

# 跟踪评级公告

联合评字[2016]494号

---

浙江景兴纸业股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

**浙江景兴纸业股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”**

**浙江景兴纸业股份有限公司发行的“12 景兴债”债券信用等级为 AA**

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年五月二十七日

---

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

# 浙江景兴纸业股份有限公司

## 2016 年公司债券跟踪评级分析报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA

上次评级结果：AA

债项信用等级

评级展望：稳定

评级展望：负面

债券简称	债券规模	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
12 景兴债	7.5 亿元	AA	AA	2015/6/24

跟踪评级时间：2016 年 5 月 27 日

主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额 (亿元)	58.10	57.18	57.78
所有者权益 (亿元)	30.08	30.10	31.67
长期债务 (亿元)	10.15	9.41	9.42
全部债务 (亿元)	24.59	23.02	21.66
营业收入 (亿元)	28.88	29.54	7.57
净利润 (亿元)	0.03	0.02	1.62
EBITDA (亿元)	3.06	3.25	--
经营性净现金流 (亿元)	4.61	2.18	-0.41
营业利润率 (%)	12.26	12.65	12.53
净资产收益率 (%)	0.11	0.07	5.24
资产负债率 (%)	48.23	47.36	45.19
全部债务资本化比率 (%)	44.98	43.33	40.62
流动比率 (倍)	1.35	1.22	1.35
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.12	0.14	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.23	2.24	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.41	0.43	--

注：1、本报告中，部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、关于币种除特别说明外，均指人民币；3、2016 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对浙江景兴纸业股份有限公司（以下简称“公司”或“景兴纸业”）的跟踪评级，反映了公司作为国内大型包装纸板生产企业之一，在产能规模、区域竞争力等方面仍具有一定优势。2015 年，公司产品产销量小幅增长，虽然公司通过加强成本控制，主导产品毛利率有所上升，但受下游需求低迷、产品价格下滑等因素的影响，公司主营业务继续呈小幅亏损态势；同时，由于投资收益及税收补贴规模较大，公司整体呈微利状态。

跟踪期内，公司 30 万吨/年高瓦纸项目正式投产，同时，公司正在推动 1.0 亿 m<sup>2</sup>/年高档瓦楞纸板项目以及 6.8 万吨/年绿色环保生活用纸项目的建设，未来随着公司生活用纸和高强度瓦楞纸产能的逐步释放，将有利于丰富公司产品线、平滑公司产品高度集中的风险。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望由“负面”调整为“稳定”；同时维持“12 景兴债”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 公司长期专注于高档包装用纸的生产，是国内大型工业包装用纸生产企业之一，主营业务在区域市场仍具备较强竞争力。

2. 2015 年，公司产品产销量小幅增长，公司通过加强成本控制，主导产品毛利率较上年有所上升。

3. 跟踪期内，公司 30 万吨/年高瓦纸项目正式投产，同时，公司正在推动 1.0 亿 m<sup>2</sup>/年高档瓦楞纸板项目以及 6.8 万吨/年绿色环保生活用纸项目的建设，未来随着公司生活用纸和高强度瓦楞纸产能的逐步释放，将有利于丰富公司产品线、平滑公司产品高度集中的

4. 2015 年，公司负债规模小幅下降，费用控制能力较好。

5. 公司受增值税即征即退 50% 的优惠政策影响，收到的增值税退税金额较高。

#### 关注

1. 造纸行业受困于国内经济增长趋势放缓、产能过剩等因素整体延续前期低迷态势，行业竞争更加激烈、纸品价格继续下降。

2. 受下游需求低迷、产品价格下滑等因素的影响，公司主营业务继续呈亏损状态。

3. 2015 年，公司取得盈利主要依赖于投资收益和营业外收入。

#### 分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

赵 哲

电话：010-85172818

邮箱：zhaoz@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪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联合评级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、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



## 一、主体概况

浙江景兴纸业股份有限公司（以下简称“公司”或“景兴纸业”）前身是浙江平湖市第二造纸厂，隶属于平湖市曹桥乡集体资产经营中心。1996年，经浙江省计划与经济委员会、浙江省经济体制改革委员会浙计经企[1996]30号文批准，浙江平湖市第二造纸厂进行整体改组并更名为浙江景兴纸业集团有限公司，注册资本7,800万元。后历经改组、产权界定、股权转让，2001年9月，经浙江省人民政府上市工作领导小组批准（浙上市[2001]61号），浙江景兴纸业集团有限公司整体变更为浙江景兴纸业股份有限公司，注册资本为15,000万元。

2006年8月，经中国证监会证监发行字[2006]62号文批准，公司在深圳证券交易所发行人民币普通股8,000万股，并于2006年9月15日在深圳证券交易所挂牌交易（股票简称“景兴纸业”，股票代码：002067），发行完成后，公司总股本变更为23,000万元。后经送股、公开及非公开发、公积金转股，截至2016年3月底，公司总股本为109,395.10万元。公司实际控制人为第一大股东朱在龙先生，持股16.29%，公司股权结构相对分散。

公司经营范围为：绿色环保再生纸、特种纸及其它纸品及纸制品、造纸原料的制造、销售，属造纸行业。公司主要产品为牛皮箱板纸、白面牛卡纸、高强度瓦楞原纸和纸箱。

目前公司设有审计部、行政部、财务部、造纸事业部、管理部、人力资源部、供应部、销售部、风险管理部、生活用纸事业部、工程项目部和品管部12个职能部门。截至2015年底，公司拥有全资及控股子公司11家，较2014年减少1家，分布在公司核心原纸业务、传统及新型包装业务和多元化投资（金融、药业、贸易）业务领域。截至2015年底，公司拥有在职员工2,391人。

截至2015年底，公司合并资产总额57.18亿元，负债合计27.08亿元，所有者权益（含少数股东权益）30.10亿元，其中归属于母公司所有者权益29.32亿元。2015年公司实现营业收入29.54亿元，净利润0.02亿元，其中归属于母公司所有者净利润0.12亿元；经营活动产生的现金流量净额2.18亿元，现金及现金等价物净增加额-2.97亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额57.78亿元，负债合计26.11亿元，所有者权益（含少数股东权益）31.67亿元，其中归属于母公司所有者权益30.89亿元。2016年一季度公司实现营业收入7.57亿元，净利润1.62万元，其中归属于母公司所有者净利润1.63亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.41亿元，现金及现金等价物净增加额0.23亿元。

公司注册地址：浙江省平湖市曹桥街道；法定代表人：朱在龙。

## 二、债券概况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2012]815号文核准，公司于2012年10月26日发行7.5亿元公司债券，期限为7年，发行票面利率为7.38%，附第5年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权，发行价格为每张人民币100元。本次债券按年付息、到期一次还本，利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。本次债券于2012年12月8日在深圳证券交易所上市，证券代码为“112121”，证券简称“12景兴债”。本次债券的募集资金在扣除发行费用后，已全部用于偿还银行借款。

公司已于2013年10月25日支付本期债券第一期利息5,535.00万元；2014年10月24日支付本期债券第二期利息5,535.00万元；2015年10月26日支付本期债券第三期利息5,535.00万元。

