0.96	10.77	0.36
净债务/EBITDA	--	5.80	5.28	3.50
EBITDA 利息保障倍数	--	5.05	5.61	5.70
总债务/总资本	65.24%	64.20%	61.74%	60.22%
FFO/净债务	--	6.24%	12.50%	13.37%
EBITDA 利润率	--	10.99%	9.47%	9.82%
总资产回报率	--	5.67%	5.68%	6.21%
速动比率	0.55	0.60	0.58	0.79
现金短期债务比	0.36	0.42	0.33	0.60
销售毛利率	8.76%	9.87%	9.59%	8.78%
资产负债率	68.99%	69.01%	68.29%	66.45%

注：2025年3月末现金短期债务比未扣除受限货币资金，下同。

资料来源：公司2022-2024年审计报告及未经审计的2025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”。

正面

- **作为特种纸龙头企业之一，产能规模持续扩张，产品类型更加多元。**2024年，公司湖北基地年产68万吨工业包装材料产线、江西基地年产1万吨数码转印纸产线投产，产品供应能力进一步提升，产品类型更加多元。截至2024年末公司拥有原纸设计总产能213.4万吨/年，目前仍是国内规模较大的特种纸生产企业之一，其中拳头产品食品包装材料系列产能为78万吨/年、格拉辛纸产能21万吨/年。
- **新增产线投产及收购企业并表收入增加贡献增量营收，盈利水平明显提升。**2024年受益于湖北基地工业包装材料产线完工投产、2023年收购的五洲特种纸业（龙游）有限公司（以下简称“龙游五洲”）工业配套材料产品在2024年并入全年销售收入，以及日用消费材料系列、出版印刷材料系列产能释放及订单量增加，公司营业收入同比增长17.43%。公司多元化产品一定程度分散了细分领域市场波动风险，2024年销售毛利率总体稳定，净利润同比增长31.87%。
- **自给浆线投产后原材料成本管控经济效益初显，木浆进口依赖度有所下降。**2024年一季度，江西基地年产30万吨化机浆产线完工投产后，公司基本实现江西基地年产50万吨食品包装材料系列和30万吨出版印刷材料系列产品原材料自给。在2024年我国进口纸浆均价同比小幅上升的行业环境下，公司当期食品包装材料和出版印刷材料系列产品单位原材料成本同比下降100-200元/吨，同时公司木浆采购中进口比重同比下降约8个百分点至57%，能够在一定程度规避木浆价格波动的不利影响。

关注

- **细分纸种销售价格承压，需关注产能消化及存货跌价风险。**受行业竞争影响，2024年公司除日用消费材料及工业包装材料系列的细分纸种销售均价同比下跌，进一步压缩产品利润空间，其中食品包装材料系列叠加行业产能持续投放及大类白卡纸价格拖累，量价齐跌。考虑到截至2024年末公司尚有一定规模原纸产线在建，需关注项目投产后的产能消化风险及存货跌价风险。
- **需关注码头及浆线项目投资风险，以及木浆价格波动风险和汇兑损失风险。**公司在建九江码头工程和规划建设化学浆项目投资规模大、建设周期长，且需面向社会招聘港口码头运营及化学浆生产相关技术及管理人员，完工后的运营状况存在较大不确定性，需关注项目投资风险及未来化学浆原料自给的效益实现情况。此外，公司木浆采购仍以进口为主，2024年外销收入进一步提升，公司存在一定汇兑损失风险。
- **债务融资规模持续扩张，财务杠杆率仍较高，短期偿债压力较大。**2024年公司产能扩建投入力度仍较大，总债务规模持续较快增长，2025年3月末资产负债率上升至68.99%，FFO/净债务等偿债指标表现弱化，短期债务与现金类资产之间存在一定资金缺口，资产负债期限结构匹配度欠佳，考虑到截至2024年末公司主要在建、拟建项目尚需投资规模较大，债务融资或将进一步增加，公司偿债压力将进一步加大。
- **存在一定安全生产和环保风险。**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。
- **股权质押比例较高。**截至2025年3月末，公司前十名股东股权质押数量合计11,630.00万股，股权质押数量占公司总股本的24.39%，其中控股股东股权质押数量合计9,590.00万股，占其所持公司股份数的29.63%，占公司总股本的20.11%。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司作为国内规模较大的特种纸生产企业、特种纸龙头企业之一，产品供应能力仍较强。

同业比较（单位：亿元）

指标	仙鹤股份	冠豪高新	齐峰新材	恒丰纸业	宜宾纸业	民丰特纸	公司
总资产	233.22	112.27	55.24	34.73	33.69	30.84	114.72
营业收入	102.74	75.88	33.88	27.74	22.38	14.59	76.56
净利润	10.13	1.52	1.14	1.32	-0.74	0.72	3.62
销售毛利率（%）	15.46	9.44	10.25	17.82	11.72	16.51	9.87
资产负债率（%）	65.11	44.17	27.23	23.70	91.69	51.34	69.01

注：以上各指标均为 2024 年数据。

资料来源：Choice，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_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	4/9
	行业&经营风险状况	5/7		杠杆状况	4/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	中
	经营状况	5/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		4/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				3
个体信用状况					aa
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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	6.6193	2024-9-29	2027-12-7

一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金6.70亿元，原计划5.00亿元用于年产20万吨液体包装纸项目、1.70亿元用于补充流动资金。2023年3月，公司发布变更募集资金用途公告，根据公司发展战略，为提高募集资金使用效率，本期债券募集资金5.00亿元计划用于子公司五洲特种纸业（湖北）有限公司（原名为湖北祉星纸业有限公司，以下简称“湖北五洲”）449万吨浆纸一体化项目一期工程，补充流动资金部分不变。截至2024年12月31日，“特纸转债”募集资金专项账户已无结余且已全部销户。

