



内部编号: 2023060443

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

分析师: 翁斯喆 俞斯喆 wsz@shxsj.com
 黄梦姣 黄梦姣 hmj@shxsj.com

评级总监: 张明海 

联系电话: (021) 63501349
联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层
公司网站: www.shxsj.com

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调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本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。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

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，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告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。

未经本评级机构书面同意，本报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

概述

编号:【新世纪跟踪(2023)100379】

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/2023年6月26日

前次跟踪: AA/稳定/AA/2022年6月10日

首次评级: AA/稳定/AA/2020年1月13日



跟踪评级观点

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；且业务运营所处长三角地区是国内箱板纸主要消费市场之一，公司业务发展所处市场环境良好。
- 财务结构较稳健。跟踪期内，景兴纸业资产负债率维持较低水平，且公司货币资金较充裕，可为债务偿付提供基本保障。
- 融资渠道较为通畅。景兴纸业为上市公司，在资本市场和债券市场具有多种融资渠道。此外，公司尚有一定规模的未使用银行授信，后续仍有一定的融资空间。

主要风险:

- 原材料保障及价格波动风险。跟踪期内，木浆、纸浆板等造纸主要原材料快速上涨，景兴纸业生产持续面临原材料保障及价格波动风险。受产品价格回落及纸浆价格大幅度上涨影响，跟踪期内，公司业绩有所下滑。
- 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，2023年第一季度收入成本倒挂，经营压力较大。
- 海外项目投资风险。景兴纸业马来西亚项目投资金额较大，且海外投资还面临一定的地缘政治风险及汇率风险等，目前该项目处于试运行阶段，产出效果有待检验。
- 可转债未转股风险。景兴转债存续规模相对较大，若不能顺利转股，将增加景兴纸业的债务压力。
- 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。

主要财务数据及指标

项 目	2020年	2021年	2022年	2023年 第一季度
母公司口径数据:				
货币资金(亿元)	13.89	11.07	7.56	10.46
刚性债务(亿元)	13.83	11.51	15.19	15.29
所有者权益(亿元)	42.80	48.89	49.55	49.59
经营性现金净流量(亿元)	3.02	2.69	6.19	1.07
合并口径数据及指标:				

主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
总资产（亿元）	72.92	79.40	79.57	82.14
总负债（亿元）	23.76	23.25	24.22	26.91
刚性债务（亿元）	18.36	16.70	17.41	20.55
所有者权益（亿元）	49.16	56.15	55.35	55.23
营业收入（亿元）	48.75	62.25	62.27	12.74
净利润（亿元）	3.32	4.68	1.23	0.10
经营性现金净流量（亿元）	6.17	2.49	9.26	1.07
EBITDA（亿元）	6.66	7.62	4.15	—
资产负债率[%]	32.58	29.28	30.44	32.76
权益资本与刚性债务比率[%]	267.77	336.18	317.93	268.68
流动比率[%]	288.32	292.73	211.19	224.55
现金比率[%]	189.92	183.95	119.37	136.20
利息保障倍数[倍]	8.64	8.16	2.34	—
净资产收益率[%]	7.02	8.89	2.21	—
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	52.49	20.41	72.27	—
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	-4.55	-9.56	11.41	—
EBITDA/利息支出[倍]	13.80	12.36	6.38	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.52	0.43	0.24	—

注：根据景兴纸业经审计的 2020~2022 年及未经审计的 2023 年第一季度财务数据整理、计算。

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：工商企业评级方法与模型（造纸行业）FM-GS008（2022.12）

评级要素		风险程度	
个体信用	业务风险	4	
	财务风险	2	
	初始信用级别		aa
	调整因素	流动性因素	0
		ESG 因素	0
		表外因素	0
		其他因素	0
调整理由：无。			
个体信用级别		aa	
外部支持	支持因素	0	
	支持理由：无。		
主体信用级别		AA	

同类企业比较表

企业名称（简称）	2022 年/末主要经营及财务数据				
	产量（万吨）	营业收入（亿元）	毛利率（%）	资产负债率（%）	EBITDA/利息支出（倍）
山鹰纸业	纸：614.81	340.14	6.65	73.10	0.31
太阳纸业	纸：560.00 浆：183.00	397.67	14.79	51.74	7.88
景兴纸业	纸：157.11	62.27	5.28	30.44	6.38

注 1：山鹰纸业全称为山鹰国际控股股份公司，太阳纸业全称为山东太阳纸业股份有限公司。

注 2：山鹰纸业和太阳纸业为公开市场发债企业但并非本评级机构客户，相关数据及指标来自公开市场可获取数据及计算，或存在一定局限性。其中，EBITDA/利息支出指标计算中，因数据获取的局限性，山鹰纸业及太阳纸业的利息支出不包括资本化利息支出。

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 2022 年财务报表、未经审计的 2023 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，该公司存续期内债券情况如图表 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 2023 年 3 月末已累计转股数量为 8,276.39 万股，剩余可转债余额为 9.99 亿元。

图表 1. 截至本评级报告日，公司尚未到期的债券情况

债项名称	发行金额（亿元）	期限（年）	发行利率（%）	发行时间	本息兑付情况
景兴转债	12.80	6 年	1.00	2020 年 8 月	未到期，付息正常

资料来源：Wind 资讯

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。因外部因素影响，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于 2020 年 11 月正式动工，目前已基本完工，已于 2023 年 5 月 28 日首次开机，根据马来西亚政府的相关规定，该公司需要通过政府的 3C 认证后才能正式进行销售，公司正在准备向政府报送 3C 验收申请的材料，预计投产时间待定。截至 2023 年 3 月末，已完成投资额 17.29 亿元¹，其中景兴转债募集资金已使用 12.92 亿元。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

2023 年第一季度，我国经济呈温和复苏态势；在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济基本面长期向好。

2023 年第一季度，全球经济景气度在服务业的拉动下有所回升，主要经济体的通胀压力依然很大，美欧经济增长的疲弱预期未发生明显变化，我国经济发展面临的外部环境低迷且不稳。美联储、欧洲央行加息导致银行业风险暴露，政府的快速救助行动虽在一定程度上缓解了市场压力，但金融领域的潜在风险并未完全消除；美欧货币政策紧缩下，美元、欧元的供给持续回落，对全球流动性环境、外债压力大的新兴市场国家带来挑战。大国博弈背景下的贸易限制与保护不利于全球贸易发展，俄乌军事冲突的演变尚不明确，对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济总体呈温和复苏态势。就业压力有待进一步缓解，消费者物价指数小幅上涨。工业中采矿业的生产与盈利增长明显放缓；除电气机械及器材、烟草制品等少部分制造业外，大多数制造业生

¹ 该项目已投资额大于预计投资额主要系目前一期项目已完工，但进行一期施工时，对二期工程进行了铺垫，主要是支付的土地款、基础土建工程（主要包含地基、水电基础等）。

产及经营绩效持续承压，且高技术制造业的表现自有数据以来首次弱于行业平均水平；公用事业中电力行业盈利状况继续改善。消费快速改善，其中餐饮消费显著回暖，除汽车、家电和通讯器材外的商品零售普遍增长；基建和制造业投资延续中高速增长，房地产开发投资降幅在政策扶持下明显收窄；剔除汇率因素后的出口仍偏弱。人民币跨境支付清算取得新的进展，实际有效汇率稳中略升，境外机构对人民币证券资产的持有规模重回增长，人民币的基本面基础较为坚实。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；短期内宏观政策调控力度仍较大，为推动经济运行整体好转提供支持。我国积极的财政政策加力提效，专项债靠前发行，延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。央行实行精准有力的稳健货币政策，综合运用降准、再贷款再贴现等多种货币政策工具，加大对国内需求和供给体系的支持力度，保持流动性合理充裕，引导金融机构支持小微企业、科技创新和绿色发展。我国金融监管体系大变革，有利于金融业的统一监管及防范化解金融风险长效机制的构建，对金融业的长期健康发展和金融资源有效配置具有重大积极意义。

