

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(2021)100178】

**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/2021 年 6 月 9 日

**前次跟踪:** 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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金	2.07	3.10	13.89	12.52
刚性债务	11.16	1.69	13.83	11.72
所有者权益	38.08	39.25	42.80	45.25
经营性现金净流入量	3.09	8.35	3.02	0.30
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	63.79	56.60	72.92	73.79
总负债	20.21	11.32	23.76	21.96
刚性债务	15.50	7.19	18.36	16.55
所有者权益	43.58	45.28	49.16	51.84
营业收入	59.38	52.51	48.75	13.04
净利润	3.58	2.03	3.32	1.26
经营性现金净流入量	4.29	12.61	6.17	-0.44
EBITDA	7.37	5.42	6.66	—
资产负债率[%]	31.68	20.01	32.58	29.76
权益资本与刚性债务 比率[%]	281.20	630.17	267.77	313.23
流动比率[%]	151.61	209.65	288.32	298.80
现金比率[%]	95.64	119.26	189.92	183.03
利息保障倍数[倍]	5.25	3.90	8.64	—
净资产收益率[%]	8.58	4.58	7.02	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	24.16	80.70	52.49	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	17.32	66.36	-4.55	—
EBITDA/利息支出[倍]	7.78	7.14	13.80	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.46	0.48	0.52	—

注:根据景兴纸业经审计的 2018-2020 年及未经审计的 2021 年第一季度财务数据整理、计算。

## 分析师

翁斯喆 wsz@shxsj.com

黄梦姣 hmj@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 2020 年以来景兴纸业在主业所处行业外部环境、主业盈利能力、偿债压力等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在原材料保障及价格、生活用纸经营、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。
- **主业盈利能力增强。**跟踪期内,受益于纸品价格上升、原材料价格下降等原因,景兴纸业主业盈利能力明显增强。
- **偿债压力较轻。**跟踪期内,景兴纸业债务规模随着可转债的发行而显著增长,但资产负债率仍维持较低水平,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:

- **原材料保障及价格波动风险。**2021 年开始我国全面禁止废纸进口,加上全球新冠肺炎疫情推动木浆、废纸、纸浆板等造纸主要原材料及运输价格快速攀升,景兴纸业生产持续面临原材料保障及价格波动风险。
- **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,公司在建生活用纸项目未来产能释放后,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，海外新冠肺炎疫情导致项目延期，后续进度需持续关注，未来项目产出效果也有待检验。
- **可转债未转股风险。**景兴纸业可转债发行规模相对较大，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很高，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 2020 年财务报表、未经审计的 2021 年第一季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 1 所示。2020 年 8 月，公司发行本金为 12.80 亿元的景兴转债，转股期为 2021 年 3 月 4 日至 2026 年 8 月 30 日，目前转股价格为 3.40 元/股，截至 2021 年 3 月末已转股数量为 4,566.54 万股，剩余可转债余额为 11.25 亿元。

图表 1. 截至 2021 年 3 月末，公司存续期内债券情况

债项名称	发行金额 (亿元)	余额 (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	11.25	6	0.30	2020 年 8 月 31 日	未到付息日

资料来源：Wind

景兴转债主要投资于马来西亚年产 80 万吨废纸浆板项目，项目预计总投资 14.52 亿元，建设周期 2 年。因新冠肺炎疫情影响，2020 年 10 月 2 日该项目最终取得在马来西亚投资关键性政府审批批复（即环保批复），在获得所有建设许可后，项目于 2020 年 11 月正式动工，预计 2022 年正式建成，较原计划有所延迟。截至 2021 年 3 月末已完成投资额 6.51 亿元，其中景兴转债募集资金已使用 4.99 亿元。未来该项目投产后将有利于保证公司生产原料供给。

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2021 年以来，全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化，部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力，宽松政策在未来如何退出是全球经

济金融面临的一项重大考验，而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021年以来，全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好；消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国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走势较一致。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，行业仍面临一定的落后产能出清和调整压力。2020 年初新冠疫情爆发，短期内对我国造纸业形成一定冲击，之后逐步恢复，全年产量及销量均实现增长，且由于海外疫情导致原材料价格低迷，全年盈利能力同比有所提升。2021 年以来，国外纸价快速上涨，原材料及运输价格持续攀升，对国内原材料供应及价格造成一定影响。

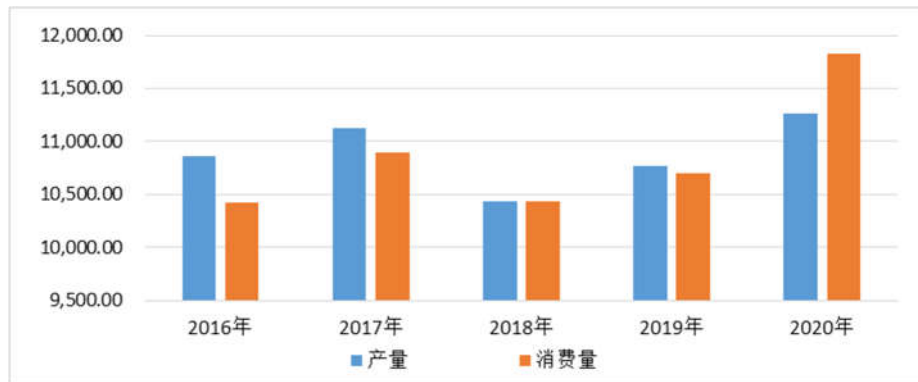
### A. 行业概况

造纸业的周期性变动与宏观经济走势较为一致，在周期的波峰和波谷出现时间方面存在一定的重合性。2020 年初新冠肺炎疫情爆发，短期内对我国造纸业形成疫情冲击，后逐步恢复，全年产量及销量均实现增长，且由于海外疫情导致原材料价格低迷，全年盈利能力同比有所提升。根据国家统计局数据显示，2020 年和 2021 年第一季度，我国造纸及纸制品业实现主营业务收入分别为 13,012.70 亿元和 3,401.00 亿元，同比分别下降 2.2%和增长 30.60%；利润总额分别为 826.70 亿元和 336.10 亿元，同比分别增长 21.20%和 112.70%。