二、 发行主体概况

2024年12月，公司向控股股东、实际控制人赵磊、赵晨佳、赵云福和林彩玲合计定向增发股份73,024,053股，净募资额为8.26亿元，定增完成后公司控股股东、实际控制人未发生变化。截至2025年3月末，公司注册资本及实收资本增至4.77亿元，控股股东、实际控制人赵磊、赵晨佳、赵云福和林彩玲合计持有公司67.87%股份，股权结构详见附录二。截至2025年3月末，公司前十名股东股权质押数量合计11,630.00万股，占公司总股本的24.39%，其中控股股东股权质押数量合计9,590.00万股，占其所持公司股份数的29.63%，占公司总股本的20.11%，质押用途为取得金融机构借款购买公司定向增发的股票。2024年4月，公司董事会换届选举，独立董事由王琰、顾嘉琪和洪金明变更为李英、汪志锋和张益焕。2024年12月，公司董事会选举赵晨佳为第三届董事会副董事长，任期自会议审议通过之日起至第三届董事会届满之日止。截至2025年5月14日收盘，五洲特纸股价为11.53元，特纸转债价格为115.14元，特纸转债最新转股价为13.88元，转股溢价为39.39%。

公司仍主要从事特种纸的研发、生产和销售，跟踪期内本期债券募投项目投产，新增较大规模工业包装材料系列产品产能，产品覆盖领域逐步拓宽至大类纸种，主要产品包括食品包装材料、日用消费材料、出版印刷材料、工业包装材料和工业配套材料等。2024年公司合并报表范围新增2家子公司，无减少的子公司，变化情况详见表1。截至2024年末，公司纳入合并范围的子公司共16家，重要子公司为湖北五洲和五洲特种纸业（江西）有限公司（以下简称“江西五洲”），2024年主要财务数据详见表2。

表1 2024 年公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

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	业务性质	合并方式
江西泽川供应链管理有限公司	90%	0.34	货物运输	新设
九江诚宇物流有限公司	100%	0.27	货物运输	同一控制下合并

资料来源：公司 2024 年审计报告，中证鹏元整理

表2 重要子公司 2024 年主要财务指标情况（单位：亿元）

子公司名称	业务性质	总资产	净资产	营业收入	净利润
湖北五洲	纸、纸制品、纸浆生产与销售	40.07	12.77	1.27	-0.16
江西五洲	纸、纸制品、纸浆生产与销售	52.88	17.63	47.58	3.01

注：湖北五洲及江西五洲未编制合并报表，表中系单体报表数据。
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

三、运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。展望二季度，外部形势严峻复杂，关税冲击和大国博弈下出口和失业率面临压力，关税或拖累名义GDP增速2个百分点。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策延续积极表述，将加大内需对冲力度，进一步扩内需促消费稳外贸。货币政策适度宽松，保持流动性充裕，二季度降准有望先行落地，配合政府债发行，降息将根据内外部变化相机抉择，结构性工具降息可期，加大稳定股市楼市力度，进一步促消费和支持科技创新等领域。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，继续推进化债举措，进一步减轻地方政府负担，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

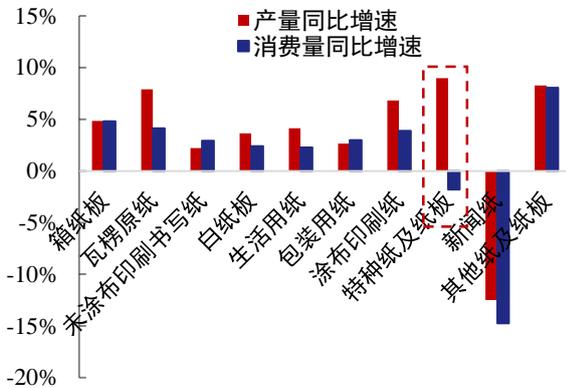
行业环境

2024年我国造纸行业产销齐增，但特种纸消费复苏不及预期而产量大幅增长，供需矛盾进一步加剧，其中食品包装纸价格受产能持续投放、行业竞争加剧及大类白卡纸价格下滑拖累，生产企业盈利承压，标签离型纸下游需求旺盛，市场规模仍有较大增长空间，特种纸细分行业景气度持续分化

中国造纸协会发布数据显示，2024年我国纸及纸板生产消费双升，生产量13,625万吨，同比增长5.09%，消费量13,634万吨，同比增长3.56%，人均年消费量96.83千克（14.08亿人），同比增长3.71%。2024年国内各类纸及纸制品生产及消费端的产品结构与去年一致，其中箱纸板、瓦楞原纸、包装用纸产量及消费量保持良好增长态势，新闻纸产量及消费量的大幅下滑继续延续互联网及电子书普及以来的大趋势。特种纸及纸板消费复苏不及预期，产量同比增长8.99%，消费量同比下滑1.79%，消费量已连续

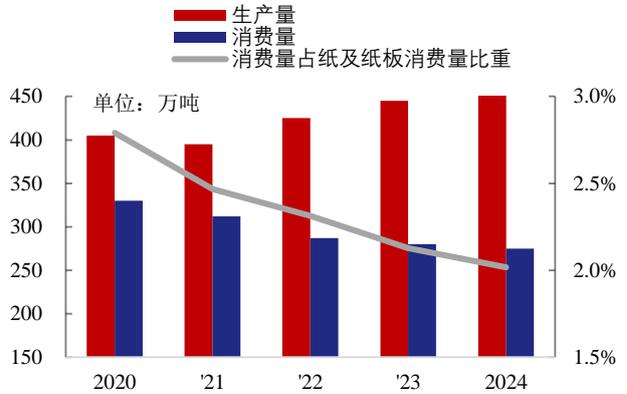
三年负增长，供需矛盾进一步加剧。

图1 2024年特种纸产量增长但消费量下滑



资料来源：中国造纸协会，中证鹏元整理

图2 2024年特种纸及纸板供需矛盾进一步加剧



资料来源：中国造纸协会，中证鹏元整理

五洲特纸主要特种纸产品为食品包装材料系列、日用消费材料系列，其中食品包装材料系列属于白卡纸大类。受行业产能扩张、竞争加剧等因素影响，2024年以来白卡纸价格总体呈下滑趋势，食品包装纸价格一定程度受大类白卡纸价格拖累。