### 三、经营环境

#### 1. 行业供需及经济效益情况

公司主要业务为原纸、纸箱及制版和生活用纸的生产销售，属于造纸、纸基包装行业。

2015 年全球经济复苏缓慢，我国经济增长也继续放缓，年度 GDP 增长 6.9%，增速创二十五年来新低。受经济低迷、市场需求不旺和产能过剩影响，2015 年造纸行业景气度依然不高。截至 2015 年底，中国机制纸及纸板（外购原纸加工除外）产量累计为 11,774.1 万吨，同比增长 1.70%，其中，广东机制纸及纸板产量为 2,078.29 万吨，占全国机制纸及纸板产量 17.65%，成为全国机制纸及纸板产量最高的地区。从区域分布情况来看，截至 2015 年底，我国机制纸和纸板产量主要集中在广东、山东、浙江、江苏、河南等地区，产量分别占同期全国总产量的 17.65%、17.00%、14.77%、11.68% 和 5.86%。

造纸业的主要原材料是纸浆和废纸，目前，国内造纸行业原料供给对进口依赖程度较高，且价格与国际市场联动性强。2015 年全国纸浆进口量首次突破 1,900 万吨，达 1,984 万吨，同比增长 10.40%；进口金额为 127.55 亿美元，同比增长 5.70%。2015 年全国废纸进口量为 2,928 万吨，同比增长 6.40%；进口金额达到 52.84 亿美元，同比下降 1.20%。纸浆价格方面，近年来国际纸浆价格波动下降，以针叶木化学浆为例，外商平均报价由 2014 年底的 707 美元/吨降至 2016 年 3 月初的 601 美元/吨，延续波动下降态势；国内纸浆价格与国际市场联动性强，同样呈现波动下降态势，以青岛针叶木化学浆国内均价为例，其均价由 2014 年底的 5,028 元/吨降至 2016 年 3 月初的 4,514 元/吨。2015 年国内经济持续疲弱，主要纸品价格继续下降，下游市场景气度未见回升，从前三季度的数据来看，产量及销量均有所下滑，产销率有所提高，库存增速同比有所减缓。包装纸中的白卡纸出厂价由 2015 年初的 5,431 元/吨降至年底的 5,231 元/吨；文化用纸中的铜版纸价格由 2015 年初的 5,275 元/吨降至年底的 4,904 元/吨；文化用纸中的双胶纸出厂价由 2015 年初的 5,781 元/吨降至年底的 5,605 元/吨。包装纸及文化用纸等各类纸张价格均不同程度下滑。

从行业产能和需求来看，2015 年新增产能扩张基本结束，2015 年随着大量新增产能进入市场，产能严重过剩，主要纸品价格继续下降，下游市场景气度未见回升。全国纸及纸板生产量 10,710 万吨，较上年增长 2.29%，其中箱板纸生产量 2,245 万吨，同比增长 2.98%。瓦楞原纸生产量 2,225 万吨，同比增长 3.25%。2015 年新闻纸生产量 350.2 万吨，较上年减少 4.20%。2015 年我国造纸行业主营业务收入 8,002 亿元，同比增长 2.33%，增长速度较上年下降 1.67 个百分点，利润总额达 373.00 亿元，同比增长 2.90%。

总体看，造纸行业受困于国内经济增长趋势放缓、产能过剩等因素，整体延续前期低迷态势，且竞争导致的产品价格大幅下调造成了中小造纸企业较大的利润下降甚至亏损，行业竞争更加激烈；这将促使造纸企业推进产品转型升级，未来行业内资源优势明显、整合能力强的大型企业有望取得竞争优势，获得较好的发展。

#### 2. 行业发展趋势

从行业发展趋势来看，国际、国内环境充满复杂性和不确定性，国内经济运行处在寻求新平衡的过程中，根据国内造纸行业生产、造纸行业原料供应等因素分析，未来几年国内造纸行业和市场总体趋势为：

##### （1）优化产品结构，开发深加工纸产品

受困于产能过剩、竞争激烈和价格持续下行等不利因素，造纸行业企业将进一步优化产品结构，以求避开同质化竞争。同时企业将加快新技术开发和应用，开发深加工纸质产品，以应对市

场变化，增强竞争力。

#### (2) 减排政策和管理力度加大，企业环保成本大幅提高

随着国家和地方对废水废气的排放标准不断提高，水、电等资源价格的上调，相关企业都存在潜在的环保风险和成本压力。此外，环保法修订案 2015 年正式实施，增加了企业各方面责任和处罚力度，使造纸等高能耗、高排放行业在这次环境保护法面前面临更大的考验。此外，目前尚未满足新环保要求的企业，尚需加大投入以满足相关规定，生产企业在废水治理方面的投入和运行成本将进一步增加。

总体来看，基于经济、市场、产能和政策等因素，企业将面临优化产品结构和产品创新转型等挑战，需应对市场变化，增强自身竞争优势。

### 四、管理分析

2015 年 5 月，由于个人原因，公司独立董事王诗鹏先生提出辞职，目前已离任。同时，公司选举朱锡坤先生担任公司独立董事。

截至 2016 年 3 月底，公司董事、监事和高级管理人员未发生变化。目前公司高管及核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

### 五、经营分析

#### 1. 经营概况

受行业产能过剩和下游需求不足的双重影响，2015 年公司纸箱及纸板业务受影响较大，营业收入大幅下降，但由于公司原纸业务在主营业务中占比较高且营业收入出现小幅上升，公司主营业务收入有所上升。从各板块收入来看，原纸收入 25.84 亿元，较上年增长 5.57%，占主营业务收入 87.80%，仍是公司收入的主要来源；纸箱及纸板收入 2.95 亿元，较上年减少 19.90%，占主营业务收入 10.03%，主要系市场不景气，销量下降明显所致；生活用纸收入 0.64 亿元，较上年增长 24.88%，主要系公司 6.8 万吨生活用纸项目中 PM3 线<sup>1</sup>投产，导致生活用纸中原纸销售增长所致，占主营业务收入比重较小，为 2.17%。

2015 年公司实现营业收入 29.54 亿元，同比上升了 2.28%；实现营业利润-0.32 亿元，同比上升 4,205.90%；实现净利润 0.02 亿元，同比下降 34.57%，一方面由于汇率变动的影 响导致公司汇兑损失上升，财务费用大幅增长所致；另一方面由于公司为扩大市场份额，加大了产品研发力度，技术开发费用上升导致管理费用大幅增长所致。

<sup>1</sup> PM3 是指公司原纸生产线中的国产线。公司生活用纸分为原纸和成品纸，生活用纸项目是由三条原纸生产线和后加工车间组成，其中 PM1、PM2 为进口线，年产能各为 3 万吨，2015 年还在建设和试运行中；PM3 是一条国产线，2014 年 9 月已投产；合计为 6.8 万吨。后加工车间主要是利用自己生产的原纸加工成盒装或者塑料包装的成品生活用纸，在公司三条线未投产前，公司采取外购同质的原纸进行加工，进行营销渠道的先行搭界；故 2014 年实现的收入以加工车间生产的成品销售为主，以箱为计量单位；而 2015 年收入中有部分是 PM3 生产的原纸直接对外销售实现，以吨为计量单位。

表 1 2014~2015 年公司主营业务收入及成本情况 (单位: 万元, %)