我国造纸行业发展速度较快，纸及纸板产销量长期位居世界首位。2020 年我国纸及纸板生产量 11,260 万吨，同比增长 4.60%，消费量 11,827 万吨，同比增长 10.49%。细分产品来看，当年除新闻纸和涂布纸产量下降外，其余产品均有不同程度增长；瓦楞原纸、箱纸板、白板纸仍占据主要生产地位，占比分别为 21.23%、21.67%和 13.23%。根据中国轻工业信息中心数据，2021 年 1-3 月，我国机制纸及纸板产量 3,253.2 万吨，同比增长 11.1%。



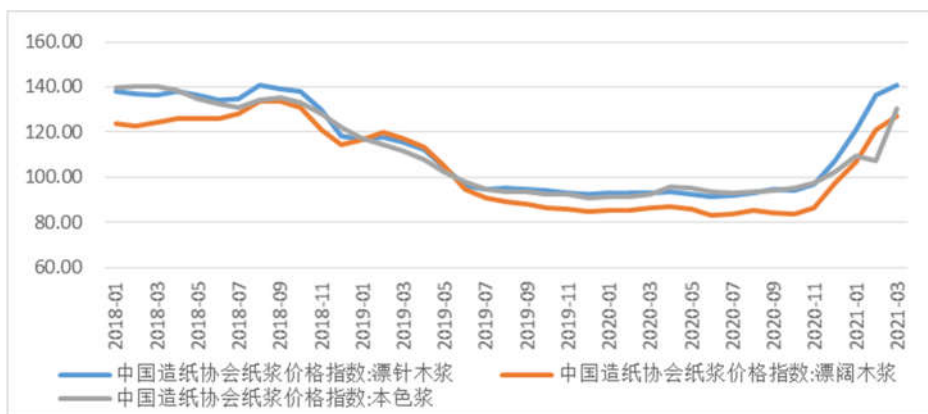
图表 2. 我国纸及纸板产销量情况（万吨）



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，2020 年前三季度，整体木浆消费不佳，导致价格持续在低位徘徊，2020 年 10 月起由于海外疫情爆发、海运费涨价以及我国“禁废令”即将实行，木浆价格持续上行。

图表 3. 我国纸浆价格指数变化情况

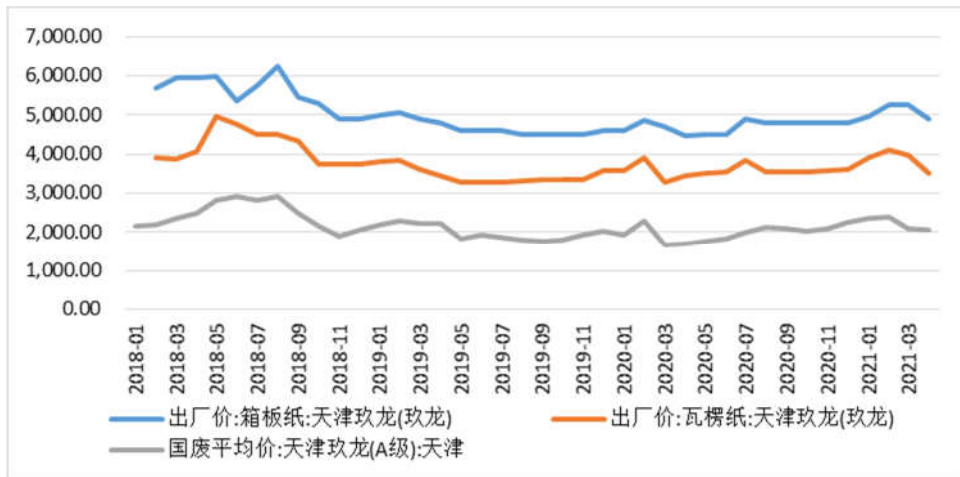


数据来源：Wind，新世纪评级整理

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，2017-2020 年分别为 2,572 万吨、1,703 万吨、1,036 万吨和 660.65 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，2020 年全国废纸回收总量 5,493 万吨，同比增长 4.75%，废纸回收率 46.5%。价格方面，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，2020年我国箱板纸生产量 2,440 万吨，同比增长 11.42%，消费量 2,837 万吨，同比增长 18.06%；瓦楞原纸生产量 2,390 万吨，同比增长 7.66%，消费量 2,776 万吨，较同比增长 16.93%。价格方面，2020 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. 2018 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。

2020 年 1 月，国家发展改革委、生态环境部公布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》，提出有序禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用，积极推广替代产品。纸质品作为不可降解塑料替代品的首要选择，将为造纸业未来发展带来新的机遇。废纸方面，2020 年 11 月，生态环境部、商务部、国家发改委和海关总署发布《关于全面禁止进口固体废物有关事项的公告》称，禁止以任何方式进口固体废物（2021 年 1 月 1 日起执行）。按照目前的政策，2021 年我国将基本实现废纸零进口，从而对废纸系产业链产生较大影响。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。

## 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，2020年全国纸及纸板生产企业约2,500家，其中年产超百万吨造纸企业仅有24家。由于造纸业具有规模效益显著特征，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2020年年度报告公布的重点造纸企业产量前30位数据看，当年我国造纸行业产量CR30为69.08%，较2019年提升0.5个百分点，行业集中度继续呈现上升趋势，其中公司2020年造纸产量为134.86万吨，位列第18位，较2019年下降1位。

图表 5. 行业内核心样本企业基本数据概览（2020年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标（产品或服务类别）			核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	毛利率	产量（万吨）	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
金光纸业	737.88	25.10	—	2,480.13	67.24	61.77	123.07
晨鸣纸业	307.37	23.07	纸：577	915.75	71.83	19.06	112.60
太阳纸业	215.89	19.44	纸：385 浆：89	358.66	54.72	19.68	66.16
<b>景兴纸业</b>	<b>48.75</b>	<b>12.78</b>	<b>纸：129.95</b>	<b>72.92</b>	<b>32.58</b>	<b>3.32</b>	<b>6.17</b>
山鹰纸业	249.69	16.74	纸：510.17	454.37	62.08	13.89	11.70

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

该公司主要从事包装纸的生产经营。2020年初新冠肺炎疫情爆发，短期内对公司经营产生一定影响，后逐步恢复，全年公司营业收入有所下滑，但得益于原材料价格的下降，公司主业盈利能力有所提升。2021年以来，得益于纸价上涨，加上去年一季度基数较低，公司营业收入和利润同比均有较大增长。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、项目建设进度及投产后产能释放情况。