2023年，随着各类促消费政策和稳地产政策逐步显效，我国经济将恢复性增长：高频小额商品消费以及服务消费将拉动消费进一步恢复；基建投资表现平稳，制造业投资增速有所回落，房地产投资降幅明显收窄；出口在外需放缓影响下呈现疲态，或将对工业生产形成拖累。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

(2) 行业因素

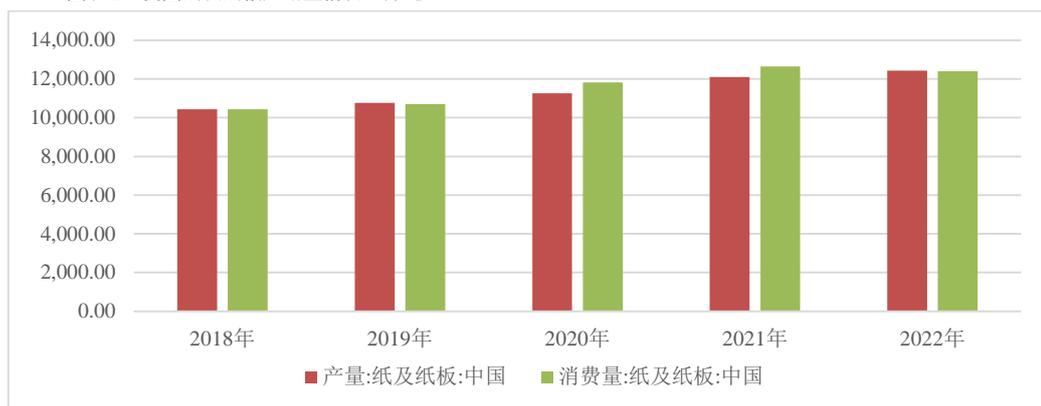
造纸行业属周期性行业，行业景气度与宏观经济走势较一致。经过前期快速发展，我国已成为世界造纸大国。但过快发展导致行业出现结构性和阶段性产能过剩，行业仍面临一定的落后产能出清和调整压力。2022年以来，宏观经济增长面临较大压力，造纸行业景气度整体处于较低水平。木浆、废纸等原材料价格上涨，但纸品需求较为疲弱，纸企利润空间收窄，经营压力加大。

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。2022年以来，我国宏观经济增长面临较大压力，同期造纸行业景气度随宏观经济波动特征明显，整体处于较低水平。由于原材料木浆及废纸在造纸成本中占比较大，其价格变化亦能够对造纸企业产生较大的影响。2022年以来，木浆和废纸价格上涨后，大部分时期处于高位，但纸品需求较为疲弱，价格未能随之上涨，部分纸品价格甚至逐渐下滑，纸企利润空间收窄。2022年及2023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15,228.90亿元和3,295.10亿元，分别同比增长0.40%和下降6.30%；实现利润总额分别为621.10亿元和62.20亿元，分别同比下降29.80%和46.00%。

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。2022年全国纸及纸板生产量为12,425万吨，同比增长2.64%，消费量为12,403万吨，同比减少1.94%。从细分产品来看，当年各类纸皮均有不同程度增长；瓦楞原纸、箱纸板、未涂布印刷书写纸和白板纸仍占据主要生产地位，占比分别为22.29%、22.62%、13.96%和12.15%。根据中国轻工业信息中心数据，2023年1-3月，我国机制纸及纸板（外购原纸加工除外）产量为3,207.8万吨，同比下降3.96%。

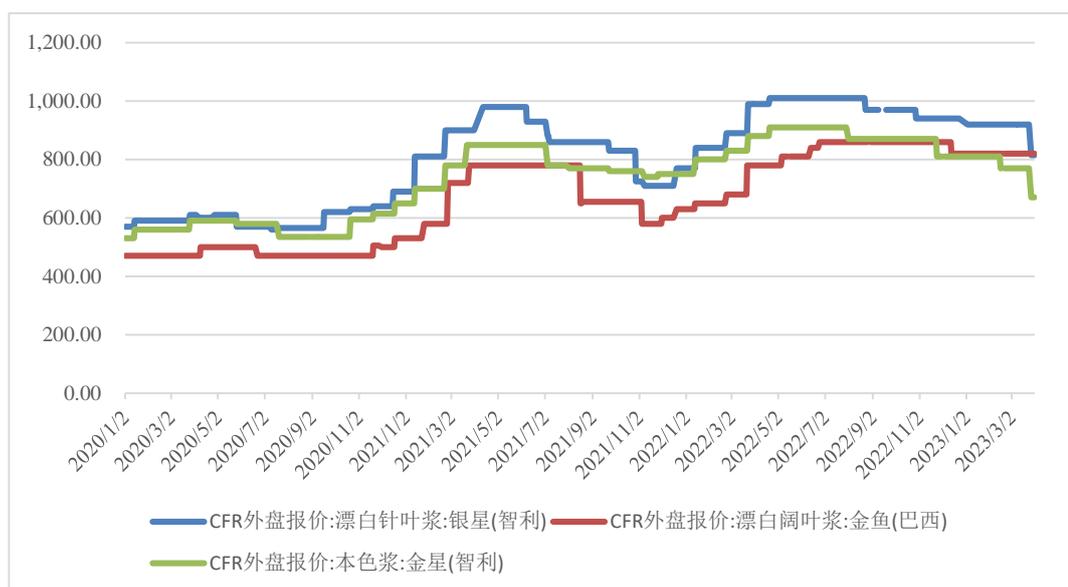
图表 2. 我国纸及纸板产销量情况（万吨）



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%。2022 年我国纸浆消耗总量 11,295 万吨，同比增加 2.59%，其中，木浆 4,328 万吨，占纸浆消耗总量 38%，其中进口木浆占 20%、国产木浆占 18%；废纸浆 6,430 万吨，占纸浆消耗总量 57%。受制于全球林木资源不均影响，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。2022 年，我国进口纸浆 2,916.00 万吨，同比下降 1.80%。2022 年以来木浆价格整体呈波动上涨趋势，2022 年上半年，由于 4 月芬兰造纸工人工会罢工及乌克兰局势持续发酵，浆价波动上升；2022 年下半年，浆价仍较为坚挺，2023 年以来，随着全球新增产能的释放以及芬兰工人罢工结束，浆价有所回落，但整体仍处于高位。此外，跟踪期内，煤炭、木片及化工品等原材料价格均处于高位，造纸企业原材料成本端承压。

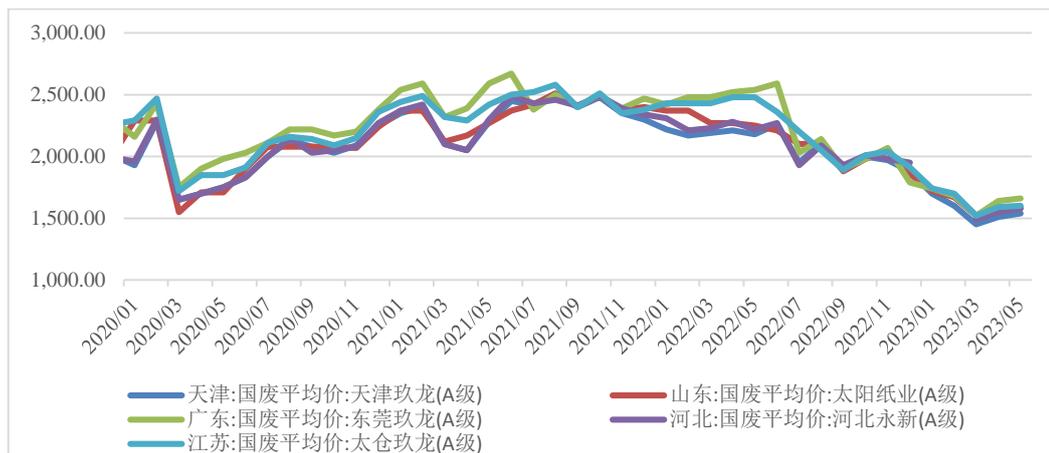
图表 3. 我国纸浆价格指数变化情况（点）



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 2021 年全面禁止进口废纸，为解决原材料问题，造纸企业一方面加强国内废纸回收利用，另一方面增加废纸浆进口、增加木浆使用，大型造纸企业还通过海外产能布局部分弥补原料缺口。2022 年全国废纸回收总量 6,585 万吨，同比增长 1.45%，废纸回收率 53.1%，废纸利用率 53.5%。价格方面，2022 年上半年，国废价格有所波动，但 2022 年 7 月后以废纸为主要原料的包装用纸需求下滑，价格下跌，导致造纸企业调低废纸回收价格。