项目	2014 年		2015 年		收入变化	成本变化
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率		
原纸	244,809.79	13.45	258,441.66	13.55	5.57	5.44
纸箱及纸板	36,850.97	8.30	29,519.10	9.66	-19.90	-21.08
生活用纸	5,119.45	-6.61	6,393.20	5.47	24.88	10.73
<b>合计</b>	<b>286,780.21</b>	<b>12.43</b>	<b>294,353.96</b>	<b>12.98</b>	<b>2.64</b>	<b>1.99</b>

资料来源: 公司年报

从毛利率来看, 受公司原材料价格下降影响, 2015 年, 公司原纸产品毛利率小幅上升至 13.55%, 同比上升 0.10 个百分点; 纸箱及纸板毛利率小幅变动, 由 8.30% 上升至 9.66%, 主要系销售单价上升所致; 2014 年, 公司“品萱”系列生活用纸产品作为市场新进者, 为打开市场采取降价等多种促销手段, 致使生活用纸产品毛利率大幅下滑至亏损, 为-6.61%; 由于 2014 年的市场开拓, 2015 年公司生活用纸营业收入大幅增长, 毛利率由负转正为 5.47%。随着公司主营业务各版块毛利率均出现上升, 公司综合毛利率同比小幅增加至 12.98%。

2016 年一季度, 公司实现营业收入 7.57 亿元, 较上年同期增长 26.60%, 主要系公司 30 万吨高强度低克重瓦楞原纸 (以下简称“高瓦纸”) 项目和 6.8 万吨生活用纸一条生产线投产所致; 实现净利润 1.62 亿元, 较上年同期大幅增加 6,262.71%, 主要是公司抛售部分浙江莎普爱思药业股份有限公司 (以下简称“莎普爱思”) 股票形成的投资收益增加所致。

总体来看, 公司主营业务及产品结构未发生重大变化, 其中核心原纸业务占比始终保持在 80% 左右, 主营业务集中; 各版块毛利率有所增长, 综合毛利率小幅上升。

## 2. 运营情况

### (1) 原材料采购

公司生产所需原材料主要为木浆和废纸, 公司原材料占生产成本的平均比重为 65% 左右, 原材料的供应量及供应价格受气候、国际政治局势以及国际市场供求关系的影响而波动。

从原材料采购量来看, 受益于公司技术创新、工艺优化, 产品配比中减少进口废纸用量, 增加国内废纸用量, 国内废纸采购量较上年增长 24.41% 至 828,087.52 吨。2015 年, 公司日本废纸采购量较上年有所减少, 采购量较上年减少 7.63% 至 169,199.83 吨, 美国废纸采购量较上年增长 40.64% 至 243,638.88 吨。2015 年, 公司木浆采购量较上年增长 105.17% 至 55,300.15 吨。

从采购价格来看, 木浆和废纸价格受市场价格变动影响较大, 2015 年公司废纸采购价格均出现小幅下降; 木浆平均采购价格较上年下降 8.48% 至 3,895.12 元/吨。国内废纸平均采购价格较上年下降 0.89% 至 1,176.89 元/吨; 日本废纸平均采购价格较上年下降 9.97% 至 1,176.89 元/吨; 美国废纸平均采购价格较上年下降 7.05% 至 1,320.29 元/吨。

表 2 公司 2014~2015 年公司主要原材料采购情况 (单位: 吨, 元/吨, %)

产品	项目	2014 年	2015 年	同比增减	
木浆	采购量	26,953.94	55,300.15	105.17	
	采购均价	4,255.94	3,895.12	-8.48	
废纸	国内废纸	采购量	665,610.14	828,087.52	24.41
		采购均价	1,187.43	1,176.89	-0.89
	日本废纸	采购量	183,182.28	169,199.83	-7.63



		采购均价	1,307.28	1,176.89	-9.97
美国废纸		采购量	173,230.20	243,638.88	40.64
		采购均价	1,420.48	1,320.29	-7.05
其他		采购量	87,043.68	62,125.57	-28.63
		采购均价	1,584.15	1,241.35	-21.64

资料来源：公司提供

总体看，2015年，受益于公司调整产品配比，价格较低的国内废纸采购量大幅增加；受市场价格变动影响，木浆和废纸采购均价也呈下降趋势。

## (2) 产品生产

公司主要采取以销定产和组合生产的生产模式。在每个生产年度开始时，公司根据历史销售情况以及与主要客户所签订销售的合同，预测市场情况，确定公司年度经营目标，形成初步生产计划和安排，并在客户下达具体订单时，根据订单组织生产。

为完善产品结构实现配套销售，2015年公司完成30万吨高瓦纸的项目建设，该项目总投资为52,867.01万元，在2014年12月该项目的工程建设基本完工，2015年上半年设备进入调试状态，试运行情况良好符合设计要求，2015年6月底该生产线正式投产，为公司提供30万吨高强度瓦楞原纸产能。2015年，公司原纸产量共计110.78万吨，较上年增长8.00%，主要系公司高瓦纸项目产能释放所致。公司主要生产设备可根据公司客户订单需求和市场情况灵活调整生产产品种类。

从产能上看，2015年公司原纸产能为145万吨，较2014年上升23.93%，主要系2015年公司30万吨高瓦纸项目投产所致。

从产能利用率来看，2015年，公司原纸产品整体产能利用率为85.22%，较2014年小幅下降，在造纸行业整体产能过剩的情况下，公司产能利用率在行业内表现尚可。2015年，公司原纸产量110.78万吨，较2014年上升8.00%；库存量5.12万吨，较2014年下降34.27%，主要系2015年公司产量上升的同时销量也出现大幅增长导致库存减少所致。

表3 2014~2015年公司原纸各产品产量情况（单位：万吨）

原纸产品	2014年	2015年
牛皮箱板纸	75.45	71.06
白面牛卡纸	9.43	7.60
高瓦纸	7.04	20.99
其他纸	10.65	11.13
<b>合计</b>	<b>102.57</b>	<b>110.78</b>

资料来源：公司提供

为减轻公司产品高度集中于工业包装用纸这一周期性行业给公司带来的经营风险，2011年公司投资新建6.8万吨绿色环保生活用纸原纸生产及其配套后加工项目。2014年，公司实施6.8万吨生活用纸原纸的项目建设，项目包括生产能力分别为3万吨、3万吨及0.8万吨的流水线，其中0.8万吨的生产线在2014年第三季度正式投入运行，两条3万吨生产线的其中一条PM1生产线基本完工于2014年12月，并开始试生产运行，另一条3万吨PM2生产线于2015年5月试运行，预计2016年投产。从产能上看，2014~2015年，公司生活用纸产能均为0.8万吨，未发生变化。2015年，公司生活用纸产量合计71.42万箱，较2014年上升5.00%；库存量21.79万箱，较2014

年上升 91.00%，主要系 2015 年公司产量上升的同时销量有所下降导致库存上升所致。2015 年，公司生活用纸产能利用率达 100%，产能利用率高。

公司纸箱及板纸业务由平湖市景兴包装材料有限公司、南京景兴纸业有限公司、重庆景兴包装有限公司、四川景特彩包装有限公司、浙江景特彩包装有限公司在内的 5 家控股子公司负责运营。截至 2015 年底，公司纸箱及板纸业务收入占主营业务收入的 12.85%，其中特色彩印业务为公司未来业务延伸的突破点之一。目前，公司纸箱及板纸业务 33.93% 的原料来自于自身造纸企业，其余外购，有效地消化了在生产过程中品种更换之间产生的二等品，同时更好地控制了纸箱企业的原料采购成本。