该公司主要从事包装原纸、纸箱及纸板的生产和销售。2020年受新冠肺炎疫情影响，公司营业收入同比下降7.17%至48.75亿元；2021年第一季度，主要由于纸价上涨，加上去年一季度基数较低，公司实现营业收入13.04亿元，同比增长50.90%。

**图表 6. 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 7. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）**

主导产品或服务		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一 季度	2020 年第一 季度
营业收入合计		59.38	52.51	48.75	13.04	8.64
其中：（1）包装原纸	金额	50.58	43.93	40.45	10.97	7.05
	占比	85.19	83.65	82.98	84.17	81.63
（2）纸箱及纸板	金额	4.88	4.90	5.18	1.43	1.09
	占比	8.22	9.34	10.64	11.01	12.63
（3）生活用纸	金额	3.77	3.50	2.95	0.59	0.48
	占比	6.36	6.67	6.04	4.55	5.59
综合毛利率（%）		12.61	10.97	12.78	18.45	13.30
其中：包装原纸（%）		13.27	10.72	13.38	19.99	13.81
纸箱及纸板（%）		10.84	11.19	7.08	6.17	8.08
生活用纸（%）		5.67	11.72	12.90	18.53	19.13

资料来源：景兴纸业

收入构成来看，2020 年该公司包装原纸、纸箱及纸板、生活用纸收入占比分别为 82.98%、10.64%和 6.04%，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 13.38%、7.08%和 12.90%，分别同比增加 2.66 个百分点、减少 4.11 个百分点和增加 1.18 个百分点。包装原纸为纸箱及纸板的原材料，2020 年包装原纸原材料成本下降使得毛利率同比大幅增长，并导致纸箱及纸板毛利率同比下降。

此外，该公司每年销售原材料、废纸等获得少量其他收入，近年来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 2021 年 6 月末拥有 7 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。2020 年及 2021 年第一季度，公司产能利用率分别为 96.26%和 109.81%。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，因此全年产能利用率水平低于 2019 年。

**图表 8. 公司包装原纸产能及产能利用率变化趋势**

项目		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一季度
包装纸原纸	产能（万吨/年）	135.00	135.00	135.00	135.00
	产量（万吨）	133.53	138.54	129.95	37.06
	产能利用率（%）	98.91	102.62	96.26	109.81

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 72%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，2020 年进口废纸审批额度进一步缩减，公司采购量亦有所下降，2021 年起进口废纸额度全面取消，公司不再采购进口废纸。与此同时，公司通过采购国产废纸、木浆以及向海外造纸企业采购半成品再生纤维浆（废纸浆，暂不征税），以应对进口废纸额度的下降。整体看，2020 年主要原材料价格同比均有所下降，而 2021 年第一季度由于海外疫情导致国际纸价上涨，拉动对原材料的需求，木浆、再生纤维浆的价格明显上升。未来，待公司马来西亚再生纤维浆产能投产后，部分原材料将实现自给，经营成本有望下降。

**图表 9. 公司包装原纸原材料采购情况**

原材料	项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一季度
木浆	采购量（万吨）	3.08	7.44	6.84	1.30
	采购价格（元/吨）	5,719.68	4,087.39	3,506.37	3,730.05
	采购金额（亿元）	1.76	3.04	2.40	0.49
国产废纸	采购量（万吨）	105.36	119.79	116.62	32.64
	采购价格（元/吨）	2,675.77	2,114.06	2,046.65	2,324.86
	采购金额（亿元）	28.19	25.32	23.87	7.59
进口废纸	采购量（万吨）	34.26	18.57	11.22	—
	采购价格（元/吨）	2,004.26	1,813.12	1,397.46	—
	采购金额（亿元）	6.87	3.37	1.57	—
再生纤维浆	采购量（万吨）	—	2.40	5.87	1.17
	采购价格（元/吨）	—	2,694.48	2,573.74	2,634.44
	采购金额（亿元）	—	3.04	1.51	0.31

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江浙沪等周边地区的厂家，并与多家供应商建立了稳定的供应关系；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，2021 年起进口废纸额度全面取消；2020 年公司再生纤维浆主要来自中国台湾、韩国和加拿大等造纸企业，2021 年第一季度主要从印度进行采购。结算方面，公司国产废纸付款方式为现款；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，2020 年因新冠肺炎疫情影响，包装原纸销量为 123.35 万吨，同比下降 8.08%，销售均价为 3,279.38 元/吨，同比略有增长。

**图表 10. 公司包装原纸销售情况**

项目		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一季度
包装原纸	销量 (万吨)	128.42	134.19	123.35	29.36
	销售单价 (元/吨)	3,939.09	3,273.38	3,279.38	3,737.82
	产销率 (%)	96.18	96.86	94.92	79.21

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，次月中旬收回货款。2020 年，公司继续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、周转期及用量决定销售价格，一般采用月清现款结算的客户按当月出厂价结算，采用票据结算的客户以票据不同期限进行加价，原则上以一个月期限每吨加价 20 元的幅度递增。

### 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责任公司负责生产运营。截至 2021 年 3 月末，公司纸箱及纸板年产能为 2.15 亿平方米，较 2019 年下降主要是当年出售一条生产线所致。2020 年及 2021 年第一季度，公司纸箱及纸板产量分别为 1.38 亿平方米和 0.36 亿平方米，产能利用率分别为 63.97%和 66.54%，同比均有所提升。

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，平均账期在 60 天左右。

**图表 11. 近三年一期产能及产能利用率变化趋势**

项目		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一季度
纸箱及纸板	产能 (万平方米/年)	37,000.00	28,250.00 <sup>1</sup>	21,500.00	21,500.00
	产量 (万平方米)	12,064.01	13,126.30	13,753.23	3,576.69
	产能利用率 (%)	32.61	46.46	63.97	66.54
	产销率 (%)	98.15	98.71	99.03	98.45
	销售单价 (元/m <sup>2</sup> )	4.12	3.78	3.81	4.07

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理。

<sup>1</sup> 2019 年产能根据出售前/后实际年产能计算所得。

### C. 生活用纸

该公司生活用纸产能规模较小且没有变化，截至 2021 年 3 月末为 6.8 万吨/年，2020 年公司原纸产能利用率为 72.22%，同比略有下降；成品纸产能利用率为 54.62%，同比提高 12.65 个百分点，主要是公司成品纸产销量增加所致。

