

浙江景兴纸业股份有限公司
公开发行 A 股可转换公司债券
跟踪评级报告

 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2020)101404】

评级对象: 浙江景兴纸业股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券

景兴转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/AA/2020 年 10 月 22 日

首次评级: AA/稳定/AA/2020 年 1 月 13 日

主要财务数据及指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 上半年度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	2.25	2.07	3.10	5.07
刚性债务	11.92	11.16	1.69	3.16
所有者权益	35.26	38.08	39.25	39.53
经营性现金净流入量	0.38	3.09	8.35	1.78
合并口径数据及指标:				
总资产	62.99	63.79	56.60	57.92
总负债	23.20	20.21	11.32	12.03
刚性债务	16.48	15.50	7.19	8.57
所有者权益	39.79	43.58	45.28	45.89
营业收入	53.60	59.38	52.51	21.37
净利润	6.92	3.58	2.03	1.16
经营性现金净流入量	-0.04	4.29	12.61	2.99
EBITDA	11.39	7.37	5.42	—
资产负债率[%]	36.83	31.68	20.01	20.76
权益资本与刚性债务 比率[%]	241.51	281.20	630.17	535.50
流动比率[%]	184.72	151.61	209.65	207.00
现金比率[%]	117.07	95.64	119.26	126.27
利息保障倍数[倍]	9.18	5.25	3.90	—
净资产收益率[%]	18.88	8.58	4.58	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	-0.24	24.16	80.70	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	9.95	17.32	66.36	—
EBITDA/利息支出[倍]	11.62	7.78	7.14	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.66	0.46	0.48	—

注:根据景兴纸业经审计的 2017-2019 年及未经审计的 2020 年上半年度财务数据整理、计算。其中 2017 年财务数据采用 2018 年审计报告经追溯调整的期初数。

分析师

翁斯喆 wsz@shxsj.com

王婷亚 wty@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对浙江景兴纸业股份有限公司(简称景兴纸业、发行人、该公司或公司)公开发行 A 股可转换公司债券的跟踪评级反映了 2019 年以来景兴纸业在主业所处行业外部环境、财务弹性方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在主业盈利能力、生活纸经营、海外项目投资、可转债转股、安全生产和环保及内部管理等方面继续面临压力。

主要优势:

- **主业所处市场区位条件良好。**景兴纸业为国内箱板纸行业的知名企业之一,市场认可度较高,且公司所处长三角经济发达地区,是国内箱板纸主要消费市场之一,为公司业务发展提供良好的市场环境,主营业务在区域市场具有较强的竞争力
- **债务状况较好。**跟踪期内,景兴纸业债务规模有所下降,目前负债经营程度低,且公司现金流情况较好,融资渠道较为畅通,可为债务偿付提供基本保障。

主要风险:

- **主业盈利能力弱化。**景兴纸业业务规模偏小,行业景气度波动对公司经营业绩影响较大。2019 年以来,公司主要产品价格下降,盈利能力进一步弱化;2020 年上半年度受疫情影响主业经营出现亏损。
- **生活用纸经营压力。**景兴纸业生活用纸仍以原纸销售为主,毛利水平较低,依然存在一定的生产经营压力。此外公司拟新建生活用纸产能,未来或面临市场拓展压力。
- **海外项目投资风险。**景兴纸业在马来西亚投资项目金额较大,未来债务压力或有所上升。此外,公司海外投资还面临一定的地缘政治风险,且未来项目产出效果也有待检验。

- **可转债转股情况。**景兴纸业于 2020 年 8 月发行可转换公司债券的转股情况对公司股权结构产生影响。若不能顺利转股，将增加公司债券兑付压力。
- **环保压力及安全生产风险。**虽然景兴纸业目前的环保水平高于国家标准，但仍存在未来环保政策要求从严而产生的经营风险。此外，造纸企业生产过程中的原材料多为易燃物品，公司将持续面临安全生产风险。

➤ 未来展望

通过对景兴纸业发行的景兴转债主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期公司债还本付息安全性仍高，并维持本期公司债 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



浙江景兴纸业股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照浙江景兴纸业股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券（简称“景兴转债”）的跟踪评级安排，本评级机构根据景兴纸业提供的经审计的 2019 年财务报表、未经审计的 2020 年上半年度财务报表及相关经营数据，对景兴纸业的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

截至本评级报告出具日，该公司仍在存续期内的债券情况如图表 2 所示。景兴转债募投项目资金全部用于建设马来西亚年产 80 万吨废纸浆板项目，预计总投资规模 14.52 亿元，建设周期 2 年，并已于 2019 年开工，截至 2020 年 6 月末已完成投资额 3.14 亿元。截至 2020 年 9 月末，景兴转债募集资金已使用 2.53 亿元（其中 2.04 亿用于置换前期投入，0.46 亿元用于项目支出，0.03 亿元支付景兴转债发行费用）。景兴转债转股期为 2021 年 3 月 4 日至 2026 年 8 月 30 日；初始转股价格为 3.40 元/股，截至本评级报告出具日尚未到转股期。

图表 1. 截至本评级报告出具日，公司存续期内债券情况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	当前利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
景兴转债	12.80	6	0.30	2020 年 8 月 31 日	未到付息日

资料来源：Wind

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020 年三季度以来，全球经济缓慢恢复，新冠肺炎疫情反弹、保护主义升级、中美关系紧张以及中东、南亚等区域的地缘政治冲突加剧等进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济增长在未来一段时期内仍将面临复杂多变的外部环境，压力依然较大。我国经济恢复在全球范围内表现亮眼，短期内预计将继续稳步修复，同时需关注海外疫情形势、国内秋冬季疫情反弹可能、美对我国的战略遏制、全球经济恢复缓慢等因素对我国经济发展回归常态带来的挑战；从中长期看，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展战略的深入

推进将进一步激发国内市场潜力，宏观经济基本面仍有望长期向好。

2020年三季度以来，新冠肺炎疫情在全球范围内仍未得到有效控制，部分国家或地区出现明显反弹。全球经济在经历了疫情快速传播下的重创后缓慢恢复，主要经济体的修复步调不一，美欧等发达经济体的经济修复相对于除中国外的新兴经济体较快。全球性的货币政策宽松及强力的财政政策刺激将不可避免地推升全球债务水平，经济疲弱下的主权债务风险，特别是新兴经济体的主权债务风险上升。全球疫情防控形势依然严峻，贸易、投资环境未见好转，保护主义升级、中美关系紧张以及中东、南亚等区域的地缘政治冲突加剧等进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济增长仍面临着复杂多变的外部环境。

我国经济稳步修复，在全球范围内表现亮眼，为人民币汇率稳中有升奠定了重要基础。经济供需两端持续改善，供给端的好转仍优于需求端。规模以上工业企业的生产活动已基本恢复到正常状态，其中电气机械及器材、汽车、设备制造等高技术制造业及新产品的生产增长相对较快；需求方面，整体消费在消费升级类商品零售的快速增长带动下重回正增长，而餐饮、石油及制品类的消费仍较为低迷；房地产开发投资和基建投资增长较快，制造业投资中除医药、计算机、通信和其他电子设备制造业的投资表现相对较好外，其余均疲弱；我国对美国及东盟的出口表现强劲，出口增长持续超预期。但在内外部需求偏弱的情况下，国内工业企业存货规模较高，应收账款周转偏慢，现金流平衡对融资的依赖度上升，整体工业企业面临的经营压力仍较大；同时，我国物价指数同比涨幅下降，失业率仍处于高位，仍对经济的正常发展形成较大压力。

为应对前所未有的局面和稳住“经济基本盘”，我国除了持续深入推进供给侧结构性改革、进一步扩大开放、推动构建“双循环”发展新格局等长期战略部署外，各类短期的宏观逆周期调节政策也在为推动经济回归常态提供积极支持。我国积极的财政政策更加积极有为，将在拉动内需修复方面发挥更重要的作用；提高政府债务水平是非常时期的特殊举措，地方政府债务风险依然总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，疫情期间的专项政策正有序退出，政策宽松力度随着经济持续恢复而边际递减，企业部门的债务融资增长速度随之边际放缓；结构性货币政策工具将是主要政策选项，且更加强调直达性和精准调控。金融监管继续强化，打击资金“空转”套利，让资金真正流入实体、服务实体，金融系统的资本补充有利于提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

本次疫情是人类历史上规模最大的一次公共卫生事件，对全球经济已然产生了重大冲击，而对国际社会乃至国际秩序的影响尚待观察，这意味着我国经济社会发展的外部环境将在一定时期内持续呈复杂多变的态势。短期内，在逆周期政策支持下我国经济将继续稳步修复：消费结构升级将持续带动消费恢复；制造业投资疲态难改，房地产开发投资在房企融资收紧的制约下进一步提升的难度大，基建投资在专项债资金加快投放使用的支持下将是固定资产投资回稳的重要动力；出口在外需的边际修复下仍有望保持较快增长；同时需关注海外

疫情形势、国内秋冬季疫情反弹可能、美对我国的战略遏制、全球经济恢复缓慢等因素对我国经济发展回归常态带来的挑战。从中长期看，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力，宏观经济基本面仍有望长期向好。

