






内部编号:2025060247

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

定期跟踪评级报告

项目负责人: 李雨聪  liyucong@shxsj.com
项目组成员: 郝红悦  xihongyue@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



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.

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。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

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。本次跟踪评级的前一次债券（跟踪）评级有效期为前一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

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、出售或以其他方式外传。

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。

跟踪评级概要

编号：【新世纪跟踪(2025) 100180】

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/2025年6月25日

前次跟踪：AA/稳定/AA/2024年6月24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，受产品价格下降影响，景兴纸业盈利能力有所弱化。此外，国内废纸、木浆等造纸主要原材料占成本比重高，需持续关注价格波动对公司业绩的影响。
- 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，需持续关注资金平衡情况以及海外投资面临的地缘政治风险和汇率风险等。
- 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趋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。
- 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。

跟踪评级结论

通过对景兴纸业主要信用风险要素及影响上述债项偿付安全性相关因素的跟踪分析与评估，本评级机构认为其跟踪期内信用质量无实质性变化，决定维持主体信用等级AA，评级展望稳定，并维持上述可转债AA信用等级。

未来展望

本评级机构预计景兴纸业信用质量在未来12个月持稳。遇下列情形，或将导致公司主体信用等级或/及其评级展望被下调：

- ① 行业景气度快速下滑，公司产品需求持续明显减弱，价格下跌且持续低迷，并导致收入、利润非正常大幅下降；
- ② 公司刚性债务与或有负债规模快速扩大且明显超出企业自身偿付能力范围；
- ③ 外部融资环境发生显著变化并导致公司债务滚续压力和流动性风险明显上升。

本评级机构预计景兴纸业信用质量在未来12个月持稳。遇下列情形，公司主体信用等级或/及其评级展望或将获得上调：

- ① 公司收入和盈利大幅提升且具有可持续性；
- ② 公司资本实力显著增强，债务规模大幅压降且债务偿付能力明显提升。

主要财务数据及指标

项目	2022 年/末	2023 年/末	2024 年/末	2025 年 第一季度/末
母公司口径数据:				
货币资金 (亿元)	7.56	9.82	12.15	7.38
刚性债务 (亿元)	15.19	14.52	18.70	18.62
所有者权益 (亿元)	49.55	49.79	55.28	55.35
经营性现金净流入量 (亿元)	6.19	0.19	1.82	-3.45
合并口径数据及指标:				
总资产 (亿元)	79.57	81.83	87.64	86.81
总负债 (亿元)	24.22	26.04	29.21	28.43
刚性债务 (亿元)	17.41	19.46	23.39	23.59
所有者权益 (亿元)	55.35	55.79	58.43	58.38
营业收入 (亿元)	62.27	54.57	54.79	11.89
净利润 (亿元)	1.23	0.91	0.70	-0.22
经营性现金净流入量 (亿元)	9.26	-0.30	1.77	-2.97
EBITDA (亿元)	4.15	4.22	4.98	—
资产负债率[%]	30.44	31.82	33.33	32.75
权益资本与刚性债务比率[%]	317.93	286.63	249.79	247.48
流动比率[%]	211.19	222.97	197.75	197.32
现金比率[%]	119.37	124.22	107.13	86.99
利息保障倍数[倍]	2.34	1.69	1.83	—
净资产收益率[%]	2.21	1.64	1.23	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	72.27	-2.21	10.92	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	11.41	-4.60	-5.03	—
EBITDA/利息支出[倍]	6.38	5.85	5.90	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.24	0.23	0.23	—

注：根据景兴纸业经审计的 2022~2024 年及未经审计的 2025 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		结果	
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	合计调整（子级数量）	0
		其中：①流动性因素	0
		②ESG 因素	0
		③表外因素	0
		④其他因素	0
个体信用级别		aa	
外部支持	支持因素	0	
主体信用级别		AA	

调整因素：(0)

无。

支持因素：(0)

无。

相关评级技术文件及研究资料

相关技术文件与研究资料名称	链接
《新世纪评级方法总论（2022版）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26739&mid=4&listype=1
《工商企业评级方法与模型（造纸行业）FM-GS008（2022.12）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26762&cid=114&listype=1
《国内经济迎来良好开局 政策加力应对外部冲击——2025年一季度宏观经济分析及展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=33274&mid=5&listype=1
《经济以进促稳 风险统筹化解——2023年宏观经济分析与2024年展望（国内篇）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29959&mid=5&listype=1

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”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据景兴纸业提供的经审计的 2024 年财务报表、未经审计的 2025 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，实际募集资金 12.63 亿元，转股期为 2021 年 3 月 4 日至 2026 年 8 月 30 日，目前转股价格为 3.39 元/股，截至 2025 年 3 月末，尚未转股的可转债余额为 7.44 亿元，占可转债发行总额的 58.11%。

图表 1. 截至本评级报告出具日，公司存续债券/债务融资工具基本情况

债项名称	发行金额（亿元）	期限（天/年）	最新利率（%）	发行时间	备注
景兴转债	12.80	6 年	1.50	2020 年 8 月 31 日	未到期，付息正常

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，并已于 2023 年 5 月 28 日首次开机，2023 年 9 月达到预定可使用状态，项目投产后主要用于保证公司生产原料供给，截至 2023 年末，该项目累计已投资 19.22 亿元¹，其中景兴转债募集资金已使用 12.93 亿元（含募集资金 12.63 亿元产生的利息收入 0.30 亿元），募集资金均已使用完毕。2024 年该项目处于产能爬坡期，2024 年全年产量为 39.66 万吨，生产产品主要为再生浆板，除自用外已实现对外销售，2023~2024 年及 2025 年第一季度分别实现销售收入 0.34 亿元、1.31 亿元和 0.35 亿元。

发行人信用质量跟踪分析

1. 数据基础

本评级报告的数据来自于该公司提供的 2022-2024 年及 2025 年第一季度财务报表，以及相关经营数据。天健会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2022-2024 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁发的企业会计准则及其相关规定。公司 2025 年第一季度财务报表未经审计。

截至 2024 年末，该公司合并范围内子公司共 12 家，其中合资设立子公司 1 家，为 PROSPER INTERNATIONAL TRADING,LLC（简称“PIT 公司”），公司出资额为 102.00 万美元，并持有 51.00% 股权；因吸收合并减少子公司 1 家，2024 年公司本部吸收合并浙江景兴板纸有限公司（简称“景兴板纸”），景兴板纸已于 2024 年 10 月注销；2024 年 12 月，处置子公司 1 家，为浙江驰景光电科技有限公司。截至 2025 年 3 月末，公司合并范围内未发生变化，仍为 12 家子公司。

2. 业务

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，产品销售主要集中于长三角地区。跟踪期内，市场需求相对低迷，包装原纸销售价格持续下滑，但 2024 年受益于马来西亚一期项目投产后再生浆板销售收入增加，公司收入同比略增。2024 年以来，公司期间费用同比增加，投资收益等非经常性收益减少导致 2024 年净利润同比下降，2025 年第一季度净利润亏损。此外，公司在马来西亚投资项目金额较大，且

¹ 受外部因素影响，项目工期延长，导致实际投资额大于预计投资额。

海外投资还面临一定的地缘政治风险及汇率风险，目前项目一期完工投产，项目二期尚处于建设初期，需关注资金平衡情况、未来产出效果及产能消化情况。

(1) 外部环境

宏观因素

2025 年第一季度，全球经济增长动能仍偏弱，美国发起的对等关税政策影响全球经济发展预期，供应链与贸易格局的重构为通胀治理带来挑战。欧元区的财政扩张和货币政策宽松有利于复苏态势延续，美联储的降息行动趋于谨慎。作为全球的制造中心和国际贸易大国，我国面临的外部环境急剧变化，外部环境成为短期内经济发展的主要风险来源。