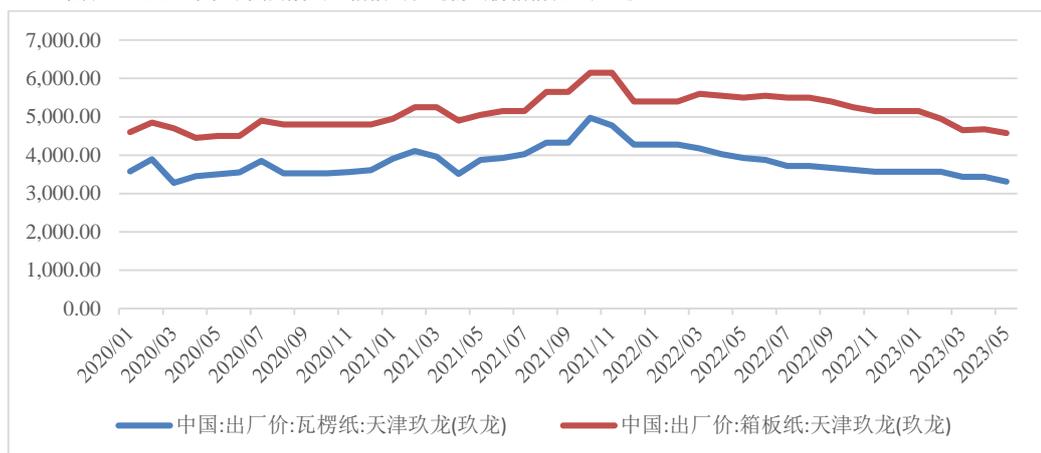
图表 4. 我国纸及纸板产销量情况（万吨）



资料来源：Wind，新世纪评级整理

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，2022 年我国箱板纸生产量 2,810 万吨，同比增长 0.18%，消费量 3,159 万吨，同比减少 1.16%；瓦楞原纸生产量 2,770 万吨，同比增长 3.17%，消费量 3,010 万吨，同比增长 1.11%。价格方面，2022 年由于下游需求疲弱，纸价呈下降趋势，但预计未来由于废纸原料紧张局面短期内较难改善，而线上购物的发展导致包装纸需求规模继续扩大，废纸系包装纸价格仍有一定支撑。

图表 5. 2020 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。

2021 年我国正式禁止废纸进口。2021 年 1 月，商务部发布《再生资源绿色分拣中心建设管理规范》规范经营再生资源绿色分拣中心，增加分拣中心对城市低值可回收物分拣的处置功能。2021 年 11 月，工信部发布《废纸加工行业规范条件》以引导废纸加工行业高质量发展，提升废纸集约化加工水平，要求废纸利用率不低于 95%，废纸洁净率不低于 98%，该规范条件于 2022 年 1 月 1 日起正式实施。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，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，2022 年全国规模以上纸制品生产企业 4,727 家，生产量 7,379 万吨。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 2022 年年度报告公布的重点造纸企业产量前 30 位数据看，该公司 2022 年造纸产量为 157.11 万吨，位列第 18 位，较 2021 年上升 1 位。

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) 宏观经济增长压力对纸品需求影响及原材料供应的短期冲击。

2. 业务运营

该公司主要从事包装纸、纸箱及纸板以及生活用纸的生产经营，产品结构较丰富，产品销售主要集中在长三角地区。跟踪期内受纸价回落且原材料价格上涨影响，公司营业收入同比基本持平或有所下降，毛利率同比减少，净利润同比有所下滑。公司在马来西亚投资项目金额较大，且海外投资还面临一定的地缘政治风险及汇率风险，目前该项目处于试运行阶段，需关注未来产出效果及产能消化情况。

该公司主要从事包装原纸、纸箱及纸板和生活用纸的生产和销售，产品结构较丰富。2022 年，公司营业收入为 62.27 亿元，较上年基本持平；2023 年第一季度，公司实现营业收入 12.74 亿元，同比下降 12.71%，主要系当期包装原纸价格持续下行所致。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 6. 公司业务收入构成及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
营业收入合计	48.75	62.25	62.27	12.74	14.60
其中：(1) 包装原纸	40.45	53.10	50.44	9.65	12.40
在营业收入中占比 (%)	82.98	85.31	81.01	75.75	84.95
(2) 纸箱及纸板	5.18	5.79	5.12	1.04	1.27
在营业收入中占比 (%)	10.64	9.30	8.23	8.16	8.73
(3) 生活用纸	2.95	3.15	6.42	1.98	0.83
在营业收入中占比 (%)	6.04	5.05	10.31	15.55	5.69
毛利率 (%)	12.78	14.91	5.28	3.73	5.89
其中：包装原纸 (%)	13.38	16.20	5.21	3.59	5.84
纸箱及纸板 (%)	7.08	5.26	8.38	8.71	5.12
生活用纸 (%)	12.90	8.76	1.76	-0.22	5.87

资料来源：景兴纸业

收入构成来看，2022 年该公司包装原纸、纸箱及纸板、生活用纸收入占比分别为 81.01%、8.23% 和 10.31%，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 5.21%、8.38% 和 1.76%，分别同比减少 10.99 个百分点、增加 3.12 个百分点和减少 7.00 个百分点。包装原纸为纸箱及纸板的原材料，2022 年包装原纸受销售价格回落以及生产成本上升影响，毛利率同比下降，并导致纸箱及纸板毛利率同比上升。2023 年第一季度，上述三种产品毛利率分别为 3.59%、8.71% 和 -0.22%，

分别同比减少 2.25 个百分点、增加 3.59 个百分点和下降 6.09 个百分点，其中包装原纸销售单价下降且降幅大于成本下降幅度，致使包装原纸毛利率同比下降，并导致纸箱及纸板毛利率上升；生活用纸因纸价下降、2023 年 1 月需求不足叠加春节假期停机影响，收入成本出现倒挂。

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 2023 年 3 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。2022 年及 2023 年第一季度，公司包装纸原纸产量分别为 147.56 万吨和 34.91 万吨，其中 2022 年同比基本持平，2023 年第一季度由于 1 月需求不足及春节假期停机影响，产量同比减少 2.20 万吨，同期产能利用率分别为 109.30% 和 103.45%，公司开机率一直保持较高水平，产能利用率维持较好水平。

图表 7. 公司包装原纸产能及产能利用率变化趋势

项目		2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一 季度	2022 年第一 季度
包装纸原纸	产能（万吨/年）	135.00	135.00	135.00	135.00	135.00
	产量（万吨）	129.95	148.65	147.56	34.91	37.11
	产能利用率（%）	96.26	110.11	109.30	103.45	109.96

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 71% 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。2021 年开始，进口废纸额度全面取消，公司自 2019 年开始通过进口适量的木浆、优质再生纤维浆替代进口废纸，以满足包装原纸成品耐破、抗压等技术指标对纸浆原料的纤维长度和韧度的要求。2022 年，木浆价格震荡上升，导致公司原料成本上升，未来在马来西亚 80 万吨废纸浆板项目，预计原材料保障能力将明显增强。

图表 8. 公司包装原纸原材料采购情况

原材料	项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
木浆 ²	采购量（万吨）	2.16	2.06	2.67	0.43	1.63
	采购均价（元/吨）	3,512.45	4,479.02	5,459.03	5,189.20	4,703.18
	采购金额（亿元）	0.76	0.92	1.46	0.23	0.77
国产废纸	采购量（万吨）	116.62	132.82	132.71	29.32	29.64
	采购均价（元/吨）	2,046.65	2,382.65	2,332.39	1,795.74	2,508.60
	采购金额（亿元）	23.87	31.65	30.95	5.27	7.43
进口废纸	采购量（万吨）	11.22	—	—	—	—
	采购均价（元/吨）	1,397.46	—	—	—	—
	采购金额（亿元）	1.57	—	—	—	—
再生纤维浆	采购量（万吨）	5.87	10.33	11.98	2.86	2.47
	采购均价（元/吨）	2,573.74	3,318.21	3,081.17	2,379.86	3,101.88
	采购金额（亿元）	1.51	3.43	3.69	0.68	0.77