(2) 行业因素

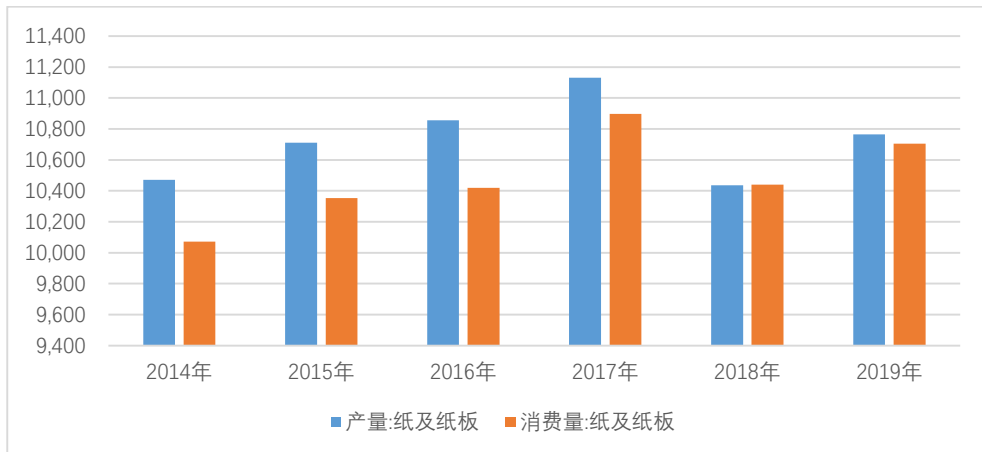
造纸行业属周期性行业，行业景气度与宏观经济趋势较一致。经过前期快速发展，我国已成为世界造纸大国。但过快发展导致行业出现结构性和阶段性产能过剩，行业面临落后产能出清和调整压力。2019年在需求无明显改善的情况下，纸价及原材料价格均较为低迷。2020年初，新冠疫情短期内对我国造纸业形成一定冲击，随着国内疫情逐渐得到控制，行业上下游逐渐实现复工复产。但是随着疫情在全球爆发，海外木浆厂出现减产、停产现象，未来或对原材料供应造成一定影响。

A. 行业概况

造纸业的周期性变动与宏观经济趋势较为一致，在周期的波峰和波谷出现时间方面存在一定的重合性。2019年以来，我国经济增长压力加大、需求不振，对造纸业产生一定冲击，同时贸易摩擦、原材料供给收紧等因素叠加，造纸行业整体运行情况延续上年趋势，经济效益同比进一步下滑。根据国家统计局数据显示，2019年我国造纸及纸制品业实现主营业务收入13,370.1亿元，同比减少3.0%；利润总额689.1亿元，同比减少9.1%。根据中国轻工业信息中心数据显示，2020年1-7月，我国造纸及纸制品业营业收入6,741.5亿元，同比下降7.9%；利润总额331.9亿元，同比增长5.5%。

我国造纸行业发展速度较快，目前纸及纸板产销量位居世界首位。2010-2019年，纸及纸板生产量年均增长率1.68%，消费量年均增长率1.73%。其中，2019年我国纸及纸板生产量10,765万吨，同比增长3.16%，消费量10,704万吨，同比增长2.54%。细分产品来看，2019年除新闻纸和涂布印刷书纸产量下降外，其余产品均有不同程度增长；瓦楞原纸、箱纸板、非涂布印刷书写纸及白板纸仍占据主要生产地位，占比分别为20.62%、20.34%、16.54%和13.10%。由于前期产能扩张过快，我国造纸行业仍存在结构性和阶段性产能过剩情况，2011年以来在国家淘汰落后产能政策下，环保监管力度加大，重污染的小型纸企加速淘汰，同时部分纸企因环保问题出现亏损。根据国家统计局统计数据，2019年2,524家造纸企业中，亏损企业560家，占比22.19%，同比增加1.75个百分点。预计未来我国环保监管力度仍将持续，行业内中小型造纸企业仍面临环保压力，或有助于落后产能加速出清。根据中国轻工业信息中心数据显示，2020年1-7月，我国机制纸及纸板产量6,843.8万吨，同比下降3.3%。受疫情影响国内纸厂开工推迟，导致产量同比有所下滑。

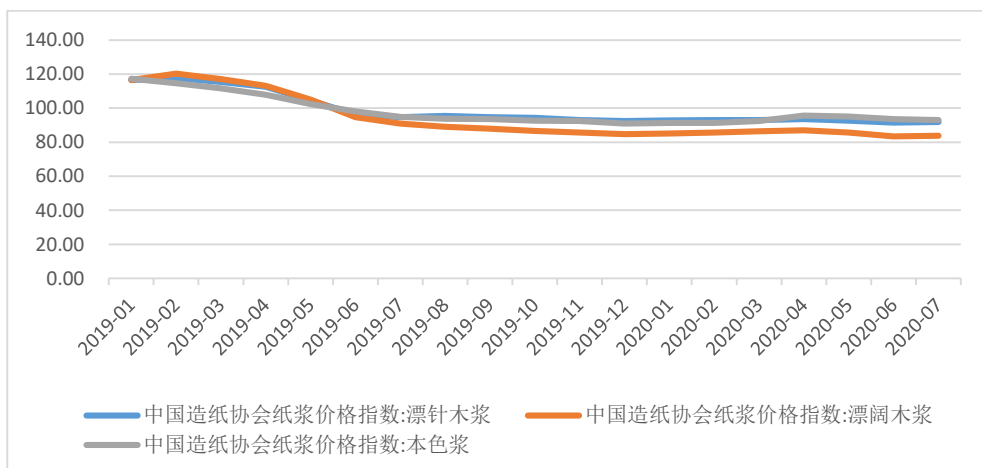
图表 2. 我国纸及纸板产销量情况（万吨）



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

木浆为造纸主要原材料，一般占生产成本的 50%-60%。受制于全球林木资源不均影响，以巴西、加拿大、美国和印尼等林木资源丰富的国家掌握了主要的木浆产能。我国大型造纸企业多采购进口木浆，因而国际木浆价格波动对企业经营业绩影响较大。目前全球木浆主要消费地区为中国、西欧及北美¹，2019 年西欧纸浆消费量大幅收缩、美国基本持平、中国小幅增长，整体木浆消费不佳，导致全年价格持续走低。2020 年新冠疫情全球爆发，目前暂未对木浆生产供应产生明显影响，但已有海外浆厂因疫情出现减产、停产现象，若未来海外疫情仍无法有效缓解，或将对木浆供应形成干扰，进而影响价格走势。

图表 3. 我国纸浆价格指数变化情况



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

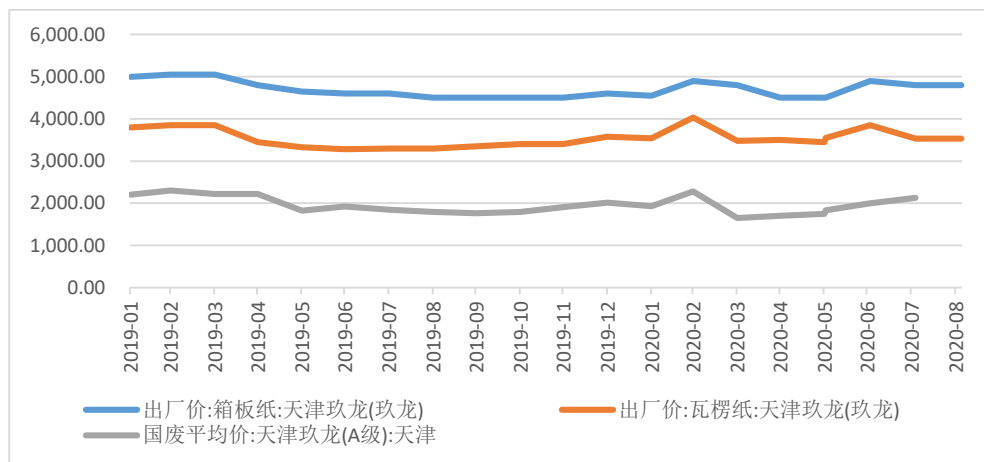
废纸方面，受制于废纸回收体系不完整以及造纸用林木资源工业的不足，我国废纸长期依靠进口。2017 年 7 月《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》出台后，我国废纸进口量逐年收缩，2017-2019 年分别为 2,572 万吨、1,703 万吨和 1,036 万吨。上述政策影响下，国内废纸缺口扩大，我国已逐步加大废纸回收力度，2019 年全国废纸回收总量 5,244 万吨，同比增

¹ 根据 PPPC 数据，2018 年上述地区消费占比分别为 33.6%、22.5%和 12.1%。

长 5.64%，废纸回收率 49.0%，同比增加 1.4 个百分点。价格方面，2019 年前三季度国废价格波动下行，第四季度进入包装纸需求旺季后价格有所回调。2020 年以来，国废价格波动较大，年初主要受春节假期叠加疫情影响，国内物流不畅，导致废纸供应紧俏，价格快速上涨；但随后废纸产业链陆续复工复产，供应增加，废纸价格快速下调；5 月以来，随着经济逐渐回暖、下游成品纸需求增加，废纸价格再次上涨。