图3 2024年白卡纸价格总体呈下滑趋势

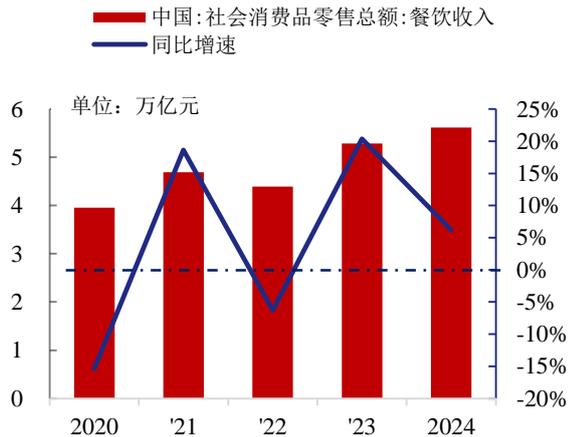


资料来源：Wind，中证鹏元整理

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。根据国家统计局数据，2024年以来我国实现餐饮收入5.62万亿元，同比上升6.22%，餐饮消费需求持续复苏。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，2024年我国网上外卖用户规模达5.92亿人，同比增长8.77%。受益于“限塑令”、“禁塑令”、“双碳”等国家政策导向，餐饮、外卖产业向环保生态方向发展，叠加需求恢复、消费升级等因素，对食品包装纸的需求有一定支撑作用。但需要注意的是，2024年食品包装纸细分行业仍受新增较大规模产能投放影响，销售价格进一步下跌，生产企业利润空间仍受到挤压。

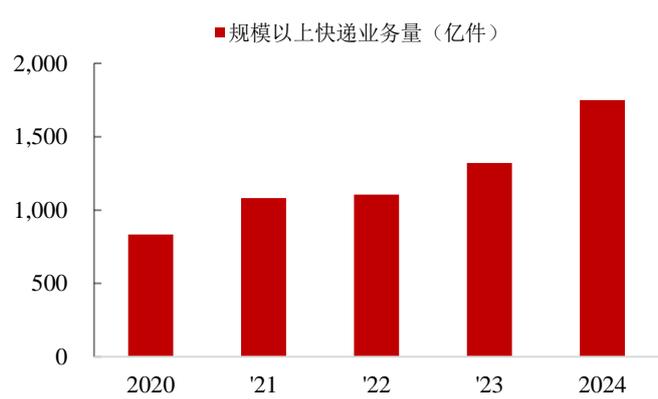
离型纸的下游行业主要为快递物流、商品标签等行业。2024年我国快递业务量保持良好增长态势，规模以上快递业务量完成1,750.91亿件，同比增长32.57%，规模以上快递业务收入达1.40万亿元，同比增长15.95%。根据《“十四五”邮政业发展规划》，2025年我国快递业务量有望增至1,500亿件，快递业务量的增长有利于标签离型纸的市场规模进一步扩张。

图4 2024年我国餐饮收入持续增长



资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

图5 2024年规模以上快递业务量保持良好增长



资料来源：Wind，中证鹏元整理

总体来看，2024年我国特种纸产量增长较快，但需求端复苏不及预期，供需矛盾进一步加剧。标签离型纸下游行业需求仍有良好支撑，食品包装纸行业市场需求高端化与下沉分化并存，头部企业凭借成本与技术优势巩固地位，但毛利空间受到细分行业产能扩张及竞争加剧的不利影响。

2024年以来针叶浆价格震荡上行，下半年针阔叶浆价格走势分化，全年进口纸浆均价同比变化不大，需持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

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。2024年上半年，受上游产能和国际能源价格影响，国际纸浆价格快速上升，5月末进口漂针浆现货价升至6,650元/吨，进口漂阔浆现货价上升至5,887.5元/吨。2024年下半年，阔叶浆价格受国内外新增较多产能释放影响，价格持续下滑，而针叶浆因针叶木成材较慢且主要在高纬度地区生长限制了扩产能力，价格呈震荡上行趋势。根据海关总署数据，2024年我国进口纸浆平均单价（当月值取平均）为653.73美元/吨，同比仅上涨0.28%，与上年基本持平。长期来看，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，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6 2024年下半年针阔叶浆价格走势分化



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图7 2024年我国进口纸浆均价同比变化不大



资料来源：海关总署，中证鹏元整理

四、经营与竞争

跟踪期内，公司仍主要从事特种纸的研发、生产和销售，同时随着本期债券募投项目于2024年8-9月完工投产，以工业包装纸为主的大类纸产能大幅提升，产品类型进一步拓宽。2024年，公司营业收入构成仍以食品包装材料和日用消费材料系列为主，合计收入占比超过70%，当期营业收入同比增长17.43%，增量主要来自年内新投产的工业包装纸销售，其次为2023年收购的龙游五洲在2024年并入全年工业衬纸销售收入所致，此外，日用消费材料系列、出版印刷材料系列受益于产能投放及订单量增加，销售收入亦有小幅增长。