2025 年第一季度，我国经济增速好于目标，价格水平仍疲弱，微观主体对经济的“体感”有待提升；消费复苏但暂未实现全面回升，制造业投资保持较快增长，基建投资提速，而房地产投资继续收缩，出口则保持韧性。转型升级过程中，我国经济增长面临一定压力，需求相对供给不足仍是重要矛盾，在超常规逆周期调节和全面扩内需的支持下，2025 年有望维持经济增速稳定，长期向好趋势不变。

详见：《国内经济迎来良好开局 政策加力应对外部冲击——2025 年一季度宏观经济分析及展望》

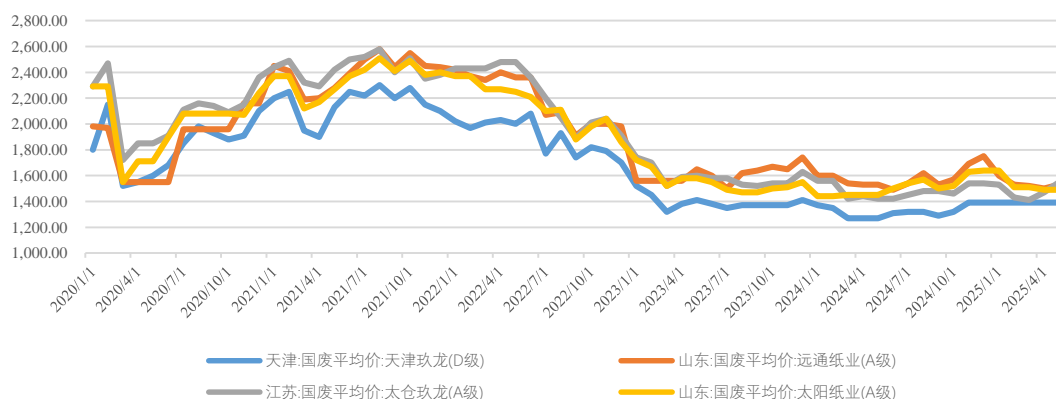
行业因素

造纸业的周期性变动与宏观经济走势较为一致。2024 年以来，我国宏观经济温和复苏，造纸行业景气度虽然整体处于较低水平，但呈逐步恢复态势。2024 年及 2025 年第一季度，全国规模以上造纸及纸制品企业营业收入分别为 14,566.2 亿元和 3,309.3 亿元，分别同比增长 3.9% 和下降 1.4%；实现利润总额分别为 519.7 亿元和 88.8 亿元，分别同比增长 5.2% 和下降 16.9%。

跟踪期内，行业新产能释放，叠加终端消费偏弱因素影响，进一步加剧国内纸品市场竞争，使得市场供应充裕，而终端需求变化直接对价格产生较大影响。2024 年全国纸及纸板生产量为 13,625 万吨，同比增长 5.09%，消费量为 13,634 万吨，同比增长 3.56%。从细分产品来看，当年各类纸品均有不同程度增长；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，占生产总量比重分别为 23.08%、22.28%、13.54% 和 12.59%。进口方面，2024 年，随着国内新增产能释放、毛利空间压缩和海运成本波动，进口原纸的套利空间逐渐缩小，对国内市场的冲击有所减弱。2024 年我国机制纸及纸板进口量为 1,087 万吨，同比下降 3.98%。

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。废纸方面，2024 年，废纸价格呈弱势运行态势，受终端消费需求不振影响，以废纸为原料的包装纸行业表现低迷，成品纸价格持续走低。在此背景下，造纸企业为缓解成本压力，普遍下调废纸回收价格，国废整体价格下滑。2024 年全国废纸回收总量 6,971 万吨，同比增长 3.47%，废纸回收率 51.1%，废纸利用率 51.6%。

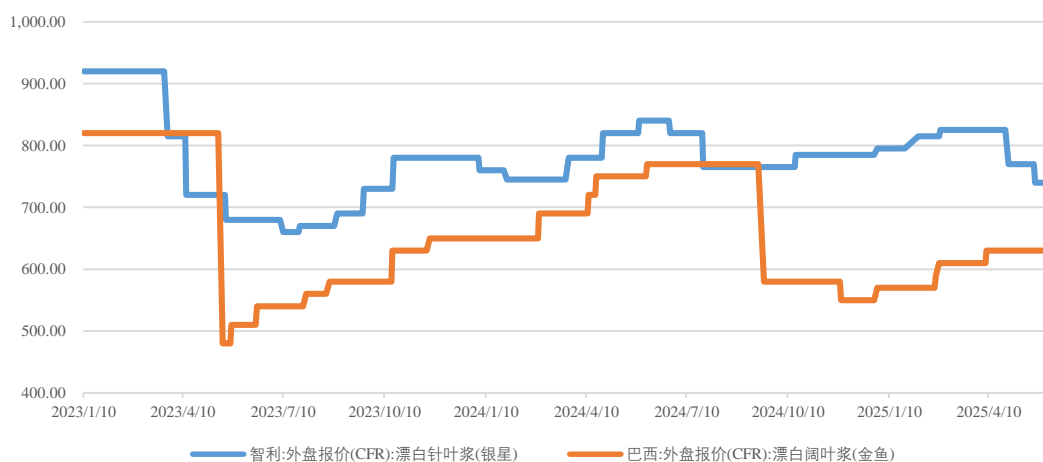
图表 2. 我国废纸价格变化情况（单位：元/吨）



注：根据 WIND 数据整理、绘制。

木浆方面，2024 年我国纸浆消耗总量 12,415 万吨，同比增加 4.34%，其中，木浆 5,139 万吨，占纸浆消耗总量 41%，其中进口木浆占 20%、国产木浆占 21%；再生纸浆 6,801 万吨，占纸浆消耗总量 55%。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。国内方面，随着国内浆纸一体化产能，2024 年国内纸浆新增产能共 620 万吨左右，其中化机浆占比 47.18%，化学浆占比 42.56%，但在中高端造纸领域自制浆产能很难完全替代进口商品浆，中国仍是全球重要的纸浆消耗地区，因而国际木浆价格波动对我国大型造纸企业经营业绩影响较大。2024 年，我国进口纸浆 2,544 万吨，同比下降 5.22%。价格方面，2024 年整体呈先涨后跌走势，2024 年上半年受海外罢工、芬兰及印尼浆厂爆炸和巴西阔叶浆投产延后等供给侧影响，叠加国内浆厂检修，纸浆价格稳中上扬，于 5 月中旬达到价格相对高点。2024 年 5 月后，下游原纸市场跟涨乏力，造纸企业毛利率持续低位运行，部分纸品毛利率呈亏损状态，反向制约浆价走势，致使纸浆价格下滑，此外，随着国内外新增浆产能陆续释放，而终端需求持续低迷，市场缺乏有力支撑，纸浆价格进一步延续下行趋势。