包装纸根据主要原材料的不同，产品一般分为废纸系包装纸和木浆系包装纸。其中废纸系包装纸以箱板纸、瓦楞纸为代表，木浆系包装纸以白卡纸为代表。该公司主要生产废纸系包装原纸。根据中国造纸业协会的统计，2019 年我国箱板纸生产量 2,190 万吨，同比增长 2.10%，消费量 2,403 万吨，同比增长 2.47%；瓦楞原纸生产量 2,220 万吨，较上年同比增长 5.46%，消费量 2,374 万吨，较上年同比增长 7.28%。价格方面，2019 年以来瓦楞纸和包装纸均呈现先下降、旺季回调、疫情以来波动等状态，与国内废纸价格变化趋势一致。

图表 4. 2019 年以来国内废纸、箱板纸和瓦楞纸价格情况（元/吨）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

B. 政策环境

造纸业属于高耗能、高污染行业，对原材料、水、煤炭、电力的消耗较大，是我国污染较严重的行业之一。根据环保部统计，目前造纸工业废水排放量占全国工业废水排放总量的 20% 左右，排放废水中化学需氧量（COD）占全国工业 COD 排放总量的 20%-25%。针对行业发展面临的资源、能源和环境问题，我国政府在政策上大力支持产业结构调整，鼓励行业由传统造纸工业向可持续发展的现代造纸工业转变。

2019 年，生态环境部、国家市场监督管理总局等部门接连出台措施，对造纸行业的未来发展提供指引，并对行业技术、环保等提出具体指标。如 2019 年 3 月，生态环境部发布了《2019 年环境影响评价与排放管理工作要点》，继续加强重污染行业的环境治理，造纸行业环保压力持续加大；2019 年 12 月 23 日，国务院关税税则委员会发布了《关于 2020 年进口暂定税率等调整方案的通知》，文件指出自 2020 年 1 月 1 日起，调整部分商品进口关税。其中提出，

为鼓励国内有需求的资源性产品进口，或将降低 150 多项木材和纸制品的进口关税，平均税率水平从 5.3%左右降至 3.2%左右。通过这次调整后，进口原纸将实施最惠国关税，产品价格会变得更有竞争力，大量进口纸引进之后，国内纸企或将面临激烈的竞争而不得不下调纸产品价格的局面。废纸方面，2019 年以来生态环境部会同海关总署等有关部门继续落实禁止“洋垃圾”进口举措，并提出到 2021 年将全面禁止固体废物进口，生态环境部将不再受理和审批固体废物进口相关申请。为解决进口原材料短缺、国产原材料价格高等问题，该公司已在马来西亚建厂生产再生纤维浆，通过向上游延伸产业链获得一定的成本优势，增强公司整体抗风险能力。

图表 5. 2019 年国家对于造纸行业出台的相关政策情况

发布时间/颁布单位	文件/政策名称	主要内容
2019/3 生态环境部	《2019 年环境影响评价与排放管理工作要点》	全面推进“三线一单”和规划环评宏观管控，推动经高质量发展；建立健全排污许可管理核心制度；持续深化环评“放管服”改革；加强重点区域、重点行业环评管理。
2019/5 国家市场监督管理总局	《绿色包装评价方法与准则》	针对绿色包装低碳、节能、环保、安全的要求，规定了绿色包装评价准则、方法、报告内容及格式。
2019/6 生态环境部	《重点行业挥发性有机物综合治理方案》	到 2020 年，建立健全 VOCs 污染防治管理体系，重点区域、重点行业 VOCs 治理取得明显成效。
2019/7 国务院	修订《中华人民共和国固体废物污染环境防治法（修订草案）（征求意见稿）》	明确“国家逐步实现固体废物零进口”
2019/8 国家市场监督管理总局	《纸浆、纤维湿重的测定》等 4 项造纸国家标准批准发布	纸、纸板和纸制品邻苯二甲酸酯的测定，纸浆纤维湿重的测定等。
2019/9 生态环境部	《关于实施固定五日源排污许可登记管理的通知（征求意见稿）》	对污染产生和排放量很小，依法不需申请排污许可证的排污单位实施登记管理，范围由《固定污染源排污许可分类管理名录》规定。
2019/12 国务院关税税则委员会	《关于 2020 年进口暂定税率等调整方案的通知》	中国将降低 150 多项木材和纸制品的进口税，平均税率水平从 5.3%降至 3.2%。

资料来源：Wind

C. 竞争格局/态势

造纸行业属于传统行业，各企业在原材料、生产设备和工艺等方面差别不大，导致产品同质化严重，行业竞争激烈。我国造纸行业相对分散、企业规模整体偏小。根据国家统计局数据，2019 年全国规模以上纸制品生产企业 4,119 家，生产量 7,219 万吨。由于造纸业具有规模效益的显著特征，规模大小对政策监管与支持、成本控制、议价能力、资源利用、污染治理、技术研发等方面产生较大影响。近年来我国实施供给侧改革，不断加大造纸行业淘汰落后产能的力度。加之行业新建、扩建产能准入门槛的提升，以及国家环保政策的加强，中小企业环保成本提升，经营压力增大，大型企业资本实力强，技术装备先进，迎来较好的发展空间。根据中国造纸协会数据，2019 年我国造纸行业 CR30% 约为 68%，同比增加 2.8 个百分点，行业集中度呈现上升趋势。

图表 6. 行业内核心样本企业基本数据概览（2019 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标（产品或业务类别）				核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	毛利率	产能（万吨/年）	产量（万吨/年）	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
晨鸣纸业	303.95	28.36	纸：681 浆：420	纸：501 浆：282.45	968.49	73.11	17.53	122.33
太阳纸业	227.63	22.54	纸：392 浆：240	纸：354.98 浆：202.74	340.99	54.48	21.98	46.86
景兴纸业	52.51	10.97	纸：135	纸 138.54	56.60	20.01	2.03	12.61
山鹰纸业	232.41	19.06	纸：406	纸：473.59	431.35	64.99	13.52	13.35

资料来源：新世纪评级整理。

D. 风险关注

（1）原材料价格波动对造纸企业形成的成本控制压力加大；（2）环保政策趋严，造纸企业将面临更大的经营压力；（3）海外新冠疫情发展对木浆供应产生的影响。

2. 业务运营

该公司仍主要从事包装纸的生产经营。2019 年公司包装原纸销售价格下降，加之较高的期间费用，利润空间被进一步压缩，盈利依赖政府补助及投资收益；2020 年初新冠疫情爆发影响公司正常生产运营，销售收入同比有所下滑，主业经营出现亏损。公司目前在建及拟建项目投资规模较大，多以债务融资方式筹资建设，关注公司后续资金平衡压力。

该公司主要从事包装原纸、纸箱及纸板的生产和销售。2019 年受宏观经济增速放缓的影响，下游包装行业市场需求不振，成品纸市场价格较上年出现下降，导致公司营业收入同比下降。2019 年公司实现营业收入 52.51 亿元，同比下降 11.57%；同期综合毛利率 10.97%，同比减少 1.64 个百分点。2020 年上半年度，受新冠疫情影响，公司生产经营受到一定影响，导致当期营业收入同比下降 16.91%至 21.37 亿元；毛利率 9.95%，同比略有上升。

图表 7. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式
包装原纸	华东	横向规模化/纵向一体化

资料来源：景兴纸业

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 8. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务		2017 年度	2018 年	2019 年	2020 年上半年度
营业收入合计		53.60	59.38	52.51	21.37
其中：（1）包装原纸	金额	44.88	50.58	43.93	17.59
	占比	83.73	85.19	83.65	82.31
（2）纸箱及纸板	金额	4.91	4.88	4.90	2.35
	占比	9.15	8.22	9.34	10.98
（3）生活用纸	金额	3.68	3.77	3.50	1.37
	占比	6.86	6.36	6.67	6.43
综合毛利率（%）		19.95	12.61	10.97	9.95
其中：包装原纸（%）		22.12	13.27	10.72	9.77
纸箱及纸板（%）		12.82	10.84	11.19	7.05
生活用纸（%）		2.37	5.67	11.72	16.09

资料来源：景兴纸业

收入构成来看，2019 年该公司包装原纸、纸箱及纸板、生活用纸收入占比分别为 83.65%、9.34%和 6.67%，包装原纸仍为主要收入来源；毛利率方面，同年上述三种产品毛利率分别为 10.72%、11.19%和 11.72%，分别同比减少 2.55 个百分点、增加 0.35 个百分点和 6.05 个百分点。其中生活用纸毛利率大幅增长，主要是原材料木浆价格下降和毛利较高的成品纸销量增加所致。