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

² 以前年度评级报告该表格中木浆采购量包括包装原纸和生活用纸；本次评级报告中 2020 年和 2021 年木浆采购量只包含了包装原纸，不包括生活用纸。

厂家，并与多家供应商建立了稳定的供应关系；2021年起进口废纸额度全面取消，2022年及2023年第一季度主要从台湾、南亚地区进口再生废纸纤维浆，进口废纸纤维浆的采购量较上年增加。结算方面，公司国内废纸付款方式主要为现款；木浆主要以90天信用证和90天T/T进行结算，再生纤维浆主要以60天信用证和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。

该公司产品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90%。公司主要通过直销模式获取订单，2022年及2023年第一季度，包装原纸销量分别为140.10万吨和31.18万吨，同比变化较小，销售均价分别为3,600.50元/吨和3,095.88元/吨，同比分别下降5.69%和18.33%。

图表9. 公司包装原纸销售情况

项目		2020年	2021年	2022年	2023年 第一季度	2022年 第一季度
包装原纸	销量（万吨）	123.35	139.09	140.10	31.18	32.71
	销售单价（元/吨）	3,279.38	3,817.80	3,600.50	3,095.88	3,790.93
	产销率（%）	94.92	93.57	94.94	89.32	88.14

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，次月中旬收回货款为主。跟踪期内，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，以市场动态为变化，一般采用月清现款出厂价结算，采用票据结算的客户以票据不同期限进行加价，视不同的品种吨纸加价。

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（简称“平湖景包”）负责生产运营。截至2023年3月末，公司纸箱及纸板年产能为1.35亿平方米/年，较2021年末下降8,000平方米/年，2022年及2023年第一季度，公司纸箱及纸板产量分别为1.20亿平方米/年和0.25亿平方米/年，产能利用率分别为77.61%和75.42%，2022年以来，产能及产量下降主要系由于原该板块运营子公司南京景兴纸业有限公司（简称“南京景兴”）于2022年4月起关停所致（南京景兴原有年产能8,000平方米），公司于2022年6月7日将南京景兴现有厂区、设备整体租赁给凯露（南京）包装科技有限公司，租赁期限为2022年8月1日至2032年7月31日³。

该公司纸箱及纸板生产所需原材料约70%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76%，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盛虹化纤、平湖三鑫等，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10. 公司纸箱及纸板产能及产能利用率变化趋势

项目		2020年	2021年	2022年	2023年 第一季度	2022年 第一季度
纸箱及纸板	产能（万平方米/年）	21,500.00	21,500.00	15,500.00	13,500.00	21,500.00
	产量（万平方米）	13,753.23	13,789.71	12,029.33	2,545.40	2,969.16
	产能利用率（%）	63.97	64.14	77.61	75.42	55.24
	产销率（%）	99.03	98.28	99.09	98.42	98.23
	销售单价（元/m ² ）	3.81	4.27	4.30	4.15	4.37

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理。

³ 2022年8月1日至2025年7月31日年租金800.00万元，2025年8月1日至2028年7月31日年租金840.00万元，2028年8月1日至2031年7月31日年租金882.00万元，2031年8月1日至2032年7月31日年租金926.10万元。

C. 生活用纸

跟踪期内，该公司年产 12 万吨天然抗菌高品质生活用纸两条产线 TM5 和 TM6 相继投产，生活用纸原纸产能规模有所提升，2022 年末及 2023 年 3 月末分别为 9.30 万吨/年和 18.80 万吨/年，较上年末分别增加 2.50 万吨/年和 9.50 万吨/年。2022 年和 2023 年第一季度，公司生活用纸原纸产能利用率分别为 102.69% 和 54.96%，分别同比提升 27.73 个百分点和减少 33.32 个百分点，2022 年产能利用率提升主要系新增产线的试生产产品计入产量所致，2023 年第一季度产能利用率同比减少主要系产能大幅增加所致；同期，成品纸产能利用率分别为 56.47% 和 68.11%，其中 2022 年同比减少 11.38 个百分点而 2023 年第一季度同比提升 17.27 个百分点，主要与市场需求导致成品纸销量波动有关。

图表 11. 公司生活用纸产能及产能利用率变化趋势

项目		2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
生活用纸原纸	产能（万吨/年）	6.80	6.80	9.30	18.80	6.80
	产量（万吨）	4.91	5.10	9.55	2.58	1.50
	产能利用率（%）	72.22	74.96	102.69	54.96	88.28
生活用纸成品纸	产能（万箱/年）	200.00	200.00	200.00	200.00	200.00
	产量（万箱）	109.24	135.69	112.95	34.06	25.42
	产能利用率（%）	54.62	67.85	56.47	68.11	50.84

资料来源：景兴纸业

跟踪期内，该公司生活用纸仍以原纸销售为主，2022 年及 2023 年第一季度销量由于新增产线投产，生活用纸原纸销量和产销率均上升，其中销量分别为 7.90 万吨和 2.35 万吨，分别同比增加 3.86 万吨和 1.28 万吨，产销率分别为 82.73% 和 91.08%，分别同比上升 3.39 个百分点和 19.66 个百分点。此外，公司根据新增产线投产情况，调整了各条产线的产品结构，形成以纸巾纸、餐巾纸及擦手纸为主线的原纸产品品类，继续拓展厨房纸和保湿纸等高毛利产品线。成品纸方面，公司继续通过天猫、微信小程序、抖音等平台投放自主品牌“品萱”的各类生活用纸终端产品，针对不同平台划分产品线，加强了和私域流量的合作，2022 年成品纸销量为 116.33 万箱，较上年同期有所下降主要系代加工产品减少所致，2023 年第一季度销量因新增客户同比上升 20.75% 至 28.63 万箱。结算方式来看，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；公司给予成品纸大客户一定的账期及信用金额，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 12. 公司生活用纸销售情况

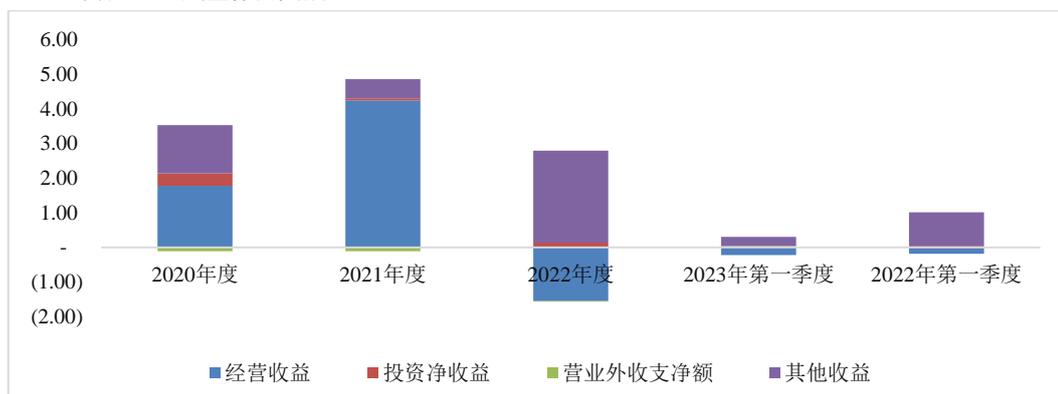
项目		2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
生活用纸原纸	销量（万吨）	4.11	4.04	7.90	2.35	1.07
	销售单价（元/吨）	5,990.15	6,552.16	7,384.52	7,729.41	6,758.21
	产销率（%）	83.69	79.34	82.73	91.08	71.42
生活用纸成品纸	销量（万箱）	108.06	129.84	116.33	28.63	23.71
	销售单价（元/箱）	44.73	38.17	50.23	56.99	45.03
	产销率（%）	98.92	95.69	102.99	84.07	93.27

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 13. 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。