公司原纸产品类型较为多元，一定程度分散了细分领域市场行情波动的风险，2024年销售毛利率较为稳定。2024年以格拉辛纸、转印纸为主的日用消费材料系列毛利率稳中有升，仍为公司毛利润最主要来源。受益于年内江西化机浆产线投产，江西基地的食品包装纸原材料实现自给，尽管行业产能投放持续加大、产品价格进一步下降，公司食品包装材料系列产品毛利率也较上年小幅提升，但仍处于偏低水平；出版印刷材料和工业配套材料系列毛利率同比均有所下滑，主要系行业竞争加剧引起产品销售价格下降所致。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
食品包装材料系列	31.50	41.14%	4.05%	33.21	50.94%	3.31%
日用消费材料系列	24.48	31.97%	21.24%	22.30	34.20%	20.04%
出版印刷材料系列	10.07	13.15%	3.77%	8.26	12.67%	5.59%
工业包装材料系列	7.47	9.76%	4.23%	0.05	0.08%	-27.16%
工业配套材料系列	2.87	3.75%	10.06%	0.92	1.42%	13.16%
其他	0.17	0.22%	58.83%	0.45	0.69%	25.97%

合计	76.56	100.00%	9.87%	65.19	100.00%	9.59%
----	-------	---------	-------	-------	---------	-------

注：食品包装材料系列产品为食品包装纸，日用消费材料系列包括格拉辛纸、数码转印纸和描图纸，出版印刷材料系列产品为文化纸，工业配套材料系列主要为工业衬纸；2023年无工业包装材料系列产品生产，所销售产品系期初库存。
 资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

2024年湖北基地年产68万吨工业包装材料产线完工投产，公司产品供应能力进一步增强，各细分品类产量及产能利用率不同程度提升；公司在建、拟建项目尚需较大规模投资，资金支出压力较大，其中九江码头工程和化学浆项目投资规模大、建设周期长，完工后的运营状况存在较大不确定性，需关注未来化学浆原料自给的效益实现情况以及新增产能的消化情况

跟踪期内公司产品生产模式无变化，仍为以销定产。2024年公司主要完工投产项目包括湖北基地年产60万吨工业包装纸（本期债券募投项目年产449万吨浆纸一体化项目一期工程）和年产8万吨纱管纸产线、江西基地年产1万吨数码转印纸产线和年产30万吨化机浆产线及配套设施项目²，产品供应能力进一步提升，并实现江西基地食品包装材料系列和出版印刷材料系列产品的原材料自给。截至2024年末，公司拥有5处生产基地，其中2处位于浙江衢州，浙江龙游（2023年收购取得）、江西湖口和湖北汉川各1处，已建成16条原纸生产线，设计总产能为213.4万吨/年，仍是国内规模较大的特种纸生产企业之一，其中拳头产品食品包装材料系列产能为78万吨/年、格拉辛纸产能21万吨/年。

2024年公司各细分产品产能利用率均有不同程度的提升。食品包装材料系列产能利用率随产量增加同比小幅提升。日用消费材料系列产能利用率提升一方面受益于下游需求增长，另一方面系2023年3月和11月分别在衢州和江西基地投产的2.20万吨数码转印纸和1万吨描图纸产线在2024年计入全年产量所致。受益于江西基地30万吨文化纸产线产能爬坡，出版印刷材料系列产品产能利用率明显改善。2023年收购的龙游五洲工业配套材料系列产品于2024年计入全年产量，产能利用率明显提升。

表4 2023-2024 年公司主要产品产能、产量及产能利用情况

产品类别		2024 年	2023 年
食品包装材料系列	产能（万吨/年）	78.00	78.00
	产量（万吨）	62.65	61.41
	产能利用率	80.32%	78.73%
日用消费材料系列	产能（万吨/年）	33.90	32.90
	产量（万吨）	28.08	25.56
	产能利用率	82.83%	77.68%
出版印刷材料系列	产能（万吨/年）	30.00	30.00
	产量（万吨）	22.24	18.30
	产能利用率	74.13%	61.00%
工业包装材料系列	产能（万吨/年）	68.00	--
	产量（万吨）	33.03	--
	产能利用率	48.57%	--

² 年产 30 万吨化机浆产线及配套设施项目于 2023 年末完工，2024 年一季度投产。

	产能（万吨/年）	3.50	3.50
工业配套材料系列	产量（万吨）	3.91	1.18
	产能利用率	111.71%	33.71%

注：1、工业包装材料系列产线于 2024 年 8-9 月正式投产，产量系投产后至 2024 年末数据，因而 2024 年产能利用率较低；2、日用消费材料系列 2023 年产能利用率偏低系部分产线于 2023 年内投产所致；3、工业配套材料系列 2023 年产量系合并龙游五洲后 2023 年 9-12 月数据，因而产能利用率较低，2024 年产能利用率超过 100% 系产线技改后产能提高所致，技改后产能未重新核定。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2024 年，公司在产能扩建上的投入力度仍较大，主要资金投向为湖北基地年产 449 万吨浆纸一体化项目二期工程、江西基地年产 110 万吨特种纸项目建设及本期债券募投项目年产 449 万吨浆纸一体化项目一期工程等。其中本期债券募投项目已于 2024 年 8-9 月完工投产，形成年产 60 万吨工业包装纸生产能力，湖北基地年产 449 万吨浆纸一体化项目二期工程（以下简称“湖北基地二期工程”）建设内容包括年产 8 万吨纱管纸（已于 2024 年 8 月完工投产）、年产 30 万吨工业包装纸、年产 30 万吨格拉辛纸和年产 7 万吨装饰原纸产线，江西基地年产 110 万吨特种纸项目中尚有年产 5 万吨文化纸产线在建。考虑到 2024 年以来公司部分产品销售价格受行业竞争影响有所下降，需关注上述项目投产后的产能消化风险。