此外，该公司每年销售原材料、废纸等获得少量其他收入，2019 年及 2020 年上半年度占营业收入的比重均不超过 1%。

A. 包装原纸

该公司造纸生产基地全部在浙江省平湖市，跟踪期产能未发生变化。截至 2020 年 6 月末拥有 6 条生产线，合计产能 135 万吨/年。公司造纸生产关键技术及设备均从国外引进，自动化程度高且产品质量稳定，处于国内先进水平。公司采用以销定产和组合生产相结合的生产模式，根据上年度销售情况及销售订单制定初步的年度生产计划，并按客户下达的具体订单组织生产。2019 年及 2020 年上半年度，公司产能利用率分别为 102.62%和 89.91%。2020 年初，受新冠疫情影响，公司原料收购量不足，无法满足全部机台生产所需，造成了部分机台停机，因此上半年产能利用率水平较低。随着国内疫情逐步控制，公司现已恢复正常生产。

图表 9. 公司包装原纸产能及产能利用率变化趋势

项目		2017 年	2018 年	2019 年	2020 年上半年度
包装纸原纸	产能（万吨/年）	135.00	135.00	135.00	135.00
	产量（万吨）	133.68	133.53	138.54	60.69
	产能利用率（%）	99.02	98.91	102.62	89.91

资料来源：景兴纸业

该公司主要生产原料包括木浆、废纸、各类化学辅料等，其中废纸及木浆占生产成本比重的 75%左右，上述原材料价格波动对公司生产成本控制产生一定影响。公司拥有进口废纸审批额度，但随着政策趋严，2019 年进口废纸审批额度进一步缩减，公司采购量亦有所下降。与此同时，公司采购国产废纸、木浆规模均有不同程度增长，主要用以替代进口废纸缺口。此外，2019 年公司向海外造纸企业采购半成品再生纤维浆（废纸浆，暂不征税），以应对未来进口废纸额度进一步下降，待马来西亚再生纤维浆产能投产后，公司部分原材料将实现自给，经营成本有望下降。

图表 10. 公司包装原纸原材料采购情况

原材料	项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年上半年度
木浆	采购量（万吨）	1.13	3.08	7.44	3.44
	采购价格（元/吨）	4,633.63	5,719.68	4,087.39	3,531.88
	采购金额（亿元）	0.52	1.76	3.04	1.21
国产废纸	采购量（万吨）	94.84	105.36	119.79	52.41
	采购价格（元/吨）	2,110.02	2,675.77	2,114.06	2,035.09
	采购金额（亿元）	20.01	28.19	25.32	10.67
进口废纸	采购量（万吨）	49.51	34.26	18.57	5.62
	采购价格（元/吨）	1,840.26	2,004.26	1,813.12	1,253.38
	采购金额（亿元）	9.11	6.87	3.37	0.70
再生纤维浆	采购量（万吨）	-	-	2.40	2.39
	采购价格（元/吨）	-	-	2,694.48	2,546.04
	采购金额（亿元）	-	-	3.04	0.61

资料来源：景兴纸业

该公司以自主采购和经销商采购相结合的采购模式，目前国产废纸主要采购自嘉兴、苏州、昆山和无锡等周边地区的废纸打包厂家，并与多家供应商建立了稳定的供应关系，但随着进口废纸逐渐减少，国产废纸供应压力将有所加大；进口废纸主要来自美国和日本，采购渠道主要通过贸易公司进口；再生纤维浆主要来自中国台湾、韩国和加拿大等造纸企业。结算方面，公司国产废纸付款方式为票据或现款，结算比例取决于合同约定；进口废纸、木浆及再生纤维浆均以 60-90 天信用证进行结算，结算货币以美元为主。公司根据汇率变化情况进行远期结汇和汇率锁定等控制汇兑损益，但由于单笔信用证金额不大，实际操作次数较少。公司无自备热电厂，电能采购自华东电网，蒸汽则全部由平湖弘欣热电有限公司（简称“弘欣热电公司”）供应。

该公司主要销售区域集中在浙江、上海和江苏地区，上述地区销售收入合计占比超过 80%。公司主要通过直销模式获取订单，2019 年包装原纸销量为 134.19 万吨，同比小幅增长 4.49%。产品售价方面，2019 年包装纸市场下游需求疲软，销售价格同比下滑 16.90%。

图表 11. 公司包装原纸销售情况

项目		2017 年	2018 年	2019 年	2020 年上半年度
包装原纸	销量 (万吨)	124.11	128.42	134.19	55.53
	销售单价 (元/吨)	3,616.04	3,939.09	3,273.38	3,168.23
	产销率 (%)	92.84	96.18	96.86	91.50

资料来源：景兴纸业

结算方面，该公司与包装原纸下游客户结算账期为月结，即当月发货、当月开票，货款下月收回。2019 年，公司基于偿还债券等因素，加强回款力度并减少票据结算方式，以现金结算为主。公司根据客户的付款方式决定销售价格，一般采用现款结算的客户按当月出厂价结算，一个月期限的票据付款方式的每吨加价 20 元，以此类推，最高差异 120 元/吨。

B. 纸箱及纸板业务

该公司纸箱及纸板现由子公司平湖市景兴包装材料有限公司和南京景兴纸业有限公司负责生产运营。2019 年 7 月，公司出售一条年产能为 1.75 亿平方米的生产线。截至 2020 年 6 月末，公司纸箱及纸板年产能为 1.95 亿平方米。2019 年及 2020 年上半年度，公司纸箱及纸板产量分别为 1.31 亿平方米和 0.63 亿平方米，产能利用率分别为 46.46%和 65.07%。

该公司纸箱及纸板生产所需的原材料约 60%为自产包装原纸，可一定程度上降低采购成本。从产销情况来看，公司纸箱及纸板实行以销定产策略，因此产销率一直处于较高水平。价格方面，由于箱板纸及纸板成本中原材料占比约 75%，因此包装原纸价格的变动对纸箱及纸板产生较大影响。公司纸箱及纸板的主要客户为天猫和娃哈哈等，结算方式分为现款和票据两种，各占 70%和 30%左右，账期一般在 45 天。

图表 12. 近三年一期产能及产能利用率变化趋势

项目		2017 年	2018 年	2019 年	2020 年上半年度
纸箱及纸板	产能 (万平方米/年)	37,000.00	37,000.00	28,250.00 ²	19,500.00
	产量 (万平方米)	12,803.54	12,064.01	13,126.30	6,343.88
	产能利用率 (%)	34.60	32.61	46.46	65.07
	产销率 (%)	98.38	98.15	98.71	99.02
	销售单价 (元/m ²)	3.89	4.12	3.78	3.74

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理。

C. 生活用纸

该公司生活用纸产能规模较小，截至 2019 年末为 6.8 万吨/年，原纸产能利用率为 76.03%，同比变化不大；成品纸产能利用率为 41.97%，同比提高 12.63 个百分点，主要是公司成品纸产销量增加所致。

² 2019 年产能根据出售前/后实际年产能计算所得。

图表 13. 公司生活用纸产能及产能利用率变化趋势

项目		2017 年	2018 年	2019 年	2020 年上半年度
生活用纸原纸	产能 (万吨/年)	6.80	6.80	6.80	6.80
	产量 (万吨)	5.51	5.19	5.17	2.26
	产能利用率 (%)	81.03	76.32	76.03	66.43
生活用纸成品纸	产能 (万箱/年)	200.00	200.00	200.00	200.00
	产量 (万箱)	70.00	58.68	83.93	38.18
	产能利用率 (%)	35.00	29.34	41.97	38.18

资料来源：景兴纸业

该公司生活用纸仍以原纸销售为主，自有品牌“品萱”市场知名度低，产品利润率较低。2019 年公司生活用纸原纸销量 4.62 万吨；同期产销率为 85.07%，同比小幅减少 3.95 个百分点。成品纸方面，跟踪期公司持续建立和强化自有品牌推广、提升电商渠道运营效率，成品纸销量有所回升，2019 年销量同比增加 23.58 万箱至 83.06 万箱。结算方式来看，公司给予客户一定额度的信用金额，应收款超过信用金额，支付货款后再给予发货，收款方式包括现款和商业票据，结算比例分别约为 70%和 30%。

图表 14. 公司生活用纸销售情况

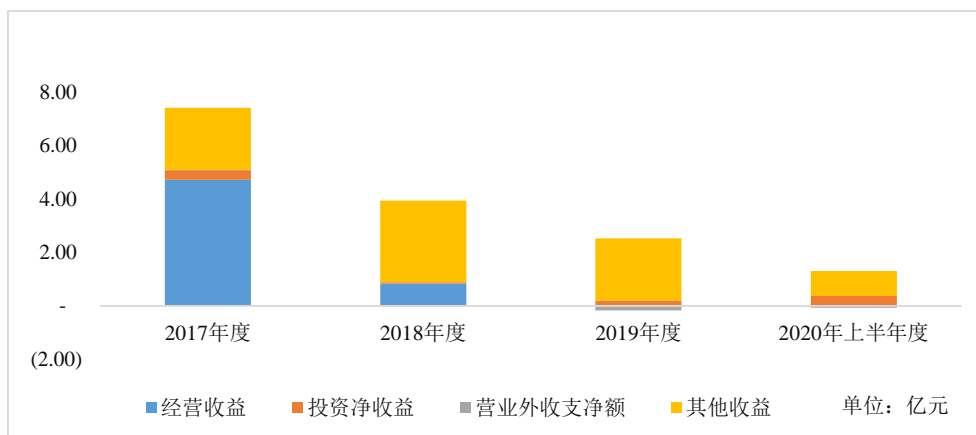
项目		2017 年	2018 年	2019 年	2020 年上半年度
生活用纸原纸	销量 (万吨)	4.93	4.62	4.40	1.93
	销售单价 (元/吨)	6,428.21	7,207.45	6,599.09	6,158.26
	产销率 (%)	89.47	89.02	85.07	85.47
生活用纸成品纸	销量 (万箱)	79.44	59.48	83.06	32.57
	销售单价 (元/箱)	63.90	74.86	72.28	56.64
	产销率 (%)	113.49	101.36	98.97	85.31