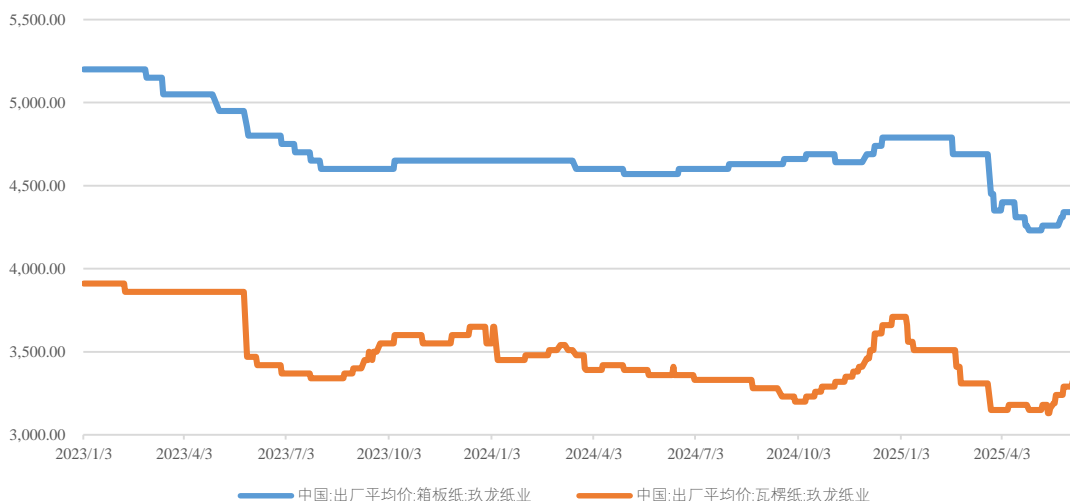
图表 3. 我国纸浆价格指数变化情况（单位：美元/吨）



注：根据 WIND 数据整理、绘制。

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，2024 年我国箱板纸生产量 3,035 万吨，同比增长 4.84%，消费量 3,582 万吨，同比增长 4.80%；瓦楞原纸生产量 3,145 万吨，同比增长 7.89%，消费量 3,407 万吨，同比增长 4.13%。价格方面，受头部企业新增产能持续集中释放，市场供给扩张与终端需求疲软影响，2024 年以来箱板纸和瓦楞纸价格整体下滑。

图表 4. 国内箱板纸和瓦楞纸价格情况（单位：元/吨）



注：根据 WIND 数据整理、绘制。

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。

政策方面，2022 年 12 月 29 日，国务院关税税则委员会办公室宣布，2023 年 1 月 1 日起调整我国部分商品进出口关税。与林浆纸产品相关的部分，公告明确表示降低部分木材与林浆纸产品的关税。在林浆纸产业链上，新的关税政策将绝大部分成品纸的进口关税从旧版的最惠国税率 5-6% 下降至零，林浆纸产业链上的主要产品——木片、针叶浆和成品纸制品基本上实现了全部进口零关税。与我国有直接的林浆纸进出口往来的国家本都在我国最惠国名单中，享受最惠国关税待遇。

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，2024 年全国规模以上纸制品生产企业约 2600 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 2024 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 2024 年造纸产量为 168.00 万吨，仍位列第 17 位。

造纸行业主要风险在于（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

图表 5. 公司业务收入构成及变化情况（单位：亿元，%）

主导产品或服务	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 第一季度	2024 年 第一季度
营业收入合计	62.27	54.57	54.79	11.89	12.65
（1）包装原纸	50.44	40.76	41.09	8.51	9.48
在营业收入中占比	81.00	74.70	74.99	71.55	74.89
（2）纸箱及纸板	5.12	4.53	3.92	0.88	0.93
在营业收入中占比	8.23	8.31	7.16	7.44	7.37
（3）生活用纸	6.42	8.25	7.87	1.80	1.86
在营业收入中占比	10.31	15.12	14.37	15.11	14.71
（4）再生浆板	—	0.34	1.31	0.35	0.34
在营业收入中占比	—	0.62	2.38	2.92	2.71
毛利率	5.28	6.00	7.02	7.77	8.38
其中：包装原纸	5.21	5.67	7.72	8.54	9.58
纸箱及纸板	8.38	8.73	8.28	6.85	7.29
生活用纸	1.76	3.51	2.54	5.29	2.92

注：根据景兴纸业提供的数据整理、计算。

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。2024 年及 2025 年第一季度，公司营业收入分别为 54.79 亿元和 11.89 亿元，2024 年公司包装原纸、纸箱及纸板、生活用纸收入占比分别为 74.99%、7.16% 和 14.37%，包装原纸仍为主要收入来源。此外，公司马来西亚年产 80 万吨废纸浆板项目，已于 2023 年 9 月达到预定可使用状态，2024 年全年产量为 39.66 万吨，生产产品主要为再生浆板，除自用外已实现对外销售，2023~2024 年及 2025 年第一季度分别实现销售收入 0.34 亿元、1.31 亿元和 0.35 亿元，2024 年再生浆板销售收入增加带动公司营业收入增长。

① 经营状况

包装原纸

跟踪期内，该公司包装原纸生产线及产能未发生变化，仍为 135 万吨/年。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。2024 年及 2025 年第一季度，公司包装纸原纸产量分别为 154.23 万吨和 37.21 万吨，同比分别增加 9.84 万吨和下降 1.04 万吨，主要与下游需求波动有关，同期产能利用率分别为 114.24%和 110.24%，公司产能利用率一直保持较高水平。

该公司包装原纸产品主要集中在浙江、上海和江苏地区销售，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，2024 年及 2025 年第一季度，包装原纸销量分别为 149.60 万吨和 31.01 万吨，同比分别增加 10.55 万吨和下降 1.98 万吨，销售均价分别为 2,746.55 元/吨和 2,744.65 元/吨，同比分别下降 6.30%和 4.46%。

图表 6. 公司包装原纸产销变化趋势

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年第一季度	2024 年第一季度
产能（万吨/年）	135.00	135.00	135.00	135.00	135.00
产量（万吨）	147.56	144.39	154.23	37.21	38.25
产能利用率（%）	109.30	106.96	114.24	110.24	113.33
销量（万吨）	140.10	139.05	149.60	31.01	32.99
产销率（%）	94.94	96.30	97.00	83.34	86.25
销售单价（元/吨）	3,600.50	2,931.13	2,746.55	2,744.65	2,872.69

资料来源：景兴纸业

2024 年及 2025 年第一季度，该公司包装用纸营业收入同比分别增长 0.81%和下降 10.19%至 41.09 亿元和 8.51 亿元，其中 2024 年主要系当期在原有核心客户基础上，新开发客户 112 家，销量增加导致收入同比略有上升，2025 年第一季度主要系当期市场需求低迷，销量和销售单价均下滑所致。同期包装用纸毛利率分别为 7.72%和 8.54%，同比提升 2.05 个百分点和下降 1.04 个百分点，其中 2024 年同比上升主要系原材料价格下降导致成本降幅高于收入降幅所致，2025 年第一季度同比下滑主要系市场需求相对低迷，当期销售价格下降幅度高于成本降幅，致使毛利率同比下滑。

纸箱及纸板

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 2025 年 3 月末，公司纸箱及纸板年产能 1.5 亿平方米/年。2024 年及 2025 年第一季度，公司纸箱及纸板产量分别为 1.08 亿平方米/年和 0.25 亿平方米/年，产能利用率分别为 72.14%和 66.33%，跟踪期内，受终端需求疲软因素影响，产量有所下滑。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 70%，因此包装原纸价格的变动对纸箱及纸板产生较大影响，公司纸箱及纸板生产所需原材料约 60%为自产包装原纸，可一定程度上降低采购成本。跟踪期内，受市场需求疲软影响，纸箱及纸板产品销售单价也有所降低。