浆纸一体化项目方面，九江江湖口港区银砂湾作业区公用码头工程（以下简称“九江码头工程”）主要为节约木片运输成本、配合江西基地木浆生产所建，建设期 18 个月，建成后将部分用于木浆生产所需的原材料木片的水路运输，部分对外运营。此外，公司于 2025 年 2 月公告将在江西基地投资建设年产 60 万吨化学浆项目（以下简称“化学浆项目”），计划总投资 29.40 亿元，建设期 30 个月，目前已取得开工建设的相关资质，预计开工时间为 2025 年 6 月。上述项目建设资金来源均以银行贷款为主，考虑到九江码头工程和化学浆项目投资规模大、建设周期长，且化学浆在生产工艺方面较化机浆有较大不同，如生产工序更长、环保处理更复杂，生产过程中化学药品用量较高，成浆得率低于化机浆等，公司需面向社会招聘港口码头运营及化学浆生产相关技术及管理人员，完工后的运营状况存在较大不确定性，需关注未来码头的运营情况以及化学浆原料自给的效益实现情况。总体来看，公司主要在建、拟建项目尚需投资规模较大，资金来源主要为债务融资，面临较大资金支出压力且公司债务压力将进一步加大。

表5 2024 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设地点	项目总投资	已投资
年产 110 万吨特种纸项目建设	江西九江	23.98	24.17
年产 449 万吨浆纸一体化项目一期工程*	湖北孝感	19.88	18.65
年产 449 万吨浆纸一体化项目二期工程	湖北孝感	15.00	9.11
湖北祉星热电项目	湖北孝感	11.27	2.13
九江江湖口港区银砂湾作业区公用码头工程	江西九江	8.66	0.77
合计	--	78.79	54.83

注：1、年产 110 万吨特种纸项目建设已投资超过总投资，剩余年产 5 万吨文化纸产线尚在建设；

2、*本期债券募投项目。2023年3月24日，公司发布变更募集资金用途公告，本期债券募集资金5.00亿元将用于子公司湖北祉星纸业有限公司年产449万吨浆纸一体化项目一期工程，建成后将形成年产60万吨工业包装纸的生产能力，该项目已于2024年8-9月完工投产，剩余少量工程尾款尚未支付；

3、湖北祉星热电项目计划建设4台锅炉，已建成1号锅炉并投入使用，2号尚在建设中，已能够与现有产能相匹配，暂无计划建设3、4号锅炉。

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，2024年各类产品产销率仍处于较高水平，其中日用消费材料系列产品量价齐升，工业包装材料和工业配套材料带来较大规模收入增量，但受行业产能持续投放和竞争加剧影响，食品包装材料系列量价齐跌；公司外销收入占比提升，需持续关注人民币汇率波动引起汇兑损失的风险

2024年公司各类产品产销率总体处于较高水平，其中食品包装材料系列销量及产销率同比小幅下滑，日用消费材料和出版印刷材料系列销量有所增长。价格方面，除日用消费材料系列销售均价较为稳定外，其他各类产品销售均价受行业竞争影响均同比下滑。销售额方面，食品包装材料系列受行业产能持续投放、行业竞争加剧影响量价齐跌，销售额同比有所下滑，日用消费材料细分领域竞争格局较为稳定，伴随下游需求增长实现量价齐升，出版印刷材料系列虽然量增价减，但仍实现销售额同比提升，新增工业包装材料和2023年收购的龙游五洲工业配套材料系列带来较大规模收入增量。

表6 2023-2024年公司主要产品销售价格及销量情况

产品类别		2024年	2023年
食品包装材料系列	均价（元/吨）	5,202.51	5,406.73
	销量（万吨）	60.54	61.43
	销售金额（万元）	314,960.14	332,108.95
	产销率	96.64%	100.03%
日用消费材料系列	均价（元/吨）	8,773.29	8,757.10
	销量（万吨）	27.90	25.46
	销售金额（万元）	244,774.83	222,952.23
	产销率	99.36%	99.62%
出版印刷材料系列	均价（元/吨）	4,453.96	4,741.86
	销量（万吨）	22.61	17.41
	销售金额（万元）	100,704.02	82,570.98
	产销率	101.66%	95.16%
工业包装材料系列	均价（元/吨）	2,358.58	--
	销量（万吨）	31.68	--
	销售金额（万元）	74,719.85	--
	产销率	95.91%	--
工业配套材料系列	均价（元/吨）	7,508.66	7,965.23
	销量（万吨）	3.82	1.16
	销售金额（万元）	28,683.08	9,239.67
	产销率	97.88%	97.98%

注：工业配套材料系列2023年销量系合并龙游五洲后2023年9-12月数据。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司主要销售区域及构成、销售模式和信用政策无变化。2024年，公司内销及外销收入均同比增长，外销占比有所提升主要系当期日用消费材料系列中的格拉辛纸境外销售增加所致。公司主要外销国家分布于东亚、东南亚和欧洲地区，受本次美国关税政策影响较小。公司与下游主要客户的合作关系较为稳定，2024年前五大客户销售额占比下降4.31个百分点至32.65%，客户集中度小幅下滑主要系部分厦门建发股份有限公司（以下简称“厦门建发”，股票代码：600153.SH）的下游客户成为公司直接客户，因而对厦门建发的销售额小幅下滑所致。2024年公司部分主要客户销售额排序发生变化，主要系湖北基地工业包装纸产能投放后，产品结构有所不同所致。

表7 公司主营业务收入按区域分类情况（单位：亿元）

项目	2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比
内销	65.13	85.27%	57.12	88.22%
外销	11.25	14.73%	7.62	11.78%
合计	76.38	100.00%	64.74	100.00%

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告，中证鹏元整理

2024年受益于江西基地化机浆产线投产后部分木浆原料自给，食品包装材料和出版印刷材料系列产品单位原材料成本有所下降，同时公司木浆进口依赖度有所下降，一定程度规避了木浆价格波动的不利影响，未来仍需关注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；公司与上游供应商合作关系总体稳定，前五大供应商集中度有所下降