资料来源：景兴纸业

环保方面，该公司是首批获得全国唯一编码排污许可证的 19 家企业之一，在环保装备、技术及标准执行方面具有优势。目前，公司平均吨纸污水排放量为 4-5 吨，远低于《制浆造纸工业水污染物排放标准》(GB3544-2008)要求的吨纸排放量水平。公司生产废水的最终排放主要通过嘉兴市联合污水处理网进行集中处理。未来随着国家实施节能减排和淘汰落后产能工作力度的加大，以及对造纸企业污染物排放新标准的实施，公司的环保优势将有所显现。

(2) 盈利能力

图表 15. 公司盈利来源结构



资料来源：根据景兴纸业所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

跟踪期内，由于主要产品销售价格下降，该公司盈利能力进一步弱化。2019年公司实现营业收入 52.51 亿元，同比减少 11.57%；毛利 5.76 亿元，同比减少 23.02%。费用方面，跟踪期公司期间费用虽有所下降，但依然较高，侵蚀利润空间。2019年公司期间费用为 5.23 亿元，同比减少 9.18%，期间费用率 9.97%，同比增加 0.26 个百分点。2019 年公司研发费用和财务费用均有所下降，分别为 1.76 亿元和 0.68 亿元，分别同比减少 14.56%和 33.94%，主要是研发材料投入减少和利息支出减少；销售费用和管理费用分别为 1.61 亿元和 1.18 亿元，其中销售费用同比增长 7.93%，主要是运输、仓储费增加所致，管理费用与上年持平。2020 年上半年度，公司期间费用 1.98 亿元，同比减少 17.90%，主要是销售费用和财务费用减少，其中销售费用系公司根据新收入准则，将运输费用作为合同履行成本计入营业成本所致；财务费用系有息债务减少，利息支出有所下降。

图表 16. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年上半年度
营业收入合计 (亿元)	53.60	59.38	52.51	21.37
毛利 (亿元)	10.69	7.49	5.76	2.13
其中：包装原纸 (亿元)	9.93	6.71	4.71	1.72
纸箱及纸板 (亿元)	0.63	0.53	0.55	21.17
生活用纸 (亿元)	0.09	0.21	0.41	0.22
期间费用率 (%)	9.68	9.71	9.97	9.25
其中：管理费用率 (%)	4.84	5.46	5.61	7.60
全年利息支出总额 (亿元)	0.98	0.94	0.76	0.17
其中：资本化利息数额 (亿元)	-	-	-	-

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理。

该公司利润主要来自政府补助产生的其他收益，投资收益及营业外收入等对利润贡献相对有限。2019 年投资收益和其他收益分别为 0.20 亿元和 2.33 亿元，分别同比增加 0.15 亿元和减少 0.73 亿元，其中其他收益减少主要是收入下降相应的增值税即征即退 50%³减少所致。2020 年上半年度，公司投资收益和其他收益分别为 0.37 亿元和 0.93 亿元，其中投资净收益同比变化不大，其他收益同比减少 24.63%。整体看，政府补助政策现阶段尚且稳定，但其可持续性仍需持续关注。

图表 17. 影响公司盈利的其他关键因素分析

影响公司盈利的其他关键因素	2017 年度	2018 年	2019 年	2020 年上半年度
投资净收益（亿元）	0.36	0.05	0.20	0.37
其中：权益法核算的长期股权投资收益（亿元）	0.21	-0.10	0.07	0.01
处置长期股权投资产生的投资收益（亿元）	0.13	0.11	0.04	0.28
其他收益（亿元）	2.33	3.06	2.33	0.93

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理。

由于该公司主业盈利能力下降，2019 年，公司利润总额和净利润分别为 2.20 亿元和 2.03 亿元，分别同比减少 45.22%和 43.17%；同期营业利润率和净利润分为 4.51%和 3.87%，分别同比减少 2.29 个百分点和 2.15 个百分点。2020 年上半年度，公司利润总额和净利润分别为 1.19 亿元和 1.16 亿元，分别同比减少 15.42%和 13.60%。

(3) 运营规划/经营战略

该公司发展战略围绕政府出台的“限废令”相关政策，现阶段整体战略目标为在推动公司内生性增长的同时，向上游延伸产业链，推进海外原料与产能基地建设，实现公司上下游协同、跨国经营的发展模式，创造公司长期的可持续发展能力。为此，公司已在马来西亚投资建设年产 140 万吨废纸浆板项目，已取得了境外投资证第 N3300201900108 号《企业境外投资证书》，以及浙发改境外备字[2019]7 号《浙江省发展和改革委员会关于境外投资项目备案通知书》，对公司在马来西亚新设景兴控股（马）有限公司新建年产 140 万吨浆纸项目予以备案。该项目一期建设年产 80 万吨浆板产能，预计投资额为 14.52 亿元，建设周期 2 年，未来完工投产后，预计可降低公司生产成本、改善原材料供应紧缺问题。二期工程暂无计划，将根据一期工程建设及公司资金情况而定。截至 2020 年 6 月末，公司对该项目一期投资额为 3.14 亿元，主要是预付的土地款及设备款。此外公司 PM10 施胶机改造项目主要是对现有生产线进行技改，

³ 依据财税（2015）78 号文件《关于印发资源综合利用产品增值税优惠目录的通知》规定，公司符合《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》中 3.8 条规定（利用废纸进行纸的生产制造，且废纸利用率达到 70%以上、废水排放符合《制浆造纸工业水污染物排放标准》（GB3544-2008）规定的技术要求；公司符合《制浆造纸行业清洁生产评价指标体系》规定的技术要求且通过 ISO9000、ISO14000 认证），公司享受增值税即征即退 50%的政策。

提高产品质量，不涉及产能变化。

图表 18. 截至 2020 年 6 月末公司重要在建项目情况（亿元）

项目名称	总投资	设计年产能 (万吨)	截至 2020 年 6 月 末已投资金额	未来三年投资计划		
				2020 年 7-12 月	2021 年	2022 年
PM10 施胶机改造项目	1.00	-	0.48	0.52	-	-
马来西亚年产 80 万吨废纸浆项目	14.52	浆板 80 万吨	3.14	4.00	6.00	1.38
合计	15.52	-	3.62	4.52	6.00	1.38

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理。

该公司拟建设 12 万吨天然抗菌高品质生活用纸项目，进口国外先进的工艺技术与设备，产品定位于高品质的生活纸产品。该项目建设地点位于平湖市郊，建设用地共 66.1 亩，其中 19.8 亩为公司预留用地，其余 46.3 亩为新征用地。项目计划投资总额 6.87 亿元（包含土地款 0.34 亿元），建设周期 1.5 年，其中以自有资金投入 2.06 亿元，其余 4.81 亿元通过银行贷款筹措。根据公司公告显示，项目建成后，预计实现年平均销售收入 7.92 亿元，年平均利润总额 1.04 亿元；税前财务内部收益率为 17.09%，所得税前的静态投资回收期为 6.93 年（包括建设期 1.5 年）。上述事项已于 2020 年 9 月 14 日获得董事会审议通过，后续尚需提交股东大会审议。

图表 19. 公司拟建工程情况（单位：万吨/年，亿元）

项目名称	总投资	设计年产能 (万吨)	资金来源
12 万吨生活用纸项目	6.87	12	30%自有资金、70%银行贷款
合计	6.87	12	-

资料来源：景兴纸业

整体看，该公司在建及拟建项目投资规模较大，多以债务融资方式筹资建设。其中马来西亚年产 80 万吨废纸浆项目投产后或可一定程度上降低生产成本，但 12 万吨生活用纸项目或面临一定的产能释放压力。

管理

该公司为民营控股上市公司，跟踪期内公司实控人及高管人员未发生重大变化。

该公司为民营上市公司，截至 2020 年 6 月末，朱在龙先生持有公司 16.04% 的股权（无质押），为公司第一大股东及实际控制人。目前公司无其他持股比例超过 5% 的股东，股权结构较为分散。公司产权状况详见附录一。