该公司利润主要来源于经营收益和其他收益，2022 年及 2023 年第一季度经营收益分别为-1.55 亿元和-0.22 亿元，2022 年以来主要由于纸价低迷以及原材料价格上升过快而导致公司出现经营亏损；其他收益主要是获得的增值税即征即退⁴补助，同期分别为 2.66 亿元和 0.26 亿元。

2022 年及 2023 年第一季度，该公司分别实现营业收入 62.27 亿元和 12.74 亿元，同比分别增长 0.04% 和下降 12.71%，主要系包装原纸价格下降所致；营业毛利分别为 3.29 亿元和 0.47 亿元，同比分别下降 64.57% 和 44.77%，主要系由于 2022 年以来原材料价格上涨以及产品价格下滑所致。跟踪期内，公司期间费用控制较好，2022 年及 2023 年第一季度期间费用分别为 4.12 亿元和 0.51 亿元，同比分别下降 6.29% 和 38.65%，期间费用率分别为 6.62% 和 4.01%，同比分别减少 0.45 个百分点和 1.70 个百分点，其中 2022 年公司管理费用为 1.53 亿元，同比减少 2.44%，主要系职工薪酬减少所致；研发费用同比下降 8.96% 至 2.15 亿元，主要是研发材料投入下降所致；销售费用和财务费用分别为 0.37 亿元和 0.08 亿元，同比分别下降 5.13% 和 8.30%；2023 年第一季度，公司管理费用、研发费用和销售费用同比分别下降 10.53%、11.06% 和 7.74%，同期财务费用为-0.22 亿元，较上年同期减少 0.24 亿元，主要系公司定期存款到期确认利息收入所致。

图表 14. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
营业收入合计 (亿元)	48.75	62.25	62.27	12.74	14.60
营业毛利 (亿元)	6.23	9.28	3.29	0.47	0.86
期间费用率 (%)	8.22	7.07	6.62	4.01	5.71
其中：管理费用率 (含研发费用) (%)	6.30	6.31	5.91	5.09	4.99
全年利息支出总额 (亿元)	0.48	0.62	0.65	—	—
其中：资本化利息数额 (亿元)	—	0.34	0.37	—	—

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理。

2022 年及 2023 年第一季度，该公司投资收益分别为 0.14 亿元和 0.04 亿元，同比分别增加 0.08 亿元和减少 0.008 亿元，其中 2022 年较上年同期增加主要系减持浙江莎普爱思药业股份有限公司（简称“莎普爱思”）股票所致；同期其他收益分别为 2.66 亿元和 0.26 亿元，同比分别增加 2.10 亿元和减少 0.71 亿元，主要系实缴增值税变动导致相应的增值税即征即退波动所致。

⁴ 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和制造，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。此外，子公司平湖景包公司系福利企业，根据财税〔2016〕52 号和国税发〔2007〕67 号文件的有关规定，该公司本期可根据安置残疾人数，享受限额即征即退增值税优惠政策。

图表 15. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他关键因素	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一 季度	2022 年第一 季度
投资净收益	0.36	0.06	0.14	0.04	0.05
其中：权益法核算的长期股权投资收益	-0.10	0.007	0.04	0.002	0.02
处置长期股权投资产生的投资收益	0.34	0.04	0.09	0.02	0.03
其他收益	1.39	0.56	2.66	0.26	0.97

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理。

2022 年以来，主要由于该公司主业盈利能力下滑，公司盈利水平同比下降。2022 年，公司实现营业收入利润和净利润分别为 1.26 亿元和 1.23 亿元，同比分别下降 74.16% 和 73.73%。2023 年第一季度，公司实现营业收入利润和净利润分别为 0.09 亿元和 0.10 亿元，同比分别下降 89.56% 和 87.70%。

(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，受外部因素影响，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，受工业园验收延期和施工单位人员配备不足的影响，项目完工日较计划延后。公司马来西亚项目目前已经在调试中，已于 2023 年 5 月末联机试运行，根据马来政府的相关规定，还需要通过政府的 3C 认证后才能正式进行销售，公司预计 6 月份会向政府报送 3C 验收的申请。该项目一期“马来西亚年产 80 万吨废纸浆项目”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 2023 年 3 月末，公司对该项目的投资额为 17.29 亿元⁵。

该公司于 2022 年 7 月，启动年产 6 万吨脱墨浆生产线的项目建设，产品将用于替代部分漂白阔叶浆，用于生活用纸生产线生产擦手纸、卫生纸等再生环保型生活用纸，以及为公司白面牛卡生产线提供面层浆料。截至目前，项目土建工程、设备安装已经完成，生产线已进入整机调试状态，即将投入试运行。该项目预计总投资 0.80 亿元，截至 2023 年 3 月末，累计已投资 1.11 亿元⁶。项目建成后，脱墨浆代替阔叶木浆每年可节约费用约 0.09 亿元，尾浆回收（用于纱管纸、瓦楞纸、箱纸板）每年可节约费用约 0.03 亿元，合计每年可总节约费用 0.12 亿元，静态回收期为 6.6 年。

图表 16. 截至 2023 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 2023 年 3 月末 已投资金额
马来西亚年产 80 万吨废纸浆项目	14.52	浆板 80 万吨	17.29
生活用纸脱墨再生浆项目	0.80	脱墨再生浆 6 万吨	1.11
合计	15.32	—	18.40

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理。

整体看，该公司在建项目均已接近尾声，但建设项目投资规模较大且多以债务融资方式筹资建设。其中马来西亚年产 80 万吨废纸浆项目和生活用纸脱墨再生浆项目投产后或可一定程度上降低生产成本，项目后续进展及投产后经济效益需持续关注。

⁵ 该项目已投资额大于预计投资额主要系目前一期项目已完工，但进行一期施工时，对二期工程进行了铺垫，主要是支付的土地款、基础土建工程（主要包含地基、水电基础等）。

⁶ 该项目累计已投资超过预期投资总额主要原因为项目施工过程中提高了工艺标准，采购的设备价格比预计价格高，导致超出了预计总投资。

管理

该公司为民营控股上市公司，股权结构稳定。跟踪期内，公司对多项制度进行了修订。

该公司为民营上市公司，截至 2023 年 3 月末，朱在龙先生持有公司 14.93% 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》和《外汇衍生品交易业务管理制度》等公司制度进行修订，以符合公司发展情况。此外，2022 年 12 月公司独立董事金赞芳任期满离任，同时公司选举朱锡坤为独立董事。

跟踪期内，该公司关联交易和关联资金往来规模均很小。

根据该公司提供的 2023 年 5 月 6 日和 2023 年 5 月 9 日《企业信用报告》及相关资料，跟踪期内公司及主要子公司不存在违约记录。

财务

跟踪期内，该公司负债规模和资产负债率有所上升，但仍处于较低水平。随着公司马来西亚浆纸项目建设持续投入，投资性现金流呈大额净流出状态。公司经营环节现金净回笼量较大，且货币资金储备较为充裕，可为项目建设及债务偿付提供较好的资金保障。

1. 数据与调整

天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2022 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 2023 年第一季度财务报表未经审计。

截至 2022 年末，该公司合并范围内子公司共 12 家，其中于 2022 年 9 月，以 0.11 亿元转让四川景特彩⁷100.00% 股权给自然人张红亮，截至 2022 年末已收到全部转让价款，新设立 3 家公司分别为景兴（江苏）环保科技有限公司、浙江驰景光电科技有限公司和 FC INTERNATIONAL FREIGHT AND FORWARDING SDN BHD⁸（简称“FC 公司”）。截至 2023 年 3 月末，公司合并范围内仍为 12 家子公司。