**图表 12. 公司生活用纸产能及产能利用率变化趋势**

项目		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一季度
生活用纸原纸	产能 (万吨/年)	6.80	6.80	6.80	6.80
	产量 (万吨)	5.19	5.17	4.91	1.09
	产能利用率 (%)	76.32	76.03	72.22	64.10
生活用纸成品纸	产能 (万箱/年)	200.00	200.00	200.00	200.00
	产量 (万箱)	58.68	83.93	109.24	43.31
	产能利用率 (%)	29.34	41.97	54.62	86.63

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。2020 年公司生活用纸原纸销量 4.11 万吨；同期产销率为 83.69%，同比小幅减少。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，成品纸销量有所上升，2020 年为 108.06 万箱，销售单价变化主要是包装规格发生变化导致。结算方式来看，原纸方面，公司与原纸客户结算账期主要为月结，即当月发货、货款月底收回，以现款结算；成品纸方面，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 13. 公司生活用纸销售情况**

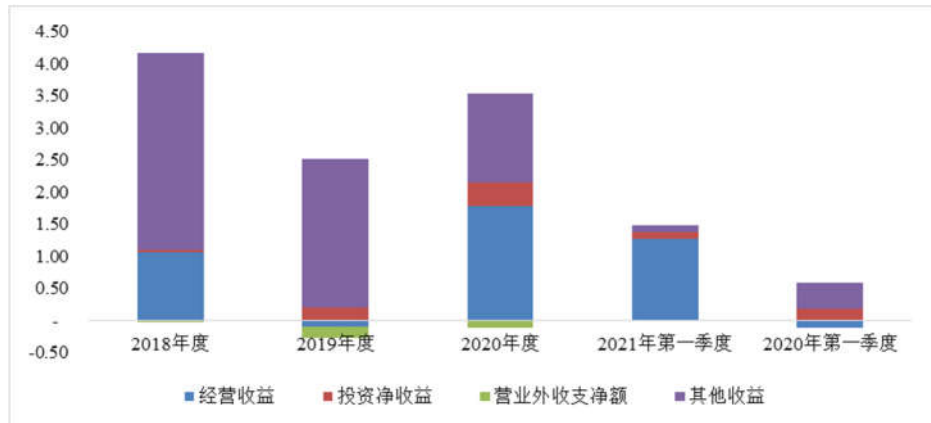
项目		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一季度
生活用纸原纸	销量 (万吨)	4.62	4.40	4.11	0.70
	销售单价 (元/吨)	7,207.45	6,599.09	5,990.15	6,616.64
	产销率 (%)	89.02	85.07	83.69	63.97
生活用纸成品纸	销量 (万箱)	59.48	83.06	108.06	39.18
	销售单价 (元/箱)	74.86	72.28	44.73	33.80
	产销率 (%)	101.36	98.97	98.92	90.47

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 14. 公司盈利来源结构 (亿元)



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

2020年主要由于原材料成本下降，该公司盈利能力同比有所提升；2021年第一季度，主要由于产品销售价格提升，加上2020年第一季度因新冠肺炎疫情导致基数较低，公司盈利能力明显提升。2020年及2021年第一季度，公司实现营业收入分别为48.75亿元和13.04亿元，同比分别下降7.17%和增长50.90%；实现营业毛利分别为6.23亿元和2.40亿元，同比分别增长8.13%和109.34%。费用方面，跟踪期内公司期间费用有所下降，2020年和2021年第一季度分别为4.00亿元和1.07亿元，同比分别下降23.49%和8.12%，期间费用率均为8.22%，同比分别减少1.75个百分点和5.28个百分点。2020年公司管理费用（含研发费用）3.07亿元，同比略有增长；销售费用和财务费用分别为0.57亿元和0.36亿元，同比分别下降64.52%和47.06%，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 15. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2018年	2019年	2020年	2021年第一季度	2020年第一季度
营业收入合计 (亿元)	59.38	52.51	48.75	13.04	8.64
毛利 (亿元)	7.49	5.76	6.23	2.40	1.15
其中：包装原纸 (亿元)	6.71	4.71	5.41	2.19	0.97
纸箱及纸板 (亿元)	0.53	0.55	0.37	0.09	0.09
生活用纸 (亿元)	0.21	0.41	0.38	0.11	0.09
期间费用率 (%)	9.71	9.97	8.22	8.22	13.50
其中：管理费用率 (%)	5.46	5.61	6.30	6.18	9.74
全年利息支出总额 (亿元)	0.94	0.76	0.48	—	—
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。

2020年及2021年第一季度，该公司利润主要来自主业经营，政府补助产



生的其他收益对利润形成较好补充，投资收益及营业外收入等对利润贡献相对有限。2020年及2021年第一季度，投资收益分别为0.36亿元和0.11亿元，其中2020年主要是处置“莎普爱思”股票所致；同期其他收益分别为1.39亿元和0.11亿元，同比分别减少40.32%和73.68%，主要是公司国内废纸采购改向供应商采购致使进项税增加、缴纳的增值税减少，使得相应的增值税即征即退50%<sup>2</sup>减少所致。

**图表 16. 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	2018年	2019年	2020年	2021年第一季度	2020年第一季度
投资净收益（亿元）	0.05	0.20	0.36	0.11	0.18
其中：权益法核算的长期股权投资收益（亿元）	-0.10	0.07	-0.10	0.03	—
处置长期股权投资产生的投资收益（亿元）	0.11	0.04	0.34	—	—
其他收益（亿元）	3.06	2.33	1.39	0.11	0.40

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提升，2020年及2021年第一季度，公司营业利润分别为3.80亿元和1.42亿元，同比分别增长60.39%和201.73%；实现净利润分别为3.32亿元和1.26亿元，同比分别增长63.13%和182.88%。

### (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140万吨浆纸生产基地，因新冠肺炎疫情影响，2020年10月2日该项目最终取得在马来西亚投资关键性政府审批批复（即环保批复），在获得所有建设许可后，项目于2020年11月动工，预计2022年正式建成。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。一期项目会同步建设二期基础工程及公用配套设施。截至2021年3月末，公司对该项目的投资额为6.51亿元。

