

跟踪评级公告

联合[2013]066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浙江景兴纸业股份有限公司主体长期信用状况和发行的2012年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

浙江景兴纸业股份有限公司发行的2012年公司债券信用等级为AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任: 万华伟

分析师: 张东娜

二零一三年五月二十四日

地址: 天津市和平区曲阜道80号

电话: 022-58356998

传真: 022-58356989

<http://www.lianhecreditrating.com.cn>

浙江景兴纸业股份有限公司

2012 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

债项简称: 12 景兴债

债项信用等级

跟踪评级结果: AA

上次评级结果: AA

上次评级时间: 2012 年 4 月 6 日

跟踪评级时间: 2013 年 5 月 24 日

评级展望: 负面

评级展望: 稳定

主要财务数据:

项 目	2011 年	2012 年	2013 年 3 月
货币资金(亿元)	12.24	7.96	7.42
应收账款(亿元)	4.72	5.10	4.41
存货(亿元)	4.36	3.89	5.97
资产总额(亿元)	54.62	52.09	52.30
所有者权益(亿元)	29.61	29.73	29.77
长期债务(亿元)	1.27	8.80	8.81
全部债务(亿元)	21.11	19.22	18.63
营业收入(亿元)	34.51	31.04	6.57
净利润(亿元)	1.39	0.12	0.04
EBITDA(亿元)	4.64	3.22	--
经营性净现金流(亿元)	1.15	0.91	0.76
营业利润率(%)	13.70	12.68	13.80
净资产收益率(%)	5.69	0.40	0.15
资产负债率(%)	45.79	42.93	43.07
全部债务资本化比率(%)	41.62	39.27	38.49
流动比率(倍)	1.21	1.95	1.92
EBITDA 全部债务比(倍)	0.22	0.17	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.23	2.52	--

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; ③2013 年一季度财务数据未经审计, 相关指标未年化。

分析师

张连娜 李晶

电话: 022-58356917

传真: 022-58356989

地址: 天津市和平区曲阜道 80 号 (300042)

Http: // www. lianhecreditratting.com.cn

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, 在行业地位、产能规模、技术工艺、区域竞争力等方面具有一定优势。跟踪期内, 受行业产能过剩和下游需求低迷的双重压力影响, 公司收入和利润水平大幅下滑, 整体盈利能力减弱。

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, 且生活用纸产能的释放将有利于平滑公司产品高度集中于工业包装用纸这一周期性行业的风险。

综上, 联合评级确定公司的主体评级维持“AA”, 评级展望调整为“负面”, 同时维持“12 景兴债”的债项评级为“AA”。

优势

1. 公司地处长江三角洲经济发达地区, 临近主要的纸品消费市场和原料市场, 区位优势显著。

2. 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具备较强竞争力。

3. 跟踪期内, 公司业务范围向生活用纸领域延伸, 未来随着项目的建成投产, 公司盈利能力有望得到提升, 并部分缓解公司原纸产品所面临的周期性风险。

关注

1. 跟踪期内, 受行业产能过剩和下游需求低迷的双重压力影响, 公司收入和利润水平

大幅下滑，整体盈利能力减弱。

2. 原材料价格的大幅波动对公司盈利的稳定性产生一定负面影响，对公司成本控制及存货管理提出了更高的要求。

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，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），由原浙江景兴纸业集团有限公司整体变更设立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日公司股票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、公开及非公开增发、公积金转股，截至2013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自然人朱在龙先生，持股16.26%，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。

目前公司设有董事会秘书办公室、审计部、风险管理部、销售部、管理部、工程部、原料供应部、财务部、行政部、造纸事业部、包装事业部和生活用纸事业部等职能部门。截止2012年底，公司拥有全资子公司5家，控股子公司5家，联营企业2家、参股企业3家，分别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2012年年底，公司拥有在职员工2,254人。

截至2012年底，公司合并资产总额520,883.03万元，负债合计223,590.29万元，所有者权益（含少数股东权益）297,292.74万元。2012年公司实现营业收入310,404.18万元，净利润1,179.77万元；经营活动产生的现金流量净额9,119.74万元，现金及现金等价物净增加额-38,006.63万元。

截至2013年3月底，公司合并资产总额522,996.14万元，负债合计225,265.23万元，所有者权益（含少数股东权益）297,730.92万元。2013年一季度公司实现营业收入65,659.61万元，净利润438.18万元；经营活动产生的现金流量净额7,619.15万元，现金及现金等价物净增加额-2,715.31万元。

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

经公司2012年第二次临时股东大会审议通过关于发行公司债券的议案，并经中国证券监督管理委员会证监许可[2012]815号文核准，公司获准向社会公开发行面值不超过10亿元（含10亿元）的公司债券。公司于2012年10月26日发行债券7.5亿元，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。本期债券按年付息、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。本期债券于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”。