图表 7. 公司纸箱及纸板产销变化趋势

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年第一季度	2024 年第一季度
产能（万平方米/年）	15,500.00	15,000.00	15,000.00	15,000.00	15,000.00
产量（万平方米）	12,029.33	11,689.03	10,820.80	2,487.32	2,564.13
产能利用率（%）	77.61	77.93	72.14	66.33	68.38
产销率（%）	99.09	98.60	99.26	96.92	97.51
销售单价（元/m ² ）	4.30	3.93	3.67	3.67	3.73

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理。

2024 年及 2025 年第一季度，该公司纸箱及纸板营业收入同比分别下降 13.48%和 5.19%至 3.92 亿元和 0.88 亿元，跟踪期内收入下滑主要系市场需求疲软导致产品销量及价格均下滑所致。同期纸箱及纸板毛利率分别为 8.28%

和 6.85%，同比下滑 0.45 个百分点和 0.44 个百分点，主要系销售价格下滑所致。

生活用纸

跟踪期内，该公司生活用纸原纸产能规模未发生变化，仍为 18.80 万吨/年。2024 年和 2025 年第一季度，公司生活用纸原纸产能利用率分别为 73.24% 和 68.17%；同期，成品纸产能利用率分别为 40.68% 和 40.49%，波动主要与市场需求有关。

图表 8. 公司生活用纸产销变化趋势

项目		2022 年	2023 年	2024 年	2025 年第一季度	2024 年第一季度
生活用纸原纸	产能（万吨/年）	9.30	18.80	18.80	18.80	18.80
	产量（万吨）	9.55	12.73	13.77	3.20	3.24
	产能利用率（%）	102.69	67.71	73.24	68.17	68.94
	销量（万吨）	7.90	10.76	12.78	2.68	2.60
	产销率（%）	82.73	84.52	92.81	83.65	80.25
	销售单价（元/吨）	7,384.52	6,987.70	5,704.47	6,258.57	6,559.21
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）	112.95	116.34	81.36 ²	20.24	22.10
	产能利用率（%）	56.47	58.17	40.68	40.49	44.20
	销量（万箱）	116.33	120.46	89.51	17.68	24.13
	产销率（%）	102.99	103.54	110.02	87.33	109.19
	销售单价（元/箱）	50.23	60.80	64.97	66.16	64.27

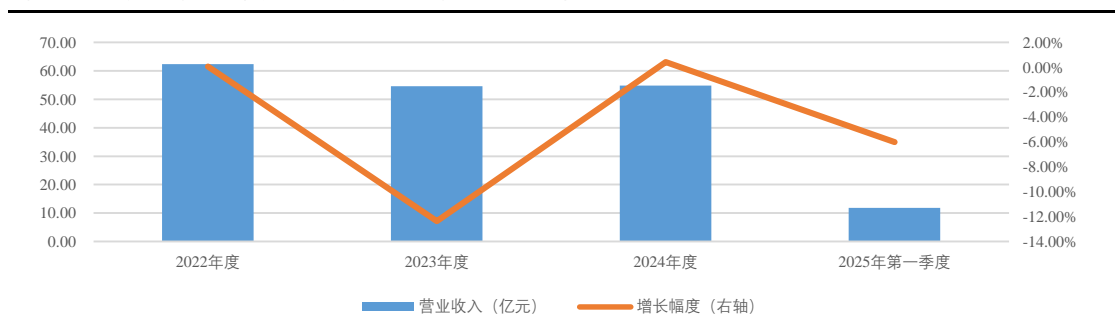
资料来源：景兴纸业

跟踪期内，该公司生活用纸仍以原纸销售为主，2024 年及 2025 年第一季度生活用纸原纸销量分别为 12.78 万吨和 2.68 万吨，分别同比增加 2.02 万吨和 0.08 万吨，产销率分别为 92.81% 和 83.65%。成品纸方面，公司全年新增客户 91 家，其中新增商用领域（AFH）客户 83 家，电商及 OEM 渠道新增 7 家合作伙伴（含泰国跨境合作项目）。2024 年及 2025 年第一季度成品纸销量分别为 89.51 万箱和 17.68 万箱，跟踪期内由于成品纸包装规格发生变化，小规格包装的电商渠道销量减少，大规格包装的出口渠道销量增多，实际整体销售额变化较小。

2024 年及 2025 年第一季度，该公司生活用纸营业收入同比分别下降 4.63% 和 3.48% 至 7.87 亿元和 1.80 亿元，跟踪期内收入下滑主要系生活原纸价格下降所致。同期毛利率分别为 2.54% 和 5.29%，同比分别下降 0.97 个百分点和上升 2.37 个百分点，其中 2024 年同比略下降主要是产品价格下滑所致，2025 年第一季度由于原辅料等价格下降致生产成本下降，销价下降的幅度小于生产成本下降，当期毛利率同比提升。

② 竞争地位

图表 9. 反映公司竞争地位要素的主要指标值及变化趋势（单位：万元）



注：根据景兴纸业所提供数据整理、绘制。

2024 年及 2025 年第一季度，该公司实现营业收入分别为 54.79 亿元和 11.89 亿元，同比分别上升 0.41% 和下降 6.01%，其中 2025 年第一季度收入同比下滑主要系市场需求相对低迷，当期包装原纸销售单价及数量同比均有

² 2024 年及 2025 年第一季度，该公司由于成品纸包装规格发生变化，大规格包装的成品纸增加，小规格减少所致，实际生活用纸成品纸销售额变化较小。

所下降所致。

原材料保障方面，该公司生产成本主要集中在原材料，2024 年占营业成本比重为 67.55%。公司生产原料包括废纸、再生纤维浆、木浆以及各类化学辅料等，价格波动对公司生产成本控制产生一定影响。公司采取自主采购和经销商采购相结合的采购模式。分产品看，国产废纸主要采购自江浙沪等周边地区厂家，并与多家供应商建立了稳定的供应关系，付款方式主要为现款。木浆主要为进口，主要来源于巴西、智利等国，以 90 天信用证和 90 天 T/T 进行结算。再生纤维浆前期主要从台湾、南亚地区进口，2023 年 9 月末，随着马来西亚 80 万吨废纸浆板项目完工及投产，公司已实现再生纤维浆的自主供应，满足公司中高端箱板纸纤维需求，以 T/T 结算，结算货币以美元为主。此外，该项目所生产再生纤维浆除自用外，公司已经在积极拓展销售渠道，2023~2024 年及 2025 年第一季度实现对外销售 0.34 亿元、1.31 亿元和 0.35 亿元。进口废纸用于马来西亚工厂生产，主要采购自美国，主要以信用证结算，结算货币以美元为主。跟踪期内，国内废纸采购均价下滑，木浆和进口废纸采购均价有所波动。2024 年能源占营业成本比重为 12.48%，公司无自备热电厂，电能采购自华东电网及平湖弘欣热电有限公司（简称“弘欣热电公司”），蒸汽则全部由弘欣热电公司供应。

图表 10. 公司主要原材料采购情况

原材料	项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 第一季度	2024 年 第一季度
木浆	采购量（万吨）	12.74	12.65	10.68	2.77	2.70
	采购均价（元/吨）	5,513.07	4,510.75	4,610.17	4,468.25	4,496.30
	采购金额（亿元）	7.03	5.71	4.92	1.24	1.22
国内废纸	采购量（万吨）	132.71	127.06	137.49	32.74	32.99
	采购均价（元/吨）	2,332.39	1,697.38	1,564.62	1,584.91	1,588.62
	采购金额（亿元）	30.95	21.57	21.51	5.19	5.24
进口废纸	采购量（万吨）	1.18	23.47	45.95	15.64	6.37
	采购均价（元/吨）	1,531.28	1,382.16	1,665.08	1,431.43	1,516.25
	采购金额（亿元）	0.18	3.24	7.65	2.24	0.97