此外，该公司12万吨天然抗菌高品质生活用纸项目于2020年末开工建设，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。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

<sup>2</sup> 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。

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）。截至 2021 年 3 月末已投资额为 1.14 亿元。

**图表 17. 截至 2021 年 3 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	截至 2021 年 3 月末已投资金额	未来投资计划	
				2021 年 4-12 月	2022 年
年产 12 万吨天然抗菌高品质生活用纸项目	6.87	12 万吨	1.14	4.93	0.80
马来西亚年产 80 万吨废纸浆项目	14.52	浆板 80 万吨	6.51	6.01	2.00
<b>合计</b>	<b>21.39</b>	<b>—</b>	<b>7.65</b>	<b>10.94</b>	<b>2.80</b>

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理。

整体看，该公司在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。项目后续进展及投产后经济效益需持续关注。

## 管理

**该公司为民营控股上市公司，股权结构稳定。跟踪期内，公司对多项制度及进行修订，公司高管人员未发生重大变化。**

该公司为民营上市公司，截至 2021 年 3 月末，朱在龙先生持有公司 15.40% 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，该公司对《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《利润分配管理制度》、《募集资金管理办法》、《信息披露事务管理制度》、《关联交易决策制度》和《证券投资及衍生品交易管理制度》等公司制度进行修订，以符合公司发展情况。公司关联交易及资金往来规模小，影响有限。此外，2020 年公司独立董事进行换届选举，另外公司副总经理丁明其因个人原因离任

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 2021 年 3 月末，公司不存在重大诉讼事件。

**图表 18. 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	2021.4.25	不涉及	正常	不涉及	不涉及

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
各类债券还本付息	公开信息披露	2021.5.12	不涉及	正常	不涉及	不涉及
诉讼	公司年报及公开信息	2021.5.12	无	无	无	无
工商	公司年报及公开信息	2021.5.12	无	无	无	无
质量	公司年报及公开信息	2021.5.12	无	无	无	无
安全	公司年报及公开信息	2021.5.12	无	无	无	无

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，由于可转债发行，该公司负债规模显著上升，资产负债率有所上升但整体仍处于较低水平。公司马来西亚项目建设持续投入，导致投资性现金流呈大额净流出状态，公司经营性现金流净额可部分覆盖，其余对融资需求有所增加。公司货币资金较为充裕，可为债务偿付提供了较好保障。

### 1. 数据与调整

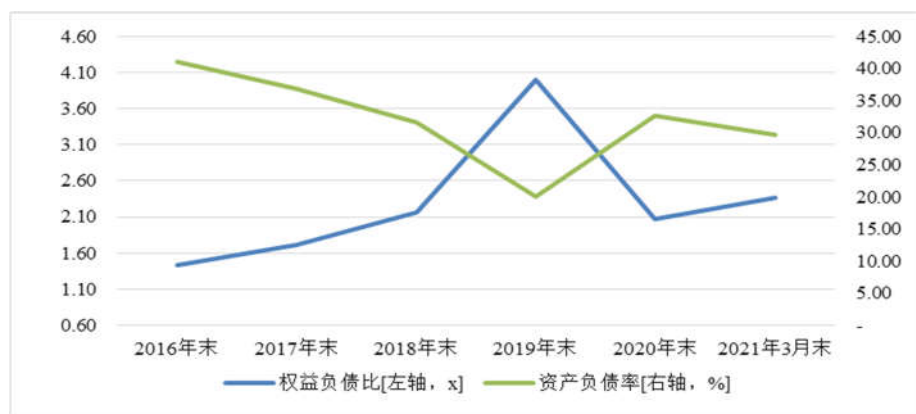
天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2020 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定，以及财政部 2014 年以来发布的多项具体会计准则和报告格式修订通知。公司 2021 年第一季度财务报表未经审计。

2020 年及 2021 年第一季度，该公司合并范围子公司较 2019 年末没有发生变化，期末合并范围子公司 10 家。

### 2. 资本结构

#### （1）财务杠杆

图表 19. 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。

2020 年末及 2021 年 3 月末，该公司负债总额分别为 23.76 亿元和 21.96 亿元，其中 2020 年末较上年末增长 109.81%，主要是 8 月本金为 12.80 亿元景兴转债发行导致；同期末资产负债率分别为 32.58%和 29.76%，较上年末分别增加 12.57 个百分点和下降 2.82 个百分点，负债经营程度虽有所增加但仍处于较低水平。未来随着在建项目持续投入，预计债务规模进一步上升。

随着经营不断积累，该公司所有者权益保持增长，2020 年末及 2021 年 3 月末分别为 49.16 亿元和 51.84 亿元，较上年末分别增长 8.57%和 5.44%。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 22.60%、33.49%和 34.47%，关注利润分配情况对所有者权益产生的影响。

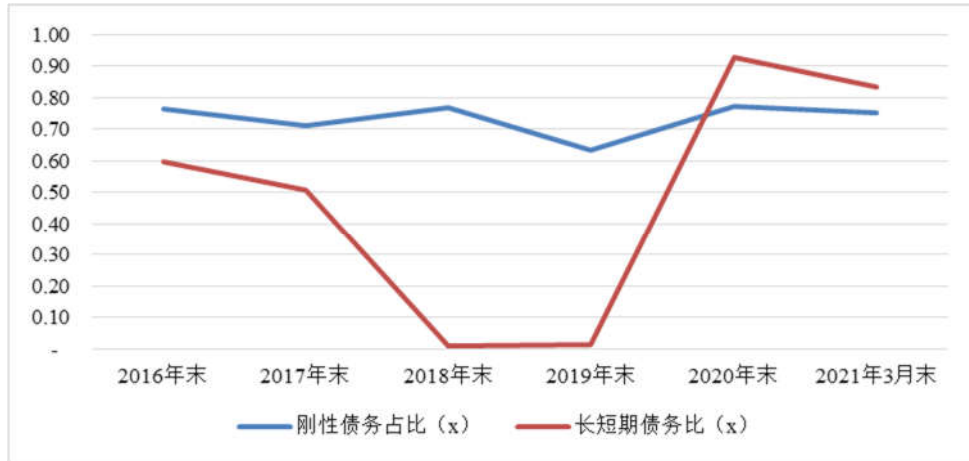
**图表 20. 公司近三年分红情况**

核心债务	2018 年	2019 年	2020 年
现金分红数 (亿元)	0.22	0.39	0.00
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)	3.35	1.89	3.12
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 (%)	6.63	20.61	0.00