跟踪期内，该公司未发生与日常经营相关的关联交易，公司亦不存在非经营性关联债务往来。

跟踪期内，根据公开市场及该公司提供的资料显示，该公司未发生欠息

欠贷事件，存续债券付息正常；未发生重大工商、质量、安全事故。截至 2020 年 6 月末，公司不存在重大诉讼事件。

图表 20. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2020.9.18	未提供	正常	不涉及	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2020.9.24	正常	正常	不涉及	不涉及
诉讼	公司年报及公开信息	—	无	无	不涉及	不涉及
工商	公司年报及公开信息	—	无	无	不涉及	不涉及
质量	公司年报及公开信息	—	无	无	不涉及	不涉及
安全	公司年报及公开信息	—	无	无	不涉及	不涉及

资料来源：根据景兴纸业所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

财务

跟踪期内，该公司负债规模有所下降，负债经营程度处于较低水平。2020 年 8 月，公司景兴转债发行成功，债务规模上升，关注后续转股情况。2019 年，公司加强货款回收及增加现金结算，经营性现金流呈大额净流入，为债务偿付提供了较好保障。

1. 数据与调整

天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2019 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则》及其补充规定。公司 2020 年上半年度财务报表未经审计。本评级报告 2017 年财务数据采用 2018 年审计报告经追溯调整的期初数，2018 年数据按照变更前的财务报表格式列示⁴。公司 2019 年 1 月 1 日起执行新金融工具准则、新收入准则或新租赁准则调整执行当年年初财务报表相关项目情况⁵。

2019 年，该公司分别收购、注销、新设下属企业各 1 家，年末合并范围共计 10 家企业。其中被收购企业资产规模较小，对公司财务影响不大。

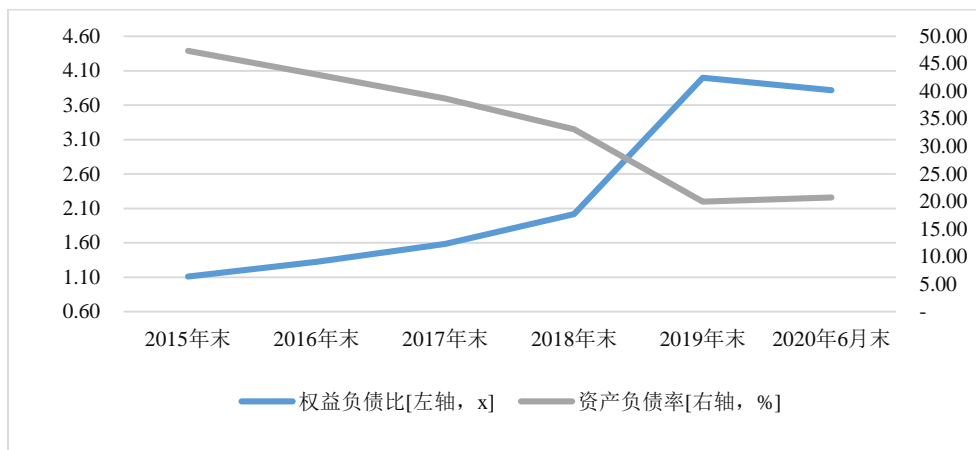
⁴ 具体变动为，按 2018 年审计报告附注及企业提供明细信息，将 2018 年末公司“应收票据及应收账款”科目分别填列至“应收票据”和“应收账款”两个科目；将“其他应收款”科目分别填列至“应收利息”、“应收股利”和“其他应收款”三个科目；将“应付票据及应付账款”科目分别填列至“应付票据”和“应付账款”两个科目；将“其他应付款”科目分别填列至“应付利息”、“应付股利”和“其他应付款”三个科目；以及将 2018 年公司“研发费用”与“管理费用”合并成“管理费用”。

⁵ 具体变动为，将“其他应付款-应付利息”转入“短期借款”或“一年内到期的非流动负债”。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 21. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据景兴纸业所提供数据绘制。

2019年10月，该公司发行的12景兴债到期兑付（7.5亿），年末公司债务规模下降明显，资产负债率进一步降低。2019年末及2020年6月末，公司负债总额分别为11.32亿元和12.03亿元；同期末资产负债率分别为20.01%和20.76%，目前负债经营程度较低。2020年8月，公司景兴转债发行成功（12.80亿元），债务规模有所上升，需持续关注后续转股情况，未来随着12万吨生活纸项目开工建设，预计公司债务规模将进一步扩大。

随着经营不断积累，该公司所有者权益保持增长，2019年末为45.28亿元，较上年末增长3.90%。公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，年末占比分别为24.54%、36.60%和31.94%，关注利润分配情况对所有者权益产生的影响。2019年公司现金分红数为0.39亿元，占当年归属于上市公司普通股股东的净利润的比例为20.61%。

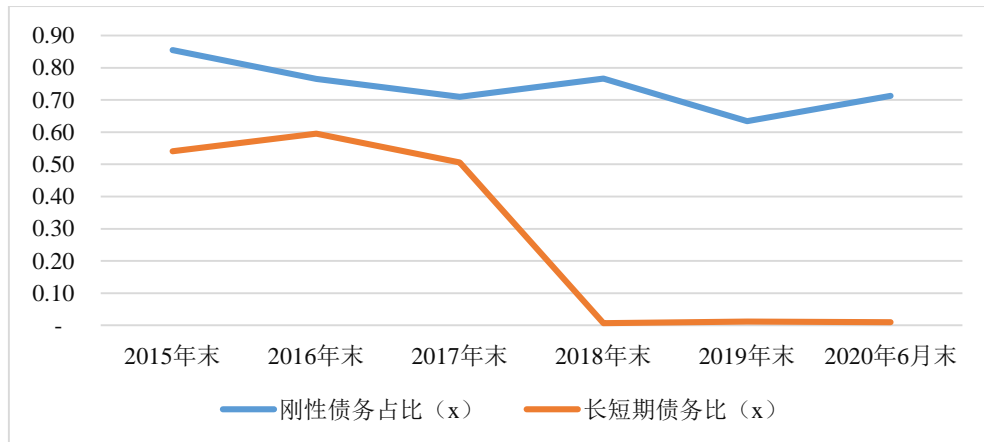
图表 22. 公司近年分红情况

核心债务	2017年	2018年	2019年
现金分红数（亿元）	0.56	0.22	0.39
分红年度合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润（亿元）	6.38	3.35	1.89
占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率（%）	8.84	6.63	20.61

资料来源：根据景兴纸业所提供数据绘制。

(1) 债务结构

图表 23. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末
刚性债务 (亿元)	24.73	23.15	17.87	16.48	7.19	8.57
应付账款 (亿元)	1.94	1.96	2.70	2.26	1.87	1.65
其他应付款 (亿元)	0.89	1.29	1.33	2.17	0.78	0.75
刚性债务占比 (%)	88.26	85.46	76.54	71.02	63.45	73.27
应付账款占比 (%)	6.91	7.25	11.55	9.76	16.55	14.08
其他应付款 (%)	3.18	4.76	5.70	9.37	6.89	6.41

资料来源：根据景兴纸业所提供数据绘制。

该公司债务结构仍偏短期，2019 年末及 2020 年 6 月末长短期债务比分别为 1.21%和 1.04%，债务期限结构仍有待改善。

该公司债务主要由刚性债务、其他应付款和应付账款构成，2019 年末分别为 7.19 亿元、1.87 亿元和 0.78 亿元，分别较上年末减少 53.63%、22.79%和 16.15%。其中应付账款主要是公司应付供应商的原材料采购款、备品备件及设备款，年末余额下降主要是应付的备品备件及设备款减少所致；其他应付款包括工程及设备款、质保金及押金等，年末余额下降主要是支付了部分工程及设备款所致。2020 年 6 月末，公司债务结构及主要科目较年初变化不大。

(2) 刚性债务

图表 24. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末
短期刚性债务合计	13.73	9.24	8.81	15.50	7.19	8.57
其中：短期借款	12.74	8.30	8.14	7.73	7.19	8.57
一年内到期非流动负债	0.82	0.82	0.56	7.66	-	-
应付票据	0.04	-	-	-	-	-
其他短期刚性债务	0.13	0.12	0.11	0.11	-	-

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末
中长期刚性债务合计	9.41	8.63	7.66	-	-	-
其中：长期借款	1.97	1.15	0.59	-	-	-
应付债券	7.45	7.48	7.07	-	-	-
综合融资成本（年化，%）	5.36	5.53	5.75	5.97	4.51	3.93

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算。

该公司刚性债务仅包括短期借款，2019 年末及 2020 年 6 月末分别为 7.19 亿元和 8.57 亿元。公司短期借款方式主要包括信用借款、抵押借款和保证借款，2019 年末占比分别为 66.05%、15.25%和 14.57%，其中抵押物为固定资产及无形资产等；保证借款的担保人为股东朱在龙及弘欣热电公司等。

该公司刚性债务均为一年期以内，融资成本主要集中在 3%-5%，占比分别为 50%左右，成本处于正常水平。

图表 25. 公司 2020 年 6 月末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构（万元）

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内
3%~4%（不含 4%）	40,441.59
4%~5%（不含 5%）	42,500.00
5%~6%（不含 6%）	2,670.00
合计	85,611.59