资料来源：景兴纸业

装备实力方面，截至 2025 年 3 月末，该公司包装原纸拥有 7 条生产线，合计产能 135 万吨/年；纸箱及纸板生产线，合计产能 1.50 亿平方米；生活用纸生产线 5 条，合计产能 18.80 万吨/年。公司装备实力较强，包装原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。环保方面，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、环保技术及环保标准执行方面有着明显的优势。通过工艺改进，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。

产品结构方面。该公司主要从事包装原纸、生活用纸和纸箱及纸板的生产，主导产品为牛皮箱板纸、瓦楞原纸、白面牛卡纸、纸箱纸板、各类生活用纸和再生浆板等，其中包装用纸有白面牛卡、AAJ 牛皮箱板纸、AJ 牛皮箱板纸等多种规格；纸箱纸板分为七层箱、七层板等多种规格；生活用纸分为生活用纸原纸及生活用纸成品纸，生活用纸原纸有卫生纸原纸、纸巾纸原纸、擦手纸原纸等多种规格，生活用纸成品纸有卫生纸、餐巾纸等多种规格，产品结构较丰富。

区域市场禀赋方面。该公司生产基地位于浙江省平湖市及马来西亚，产品主要销售在上海、浙江和江苏等长三角地区，上述地区为我国主要的制造业基地和出口基地，电子商务业、快递业发达，区域内包装用纸及生活用纸需求量旺盛。公司区域市场禀赋较好。

目前，该公司重要在建项目为马来西亚年产 140 万吨项目（二期 60 万吨箱板纸项目）以及年产 5 万吨再生环保生活用纸技改项目，预计总投资 20.77 亿元，截至 2025 年 3 月末已投资 3.91 亿元，仍需投资 16.86 亿元。其中，马来西亚年产 140 万吨项目（二期 60 万吨箱板纸项目）将建设年产 60 万吨箱板纸产能，预计投资额为 2.48 亿美元（约为人民币 17.80 亿元）³，截至 2025 年 3 月末已投资 3.78 亿元。该项目建设地点位于马来西亚雪兰莪

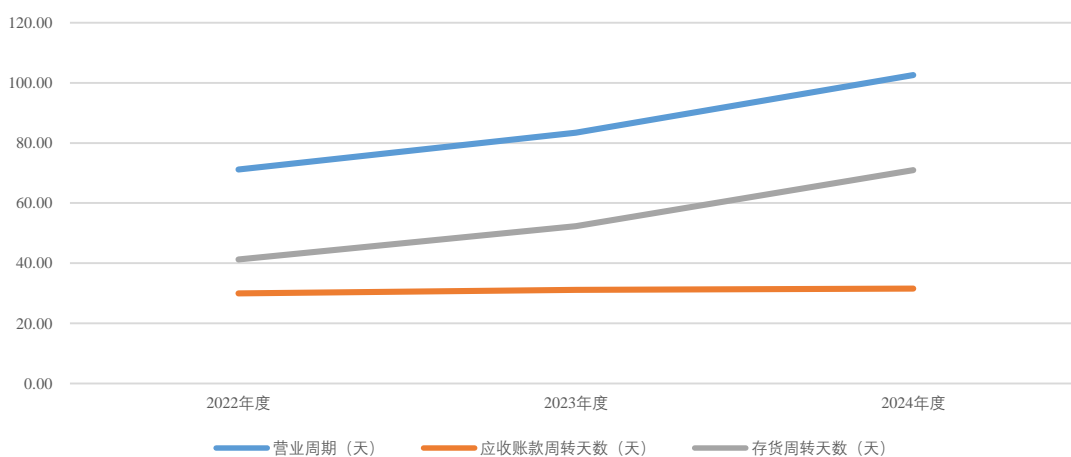
³ 采用 2025 年 3 月 31 日汇率 1 美元兑 7.1782 元人民币。

州，建设周期2年，其中以自有资金投入0.68亿美元，其余1.80亿美元通过银行贷款筹措，建成后计划通过国外市场以消化该部分产能。年产5万吨再生环保生活用纸技改项目，建设地点位于平湖市郊的曹桥街道，预计总投资2.97亿元，截至2025年3月末已投资0.13亿元，建设资金来源于自有资金（30%）及银行借款（70%），预计新增两条产线，分别为年产2万吨本色再生环保卫生纸纸机生产线和年产3万吨本色再生环保擦手纸纸机生产线，主要用来消化公司马来西亚80万吨废纸浆板项目生产的再生浆板。

整体看，该公司仍有一定规模的在建项目投资，且多以债务融资方式筹资建设，项目后续进展及投产后经济效益需持续关注。

③ 经营效率

图表 11. 反映公司经营效率要素的主要指标值（天，次/年）



资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理、绘制。

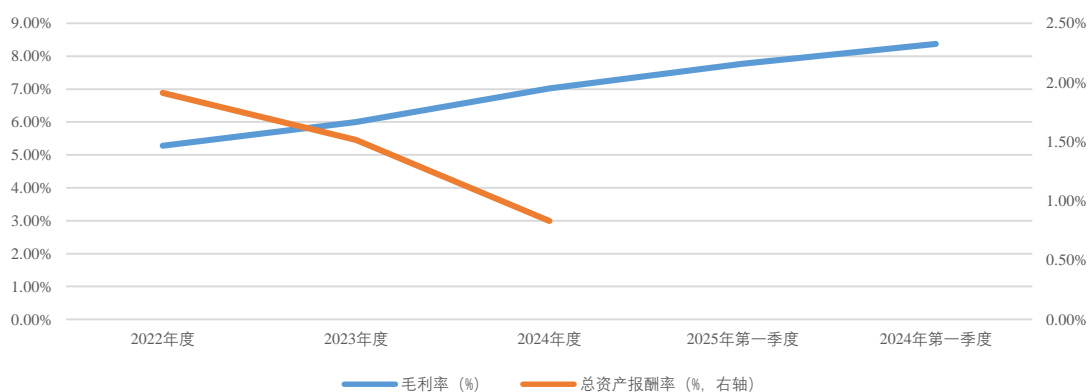
2022-2024年，该公司营业周期分别为71.18天、83.47天和102.54天，整体明显拉长，主要系马来西亚厂区投产，公司整体生产规模扩大，原料储备增加导致存货上升所致。

回款方面，该公司包装原纸业务与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；纸箱及纸板业务结算方式分为现款和票据两种，各占70%和30%左右，账期主要为15-45天；生活原纸业务与客户结算账期主要为当月发货、货款月底收回，以现款结算，公司给予生活用纸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%。2022-2024年公司应收账款周转速度分别为12.17次/年、11.72次/年和11.57次/年。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。

存货周转方面，该公司存货主要是原材料和库存商品，2022-2024年公司存货周转速度分别为8.86次/年、6.97次/年和5.14次/年。公司一般按月度采购计划进行采购，在原材料价格较低时会适当增加库存，平抑原材料价格波动。库存商品方面，公司生产中一般预留半个月至一个月左右的库存，在客户下订单后可较快发货。