资料来源：根据景兴纸业所提供数据绘制。

### (1) 债务结构

**图表 21. 公司债务结构及核心债务**



核心债务	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	17.87	16.48	15.50	7.19	18.36	16.55
应付账款 (亿元)	2.70	2.26	2.43	1.87	2.81	3.16
其他应付款 (亿元)	1.33	2.17	0.93	0.78	0.96	0.77
刚性债务占比 (%)	76.54	71.02	76.68	63.45	77.28	75.36
应付账款占比 (%)	11.55	9.76	12.01	16.55	11.83	14.38
其他应付款 (%)	5.70	9.37	4.61	6.89	4.04	3.51

资料来源：根据景兴纸业所提供数据绘制。

该公司可转债发行后，债务结构有明显改善，2020 年末及 2021 年 3 月末

长短期债务比分别为 92.68%和 83.45%。

该公司债务主要由刚性债务、其他应付款和应付账款构成，2020 年末占比分别为 77.28%、11.83%和 4.04%。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，年末余额上升主要是应付的备品备件及设备款增加所致；其他应付款包括工程及设备款、质保金及押金等，整体变化不大。2021 年 3 月末，公司债务结构及主要科目较年初变化不大，刚性债务规模有所下降主要是景兴转债转股所致。

## (2) 刚性债务

图表 22. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
<b>短期刚性债务合计</b>	9.24	8.81	15.50	7.19	7.28	6.89
其中：短期借款	8.30	8.14	7.73	7.19	6.48	6.09
一年内到期非流动负债	0.82	0.56	7.66	—	0.80	0.80
应付票据	—	—	—	—	—	—
其他短期刚性债务	0.12	0.11	0.11	—	—	—
<b>中长期刚性债务合计</b>	8.63	7.66	—	—	11.08	9.66
其中：长期借款	1.15	0.59	—	—	—	—
应付债券	7.48	7.07	—	—	11.08	9.66
<b>综合融资成本（年化，%）</b>	<b>5.53</b>	<b>5.75</b>	<b>5.97</b>	<b>4.51</b>	<b>1.57</b>	<b>1.68</b>

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。

该公司刚性债务包括短期借款、一年内到期的非流动负债和应付债券，2020 年末分别为 6.48 亿元、0.80 亿元和 11.08 亿元。公司短期借款方式主要包括信用借款和抵押借款，2020 年末占比分别为 71.37%和 20.07%，其中抵押物为固定资产及无形资产等。公司应付债券为发行的本金为 12.80 亿元的“景兴转债”，2021 年 3 月末余额有所下降主要是转股所致。

该公司刚性债务集中在 1 年以内和 5 年以上，银行借款融资成本主要集中在 3%-5%，可转债融资成本低。

图表 23. 公司 2021 年 3 月末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构（亿元）

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	5 年以上
3%以内	0.01	9.66
3%~4%（不含 4%）	3.63	—
4%~5%（不含 5%）	3.25	—
<b>合计</b>	<b>6.89</b>	<b>9.66</b>

资料来源：景兴纸业

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

图表 24. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一 季度
营业周期 (天)	84.98	64.68	68.82	72.28	74.12	—
营业收入现金率 (%)	81.91	76.61	88.37	105.21	99.01	94.21
业务现金收支净额 (亿元)	7.20	1.70	6.17	14.63	6.90	-0.00
其他因素现金收支净额 (亿元)	-1.64	-1.73	-1.88	-2.02	-0.73	-0.44
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	5.56	-0.04	4.29	12.61	6.17	-0.44
EBITDA (亿元)	6.72	11.39	7.37	5.42	6.66	—
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.33	0.66	0.46	0.48	0.52	—
EBITDA/全部利息支出 (倍)	5.75	11.62	7.78	7.14	13.80	—

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。

2020 年该公司营业周期为 74.12 天，同比小幅拉长；同期营业收入现金率为 99.01%，同比有所下降主要是公司票据结算方式增多导致。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。2020 年公  
司经营性净现金流为 6.17 亿元，同比下降 51.05%，主要是业务现金收支净额减  
少导致。2021 年第一季度，公司经营性净现金流同比增加 0.18 亿元。整体  
看，公司经营性现金流状况尚可，可为即期债务偿付提供保障。

2020 年，该公司 EBITDA 为 6.66 亿元，同比有所增长。公司 EBITDA 主  
要是利润总额和固定资产折旧构成，占比分别为 55.38%和 36.26%。同期  
EBITDA 对刚性债务的覆盖程度小幅提升至 0.52 倍，对利息支出覆盖倍数为  
13.80 倍。

#### (2) 投资环节

图表 25. 公司投资环节现金流量状况 (亿元)

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一 季度
回收投资与投资支付净流入额	2.51	-0.72	-0.04	-0.04	0.15	0.20
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	-0.55	0.60	-0.12	-1.60	-5.98	-0.87
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-1.94	2.54	-0.37	-0.51	-1.14	-0.02
其中：理财产品投资回收与支付净额	-1.94	2.47	-0.37	-0.51	-1.14	-0.02
投资环节产生的现金流量净额	0.01	2.35	-0.53	-2.15	-6.97	-0.69

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理。



跟踪期内，该公司投资活动主要是在建项目持续投入，2020年及2021年第一季度公司投资性现金净流量分别为-6.97亿元和-0.69亿元，其中“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”分别为6.01亿元和0.87亿元，除此之外主要是理财产品投资及回收。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 26. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年第一季度
权益类净融资额	0.00	0.39	0.56	-0.22	-0.64	0.00
债务类净融资额	-6.41	-2.35	-1.95	-9.07	12.42	-0.46
其中：现金利息支出	1.14	0.95	0.93	0.86	0.32	0.07
筹资环节产生的现金流量净额	-6.32	-1.95	-3.10	-9.29	11.75	-0.46

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。2020年及2021年第一季度，筹资性现金净流量分别为11.75亿元和-0.46亿元，其中2020年筹资活动现金呈净流入状态主要是当年发行可转债募集较多资金所致。