跟踪期内公司采购模式无重大变化。主营业务成本构成方面，2024年公司食品包装材料和出版印刷材料系列产品单位原材料成本同比下降 100-200 元/吨不等，主要受益于江西基地年产 30 万吨化机浆产线于 2024 年一季度投产后满足了江西基地年产 50 万吨食品包装纸和 30 万吨文化纸原料需求，一定程度上规避了木浆价格波动的不利影响，总体材料成本占比小幅下降。

虽然浆纸一体化项目投产使得公司木浆进口依赖度有所下降，2024年木浆采购中进口比重同比下降约 8 个百分点至 57%，但目前日用消费材料系列及衢州基地食品包装材料系列木浆原料仍主要通过外购取得，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。公司木浆采购中进口国家主要分布于北美和东南亚地区，基本不涉及美国供应商。公司采购木浆及境外销售主要使用外币结算，2023-2024 年分别发生汇兑损失 0.07 亿元和 0.18 亿元，需关注汇率波动引起汇兑损失的风险以及关税政策变动对公司经营可能产生的不利影响。

表8 公司主营业务成本构成情况（单位：亿元）

项目	2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比
材料成本	55.67	80.77%	47.65	81.30%
直接人工	1.27	1.85%	0.91	1.55%

制造费用	9.53	13.83%	8.16	13.92%
销售运费	2.45	3.56%	1.89	3.22%
主营业务成本	68.93	100.00%	58.60	100.00%

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总体稳定，与供应商的结算方式无重大变化。2024年第一大木浆原料供应商为UPM³，其次为BRACELL SP CELLULOSE TRADING FZCO（巴丝集团）、厦门国贸集团股份有限公司（股票代码：600755.SH），Dryad Resources（Hk）Co.,Limited也是较为稳定的供应商。2024年公司前五大供应商采购额占比同比有所下降，主要系湖北基地工业包装纸产线投产后采购总额增加所致。

五、 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）会计师事务所审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告及2025年1-3月未经审计财务报表。

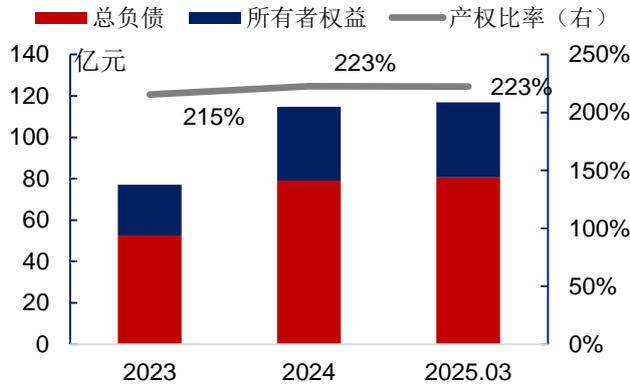
跟踪期内公司财务风险边际上升。首先，2024年虽然公司营收和利润实现均有所提升，但受行业产能持续投放和竞争加剧影响，部分核心产品毛利率承压，未来盈利水平存在一定波动可能。其次，公司新增码头及浆线等较大规模项目投资计划，在建、拟建项目资本性支出需求增加，经营获现不足，债务融资规模进一步扩张，尽管股票定增一定程度缓解了流动性压力，公司资产负债率仍处于69%左右相对较高水平，FFO/净债务等偿债指标表现弱化，且短期债务与现金类资产之间存在一定资金缺口，短期偿债压力仍较大。

资本实力与资产质量

2024年末，公司总资产规模同比大幅提升，增量资产主要来自当期项目建设投入及完工转固形成固定资产，资金来源主要为债务融资，其次为股东定增形成账面现金，产权比率在高位攀升。资产构成方面，以固定资产和在建工程为主的非流动资产占比较高，符合造纸企业重资产特点。2024年固定资产同比大幅增长主要系本期债券募投项目、江西基地化机浆项目等完工从在建工程转入所致，2025年3月末在建工程进一步增加主要系湖北基地二期工程建设投入所致。2024年8-9月湖北基地68万吨工业包装材料产线投产（含本期债券募投项目）后，公司增加原材料备货，同时食品包装材料细分领域产能持续投放、竞争加剧引起销量和产销率同比小幅下滑，因而2024年末存货同比增长较多。考虑到2024年公司多数产品销售均价有所下滑，需关注新增产能消化情况和存货跌价风险。

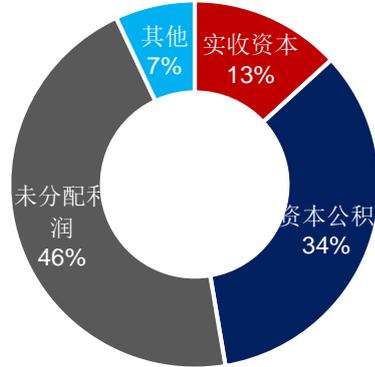
³ 指 Upm Pulp Sales Oy、Upm-Kymmene Corporation。Upm-Kymmene Oyj（芬欧汇川集团）均为同一控制下企业，Upm-Kymmene Oyj 为国际大型纸制品生产商，总部位于芬兰。

图8 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图9 2025年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	11.00	9.41%	13.07	11.39%	5.68	7.38%
应收票据	2.21	1.89%	2.15	1.87%	0.98	1.27%
应收账款	9.83	8.41%	11.40	9.94%	11.07	14.37%
存货	10.29	8.81%	9.86	8.59%	5.75	7.47%
流动资产合计	38.08	32.59%	40.92	35.67%	26.36	34.23%
固定资产	44.96	38.48%	45.93	40.04%	20.40	26.48%
在建工程	25.00	21.40%	16.17	14.10%	21.65	28.10%
无形资产	5.88	5.03%	5.93	5.17%	4.87	6.32%
非流动资产合计	78.76	67.41%	73.80	64.33%	50.66	65.77%
资产总计	116.84	100.00%	114.72	100.00%	77.02	100.00%