④ 盈利能力

图表 12. 反映公司盈利能力要素的主要指标值



资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理、绘制。

2024 年及 2025 年第一季度，该公司实现营业毛利分别为 3.85 亿元和 0.92 亿元，同比分别增长 17.53% 和下降 12.78%，毛利率分别为 7.02% 和 7.77%，同比分别增加 1.02 个百分点和减少 0.61 个百分点，跟踪期内受产品市场价格下滑和原材料价格变化影响有所波动。同期，公司期间费用分别为 4.50 亿元和 1.07 亿元，同比增长 20.07% 和 12.19%，期间费用率分别为 8.22% 和 8.98%，同比分别增长 1.35 个百分点和 1.46 个百分点，其中 2024 年公司期间费用增加主要系财务费用为 0.93 亿元，同比增加 1.07 亿元至 0.93 亿元所致，主要系马来西亚年产 80 万吨废纸浆板项目完工无利息资本化以及当期利息收入减少所致。2025 年第一季度，研发费用同比增加 26.17%，主要系当期产品开发和投入增加。

2024 年及 2025 年第一季度，该公司投资收益分别为 0.17 亿元和 -0.04 万元，主要为所持有的股票、基金的收益分配及分红和理财产品收益，跟踪期内有所下滑，主要系当期理财产品、基金的收益分配及分红同比下滑，以及上年同期减持浙江莎普爱思药业股份有限公司（简称“莎普爱思”）股票导致基数较高所致；同期其他收益分别为 1.57 亿元和 0.19 亿元，主要是获得的增值税即征即退补助⁴，同比略有波动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。同期，资产减值损失分别为 0.06 亿元和 0.09 亿元，主要系由于部分产品销售价格下滑对存货计提跌价损失。同期，营业外收入为 0.27 亿元和 0.002 亿元，其中 2024 年同比增加 0.25 亿元，为工程延误赔款。

跟踪期内，该公司产品销售价格下滑及期间费用增加，主业盈利能力有所下降。此外，叠加投资收益等非经常性收益下滑影响，2024 年及 2025 年第一季度公司净利润分别下滑 22.77% 和 204.91% 至 0.70 亿元和 -0.22 亿元，2024 年销售净利率同比下降 0.39 个百分点至 1.28%。

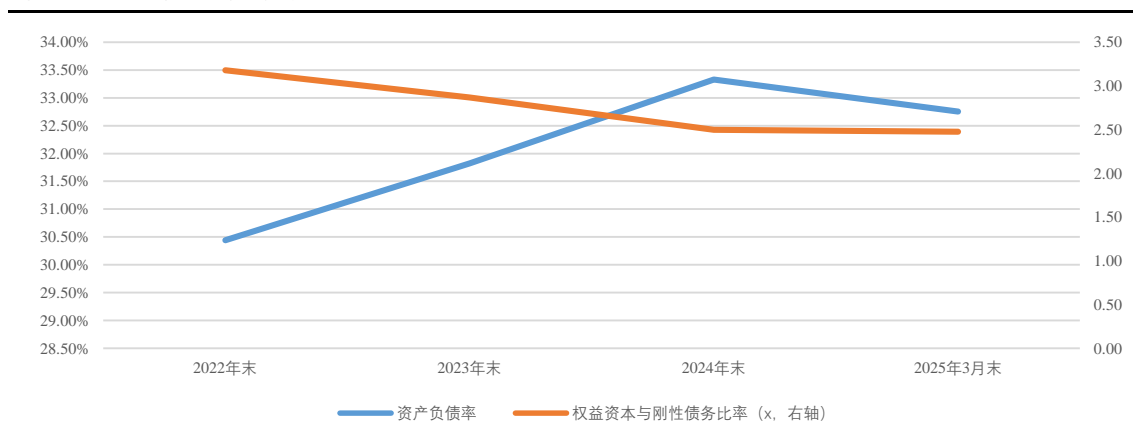
3. 财务

跟踪期内，该公司负债规模和资产负债率略有波动，仍处于较低水平；公司刚性债务规模较大且持续增长，后续随着马来西亚二期项目推进，预计投融资规模将持续扩大。公司货币资金较为充裕，并拥有一定规模的可用授信，可为债务偿付提供较好保障。

⁴ 依据财政部税务总局公告 2021 年第 40 号《关于完善资源综合利用增值税政策的公告》规定，公司符合《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录（2022 年版）》3.9 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。

(1) 财务杠杆

图表 13. 公司财务杠杆水平变动趋势



注：根据景兴纸业所提供的数据整理、绘制。

2024 年末及 2025 年 3 月末，该公司负债总额分别为 29.21 亿元和 28.43 亿元，较 2023 年末有所提升，主要系短期借款规模提升。资产负债率随债务规模变化而波动，同期末分别为 33.33% 和 32.75%，较上年末分别上升 1.51 个百分点和下降 0.58 个百分点，负债经营程度持续处于较低水平。同期末，公司权益资本/刚性债务分别为 2.50 倍和 2.47 倍，较 2023 年末略有下降主要是公司刚性债务规模增加所致，但整体仍维持在较好水平。未来，随着在建项目持续投入，预计债务规模将有所上升。

① 资产

图表 14. 公司核心资产状况及其变动

主要数据及指标	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	28.58	29.86	37.72	35.08
其中：货币资金（亿元）	10.87	12.27	14.58	9.02
应收款项融资（亿元）	3.67	4.05	4.03	3.39
应收账款（亿元）	4.56	4.75	4.72	4.70
存货（亿元）	6.93	7.78	12.04	14.39
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	50.99	51.97	49.92	51.73
其中：固定资产（亿元）	25.28	40.51	37.90	37.11
在建工程（亿元）	14.18	0.28	0.32	0.65
长期股权投资（亿元）	2.42	2.17	1.49	1.49
无形资产（亿元）	5.45	6.02	6.01	5.99
其他非流动资产（亿元）	0.65	0.10	1.49	3.80
期末全部受限资产账面价值（亿元）	1.02	5.10	10.83	11.71
受限资产账面价值/总资产（%）	1.28	6.23	12.35	13.49

注：根据景兴纸业所提供数据整理、计算。

2024 年末，该公司资产总额 87.64 亿元，较上年末略有增长，仍以非流动资产为主，期末占比为 56.96%，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等构成，年末余额分别为 37.90 亿元、1.49 亿元、6.01 亿元和 1.49 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，较上年末下降 6.43%，主要系当期折旧增加所致；公司无形资产主要是土地使用权，较上年末变化较小；长期股权投资主要是公司投资持有的莎普爱思及平湖市康泰小额贷款股份有限公司等股权，较上年末减少 31.13%，主要是公司减少对艾特克控股集团股份有限公司投资 0.47 亿元以及权益法下确认投资收益-0.16 亿元所致；其他非流动资产主要系预付设备款，较上年末增加 1.39 亿元，主要系马来西亚年产 140 万吨项目（二期 60 万吨箱板纸项目）预付设备款增加所致。