从生产情况来看，截至 2015 年底，公司纸箱及板纸业务拥有 32,000.00 万平方米/年纸箱（纸板）的生产能力；2015 年实现产量 9,979.73 万平方米，较上年减少 24.00%，库存量为 96.96 万平方米，较上年减少 31.00%，主要系纸箱及纸板业务一方面受低迷的市场行情影响较大，另一方面由于业务承担子公司所处地区经济发展水平差异较大，部分子公司出现持续亏损所致。

总体看，公司主要生产情况稳定；30 万吨高瓦纸项目投产和 6.8 万吨/年生活用纸项目部分投产，有利于丰富公司产品线。

### （3）产品销售

公司主要依托于经济发达的长三角地区客户资源，通过直销模式获取订单。2015 年，公司共计实现原纸销量 109.07 万吨，同比增长 12.14%。除牛皮箱板纸、白面牛卡纸销量小幅下降外，其他产品销量均出现上升。从销售价格情况来看，受行业产能过剩和下游需求低迷的双重影响，公司产品价格均出现下降，盈利空间收窄。公司在江浙沪区域市场竞争力较强，为应对市场不利条件，公司进一步优化客户结构，提升江浙沪客户销售比重，江浙沪三地销售额占公司主营业务收入的 85.38%，区域集中度进一步上升。

表 4 2014~2015 年公司原纸各产品销售情况（单位：万吨，元/吨）

项目	2014 年		2015 年	
	销量	销售均价	销量	销售均价
牛皮箱板纸	70.95	2,595.21	70.90	2,456.30
白面牛卡纸	9.21	3,046.26	7.87	2,953.23
高瓦纸	6.42	2,249.86	19.44	2,209.99
其他纸	10.68	1,705.22	10.86	1,665.48

资料来源：公司提供

2014 年，公司生活用纸事业部加大生活用纸的营销建设，但受到市场下游需求不足的影响，2015 年公司的“品萱”系列生活用纸零售网络收缩较明显，由 31 家连锁零售商的 1,367 家门店减少为 9 家连锁零售商的 1,200 家门店，10 家经销商和居家外客户减少为 9 家。2015 年，公司在销售渠道的建设方面进行了结构上的调整，对部分入场成本较高而销售达成率低的系统（如家乐福等）暂时调出渠道以减少损失，重点开发以大润发、欧尚、吉买盛、易买得、乐购、世纪联华等为主的大型超市，公司初步涉足电商领域，公司“品萱”生活用纸实现在天猫和飞牛两大电商系统销售，销量呈上升趋势。2015 年公司生活用纸实现销量 62.04 万箱，实现销售收入 0.64 亿元，较上年增长 24.88%。

2015 年，公司纸箱及纸板业务实现销量 9,924.48 万平方米，较上年减少 23.65%；实现营业收入 2.95 亿元，较上年减少 19.90%。公司包装业务主要客户包括杭州娃哈哈百立食品有限公司、上海华银日用品有限公司、永丰余纸业（南京）有限公司、南京喜之郎食品有限公司、上海新通联

包装股份有限公司等，前五名包装业务销售额为 2,020.18 万元，较 2014 年下降 46.38%。

从产销率来看，2014~2015 年，公司各项造纸产品产销率均维持在 100%，在造纸行业整体产能过剩和销量走低的情况下，公司产销率在行业内表现较好，仍维持在高水平。

总体来看，公司原纸和生活用纸销量出现上升；2015 年受下游市场需求不足影响，纸箱及纸板销量下降，对公司经营产生一定负面影响。

### 3. 环保与节能减排

公司继续加强在清洁生产、资源循环及节能减排方面的研究，推进各种节能降耗技术及废水处理技术运用。通过技术改进，公司平均吨纸污水排放量为 4.19 吨，较上年有所下降，远低于行业 60 吨的平均水平；单位产品能耗由 2014 年的 225kg 标煤/t 纸下降到 201kg 标煤/t 纸，下降了 10.67%；平均资源产出率为 1.06t/t 纸，绝干纤维原料产出率为 1.05t/t 纸，达到国家清洁生产一级指标要求。

公司设计日处理能力为 7,000m<sup>3</sup> 的尾水深度处理工程，可实现吨纸排水量比原来降低 40% 以上。截至 2016 年 3 月底，废水深度处理后总共节约废水排放量 190.16 万吨，有效缓解公司总量排放压力，公司吨纸水耗由 15 年度的 4.42 吨下降到 4.19 吨。该技术的推广应用，推进了造纸行业节能减排工作的开展，从而有效缓解造纸行业高水耗、重污染的发展现状。

2015 年，公司持续建设总处理规模 1.8 万吨/日（回用水量 1.0 万吨/日，产水率 56%）的中水回用工程，主要包括深度处理设施建设、现有设施改造及配套设施完善三部分内容。截至 2015 年底，公司中水回用工程正在二期建设中，该项目已投入 8,440.21 万元，尚需投入约 1,000 万元。目前回用规模为 6,000m<sup>3</sup>/d。预计该项目可使公司的吨纸耗水量由现在的 8.63 吨降至 5.2 吨以内，吨纸废水排放量降低 4 吨，年节水 340 万吨，减少 COD 排放 408 吨，年节省运行成本约 430 万元，节约排污权交易费 3,264 万元。公司一直重视对水资源的节约及重复利用，各子公司的水重复利用率都在 90% 以上。

公司一直致力于产品的节能降耗工作，实施了清洁生产方案，公司进行了 PM12 网案全自动脉冲调节脱水元件技改，改善纤维的交织，不但可以提高成纸的强度，而且可以加快在网部真空区的脱水，进而提高出压部的干度。同期，公司已完成建设 6 万平方米的屋顶光伏发电设备，装机功率 6,000KW，2015 年已发电 711.16 万千瓦时。

总体来看，公司重视节能减排及环保工作，平均吨纸污水排放量低于行业平均水平。公司投入建设中水回用工程，对 PM12 进行技改，有效节约成本，提高清洁生产能力，公司环保优势有望提升。

### 4. 技术研发情况

2015 年，公司技术研发投入基本稳定，研发投入 7,463.56 万元，约占营业收入比例为 2.52%，较上年小幅上升。

2015 年，公司研发项目共计 17 项，实现科技成果转化 13 项；开发出多项新产品和新技术，其中环保型白面牛卡纸获得嘉兴市科技进步二等奖，完成了 2 个省级新产品科技鉴定。2015 年，公司申请 1 项发明专利，2 项实用新型专利；获得 1 项实用新型专利授权。

2015 年，公司继续通过自我研发、消化吸收新技术、引进新装备等方法提升公司的装备及技术水平。公司通过引进意大利 PMT 的膜转移式表面施胶机技术，提升产品质量的同时，降低淀粉消耗，降低生产成本；通过增加一台 D 型水力碎浆机、一台水力清渣机及其配套附属设备，解决了 DIP 浆线处理美国废纸的问题，在白面牛卡市场淡季期间，生产高品质的牛皮箱板纸。