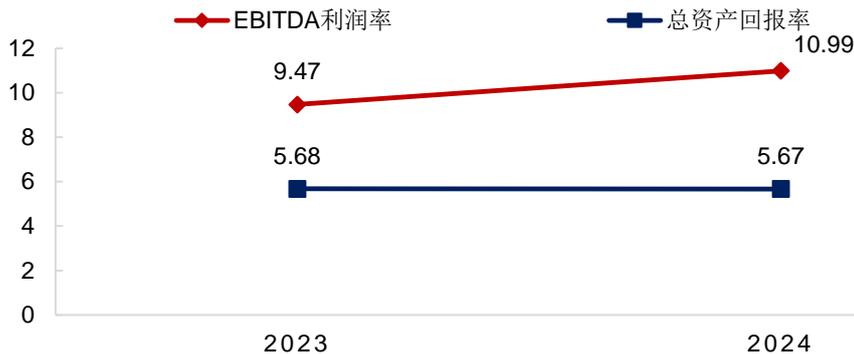
资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2024年，受益于营业收入增长、销售成本率及期间费用率总体稳定，公司实现净利润同比增长31.87%，EBITDA利润率同比上升1.52个百分点，盈利能力有所提升。收入端，跟踪期内虽然食品包装材料系列受行业产能持续投放、行业竞争加剧影响销售额小幅下滑，但日用消费材料系列产品量价齐升，新增工业包装材料系列投产放量，2023年收购的龙游五洲工业配套材料销售稳定（合并完整年度数据），2024年实现营业收入同比增长17.43%；成本端，公司自给浆线投产后原材料成本管控的经济效益显现，使得收入占比较高的食品包装材料在销售均价下滑的情况下维持毛利率水平稳定，销售成本率和期间费用率总体稳定。但需要注意的是，受总债务扩张影响，2024年公司财务费用利息支出同比增长36.24%，信用减值损失及存货跌价引起的资产减值损失合计0.11亿元，2023年同期仅0.04亿元，对利润造成一定侵蚀。

2024年公司通过产能提升、降本增效和成本管控等实现了营业收入良性增长和盈利水平提升，但考虑到收入占比较高的细分品类食品包装材料系列行业产能持续投放和竞争加剧使得销售价格进一步下跌，2025年以来纸浆价格再现回升趋势，公司销售端和成本端仍面临一定压力，预计公司未来盈利水平有一定波动可能。

图 10 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

2025年3月末，公司负债结构仍以流动负债为主要构成。跟踪期内，公司各类项目建设投入力度较大，债务融资规模持续扩张，负债总额增长较快，总债务占总负债比重持续上升。2024年末公司总债务以银行借款为主要构成，其次为票据和债券，债务品种结构良好；增量债务以短期为主，主要系新增短期借款较多，同时与供应商的票据结算增加所致，短期债务占总债务的比重有所下降，但仍处于较高水平，债务期限结构有待改善。考虑到账面现金对短期债务的覆盖度不足，公司面临较大短期偿债压力。

2024年以来公司经营性负债规模呈增长趋势，但占总负债的比重有所下降。2024年末公司应付账款中外币余额为3.42亿元，主要以美元计价，存在一定汇率波动风险。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	30.84	38.26%	28.53	36.04%	20.21	38.41%
应付票据	6.33	7.85%	6.19	7.82%	3.94	7.49%
应付账款	6.04	7.50%	8.56	10.82%	6.86	13.03%
一年内到期的非流动负债	5.41	6.71%	6.41	8.10%	2.10	3.99%
流动负债合计	50.59	62.76%	51.93	65.60%	35.74	67.95%
长期借款	18.12	22.48%	15.62	19.73%	7.33	13.94%
应付债券	5.93	7.35%	5.84	7.37%	5.55	10.56%
非流动负债合计	30.02	37.24%	27.24	34.40%	16.86	32.05%
负债合计	80.61	100.00%	79.17	100.00%	52.60	100.00%

总债务	68.01	84.37%	63.75	80.52%	39.40	74.91%
其中：短期债务	42.57	62.60%	41.13	64.52%	26.24	66.60%
长期债务	25.44	37.40%	22.62	35.48%	13.16	33.40%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，2024年及2025年1-3月虽然公司主营业务回款比率持续提升，但经营活动现金流小幅净流出，主要系湖北基地工业包装材料产线投产后，公司增加原材料备货导致采购端现金流出增加较多所致，2023年经营活动现金净流入规模较大主要受当期质押定期存款到期收回的偶然性因素影响。2024年公司FFO同比小幅下滑，主要系债务融资规模扩张后财务费用增长及湖北基地获得土地返还款缴纳对应所得税导致支付的各项税费增加所致。

杠杆状况方面，2024年公司EBITDA仍能较好覆盖利息支出，但由于融资规模持续扩张，资产负债率、总债务/总资本呈上升趋势。随着总债务的快速增长和项目建设持续投入，2024年末公司账面现金充裕度相对不足，净债务/EBITDA上升、FFO/净债务下降。总体来看，公司财务杠杆率仍较高，偿债压力有所增加。