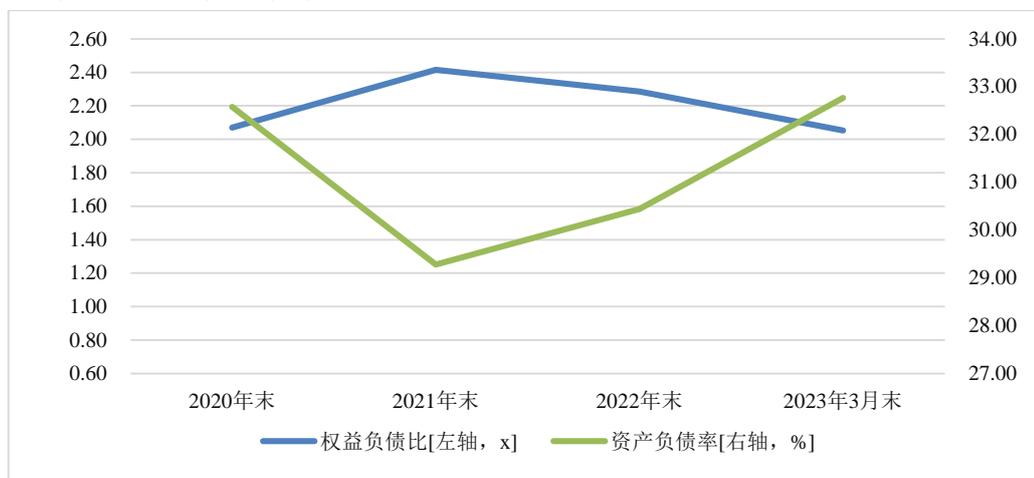
⁷ 四川景特彩主营业务为包装材料及制品销售，2021 年末，总资产为 0.22 亿元，总负债为 0.12 亿元，净资产为 0.09 亿元，2021 年度营业收入为 0.006 亿元，净利润为-0.01 亿元。

⁸ FC 公司系全资子公司景兴控股（马）公司与嘉兴兴通国际货运代理有限公司共同设立，注册资本为不少于 1,000.00 万元马来西亚币，约定由景兴控股（马）公司持股 65%。截至 2022 年 12 月 31 日，景兴控股（马）公司尚未履行完毕出资义务。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 17. 公司财务杠杆水平变动趋势



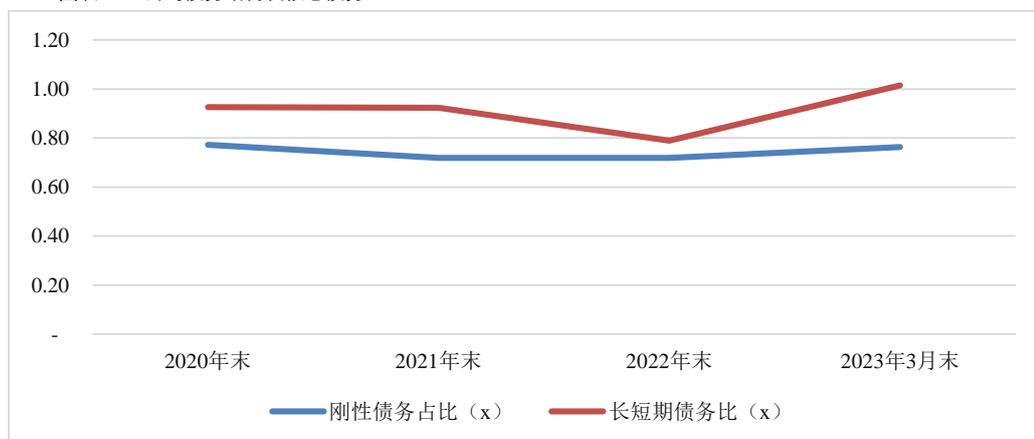
资料来源：根据景兴纸业所提供数据绘制。

2022 年末及 2023 年 3 月末，该公司负债总额分别为 24.22 亿元和 26.91 亿元，资产负债率分别为 30.44% 和 32.76%，较上年末分别上升 1.16 个百分点和 2.32 个百分点，负债经营程度持续处于较低水平。

2022 年末，该公司所有者权益为 55.35 亿元，较上年末下降 1.44%，其中实收资本、资本公积和未分配利润分别为 11.94 亿元、18.09 亿元和 22.11 亿元，资本公积较上年末减少 2.12%，主要系 1) 2022 年 9 月，公司收购浙江景兴板纸有限公司（简称“景兴板纸”）25% 少数股权⁹，支付对价大于按新增股权比例计算拥有权益差额冲减资本公积导致资本溢价减少 0.37 亿元；2) 子公司上海景兴实业投资有限公司减持部分莎普爱思股票，对应的 0.02 亿元其他资本公积转入投资收益所致；未分配利润较上年末增加 5.29%，主要受益于经营积累。2023 年 3 月末，所有者权益为 55.23 亿元，较上年末变化较小，仍主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，占比分别为 21.62%、32.76% 和 40.23%。此外，公司跟踪期内未进行现金分红。

(2) 债务结构

图表 18. 公司债务结构及核心债务



⁹ 2022 年 9 月，公司以自有资金 2.42 亿元收购西尔有限责任公司（马绍尔群岛）（简称“西尔公司”）25.00% 的股权，实现对景兴板纸的 100.00% 控股。

核心债务	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	18.36	16.70	17.41	20.55
应付账款 (亿元)	2.81	2.41	3.06	2.92
其他应付款 (亿元)	0.96	1.73	2.46	2.16
刚性债务占比 (%)	77.28	71.84	71.87	76.38
应付账款占比 (%)	11.83	10.38	12.62	10.84
其他应付款 (%)	4.04	7.43	10.14	8.04

资料来源：根据景兴纸业所提供数据绘制。

从债务期限结构来看，跟踪期内该公司债务仍集中于短期，2022 年末及 2023 年 3 月末长短期债务比分别为 79.00%和 101.49%，分别较上年末下降 13.41 个百分点和上升 22.49 个百分点，其中 2022 年末下降主要系由于长期借款部分转入一年内所致，2023 年 3 月末上升主要系当期新增长期借款所致。

该公司债务主要由刚性债务、其他应付款和应付账款构成，2022 年末占比分别为 71.87%、12.62%和 10.14%。其中应付账款主要是应付供应商的原材料采购款、备品备件及设备款，年末余额为 3.06 亿元，较上年末增长 26.61%，主要系应付货款增加所致；其他应付款为 2.46 亿元，包括工程及设备款、质保金及押金等，较上年末增长 42.18%，主要系工程设备款同比增加 0.82 亿元所致；此外，年末应交税费为 0.27 亿元，较上年末减少 1.03 亿元，主要系增值税和城市维护建设税减少所致。2023 年 3 月末，公司负债主要构成较上年末变化不大。

图表 19. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
短期刚性债务合计	7.28	5.77	6.97	7.24
其中：短期借款	6.48	5.47	2.18	3.02
一年内到期非流动负债	0.80	0.30	1.28	0.30
应付票据	—	—	3.52	3.92
其他短期刚性债务	—	—	—	—
中长期刚性债务合计	11.08	10.93	10.44	13.32
其中：长期借款	—	1.88	0.97	3.74
应付债券	11.08	9.06	9.47	9.58
综合融资成本 (年化, %)	1.57	1.97	1.36	1.75

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理

该公司刚性债务包括银行借款（短期借款、长期借款和一年内到期的长期借款）、应付债券和应付票据，2023 年 3 月末公司银行借款合计 7.06 亿元，其中短期借款、一年内到期的长期借款和长期借款分别为 3.02 亿元、0.30 亿元和 3.74 亿元，公司银行借款方式主要为抵押和信用借款，期末分别为 2.64 亿元及 2.82 亿元，保证借款、抵押及保证借款分别为 0.80 亿元、0.80 亿元，抵押物为固定资产及无形资产等，担保方主要为弘欣热电公司。公司应付债券为发行的本金为 12.80 亿元的“景兴转债”，2023 年 3 月末余额为 9.58 亿元。2022 年末及 2023 年 3 月末，公司应付票据分别为 3.52 亿元和 3.92 亿元，主要系跟踪期内公司通过票据方式筹资增多所致。

该公司刚性债务期限集中在 1 年以内和 3~5 年，2022 年以来综合融资成本为 1.36~1.75%，其中银行借款融资成本在 1.45%~3.60%，票据融资利率在 2.00%~2.50%，可转债融资成本低。

图表 20. 公司 2023 年 3 月末刚性债务期限结构

到期年份	1 年以（含 1 年）	1~2 年（含 2 年）	2~3 年（含 3 年）	3~5 年（含 5 年）	合计
合并口径	7.24	2.14	0.54	10.63	20.55
母公司口径	4.11	1.60	—	9.58	15.29