资料来源：景兴纸业

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 26. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-6 月
营业周期（天）	121.66	84.98	64.68	68.82	72.28	-
营业收入现金率（%）	71.50	81.91	76.61	88.37	105.21	103.28
业务现金收支净额（亿元）	3.82	7.20	1.70	6.17	14.63	3.70
其他因素现金收支净额（亿元）	-1.64	-1.64	-1.73	-1.88	-2.02	-0.71
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	2.18	5.56	-0.04	4.29	12.61	2.99
EBITDA（亿元）	3.25	6.72	11.39	7.37	5.42	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.14	0.33	0.66	0.46	0.48	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	2.24	5.75	11.62	7.78	7.14	-

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2019年该公司营业周期为72.28天，同比小幅拉长；同期营业收入现金率为105.21%，同比增加16.84个百分点，现金回笼情况有所改善，主要是公司现金结算方式增多、票据结算减少所致。公司经营活动主要是商品购销活动相关的现金流，此外公司因支付经营相关的往来款及期间费用等每年有一定规模的其他与经营活动有关的现金流出。2019年公司经营性净现金流为12.61亿元，同比大幅增加8.32亿元，主要系相较上期经营性应收项目减少幅度较大所致。2020年上半年度，受疫情影响，公司销售活动收到的现金同比减少7.65亿元，导致当期经营性净现金流同比减少5.46亿元。整体看，公司仍保持较好的经营性现金净流入，可为即期债务偿付提供较好保障。

2019年，该公司EBITDA为5.42亿元，同比减少26.50%。公司EBITDA主要是利润总额和固定资产折旧构成，占比分别为54.71%和44.01%。随着刚性债务规模的大幅下降，同期EBITDA对刚性债务的覆盖程度小幅提升至0.48倍，对利息支出覆盖倍数为7.14倍。

(2) 投资环节

图表 27. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年1-6月
回收投资与投资支付净流入额	-0.55	2.51	-0.72	-0.04	-0.04	0.62
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-1.02	-0.55	0.60	-0.12	-1.60	-1.48
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.43	-1.94	2.54	-0.37	-0.51	0.52
其中：理财产品投资回收与支付净额	-0.50	-1.94	2.47	-0.37	-0.51	0.52
投资环节产生的现金流量净额	-1.99	0.01	2.35	-0.53	-2.15	-0.34

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理。

该公司投资活动仍主要是投资理财方面，跟踪期规模有所收缩。2019年公司投资性现金净流量为-2.15亿元，主要是PM10施胶机改造项目等投资额增加，公司“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”增加所致。2020年上半年度，公司投资性现金净流量为-0.34亿元，净流出量同比减少3.91亿元，主要是本期赎回购买理财产品的净额较上年增加所致。未来，随着马来西亚80万吨废纸浆板项目及12万吨生活纸项目的建设推进，公司或将面临一定的资本性支出压力。

(3) 筹资环节

图表 28. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年1-6月
权益类净融资额	-	-	1.16	-	-0.22	-0.39
债务类净融资额	-1.53	-	-	-1.02	-9.07	1.21
其中：现金利息支出	1.45	1.14	0.95	0.93	0.86	0.17

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-6 月
筹资环节产生的现金流量净额	-2.98	-6.32	-1.95	-3.10	-9.29	0.83

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理。

跟踪期内，该公司筹资活动仍主要是资金的筹措与偿付。此外分配股利及利息支出亦产生一定的筹资活动现金流出。2019 年及 2020 年上半年度筹资性现金净流量分别为-9.29 亿元和 0.83 亿元。其中 2019 年筹资活动现金净流出额同比增加 6.19 亿元，主要是 12 景兴债到期兑付所致。

4. 资产质量

图表 29. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	21.44	21.57	28.46	30.42	23.46	24.64
	37.49	37.90	45.19	47.69	41.44	42.54
其中：货币资金（亿元）	3.67	2.81	3.22	3.82	4.95	8.40
应收票据（亿元）	7.92	9.24	14.82	15.37	8.19	6.66
应收款项（亿元）	5.17	4.20	5.54	5.15	4.38	4.03
存货（亿元）	4.00	2.69	4.72	5.51	4.52	4.63
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	35.75	35.34	34.53	33.37	33.15	33.28
	62.51	60.10	54.81	52.31	58.56	57.46
其中：固定资产（亿元）	25.38	29.41	27.50	26.44	24.63	23.54
长期股权投资（亿元）	2.37	2.70	3.03	2.77	2.70	2.56
无形资产（亿元）	2.05	1.85	1.85	1.81	1.75	1.90
期末全部受限资产账面金额（亿元）	17.60	11.75	10.26	10.26	2.22	9.14
期末抵押融资余额（亿元）	7.36	5.87	5.63	2.74	1.39	2.10
受限资产账面余额/总资产（%）	30.78	20.65	16.29	16.08	3.92	15.79

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理。

2019 年末，该公司资产总额 56.60 亿元，较上年末减少 11.26%，主要是应收票据和应收账款减少所致。2020 年 6 月末，公司资产总额 57.92 亿元，较年初变化不大。

从资产构成看，2019 年末该公司非流动资产 33.15 亿元，占资产总额比重 58.56%，主要由固定资产、长期股权投资、无形资产和其他非流动资产构成，年末余额分别为 24.63 亿元、2.70 亿元、1.75 亿元和 1.41 亿元。其中固定资产主要包括生产所用的机器设备、房屋建筑物等，因计提折旧及处置、报废较上年末减少 6.87%；无形资产主要是土地使用权，较上年末变化不大。长期股权投资主要是公司投资持有的莎普爱思、禾驰教育及宣城正海资本创业投资基金（有限合伙）（简称“宣城正海基金”）等公司的股权，较上年末变化不大。宣城正海基金投资领域集中于战略性新兴产业和高新技术产业，2017 年公司出资 0.30 亿元认缴宣城正海基金 15% 基金份额，成为其有限合

伙人 (LP)⁶。其他非流动资产较上年末大幅增加 1.40 亿元，主要是新增马来西亚项目预付的土地款和设备款。2020 年 6 月末，公司非流动资产余额较年初变化不大，主要科目中非流动资产较年初增加 1.25 亿元，系马来西亚项目预付土地设备款增加所致。

2019 年末，该公司流动资产 23.46 亿元，较上年末减少 22.89%。公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款和存货构成，年末余额分别为 4.95 亿元、8.19 亿元、4.38 亿元和 4.52 亿元。其中货币资金较年初增长 29.45%，公司不存在使用受限的货币资金。应收票据基本为银行承兑汇票，2019 年公司销售商品以现金收款方式增加，以及部分应收票据到期进账，使得年末应收票据较上年末大幅减少 46.71%。公司应收账款为下游客户货款，2019 年由于包装原纸收入减少，应收账款较上年末减少 14.98%；公司账龄为一年内的应收账款占比超过 90%，已计提坏账准备 0.15 亿元。存货较上年末减少 18.04%，系库存商品减少所致，公司存货主要包括原材料和库存商品，占比分别约 67%和 33%。2020 年 6 月末，公司流动资产 24.64 亿元，较年初增长 5.04%。其中货币资金较年初大幅增长 69.81%，主要是公司销售商品收到的现金增加所致；同期末应收票据继续较年初减少 18.63%，其余科目虽有变化但影响较小。

2020 年 6 月末，该公司受限资产规模 9.14 亿元，占净资产比重的 19.93%，均为银行借款抵、质押。

图表 30. 2020 年 6 月末公司受限资产构成情况（亿元）

项目	金额	受限原因
应收票据	0.40	借款质押
固定资产	7.66	借款抵押
无形资产	0.77	借款抵押
投资性房地产	0.32	借款抵押
合计	9.14	-

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理。

⁶ 该合伙企业的存续期限为 7-9 年，自 2017 年 8 月 11 日起计算。合伙企业的投资方式为股权投资，通过认购增资或以股权受让方式向被投资企业进行投资，以取得被投资企业相应比例的股权。存续期的 1-2 年为合伙企业的投资期。投资期届满后，合伙企业剩余的存续期为回收期限，回收期内合伙企业不再进行对外投资，逐步退出所有已投资的项目。合伙企业每年向普通合伙人支付的管理费以认缴出资总额为计算基础，每年按 2%的年度管理费提取。合伙企业对普通合伙人的业绩奖励采取“先回本后分利”的分配原则。在全体合伙人按实缴出资比例收回其全部认缴出资额后，可将合伙企业投资净收益的 20%分配给普通合伙人，剩余的 80%按照各合伙人的实缴出资比例进行分配。合伙企业清算解散时，如果出现亏损，由全体合伙人按照出资比例分担。

5. 流动性/短期因素

图表 31. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 6 月末
流动比率 (%)	121.99	147.39	184.72	151.61	209.65	207.00
现金比率 (%)	64.90	82.33	117.07	95.64	119.26	126.27