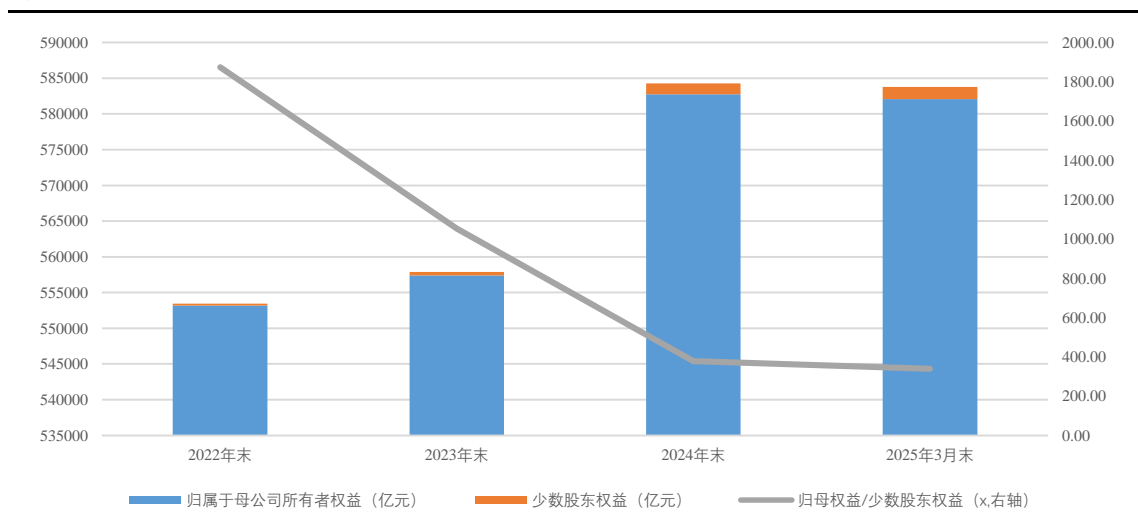
2024 年末，该公司流动资产为 37.72 亿元，较上年末增长 26.34%。公司流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、应收款项融资、应收账款和存货构成。其中，年末货币资金为 14.58 亿元，使用受限的货币资金为 0.19 亿元，主要为银行开具信用证等；交易性金融资产为 1.83 亿元，较上年末增加 1.52 亿元，主要系当期购买理财产品增加所致；应收款项融资和应收账款均为公司应收货款，应收款项融资基本为银行承兑汇票，均较上年末变化较小，应收账款中账龄为 3 个月以内的占比超过 90%。同期末存货为 12.04 亿元，主要包括原材料 8.85 亿元和库存商品 3.17 亿元，该科目较上年末增加 54.80%，主要系马来西亚厂区投产，原材料储备增加所致。

2025 年 3 月末，该公司资产总额为 86.81 亿元，较上年末略下降，其中货币资金较上年末下降 38.17%，主要系支付设备款、生产备料所致的下降；交易性金融资产较上年末增加 67.21% 至 3.06 亿元，主要系购买理财产品增加所致；其他非流动资产较上年末增长 154.76% 至 3.80 亿元，主要系当期预付的设备款增加。其他科目虽有变化影响较小。

截至 2025 年 3 月末，该公司受限资产账面余额合计 11.71 亿元，占总资产的 13.49%，主要包括因开具信用证而受限的货币资金 0.19 亿元，用于抵押借款和开具信用证而受限的固定资产、无形资产和投资性房地产 11.52 亿元。

② 所有者权益

图表 15. 公司所有者权益构成及其变动趋势



注：根据景兴纸业所提供的数据整理、绘制。

2024 年末及 2025 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 58.43 亿元和 58.38 亿元，分别较上年末增加 4.73% 和减少 0.09%，其中 2024 年受益于“景兴转债”转股导致股本和资本公积增加，2025 年 3 月末由于净利润亏损导致未分配利润下滑所致。2025 年 3 月末，公司所有者权益仍主要由股本、资本公积和未分配利润构成，占比分别为 21.54%、34.18% 和 39.56%。

③ 负债

图表 16. 公司债务结构及核心债务（单位：亿元）

主要数据及指标	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
刚性债务	17.41	19.46	23.39	23.59
其中：短期刚性债务	6.97	7.15	13.58	13.25
中长期刚性债务	10.44	12.31	9.81	10.34
应付账款	3.06	3.29	3.05	2.29
其他应付款	2.46	1.95	1.48	1.44
综合融资成本（年化，%）	1.36	1.88	2.09	2.21

资料来源：景兴纸业。

2024 年末及 2025 年 3 月末，该公司长短期债务比分别为 53.11%和 59.94%。该公司债务主要由刚性债务、其他应付款和应付账款构成，2024 年末占比分别为 80.09%、5.06%和 10.46%。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 3.05 亿元，较上年末略有下降；其他应付款为 1.48 亿元，包括工程及设备款、质保金及押金等，较上年末减少主要系工程设备款较上年末减少 0.59 亿元所致。2025 年 3 月末，公司负债主要构成较上年末变化不大。

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，2025 年 3 月末公司银行借款合计 13.38 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 8.61 亿元、2.12 亿元和 2.66 亿元，公司银行借款方式主要为抵押和信用借款，抵押物为固定资产及无形资产等。跟踪期内短期借款规模有所增加，主要系公司借款利率和公司存款理财之间存在利差，通过短期借款借入资金购买理财产品所致。公司应付债券为发行的本金为 12.80 亿元的“景兴转债”，2025 年 3 月末余额为 7.44 亿元。2024 年末及 2025 年 3 月末，公司应付票据分别为 3.38 亿元和 2.52 亿元，由于应付票据贴现利率较低，跟踪期内公司通过票据方式筹资增加所致。

该公司刚性债务期限集中在 1 年以内，2024 年以来综合融资成本有所提升，其中大部分国内银行借款融资成本在 2.50%~4.98%，少部分国外银行借款融资成本在 2.70%~6.58%，票据融资利率在 1.25%~2.75%，可转债融资成本低，最新票面利率为 1.80%。

图表 17. 公司 2025 年 3 月末存续刚性债务期限结构（单位：亿元）

到期年份	≤1 年	(1~2 年]	(2~3 年]	(3~5 年]	>5 年	合计
合并口径	10.73	8.23	1.04	0.68	0.40	21.08
母公司口径	8.41	7.69	—	—	—	16.10

资料来源：景兴纸业。（不含应付票据）

(2) 偿债能力

① 现金流量

图表 18. 公司现金流量状况

主要数据及指标	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2025 年 第一季度	2024 年 第一季度
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	9.26	-0.30	1.77	-2.97	-1.26
其中：业务现金收支净额（亿元）	9.35	-0.29	2.07	-2.50	-1.28
投资环节产生的现金流量净额（亿元）	-6.55	-0.86	-3.16	-3.66	-0.42
其中：购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金（亿元）	6.54	3.14	2.52	2.55	0.40
筹资环节产生的现金流量净额（亿元）	-5.53	3.06	3.75	1.06	1.54
其中：现金利息支出（亿元）	0.28	0.27	0.36	0.10	0.05

资料来源：景兴纸业。

注：业务现金收支净额是指不包括其他因素导致的现金收入与现金支出的经营环节现金流量净额。

2024 年及 2025 年第一季度，该公司营业收入现金率分别为 97.67%和 102.93%。同期经营活动现金流净额分别为 1.77 亿元和-2.97 亿元，2024 年公司经营性现金流净额同比增加 2.07 亿元，主要系当期业务现金收支净额增加所致，2025 年第一季度经营性现金流呈净流出状态主要是购买商品支付的现金增加所致。

跟踪期内，由于支付工程设备款和购买理财支付的现金增加，该公司投资活动现金流净流出有所增加。2024 年及 2025 年第一季度公司投资性现金净流量分别为-3.16 亿元和-3.66 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 2.52 亿元和 2.55 亿元，除此之外主要是理财产品投资及回收。未来，随着在建项目的推进，预计公司投资活动现金流净额仍将保持净流出状态。