资料来源：景兴纸业。

3. 现金流量

图表 21. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一 季度	2022 年第一 季度
营业周期（天）	74.12	69.07	71.18	—	—
营业收入现金率（%）	99.01	94.65	107.38	97.81	104.56
业务现金收支净额（亿元）	6.90	3.07	9.35	1.52	1.17
其他因素现金收支净额（亿元）	-0.73	-0.58	-0.10	-0.45	-0.14
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	6.17	2.49	9.26	1.07	1.03
EBITDA（亿元）	6.66	7.62	4.15	—	—
EBITDA/刚性债务（倍）	0.52	0.43	0.24	—	—
EBITDA/全部利息支出（倍）	13.80	12.36	6.38	—	—

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。

2022 年该公司营业周期为 71.18 天，同比小幅延长；同期营业收入现金率为 107.38%，较上年上升 12.73 个百分点，主要是当年票据结算减少所致。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，当年收到其他与经营活动有关的现金较上年同比增加 0.60 亿元，主要系收到其他经营性往来款同比上升所致。2022 年公司经营性净现金流为 9.26 亿元，同比增加 6.76 亿元，主要是业务现金收支净额增加导致。2023 年第一季度，公司经营性净现金流为 1.07 亿元，较上年同期变化较小。

2022 年，该公司 EBITDA 为 4.15 亿元，同比下降 45.54%，主要系当年利润总额下降所致，公司 EBITDA 主要是利润总额和固定资产折旧构成，占比分别为 29.88% 和 61.45%。同期 EBITDA 对刚性债务的覆盖程度下滑至 0.24 倍，EBITDA 对利息支出覆盖倍数下滑至 6.38 倍，总体来看，EBITDA 对于公司债务的保障程度降低。

图表 22. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一 季度	2022 年第一 季度
回收投资与投资支付净流入额	0.15	-0.01	0.38	-0.01	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	-5.98	-5.17	-6.52	-1.55	-1.44
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-1.14	0.44	-0.41	0.62	-0.04
其中：理财产品投资回收与支付净额	-1.14	0.80	-0.17	0.80	-0.04
投资环节产生的现金流量净额	-6.97	-4.74	-6.55	-0.94	-1.28

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，2022 年及 2023 年第一季度公司投资性现金净流量分别为 -6.55 亿元和 -0.94 亿元，其中“购建固定资产、无形资产和其他长期资产形成的净流入额”分别为 6.52 亿元和 1.55 亿元，除此之外主要是理财产品投资及回收。

图表 23. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一 季度	2022 年第一 季度
权益类净融资额	-0.64	0.00	0.03	0.02	-0.00
债务类净融资额	12.42	-0.12	-3.34	2.63	0.37
其中：现金利息支出	0.32	0.31	0.28	0.04	0.08
筹资环节产生的现金流量净额	11.75	0.07	-5.53	2.64	0.37

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理。

2022 年及 2023 年第一季度，该公司筹资性现金净流量分别为-5.53 亿元和 2.64 亿元，其中 2022 年度呈现较大规模净流出主要系当年偿还债务支付的现金较上年增加 26.09%至 10.74 亿元以及当年购买景兴板纸少数股东股权所致；2023 年第一季度，由于取得借款收到的现金较上年度增加 3.32 亿元至 4.42 亿元，当期筹资性现金流呈现净流入状态。

4. 资产质量

图表 24. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	35.55	35.37	28.58	29.99
	48.75	44.55	35.92	36.51
其中：货币资金（亿元）	15.76	13.41	10.87	13.58
应收票据 ¹⁰ （亿元）	7.39	7.31	3.72	3.82
应收款项（亿元）	4.50	5.68	4.56	4.55
存货（亿元）	5.01	6.38	6.93	6.32
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	37.37	44.03	50.99	52.15
	51.25	55.45	64.08	63.49
其中：固定资产（亿元）	23.64	21.35	25.28	24.73
在建工程（亿元）	0.25	8.94	14.18	15.69
长期股权投资（亿元）	2.40	2.47	2.42	2.36
无形资产（亿元）	5.50	5.59	5.45	5.39
期末全部受限资产账面金额（亿元）	3.00	1.74	1.02	3.89
期末抵押融资余额（亿元）	1.70	1.73	1.00	3.45
受限资产账面余额/总资产（%）	4.12	2.19	1.28	4.74

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理。

2022 年末，该公司资产总额 79.57 亿元，较上年末略有增长，仍以非流动资产为主，期末占比为 64.08%，主要由固定资产、长期股权投资、无形资产和在建工程等构成，年末余额分别为 25.28 亿元、2.42 亿元、5.45 亿元和 14.18 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，同比增加 18.43%，主要系年产 12 万吨天然抗菌高品质生活用纸项目完工转固所致；同期末，在建工程较上年末增加 58.56%，主要系年产生活脱墨再生浆项目和马来西亚年产 80 万吨废纸浆板项目投入增加所致；公司无形资产主要是土地使用权，2022 年末较上年略有下降；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股权，较上年末变化较小；此外，年末其他非流动资产为 0.65 亿元，主要系项目预付的设备款，较上年末减少 77.12%，主要是设备预付款较上年末减少所致。

2022 年末，该公司流动资产为 28.58 亿元，较上年末下降 19.21%。公司流动资产主要由货币资金、

¹⁰ 包含应收款项融资中的应收票据。

应收票据（含应收款项融资）、应收账款和存货构成，年末余额分别为 10.87 亿元、3.72 亿元、4.56 亿元和 6.93 亿元。其中货币资金较上年末减少 18.90%，主要系当年购买原材料支出增加和偿还借款所致，年末货币资金中使用受限的货币资金为 0.17 亿元，主要为银行开具信用证等。应收票据（含应收款项融资）和应收账款均为公司应收货款，应收票据基本为银行承兑汇票，2022 年末较上年末减少 49.15%，主要系公司加强回款力度并减少票据结算方式所致，应收账款较上年末减少 19.73%，其中账龄为一年的应收账款占比超过 90%。同期末存货为 6.93 亿元，较上年末增长 8.60%，系库存商品增加所致。

2023 年 3 月末，该公司资产总额为 82.14 亿元，较上年末增长 3.23%。其中，货币资金为 13.58 亿元，较上年末增长 24.92%，主要系借款所获现金增加所致；交易性金融资产为 0.80 亿元，较上年末减少 50.20%，主要系理财产品赎回所致；存货较上年末减少 8.79%，主要是原材料减少所致；在建工程为 15.69 亿元，较上年末增长 10.68%，主要是马来西亚年产 80 万吨废纸浆项目和生活用纸脱墨再生浆项目持续建设所致；其余科目虽有变动但影响较小。

5. 流动性/短期因素

图表 25. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
流动比率（%）	288.32	292.73	211.19	224.55
速动比率（%）	245.13	236.60	156.98	173.51
现金比率（%）	189.92	183.95	119.37	136.20

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理。

跟踪期内，主要由于该公司流动资产规模有所缩减、流动负债有所波动，公司流动性有所波动但整体保持较好水平，2023 年 3 月末流动比率和速动比率分别为 224.55% 和 173.51%。

6. 表外事项

截至 2023 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 2.67 亿元，担保比率 4.84%；弘欣热电公司为公司提供担保余额 2.85 亿元。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司主业集中在本部，2022 年末母公司总资产 69.11 亿元，净资产 49.55 亿元。公司本部刚性债务余额 15.19 亿元，主要为“景兴转债”9.47 亿元和银行借款合计 3.45 亿元。2022 年母公司实现营业收入 44.42 亿元，净利润 0.66 亿元；母公司经营活动产生的现金流量净额为 6.19 亿元。

外部支持

该公司与多家银行保持较好的合作关系，截至 2023 年 3 月末从各家银行获得的综合授信总额为 41.24 亿元，公司已使用 12.22 亿元，后需仍有一定的融资空间。