## 4. 资产质量

图表 27. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2016年末	2017年末	2018年末	2019年末	2020年末	2021年3月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	21.57	28.46	30.42	23.46	35.55	35.76
	37.90	45.19	47.69	41.44	48.75	48.47
其中：货币资金（亿元）	2.81	3.22	3.82	4.95	15.76	14.15
应收票据（亿元）	9.24	14.82	15.37	8.19	7.39	7.86
应收款项（亿元）	4.20	5.54	5.15	4.38	4.50	4.52
存货（亿元）	2.69	4.72	5.51	4.52	5.01	6.57
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	35.34	34.53	33.37	33.15	37.37	38.03
	62.10	54.81	52.31	58.56	51.25	51.53
其中：固定资产（亿元）	29.41	27.50	26.44	24.63	23.64	23.07
长期股权投资（亿元）	2.70	3.03	2.77	2.70	2.40	2.50
无形资产（亿元）	1.85	1.85	1.81	1.75	5.50	5.55
期末全部受限资产账面金额（亿元）	11.75	10.26	10.26	2.22	3.00	2.17
期末抵押融资余额（亿元）	5.87	5.63	2.74	1.39	1.70	1.43
受限资产账面余额/总资产（%）	20.65	16.29	16.08	3.92	4.12	2.94

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理。

2020年末，该公司资产总额72.92亿元，较上年末增长28.83%，仍以非

流动资产为主，期末占比为 51.25%，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 23.64 亿元、2.40 亿元、5.50 亿元和 2.73 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 4.01%；无形资产主要是土地使用权，较上年末增长 214.35%主要是马来西亚土地增加所致；长期股权投资主要是公司投资持有的莎普爱思、艾特克公司及康泰贷款公司等公司的股权，其中当期公司减持莎普爱思股权使得长期股权投资减少 0.27 亿元。其他非流动资产较上年末大幅增长 93.32%，主要是新增马来西亚项目预付的设备款等。

2020 年末，该公司流动资产 35.55 亿元，较上年末增长 51.56%。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 15.76 亿元、7.39 亿元、4.50 亿元和 5.01 亿元。其中货币资金较上年末增长 218.47%，主要是发行可转债募集资金到位所致，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，较上年末略有下降。公司应收账款为下游客户货款，2020 年末较上年末变化不大，公司账龄为一年内的应收账款占比超过 90%。存货较上年末增长 10.91%，系原材料增加所致。

2021 年 3 月末，该公司资产总额为 73.79 亿元，较上年末基本持平。其中存货较上年末增长 31.21%，主要是库存商品增加所致；在建工程较上年末大幅增加 3.75 亿元，主要是马来西亚项目持续投入所致；其余科目虽有变动但影响较小。

2021 年 3 月末，该公司受限资产规模 2.17 亿元，占总资产比重的 2.94%，均为银行借款抵、质押。

**图表 28. 2021 年 3 月末公司受限资产构成情况（亿元）**

项目	金额	受限原因
固定资产	1.11	借款抵押
无形资产	0.75	借款抵押
投资性房地产	0.30	借款抵押
合计	2.17	—

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理。

## 5. 流动性/短期因素

**图表 29. 公司资产流动性指标**

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动比率（%）	147.39	184.72	151.61	209.65	288.32	298.80
速动比率（%）	128.25	153.73	124.04	167.91	245.13	240.56
现金比率（%）	82.33	117.07	95.64	119.26	189.92	183.03

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理。

跟踪期内，该公司流动资产规模增长较快，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 2021 年 3 月末，该公司无重大未决诉讼或仲裁形成的或有负债。同期末，公司对弘欣热电公司提供债务担保产生的对外担保余额 2.83 亿元，担保比率 5.45%；弘欣热电公司为公司提供担保余额 1.49 亿元。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

该公司主业集中在本部，2020 年末母公司总资产 59.86 亿元，净资产 42.80 亿元。公司本部刚性债务余额 13.83 亿元，主要为“景兴转债”。2020 年母公司实现营业收入 33.58 亿元，净利润 2.47 亿元；母公司经营活动产生的现金流量净额为 3.02 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 2021 年 3 月末从各家银行获得的综合授信总额为 34.70 亿元，公司已使用 8.47 亿元，后需仍有一定的融资空间。

**图表 30. 来自金融机构的信贷支持**

机构类别	综合授信	已使用授信额度	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	34.70	8.47	3.45~4.50%	抵押+担保+信用
其中：国家政策性金融机构（亿元）	1.10	1.10	3.85~4.02%	抵押+担保
工农中建交五大商业银行（亿元）	17.43	6.21	3.70~4.05%	抵押+担保+信用
其中：大型国有金融机构占比（%）	53.40	73.32	—	—

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理（截至 2021 年 3 月 31 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

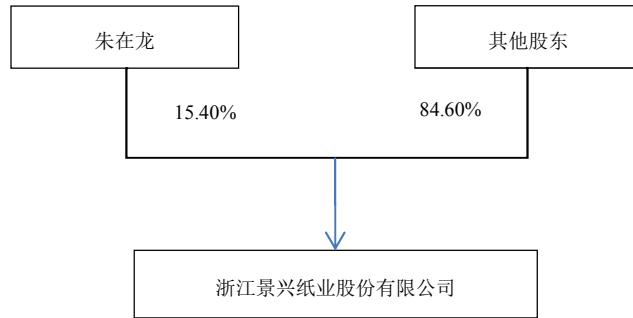
该公司为民营控股上市公司，股权结构稳定。跟踪期内，公司对多项制度及进行修订，公司高管人员未发生重大变化。

该公司主要从事包装纸的生产经营。2020 初新冠肺炎疫情爆发，短期内对公司经营产生一定影响，后逐步恢复，全年公司营业收入有所下滑，但得益于原材料价格的下降，公司主业盈利能力有所提升。2021 年以来，得益于纸价上涨，加上去年一季度基数较低，公司营业收入和利润同比均有较大增长。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、项目建设进度及投产后产能释放情况。

跟踪期内，由于该公司可转债发行，公司负债规模有所上升，资产负债率有所上升但整体仍处于较低水平。公司马来西亚项目建设持续投入，导致投资性现金流呈大额净流出状态，公司经营性现金流净额可部分覆盖，其余对融资需求有所增加。公司货币资金较为充裕，可为债务偿付提供了较好保障。