总体来看，公司技术研发投入基本稳定，能有力支撑公司业务发展。

### 5. 投资情况

2015年，公司继续为年产1.0亿m<sup>2</sup>高档瓦楞纸板项目投入资金。该项目由子公司平湖市景兴包装材料有限公司（以下简称“景兴包装”）实施，总投资9,823万元；据可研报告测算，项目建成后新增年产1.0亿平方米高档瓦楞纸板（箱）生产能力，新增年销售额3.48亿元，利润总额2,651万元，净利润1,988万元，交税总额2,719万元，投资利润率26.99%。截至2015年底，该项目已投资8,750.42万元，预计仍需投入1,072.58万元。该项目由平湖合作银行曹桥支行解决项目贷款5,000万元，差额部分4,823万元为公司自有资金补足；截至2016年3月底，平湖合作银行曹桥支行已到位项目贷款2,800万元。截至2015年底，景兴包装完成了年产1.0亿m<sup>2</sup>高档瓦楞纸板项目的扩建工程，未来该项目完工后公司在平湖地区纸箱产能将达到2亿平方米。

2015年6月，公司30万吨高瓦纸项目正式投产，该生产线可为公司提供15万吨高瓦纸产能。高瓦纸项目使用公司自有资金投资，公司已于2014年1月就该项目取得中国银行平湖支行2.5亿元的5年期项目贷款支持，利率按5年期基准上浮5%。

2015年，公司继续推进“6.8万吨绿色环保生活用纸”项目建设，项目包括生产能力分别为3万吨、3万吨及0.8万吨的流水线；截至2015年底，该项目已累计投入60,322.84万元，预计仍需投入11,940.16万元。该项目资金全部来源于募投资金。

表5 截至2015年底公司主要投资计划（单位：万吨，亿m<sup>2</sup>，万元）

项目	主要产品	设计产能	预计投资总额	截至2015年底已投资	未来投资计划
6.8万吨绿色环保生活用纸	生活用纸	6.8	72,263	60,322.84	11,940.16
30万吨高强度瓦楞纸项目	高强度瓦楞纸	30	45,990	52,867.01	已结转完工
年产1.0亿m <sup>2</sup> 高档瓦楞纸板项目	高档瓦楞纸	1.0	9,823	8,750.42	1,072.58

资料来源：公司提供

总体看，未来，随着生活用纸项目和1.0亿m<sup>2</sup>高档瓦楞纸板项目的建成投产，公司产品结构将进一步丰富，可减小公司产品高度集中于工业用纸的风险，并有望带来整体盈利能力的提升，从而对公司未来发展形成良好支撑；在建项目的建设要求公司有持续的资金投入，未来利息支出将不断增长；公司已针对主要在建项目作出资金安排，公司未来存在一定资金压力。

### 6. 重大事项

公司通过增资等方式参股艾特克控股集团股份有限公司（以下简称“艾特克”），获得其共计1,750万股股份，占其注册资本16.49%。该公司围绕环保水处理、生态保护及修复进行技术研发应用，并进行相关环保产品的制造和销售，以从研发到施工直至项目运营为客户提供全方位服务的高新技术企业。其产品和技术处于国内同业领先水平，并在业内具有较高的知名度。

截至2016年3月底，公司通过大宗交易系统减持莎普爱思500万股股份，目前仍持有该公司1,950万股股份，占比11.94%，长期股权投资期末余额0.50亿元，来源为自有资金。

总体看，公司投资艾特克有望获得较高收益，有利于公司增强对本次债券的偿还能力。

## 7. 经营关注

### (1) 行业产能过剩和下游需求低迷

造纸行业受困于国内经济增长趋势放缓、产能过剩等因素整体延续前期低迷态势，行业竞争更加激烈。受行业产能过剩和下游需求低迷的双重压力影响，公司收入规模出现下降，营业利润继续呈亏损状态。

### (2) 公司产品结构高度集中于工业用纸

公司产品结构高度集中于工业用纸，盈利模式单一，易受经济周期影响。

### (3) 在建项目较多，未来资金需求压力较大

在建工程建设需要持续资金投入，公司有一定资金压力。

## 8. 未来发展

2016 年公司工作重心将继续以节能降耗成本领先、调整产品结构攻占细分市场为重点，同时公司继续强化投资功能开辟新的盈利空间以降低经营风险，具体如下：

### (1) 在产供销各渠道进行结构调整

2016 公司将致力于产品结构调整，让技术与市场对接，通过对生产线和工艺的改进，开发具有市场缺口的品种，尤其是低定量高强度产品，满足下游客户对降低成本的要求，抓住细分市场机遇。采购方面则扩大国废在原料结构中的占比，以保证原料供应并进一步降低成本。

### (2) 发挥投资功能进行跨行业跨领域的投资和合作

公司将利用在资本市场获得的投资经验和资本，参与到当前国家鼓励发展的以及符合社会进步和经济运行趋势的重点行业，且投资风险在公司可承受能力之内的项目及公司，努力为公司打开新的盈利空间。

### (3) 盘活资产，提升公司资产盈利能力

受宏观经济影响及行业竞争格局的变化，公司投资建设的部分项目长期未能达到预期目标，2016 年公司将对这部分资产特别是下游纸板企业进行清理整顿，以优化公司的资产质量和提高公司的资产盈利能力。

### (4) 节能降耗，增加环保投入

2016 年，在国家出台《新环保法》和“水十条”的大背景下，公司将继续提升生产过程特别是制浆环节的工艺技术，努力降低生产过程的能源消耗，提高纸浆利用效率，对部分生产效率低、能耗高、品种落后的纸机则加大改造或淘汰力度。公司将继续和合作单位共同研发废水处理技术，进一步提高中水回用率并降低生产废水排放量，达成降低生产成本的目标。

总体来看，公司的经营思路务实稳健，发展战略清晰可行。短期内，受市场不利因素影响，公司盈利状态不佳的情况预计难以扭转；未来，随着公司对现有产品种类的进一步优化以及在环保高端生活用纸等领域的拓展，公司整体竞争实力有望增强。

## 六、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的 2015 年度合并财务报表已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见；2016 年一季度财务数据未经审计。2015 年公司减少合并单位 1 家，主营业务未发生变化，相关会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 57.18 亿元，负债合计 27.08 亿元，所有者权益（含少数

股东权益) 30.10 亿元, 其中归属于母公司所有者权益 29.32 亿元。2015 年公司实现营业收入 29.54 亿元, 净利润 0.02 亿元, 其中归属于母公司所有者净利润 0.12 亿元; 经营活动产生的现金流量净额 2.18 亿元, 现金及现金等价物净增加额-2.97 亿元。

截至 2016 年 3 月底, 公司合并资产总额 57.78 亿元, 负债合计 26.11 亿元, 所有者权益(含少数股东权益) 31.67 亿元, 其中归属于母公司所有者权益 30.89 亿元。2016 年一季度公司实现营业收入 7.57 亿元, 净利润 1.62 万元, 其中归属于母公司所有者净利润 1.63 亿元; 经营活动产生的现金流量净额-0.41 亿元, 现金及现金等价物净增加额 0.23 亿元。