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，公司对多项制度进行了修订。

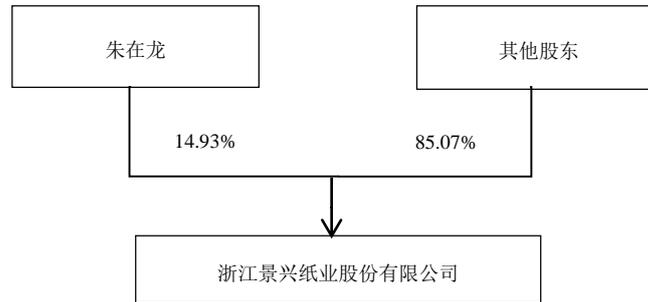
该公司主要从事包装纸、纸箱及纸板以及生活用纸的生产经营，产品结构较丰富，产品销售主要集中在长三角地区。跟踪期内受纸价回落且原材料价格上涨影响，公司营业收入同比基本持平或有所下降，毛利率同比减少，净利润同比有所下滑。公司在马来西亚投资项目金额较大，且海外投资还面临一定的地缘政治风险及汇率风险，目前该项目处于试运行阶段，需关注未来产出效果及产能消化情况。

跟踪期内，该公司负债规模和资产负债率有所上升，但仍处于较低水平。随着公司马来西亚浆纸项目建设持续投入，投资性现金流呈大额净流出状态。公司经营环节现金净回笼量较大，且货币资金储备较为充裕，可为项目建设及债务偿付提供较好的资金保障。

同时，本评级机构仍将持续关注（1）原材料价格和产品价格波动对该公司主业盈利产生的影响；（2）公司获得的税收返还、科技补助等政府补助的可持续性以及对盈利稳定性的影响；（3）公司在建项目后续建设进展和投产后经营效益；（4）环保问题和安全生产隐患可能给公司带来的不利影响。

附录一：

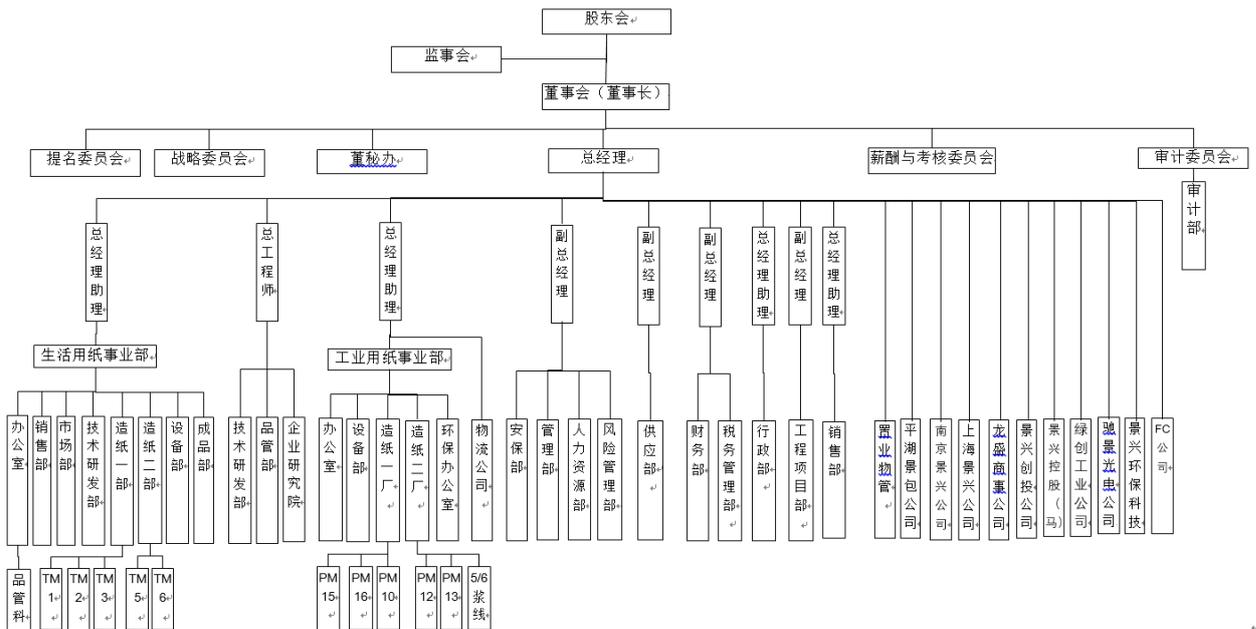
公司与实际控制人关系图



注：根据景兴纸业提供的资料绘制（截至 2023 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 2023 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

基本情况					2022年（末）主要财务数据（亿元）					
全称	简称	与公司关系	母公司持股比例（%）	主营业务	刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	备注
浙江景兴纸业股份有限公司	景兴纸业	本级/母公司	—	纸制品产销	15.19	49.55	44.42	0.66	6.19	母公司口径
浙江景兴板纸有限公司	景兴板纸	核心子公司	100.00	高档纸、纸板等产销	1.35	7.63	14.79	0.17	4.22	
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	0.85	2.17	5.22	0.27	0.13	
景兴控股（马）有限公司	景兴控股（马）	核心子公司	100.00	浆纸产品的生产销售	—	7.86	—	-0.07	-0.45	

注：根据景兴纸业2022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]	2020年	2021年	2022年	2023年 第一季度
资产总额 [亿元]	72.92	79.40	79.57	82.14
货币资金 [亿元]	15.76	13.41	10.87	13.58
刚性债务[亿元]	18.36	16.70	17.41	20.55
所有者权益 [亿元]	49.16	56.15	55.35	55.23
营业收入[亿元]	48.75	62.25	62.27	12.74
净利润 [亿元]	3.32	4.68	1.23	0.10
EBITDA[亿元]	6.66	7.62	4.15	—
经营性现金净流入量[亿元]	6.17	2.49	9.26	1.07
投资性现金净流入量[亿元]	-6.97	-4.74	-6.55	-0.94
资产负债率[%]	32.58	29.28	30.44	32.76
权益资本与刚性债务比率[%]	267.77	336.18	317.93	268.68
流动比率[%]	288.32	292.73	211.19	224.55
现金比率[%]	189.92	183.95	119.37	136.20
利息保障倍数[倍]	8.64	8.16	2.34	—
担保比率[%]	4.81	5.12	5.37	4.84
营业周期[天]	74.12	69.07	71.18	—
毛利率[%]	12.78	14.91	5.28	3.73
营业利润率[%]	7.80	7.82	2.02	0.68
总资产报酬率[%]	6.44	6.61	1.91	—
净资产收益率[%]	7.02	8.89	2.21	—
净资产收益率*[%]	6.83	8.65	2.14	—
营业收入现金率[%]	99.01	94.65	107.38	97.81
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	52.49	20.41	72.27	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-4.55	-9.56	11.41	—
EBITDA/利息支出[倍]	13.80	12.36	6.38	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.52	0.43	0.24	—

注：表中数据依据景兴纸业经审计的 2020~2022 年度及未经审计的 2023 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、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：

发行人历史评级

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	新世纪评级方法总论（2012） 造纸行业信用评级方法（2018） 工商企业评级模型（造纸）MX-GS008（2019.8）	报告链接
	前次评级	2022年6月10日	AA/稳定	翁斯喆、黄梦姣	新世纪评级方法总论（2012） 造纸行业信用评级方法（2018） 工商企业评级模型（造纸）MX-GS008（2019.8）	报告链接
	本次评级	2023年6月26日	AA/稳定	翁斯喆、黄梦姣	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法与模型（造纸行业）FM-GS008（2022.12）	二
债项评级	历史首次评级	2020年1月13日	AA	翁斯喆、王婷亚	新世纪评级方法总论（2012） 造纸行业信用评级方法（2018） 工商企业评级模型（造纸）MX-GS008（2019.8）	报告链接
	前次评级	2023年6月10日	AA	翁斯喆、黄梦姣	新世纪评级方法总论（2012） 造纸行业信用评级方法（2018） 工商企业评级模型（造纸）MX-GS008（2019.8）	报告链接
	本次评级	2023年6月26日	AA	翁斯喆、黄梦姣	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法与模型（造纸行业）FM-GS008（2022.12）	二

注1：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

注2：上述历史评级信息不包括其他评级机构对发行人进行的评级。