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理。

跟踪期内，因 12 景兴债到期兑付，该公司流动负债大幅减少，各项资产流动性指标均有不同程度提升，目前流动性水平较好。

6. 表外事项

截至 2019 年末，该公司无重大未决诉讼或仲裁形成的或有负债。

截至 2020 年 6 月末，该公司对弘欣热电公司提供债务担保产生的对外担保余额 2.45 亿元，担保比率 5.33%；弘欣热电公司为公司提供担保余额 1.28 亿元。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司主业集中在本部，2019 年末母公司总资产 43.79 亿元，净资产 39.25 亿元。公司本部刚性债务余额较小，年末余额 1.69 亿元；2019 年母公司实现营业收入 36.68 亿元，净利润 1.39 亿元，主要为政府补助，同期其他收益 1.61 亿元；母公司经营活动产生的现金流量净额为 8.35 亿元。

外部支持因素

该公司与多家银行保持较好的合作关系，截至 2020 年 6 月末从各家银行获得的综合授信总额为 37.27 亿元，公司已使用 9.90 亿元，后需仍有一定的融资空间。

图表 32. 来自金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	放贷余额	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	37.27	9.90	3.05-5.22	抵押+担保+信用
其中：国家政策性金融机构（亿元）	1.1	1.1	3.85-4.15	抵押+担保
工农中建交五大商业银行（亿元）	17.69	5.51	3.05-4.57	抵押+担保+信用
其中：五大商业银行占比（%）	47.46	55.66	-	-

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理（截至 2020 年 6 月 30 日）。

附带特定条款的债项跟踪分析

本次可转债附带赎回条款及回售条款。1、赎回条款：（1）到期赎回条款：

在本次发行的可转换公司债券期满后 5 个交易日内，该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。（2）有条件赎回条款：在本次发行可转换公司债券的转股期内，如果本公司 A 股股票连续 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%），经相关监管部门批准（如需），公司有权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换公司债券。若在上述交易日内发生过因除权、除息等引起公司转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

2、回售条款：（1）有条件回售条款：在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 80%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。最后两个计息年度可转换公司债券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换公司债券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，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。

（2）附加回售条款：若公司本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的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，该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。可转换公司债券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，不能再行使附加回售权。

跟踪评级结论

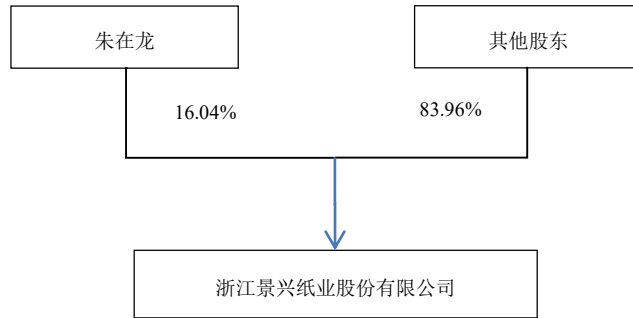
跟踪期内，该公司实际控制人仍为朱在龙先生；公司高管团队保持稳定。

该公司仍主要从事包装纸的生产经营。2019 年公司包装原纸销售价格下降，加之较高的期间费用，利润空间进一步压缩，盈利依赖政府补助及投资收益；2020 年初新冠疫情爆发影响公司正常生产运营，销售收入同比有所下滑，主业经营出现亏损。公司目前在建及拟建项目投资规模较大，多以债务融资方式筹资建设，关注公司后续资金平衡压力。

跟踪期内，该公司负债规模有所下降，负债经营程度处于较低水平。2020年8月，该公司景兴转债发行成功，关注后续转股情况。2019年，公司加强货款回收及增加现金结算，经营性现金流呈大额净流入，为债务偿付提供了较好保障。

附录一：

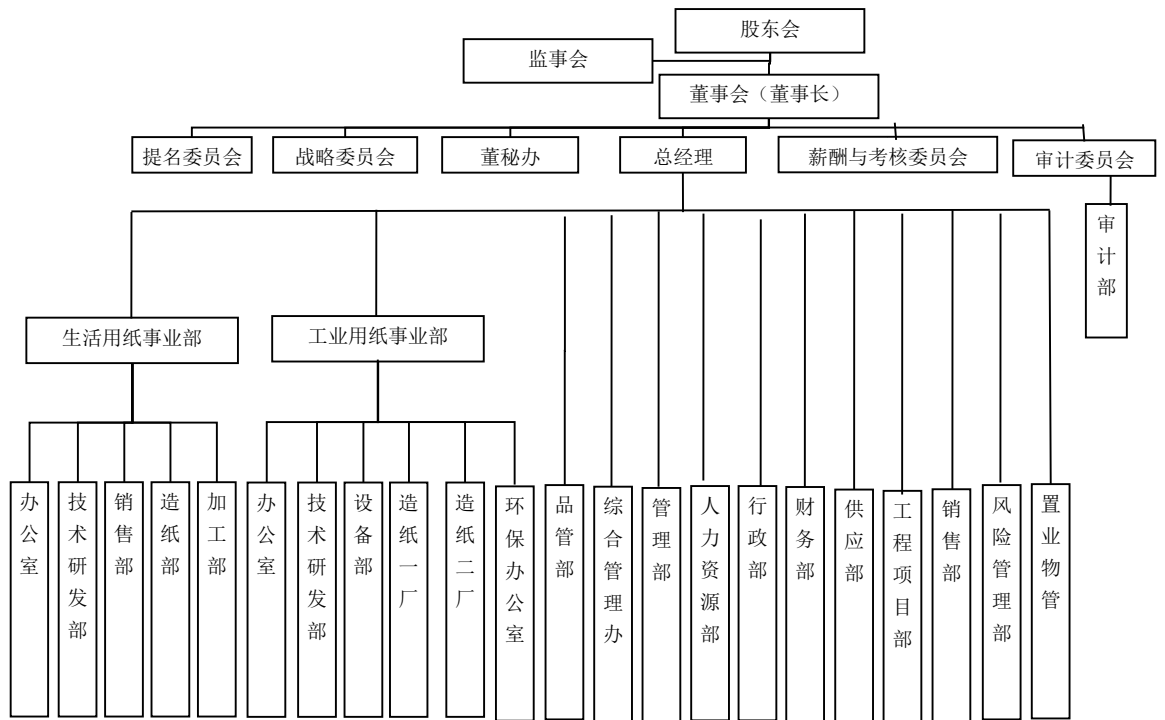
公司与实际控制人关系图



注：根据景兴纸业提供的资料绘制（截至 2020 年 6 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据景兴纸业提供的资料绘制（截至 2020 年 6 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2019年(末)主要财务数据(亿元)					备注
					刚性债务余额(亿元)	所有者权益(亿元)	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	经营环节现金净流入量(亿元)	
浙江景兴纸业股份有限公司	景兴纸业	本级	—	纸制品产销	1.69	39.25	36.68	1.39	8.35	
浙江景兴板纸有限公司	景兴板纸	核心子公司	75.00	高档纸、纸板等产销	4.14	6.59	12.80	0.58	3.22	
平湖市景兴包装材料有限公司	平湖景包	核心子公司	100.00	纸箱、纸板等产销	0.91	1.51	4.01	0.17	0.39	
南京景兴纸业有限公司	南京景兴	核心子公司	100.00	纸制品产销等	0.40	0.19	1.06	-0.05	0.03	
上海景兴实业投资有限公司	上海景兴	核心子公司	100.00	实业投资；投资咨询等	-	3.41	-	-0.01	-0.08	

注：根据景兴纸业 2019 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2017年	2018年	2019年	2020年 上半年度
资产总额 [亿元]	62.99	63.79	56.60	57.92
货币资金 [亿元]	3.22	3.82	4.95	8.40
刚性债务[亿元]	16.48	15.50	7.19	8.57
所有者权益 [亿元]	39.79	43.58	45.28	45.89
营业收入[亿元]	53.60	59.38	52.51	21.37
净利润 [亿元]	6.92	3.58	2.03	1.16
EBITDA[亿元]	11.39	7.37	5.42	—
经营性现金净流入量[亿元]	-0.04	4.29	12.61	2.99
投资性现金净流入量[亿元]	2.35	-0.53	-2.15	-0.34
资产负债率[%]	36.83	31.68	20.01	20.76
权益资本与刚性债务比率[%]	241.51	281.20	630.17	535.50
流动比率[%]	184.72	151.61	209.65	207.00
现金比率[%]	117.07	95.64	119.26	126.27
利息保障倍数[倍]	9.18	5.25	3.90	—
担保比率[%]	5.18	4.91	4.50	5.33
营业周期[天]	64.68	68.82	72.28	—
毛利率[%]	19.95	12.61	10.97	9.95
营业利润率[%]	14.95	6.80	4.51	5.67
总资产报酬率[%]	15.01	7.84	4.92	—
净资产收益率[%]	18.88	8.58	4.58	—
净资产收益率*[%]	17.88	8.31	4.40	—
营业收入现金率[%]	76.61	88.37	105.21	103.28
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-0.24	24.16	80.70	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	9.95	17.32	66.36	—
EBITDA/利息支出[倍]	11.62	7.78	7.14	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.66	0.46	0.48	—

注：表中数据依据景兴纸业经审计的 2017~2019 年度及未经审计的 2020 年上半年度财务数据整理、计算。其中 2017 年财务数据采用 2018 年审计报告经追溯调整的期初数财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《造纸行业信用评级方法》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。