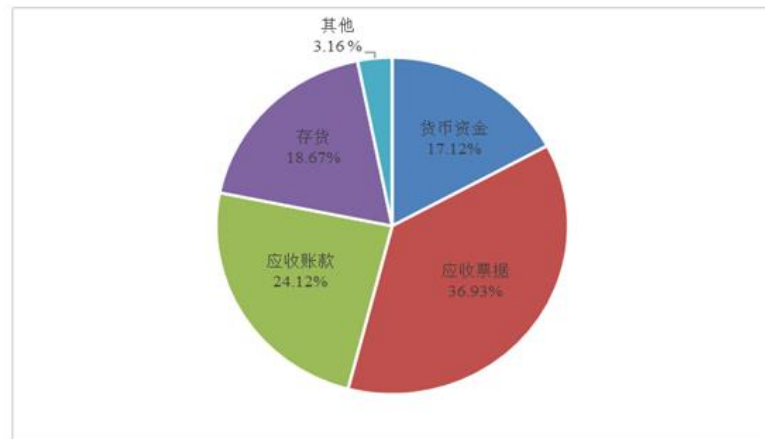
## 2. 资产质量

截至 2015 年底, 公司资产合计 57.18 亿元, 较年初减少 1.58%; 非流动资产在总资产中的占比由期初的 58.56% 上升至 62.51%, 非流动资产占比有所上升, 公司资产结构仍以非流动资产为主。

### 流动资产

截至 2015 年底, 公司流动资产合计 21.44 亿元, 较年初减少 10.96%, 以货币资金(占比 17.12%)、应收票据(占比 36.93%)、应收账款(占比 24.12%) 和存货(占比 18.67%) 为主。

图 1 截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源: 公司审计报告

截至 2015 年底, 公司货币资金余额 3.67 亿元, 较年初减少 45.23%, 主要系公司偿还借款和支付债券利息减少所致; 公司持有货币资金中 99.92% 为人民币; 公司持有货币资金中使用受限资金 474.00 万元, 主要为保证金。

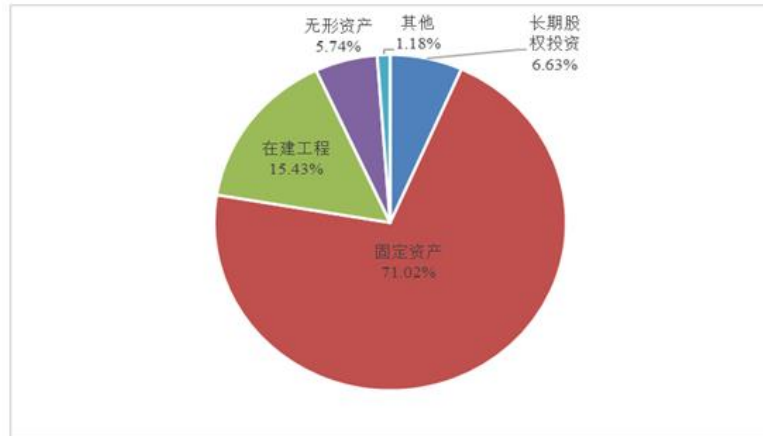
截至 2015 年底, 公司应收票据为 7.92 亿元, 较年初增长 10.69%, 主要系下游客户采用票据结算方式增长所致, 其中已质押的应收票据为 1.12 亿元, 全部为银行承兑汇票; 应收账款为 5.17 亿元, 较年初增长 2.99%, 公司按信用风险特征组合计提坏账准备 0.08 亿元, 计提比例为 1.47%, 计提较为充分, 公司应收账款账面余额账龄在 1 年以内的占比为 96.41%, 账龄较短, 回收风险较小; 应收账款前五大欠款方合计占比为 12.31%, 集中度不高。

截至 2015 年底, 公司存货为 4.00 亿元, 较年初减少 6.16%, 主要系公司 2015 年原纸销量增长, 库存商品减少所致; 存货主要由原材料(占比 64.99%) 和库存商品(占比 34.97%) 构成, 公司分别计提跌价准备 42.74 万元和 348.66 万元, 计提比例分别为 0.16% 和 2.43%。

### 非流动资产

截至 2015 年底，公司非流动资产合计 35.75 亿元，较年初增长 5.05%，主要系长期股权投资大幅增长所致。公司非流动资产构成以长期股权投资（占比 6.63%）、固定资产（占比 71.02%）、在建工程（占比 15.43%）和无形资产（占比 5.74%）为主。

图 2 截至 2015 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司固定资产为 25.38 亿元，较年初增长 16.48%，主要系公司 30 万吨高瓦纸项目及部分中水回用工程完工转入所致。公司固定资产中尚有账面价值 2.29 亿元房屋及建筑物产权证尚在办理中，固定资产受限金额为 15.18 亿元，主要系借款质押所致，公司固定资产成新率为 67.45%，固定资产成新率一般。

截至 2015 年底，在建工程为 5.51 亿元，较年初大幅减少 34.97%，主要系公司 30 万吨高瓦纸项目及部分中水回用工程完工结转所致，2015 年由在建工程转入固定资产原价为 6.02 亿元，主要为 30 万吨高瓦纸项目、中水回用工程以及其他零星工程。

截至 2015 年底，公司长期股权投资余额 2.37 亿元，较年初增加 57.84%，主要系公司对联营企业艾特克和浙江治丞智能机械科技有限公司追加投资以及在权益法下确认的莎普爱思投资收益较高所致；无形资产为 2.05 亿元，较年初增长 1.43%，主要系公司土地使用权小幅增长所致。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额为 57.78 亿元，较年初小幅增长 1.04%，其中非流动资产占比 61.25%，非流动资产占比较年初小幅下降，主要系在建工程和长期股权投资减少所致。截至 2016 年 3 月底，公司出售了部分莎普爱思股票，持有莎普爱思股票 1,950 万股。

总体来看，公司资产规模小幅下降，资产结构变动不大，受长期股权投资大幅增长的影响，非流动资产占比有所上升，整体资产质量尚可。

### 3. 负债及所有者权益

#### 负债

截至 2015 年底，公司负债合计 27.08 亿元，较年初小幅减少 3.36%。公司流动负债占比由 2014 年的 63.66% 上升至 2015 年的 64.89%，负债结构仍以流动负债为主。

截至 2015 年底，公司流动负债合计 17.57 亿元，较年初减少 1.49%。公司流动负债构成以以短期借款（占比 72.47%）、应付账款（占比 11.18%）和其他应付款（占比 7.34%）为主。

截至 2015 年底，公司短期借款 12.74 亿元，较年初减少 8.97%，主要系公司偿还大量银行保

证借款所致；应付账款 1.96 亿元，较年初增长 1.50%，主要系公司备品备件及设备的应付货款增长所致；其他应付款 1.29 亿元，较年初大幅增长 44.91%，主要系公司对 6.8 万吨生活用纸项目和年产 1.0 亿 m<sup>3</sup> 高档瓦楞纸板等项目持续投入所产生的工程设备款和动力、水电费大幅增长所致。

截至 2015 年底，公司非流动负债合计 9.51 亿元，较年初减少 6.63%，主要系长期借款大幅减少所致；公司非流动负债中应付债券占比为 78.30%，长期借款占比 20.71%，其余为递延收益，占比很小。