附录一：

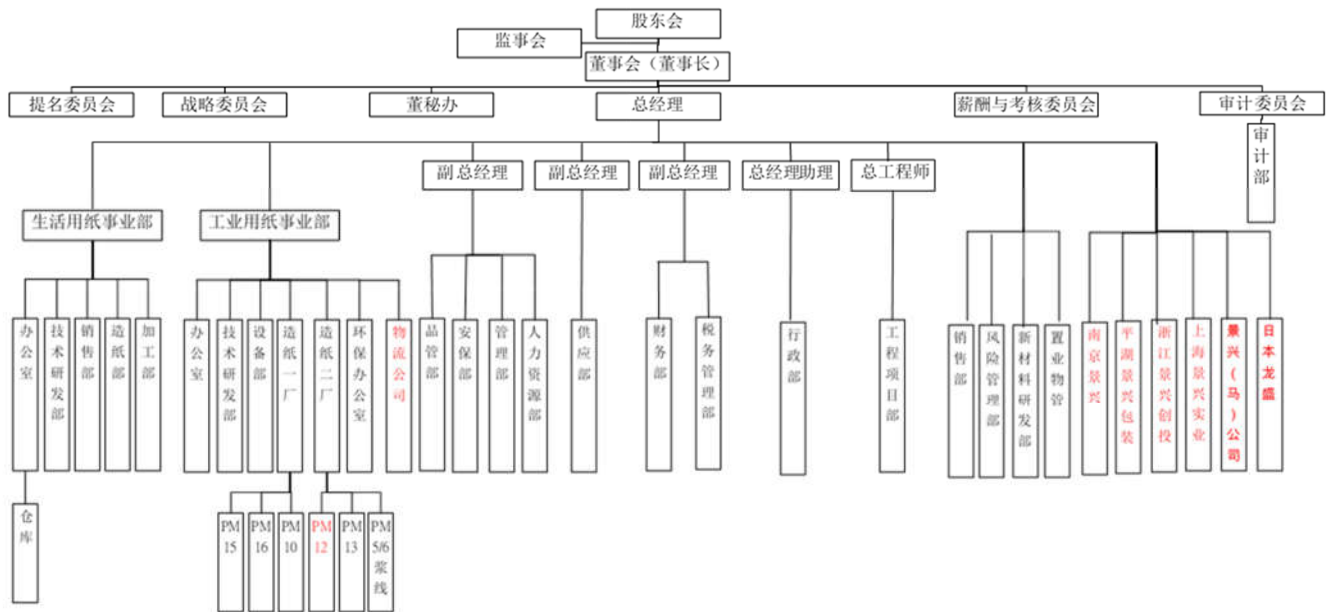
公司与实际控制人关系图



注：根据景兴纸业提供的资料绘制（截至 2021 年 3 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 2021 年 3 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	2020年(末)主要财务数据					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)	
<b>浙江景兴纸业股份有限公司</b>	<b>景兴纸业</b>	<b>本级</b>	—	纸制品产销	<b>1.69</b>	<b>39.25</b>	<b>36.68</b>	<b>1.39</b>	<b>8.35</b>	<b>母公司口径</b>
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	3.43	6.38	12.08	0.79	2.33	
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	0.67	1.70	4.36	0.19	0.24	
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	0.08	1.01	-0.11	0.00	
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	—	3.46	—	0.15	0.13	

注：根据景兴纸业 2020 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]	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
资产总额 [亿元]	63.79	56.60	72.92	73.79
货币资金 [亿元]	3.82	4.95	15.76	14.15
刚性债务[亿元]	15.50	7.19	18.36	16.55
所有者权益 [亿元]	43.58	45.28	49.16	51.84
营业收入[亿元]	59.38	52.51	48.75	13.04
净利润 [亿元]	3.58	2.03	3.32	1.26
EBITDA[亿元]	7.37	5.42	6.66	—
经营性现金净流入量[亿元]	4.29	12.61	6.17	-0.44
投资性现金净流入量[亿元]	-0.53	-2.15	-6.97	-0.69
资产负债率[%]	31.68	20.01	32.58	29.76
权益资本与刚性债务比率[%]	281.20	630.17	267.77	313.23
流动比率[%]	151.61	209.65	288.32	298.80
现金比率[%]	95.64	119.26	189.92	183.03
利息保障倍数[倍]	5.25	3.90	8.64	—
担保比率[%]	4.91	4.50	4.81	5.45
营业周期[天]	68.82	72.28	74.12	—
毛利率[%]	12.61	10.97	12.78	18.45
营业利润率[%]	6.80	4.51	7.80	10.88
总资产报酬率[%]	7.84	4.92	6.44	—
净资产收益率[%]	8.58	4.58	7.02	—
净资产收益率*[%]	8.31	4.40	6.83	—
营业收入现金率[%]	88.37	105.21	99.01	94.21
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	24.16	80.70	52.49	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	17.32	66.36	-4.55	—
EBITDA/利息支出[倍]	7.78	7.14	13.80	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.46	0.48	0.52	—

注：表中数据依据景兴纸业经审计的 2018~2020 年度及未经审计的 2021 年第一季度财务数据整理、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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

**附录六：**
**发行人本次评级模型分析表及结果**

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	3
		市场竞争	8
		盈利能力	7
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	1
		会计政策与质量	1
		现金流状况	2
		负债结构与资产质量	1
		流动性	1
	个体风险状况		3
	个体调整因素调整方向		不调整
	调整后个体风险状况		3
外部支持	支持因素调整方向		不调整
主体信用等级			AA

**附录七：**
**发行人历史评级情况**

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2020年1月13日	AA/稳定	翁斯喆、王婷亚	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">造纸行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型(造纸)MX-GS008(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2020年10月22日	AA/稳定	翁斯喆、王婷亚	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">造纸行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型(造纸)MX-GS008(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021年6月9日	AA/稳定	翁斯喆、黄梦姣	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">造纸行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型(造纸)MX-GS008(2019.8)</a>	-
债项评级	历史首次评级	2020年1月13日	AA	翁斯喆、王婷亚	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">造纸行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型(造纸)MX-GS008(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2020年10月22日	AA	翁斯喆、王婷亚	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">造纸行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型(造纸)MX-GS008(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021年6月9日	AA	翁斯喆、黄梦姣	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">造纸行业信用评级方法(2018)</a> <a href="#">工商企业评级模型(造纸)MX-GS008(2019.8)</a>	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

## 评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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。