2024 年及 2025 年第一季度，该公司筹资性现金净流量分别为 3.75 亿元和 1.06 亿元，主要来源于银行融资。

② 偿债能力

图表 19. 公司偿债能力指标值

主要数据及指标	2022 年度	2023 年度	2024 年度
EBITDA (亿元)	4.15	4.22	4.98
EBITDA/利息支出 (倍)	6.38	5.85	5.90
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.24	0.23	0.23

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理、计算。

2024 年，该公司 EBITDA 为 4.98 亿元，同比略有上升，主要仍由利润总额和固定资产折旧构成。同期 EBITDA 对刚性债务的覆盖程度维持为 0.23 倍，EBITDA 对利息支出覆盖倍数上升至 5.90 倍。

4. 调整因素

(1) 流动性/短期因素

图表 20. 公司资产流动性指标值

主要数据及指标	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
流动比率 (%)	211.19	222.97	197.75	197.32
速动比率 (%)	156.98	162.48	133.80	114.82
现金比率 (%)	119.37	124.22	107.13	86.99

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理、计算。

跟踪期内，主要由于该公司流动负债规模增长，公司流动性有所下滑，但整体保持较好水平，2025 年 3 月末流动比率和速动比率分别为 197.32% 和 114.82%。

该公司与多家银行保持较好的合作关系，截至 2025 年 3 月末从各家银行获得的综合授信总额为 49.62 亿元，尚可使用 31.83 亿元；其中三大政策性银行和中农工建邮五大国有银行合计授信总额 18.63 亿元，尚可使用的授信为 10.60 亿元。整体看，公司后续仍有一定的融资空间。

(2) ESG 因素

截至 2025 年 3 月末，该公司控股股东和实际控制人仍为朱在龙先生，其持股比例为 14.17%，其持有的公司股份均未质押/冻结，目前公司无其他持股比例超过 5% 的股东，股权结构相当分散。跟踪期内，公司董监高人员保持稳定。

跟踪期内，该公司持续更新完善了《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》和《独立董事工作制度》等多项制度，不断加强制度建设，完善内控管理。

根据该公司提供的《企业信用报告》(2025 年 5 月 9 日)，公司及主要子公司跟踪期内无不良或关注类信贷记录。根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公示平台信息查询结果，未发现公司存在重大异常情况。

(3) 表外事项

截至 2025 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 2.79 亿元，担保比率 4.78%；弘欣热电公司为公司提供担保余额 1.38 亿元。

(4) 其他因素

该公司关联交易和关联资金往来规模均很小。2024 年向关联方采购商品/接受劳务和出售商品/提供劳务分别为 8.25 万元和 141.29 万元。2024 年末关联方应收账款 19.81 万元，应付款项合计 14.15 万元。

5. 同业比较分析

新世纪评级选取了山鹰国际控股股份公司（简称“山鹰国际”）作为该公司的同业比较对象，上述主体以包装用纸为主业或为核心主业之一，具有较高的可比性。2024 年以来，在需求疲弱和产业链去库存等一系列因素作用下，行业内大部分公司全年整体盈利水平较往年偏低，公司业务规模整体偏小，同类型产品毛利率偏低。债务方面，公司整体债务负担轻，EBITDA 对债务规模以及对利息支出的保障程度相对较好。

债项信用跟踪分析

1. 债项主要条款跟踪分析

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。

跟踪期内暂未触发上述条款。

2. 偿债保障措施跟踪分析

该公司经营收现能力尚可，货币资金存量较为充裕，2025 年 3 月末公司未受限货币资金为 8.82 亿元，可用授信额度较多，可为公司债务偿付提供支撑。2022-2024 年公司 EBITDA/利息支出分别为 6.38 倍、5.85 倍和 5.90 倍，能够形成一定保障。

跟踪评级结论

综上，本评级机构评定景兴纸业主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，景兴转债信用等级为 AA。

相关实体主要数据概览

基本情况					2024年（末）主要财务数据（亿元）					备注
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	
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	18.70	55.28	51.19	0.89	1.82	母公司口径
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	0.34	2.53	4.04	0.20	0.27	
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	4.35	9.30	10.31	-0.67	-0.51	

注：根据景兴纸业2024年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

同类企业比较表

核心业务：造纸 归属行业：造纸

企业名称（全称）	最新主体 信用等级/展望	2024 年度经营数据				2024 年末财务数据/指标				
		营业收入 （亿元）	总资产报酬率 （%）	毛利率 （%）	营业周期 （天）	权益资本与刚性 债务比率 （×）	资产负债率 （%）	EBITDA （亿元）	EBITDA/利息支出 （倍）	EBITDA/刚性债务 （倍）
山鹰国际控股股份公司	AA/稳定	292.29	1.10	7.35	86.87	0.67	67.67	23.73	2.22	0.09
发行人	AA/稳定	54.79	1.83	7.02	102.54	2.50	33.33	4.98	5.90	0.23

注：山鹰国际控股股份公司是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。

附录五：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2022 年/末	2023 年/末	2024 年/末	2025 年 第一季度/末
资产总额 [亿元]	79.57	81.83	87.64	86.81
货币资金 [亿元]	10.87	12.27	14.58	9.02
刚性债务[亿元]	17.41	19.46	23.39	23.59
所有者权益 [亿元]	55.35	55.79	58.43	58.38
营业收入[亿元]	62.27	54.57	54.79	11.89
净利润 [亿元]	1.23	0.91	0.70	-0.22
EBITDA[亿元]	4.15	4.22	4.98	—
经营性现金净流入量[亿元]	9.26	-0.30	1.77	-2.97
投资性现金净流入量[亿元]	-6.55	-0.86	-3.16	-3.66
资产负债率[%]	30.44	31.82	33.33	32.75
权益资本与刚性债务比率[%]	317.93	286.63	249.79	247.48
流动比率[%]	211.19	222.97	197.75	197.32
现金比率[%]	119.37	124.22	107.13	86.99
利息保障倍数[倍]	2.34	1.69	1.83	—
担保比率[%]	5.37	5.16	4.77	4.78
营业周期[天]	71.18	83.47	102.54	—
毛利率[%]	5.28	6.00	7.02	7.77
营业利润率[%]	2.02	1.62	0.81	-1.85
总资产报酬率[%]	1.91	1.51	1.83	—
净资产收益率[%]	2.21	1.64	1.23	—
净资产收益率*[%]	2.14	1.65	1.25	—
营业收入现金率[%]	107.38	95.57	97.67	102.93
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	72.27	-2.21	10.92	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	11.41	-4.60	-5.03	—
EBITDA/利息支出[倍]	6.38	5.85	5.90	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.24	0.23	0.23	—

注：表中数据依据景兴纸业经审计的 2022~2024 年度及未经审计的 2025 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]

上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。
 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
 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

附录六：

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 级、CCC 级及以下等级外，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。

附录七：

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	翁斯品、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	2024年6月24日	AA/稳定	翁斯品、黄梦蛟	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（造纸行业）FM-GS008（2022.12）	报告链接
	本次评级	2025年6月25日	AA/稳定	李雨聪、郝红悦	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（造纸行业）FM-GS008（2022.12）	—
债项评级 （景兴转债）	历史首次评级	2020年1月13日	AA	翁斯品、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	2024年6月24日	AA	翁斯品、黄梦蛟	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（造纸行业）FM-GS008（2022.12）	报告链接
	本次评级	2025年6月25日	AA	李雨聪、郝红悦	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（造纸行业）FM-GS008（2022.12）	—

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，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。