截至 2015 年底，公司应付债券余额 7.45 亿元，较年初增长 0.42%，主要为公司于 2012 年发行的规模为 7.5 亿元“12 景兴债”（期限 7 年）；长期借款余额 1.97 亿元，较年初减少 27.97%，主要系偿还银行抵押借款所致。

从有息债务来看，截至 2015 年底，随着公司在建项目规模的大幅下降，银行贷款有所减少。公司全部债务减少 6.40% 至 23.02 亿元，其中长期债务减少 7.23% 至 9.41 亿元，短期债务减少 5.82% 至 13.60 亿元。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较年初均小幅下降，分别为 47.36%、43.33% 和 23.82%，整体债务负担有所减少，债务水平尚属适中。

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额 26.11 亿元，较年初小幅减少 3.58%，负债结构较年初变动不大，仍以流动负债为主；资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率较年初均小幅下降，分别为 45.19%、40.62% 和 22.93%。

总体来看，公司负债规模小幅下降，债务水平适中，债务结构以流动负债为主。

#### 所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计为 30.10 亿元，较年初增长 0.07%。其中归属于母公司所有者权益 29.32 亿元，占所有者权益合计的 97.41%。归属于母公司所有者权益中，股本占 37.31%，资本公积占 53.10%，盈余公积占 1.95%，未分配利润占 7.64%，公司资本公积中 98.09% 为资本溢价（股本溢价），未分配利润和少数股东权益占比较低，所有者权益结构的稳定性较好，公司所有者权益规模和构成较年初变化不大。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计为 31.67 亿元，较年初增长 5.20%。其中归属于母公司所有者权益 30.89 亿元，占所有者权益合计的 97.56%。归属于母公司所有者权益中，股本占 35.41%，资本公积占 50.22%，盈余公积占 1.85%，未分配利润占 12.52%，未分配利润和少数股东权益占比较低，所有者权益结构的稳定性较好，公司所有者权益规模和构成较年初变化不大。

总体来看，公司所有者权益构成变化不大，权益稳定性较好。

#### 4. 盈利能力

受行业产能过剩和下游需求低迷的双重压力影响，公司产品销售价格下滑，但受公司原纸业务销量增长影响，营业收入小幅上升；2015 年公司实现营业收入 29.54 亿元，同比上升 2.28%，实现净利润 0.02 亿元，同比下滑 34.57%；其中，归属于母公司所有者净利润 0.12 亿元，同比上升 2.08%。

从利润构成来看，公司利润总额主要来自于投资收益和营业外收入。2015 年，公司主导产品毛利率小幅上升，但由于管理费用和财务费用支出大幅增长，公司主营业务仍为亏损状态且呈现扩大趋势，营业利润为-0.32 亿元，亏损同比增长 4,205.90%。受益于投资收益的大幅增长以及当期收到的财政补助款、增值税退税等政府补助收入，公司实现利润总额 194.91 万元，同比减少 59.83%，主要系营业利润大幅下降所致。

期间费用方面，2015 年公司期间费用共计 4.42 亿元，同比上升 16.35%。其中，销售费用 1.28



亿元，同比减少 4.08%，主要系运输、仓储费用以及商场促销费用小幅减少所致；管理费用 1.62 亿元，同比上升 16.52%，主要系公司技术研发投入较多导致技术开发费大幅增加所致；财务费用 1.52 亿元，同比增加 13.96%，主要系公司采用信用证结算以及美元贷款方式进口原材料产生的汇兑损失达 0.28 亿元所致。2015 年公司费用收入比为 14.97%，同比有所上升，公司费用控制能力仍属较好。

2015 年，公司营业外收入 0.37 亿元，同比大幅增长 273.87%，主要系公司受增值税即征即退 50% 的优惠政策影响，收到增值税退税 0.31 亿元，同比大幅增长 774.64% 所致。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》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；公司通过 ISO9000、ISO14000 认证）而享受增值税即征即退 50% 的优惠政策。该政策自 2015 年 7 月 1 日开始执行。

2015 年，公司投资收益 0.36 亿元，同比大幅增长 55.68%，主要系公司所投资的莎普爱思和艾克特经营效益较好，获得收益较高所致。

从盈利指标来看，2015 年，受利润规模下降影响，净资产收益率有所下降，为 0.07%；随着公司计入财务费用的利息支出有所增长以及全部债务小幅下降，公司总资本收益率和总资产报酬率小幅上升，分别为 2.39% 和 2.24%。整体看，盈利水平较低。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 7.57 亿元，较上年同期减少 26.60%；实现净利润 1.62 亿元，较上年同期大幅增加 6,262.71%，主要系公司抛售部分联营企业股票形成的投资收益增加所致。

总体来看，受行业产能过剩和下游需求低迷的双重因素影响，公司营业利润下降明显，虽然主营业务毛利率小幅上升但期间费用上升较快，整体盈利能力偏低。

## 5. 现金流

从经营活动看，2015 年公司经营活动现金流入 22.37 亿元，同比减少 38.22%，主要系公司扣除了以票据结算货款的金额导致现金流入大幅减少所致；现金流出 20.19 亿元，同比减少 36.10%，主要系公司将收回的账款以背书转让方式进行票据结算所致；经营活动产生的现金流量净额为 2.18 亿元，同比下降 52.78%，主要系公司扣除了以票据结算货款导致现金流入大幅减少所致。2015 年，公司现金收入比由 2014 年的 122.06% 下降至 71.50%，下降较为明显，公司收入实现质量一般。

投资活动方面，2015 年公司投资活动现金流入 8.59 亿元，同比增长 2,343.01%，主要系公司购买理财产品收回投资所致；现金流出 10.58 亿元，同比增长 26.46%，主要系公司的工程投入增长所致；投资活动产生的现金流量净额为 -1.99 亿元，同比下降 75.12%，主要系公司购买理财产品收回投资款较高所致。

筹资活动方面，2015 年公司筹资活动现金流入 27.26 亿元，同比增长 1.56%；现金流出 30.24 亿元，同比增长 32.78%，主要系公司偿还债务支付的现金大幅增长所致；筹资活动产生的现金流量净额由正转负，为 -2.98 亿元，同比下降 173.16%，主要系公司偿还债务支付的现金大幅增长所致。

2016 年 1~3 月，公司经营活动现金流净额为 -0.41 亿元，投资活动现金流净额为 2.32 亿元，筹资活动现金流净额为 -1.65 亿元。

总体来看，受到票据支付货款的影响，公司经营活动获得现金的能力稳定性一般，收入实现

质量一般；为了满足投资活动的资金需求，公司有一定的筹资压力。

#### 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2015 年底，公司流动比率和速动比率较年初有所下降，分别由年初 1.35 倍和 1.11 倍下降至 1.22 倍和 0.99 倍，现金短期债务比也有所下降，由 0.96 倍下降至 0.85 倍。公司经营活动现金流情况表现一般，经营性现金流对短期债务的保护能力较差，经营现金流动负债比率下降至 12.39%，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2015 年公司 EBITDA 由 3.06 亿元上升至 3.25 亿元，公司 EBITDA 主要由折旧（占比 58.28%）、摊销（占比 2.05%）、计入财务费用的利息支出（占比 39.08%）和利润总额（占比 0.60%）构成；EBITDA 利息倍数由 2.23 倍上升至 2.24 倍，利息保障程度一般；EBITDA 全部债务比由 0.12 倍上升至 0.14 倍，EBITDA 对公司全部债务的保障能力偏低。总体看，公司对债务的保障程度有所上升。