表11 公司偿债能力指标

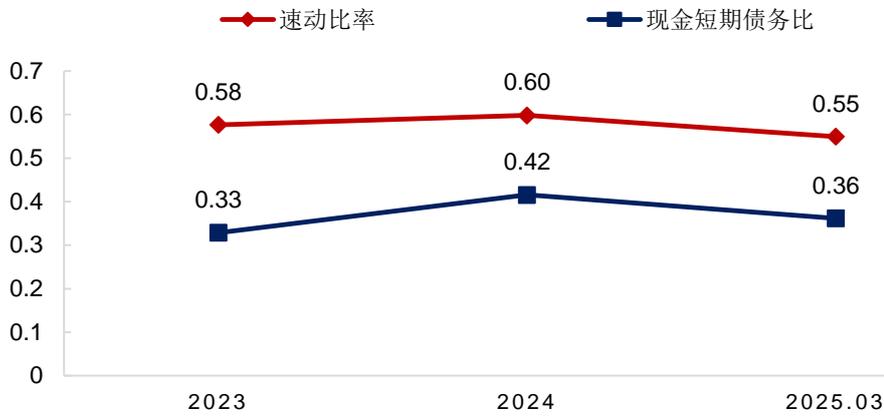
指标名称	2025年3月	2024年	2023年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.57	-0.96	10.77
FFO（亿元）	--	3.05	4.07
资产负债率	68.99%	69.01%	68.29%
净债务/EBITDA	--	5.80	5.28
EBITDA 利息保障倍数	--	5.05	5.61
总债务/总资本	65.24%	64.20%	61.74%
FFO/净债务	--	6.24%	12.50%
经营活动现金流净额/净债务	--	-1.96%	33.05%
自由现金流/净债务	--	-44.27%	-15.14%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

截至2024年末，公司在建、拟建的产能扩建及港口码头、浆线项目尚需投资规模较大，预计每年有一定购建长期资产支出，融资渠道以银行借款为主，未来随项目建设推进和债务融资增长，公司杠杆比率或将进一步上升。

流动性表现方面，由于短期债务增长较快，公司速动比率波动下降至2025年3月末的0.55，资产负债期限结构匹配度欠佳。2024年以来，公司现金短期债务比有所提升，主要受益于2024年12月公司完成向控股股东的股票定增募资净额8.26亿元，但相比快速增长的短期债务，公司账面现金充裕度仍不足，短期偿债压力较大。公司主要融资渠道为银行借款，股权再融资亦为公司提供重要流动性补充。截至2024年末公司银行授信尚未使用额度为12.43亿元，融资弹性尚可。

图 11 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的本部、重要子公司湖北五洲和江西五洲的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2025年4月27日），公司本部、重要子公司湖北五洲和江西五洲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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

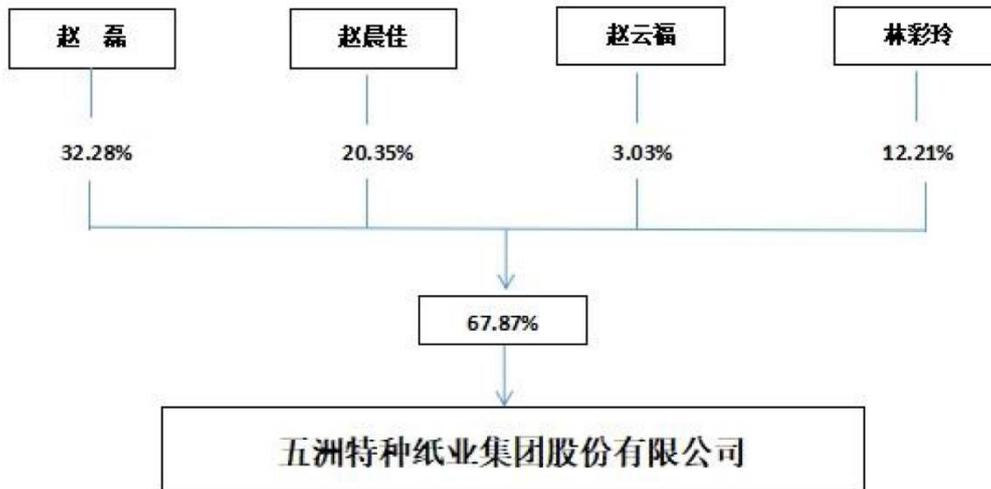
根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年5月12日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

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）	2025年3月	2024年	2023年	2022年
货币资金	11.00	13.07	5.68	7.77
流动资产合计	38.08	40.92	26.36	32.28
固定资产	44.96	45.93	20.40	14.07
在建工程	25.00	16.17	21.65	12.81
非流动资产合计	78.76	73.80	50.66	33.39
资产总计	116.84	114.72	77.02	65.67
短期借款	30.84	28.53	20.21	20.20
一年内到期的非流动负债	5.41	6.41	2.10	2.09
流动负债合计	50.59	51.93	35.74	32.59
长期借款	18.12	15.62	7.33	3.50
应付债券	5.93	5.84	5.55	5.29
非流动负债合计	30.02	27.24	16.86	11.04
负债合计	80.61	79.17	52.60	43.64
所有者权益	36.23	35.55	24.42	22.03
营业收入	19.89	76.56	65.19	59.62
营业利润	0.82	4.09	2.99	2.27
净利润	0.67	3.62	2.75	2.05
经营活动产生的现金流量净额	-0.57	-0.96	10.77	0.36
投资活动产生的现金流量净额	-5.73	-19.79	-12.50	-15.08
筹资活动产生的现金流量净额	3.59	25.74	1.48	9.82
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年
EBITDA（亿元）	--	8.41	6.17	5.85
FFO（亿元）	--	3.05	4.07	2.74
净债务（亿元）	53.16	48.77	32.58	20.49
销售毛利率	8.76%	9.87%	9.59%	8.78%
EBITDA 利润率	--	10.99%	9.47%	9.82%
总资产回报率	--	5.67%	5.68%	6.21%
资产负债率	68.99%	69.01%	68.29%	66.45%
净债务/EBITDA	--	5.80	5.28	3.50
EBITDA 利息保障倍数	--	5.05	5.61	5.70
总债务/总资本	65.24%	64.20%	61.74%	60.22%
FFO/净债务	--	6.24%	12.50%	13.37%
经营活动现金流净额/净债务	-1.08%	-1.96%	33.05%	1.77%
自由现金流/净债务	-11.72%	-44.27%	-15.14%	-46.51%
速动比率	0.55	0.60	0.58	0.79
现金短期债务比	0.36	0.42	0.33	0.60

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 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 2025 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 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+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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

附录四 信用等级符号及定义

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。

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。

债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号