截至 2015 年底，公司存在对外担保（合并口径）1.34 亿元，被担保企业为艾特克控股集团股份有限公司（0.81 亿元）和平湖热电厂（0.53 亿元），公司与被担保企业均签有互保协议，目前两家企业经营正常，但仍存在或有负债的风险。

截止 2015 年底，公司无重大诉讼及纠纷。

公司与各大商业银行建立了良好的合作关系，截至 2016 年 3 月底，公司及控股子公司共获银行授信 33.51 亿元，其中未使用额度 11.37 亿元，公司间接融资通道较为畅通。

根据人民银行企业信用报告，截至 2016 年 4 月 1 日，公司未结清债务中无不良信息，已结清债务中有 3 笔关注类贷款。总体看，公司过往债务履约情况良好。

总体来看，公司短期偿债能力一般，长期偿债能力有所上升。

### 七、本次债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2016 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 11.67 亿元，约为“12 景兴债”本金（7.5 亿元）的 1.56 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达 31.67 亿元，约为债券本金（7.5 亿元）的 4.22 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“12 景兴债”的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2015 年，公司 EBITDA 为 3.25 亿元，约为债券本金（7.5 亿元）的 0.43 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入 22.37 亿元，约为债券本金（7.5 亿元）的 2.98 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内大型包装纸板生产企业之一，在产能规模、区域竞争力等方面具有优势，在建项目将有利于丰富公司产品线，公司对“12 景兴债”的偿还能力很强。

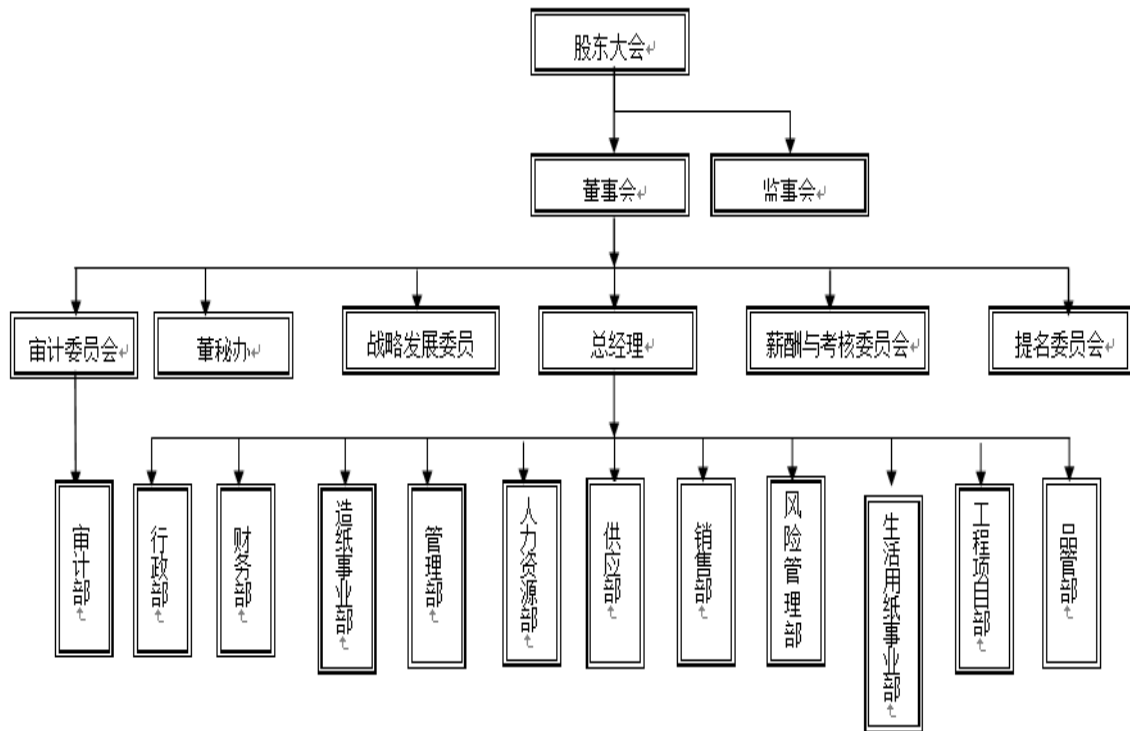
### 八、综合评价

公司作为国内大型包装纸板生产企业之一，在产能规模、区域竞争力等方面仍具有一定优势。2015 年，公司产品产销量小幅增长，虽然公司通过加强成本控制，主导产品毛利率有所上升，但受下游需求低迷、产品价格下滑等因素的影响，公司主营业务继续呈小幅亏损态势；同时，由于投资收益及税收补贴规模较大，公司整体呈微利状态。

跟踪期内，公司 30 万吨/年高瓦纸项目正式投产，同时，公司正在推动 1.0 亿 m<sup>2</sup> 年高档瓦楞纸板项目以及 6.8 万吨/年绿色环保生活用纸项目的建设，未来随着公司生活用纸和高强度瓦楞纸产能的逐步释放，将有利于丰富公司产品线、平滑公司产品高度集中的风险。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望由“负面”调整为“稳定”；同时维持“12 景兴债”的债项信用等级为“AA”。

附件 1 浙江景兴纸业股份有限公司组织结构图



## 附件2 浙江景兴纸业股份有限公司 主要财务指标

项目	2014年	2015年	16年3月
资产总额(亿元)	58.10	57.18	57.78
所有者权益(亿元)	30.08	30.10	31.67
短期债务(亿元)	14.44	13.61	12.24
长期债务(亿元)	10.15	9.41	9.42
全部债务(亿元)	24.59	23.02	21.66
营业收入(亿元)	28.88	29.54	7.57
净利润(亿元)	0.03	0.02	1.62
EBITDA(亿元)	3.06	3.25	--
经营性净现金流(亿元)	4.61	2.18	-0.41
应收账款周转次数(次)	5.32	5.63	--
存货周转次数(次)	6.32	6.17	--
总资产周转次数(次)	0.53	0.51	0.13
现金收入比率(%)	122.06	71.50	75.84
总资本收益率(%)	2.19	2.39	--
总资产报酬率(%)	2.09	2.24	--
净资产收益率(%)	0.11	0.07	5.24
营业利润率(%)	12.26	12.65	12.53
费用收入比(%)	13.16	14.97	15.77
资产负债率(%)	48.23	47.36	45.19
全部债务资本化比率(%)	44.98	43.33	40.62
长期债务资本化比率(%)	25.23	23.82	22.93
EBITDA利息倍数(倍)	2.23	2.24	--
EBITDA全部债务比(倍)	0.12	0.14	--
流动比率(倍)	1.35	1.22	1.35
速动比率(倍)	1.11	0.99	1.03
现金短期债务比(倍)	0.96	0.85	0.95
经营现金流动负债比率(%)	25.84	12.39	-2.45
EBITDA/待偿本金合计(倍)	0.41	0.43	--

注：1、本报告中，部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；

2、关于币种除特别说明外，均指人民币；

3、2016年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转率	营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[ (期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资产收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[ (期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
<b>财务构成指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
<b>本期公司债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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：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：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：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。