本期债券的募集资金在扣除发行费用后，已全部用于偿还银行贷款。

三、经营管理分析

1. 管理分析

跟踪期内，罗远跃先生辞去公司董事职务，徐俊发先生辞去公司副董事长、董事、副总经理、财务总监职务，公司聘任丁明其先生担任公司副总经理，其他董事、监事、高管未发生重大变化，公司经营团队有所变动，但对公司正常经营未产生重大影响。公司相关管理架构、管理制度延续以往模式，同时公司的核心技术团队和人员未发生变动。

2. 经营分析

(1) 经营环境

2012年公司所处包装纸行业处于行业景气度低谷

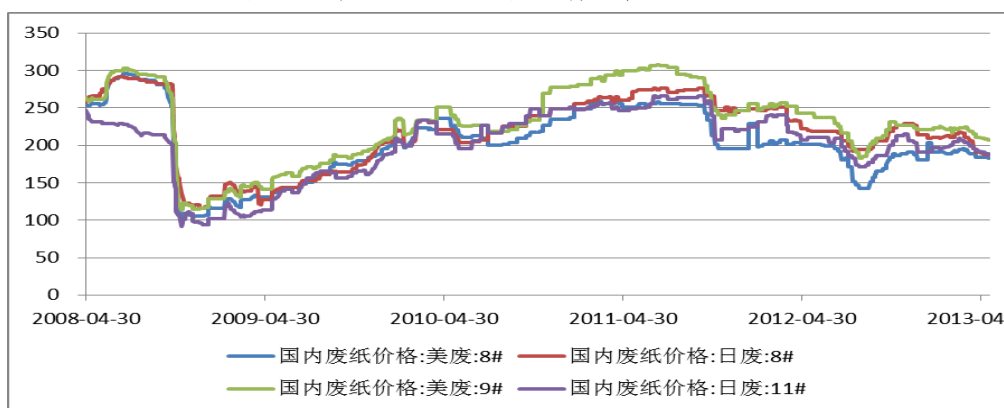
包装用纸子行业的纸种运用涉及实体经济各个领域，其使用面的广泛性，使其成为所有纸种中与宏观经济相关性最强的子行业，特别是与消费和出口增长密切相关。在中国经济高速增长期间，箱板纸和瓦楞纸作为包装纸行业的代表性主流产品，其行业的高成长性吸引了大量资本进行了产能的建设，行业扩容新增产能在过去几年内进入了集中释放的阶段，期间行业的供求关系失衡情况较为严重。另一方面，金融危机以及欧债危机的冲击，使得行业依托的内外宏观经济环境恶化，下游需求疲软，加剧了行业供求关系的失衡，行业消化现有产能时间将延长。2012年我国机制纸及纸板产量为11,375万吨，与往年两位数的增速相比，2012年产量增速明显回落，同比仅增长4.65%，产销率略有下降，行业存在着开工率不足、库存增加和利润下滑的困难。在内需拉动效果不显著而出口形势依旧严峻的宏观形势下，在行业以往年度新增产能集中释放加剧供求关系失衡的背景下，公司经营面临着行业产能过剩和下游需求低迷的双重压力。

生活用纸子行业由于存在刚性需求，具有弱周期性，整体受经济环境影响较小，在造纸行业整体表现不佳的情况下，增长相对稳定。据中国造纸协会统计数据显示，1990~2011年期间，中国生活用纸消费量的年复合增长率为10%，2011年的增长率是12.7%。预计2012年，生活用纸市场增长率与上年持平，未来增长率将保持在8%~12%之间。

原材料价格波动较大

公司生产所需要的原材料为废纸和木浆。2012年公司原材料占生产成本的平均比重为63%左右，其中废纸作为主要原材料在原料消耗总量中占比约为95%，因此废纸价格的波动将直接影响到公司的生产成本。如下图所示，近年来废纸价格波动较剧烈，国际原料的供应及供应价格主要受到气候、国际政治局势以及国际市场供求关系的影响。原材料价格的剧烈波动增加了公司存货管理和成本控制的难度。

图1 近年国内进口废纸价格走势（单位：美元/吨）



资料来源：wind资讯

淘汰落后产能行业集中度进一步提高

一方面，行业持续低迷形成的“倒逼机制”对落后产能的淘汰起到一定作用，行业新上项目的冲动也在消减；另一方面，国内持续曝光的水污染事件，使得保护水环境已经成为政府和国民的共识，政府的强制措施以及社会的监督，将对一些低环保成本运行的中小造纸企业产生制约，使得该部分企业如无能力进行设备更新及增加环保投入，必定面临被淘汰的结局。这一过程会释放部分市场空间，缓解目前供求失衡的局面，同时将使得行业集中度进一步提高，龙头企业在上下游的价格话语权将有所提升。公司作为国内大型包装纸板生产企业之一，在未来行业整合中或将受益。

2013年造纸行业或将进入战略调整期：纸张消费市场容量总体增长，但增速放缓；市场竞争进一步加剧，企业利润下降局势仍将延续；投资速度进一步放缓，骨干企业的扩张速度放慢，过剩产能将随时间推移缓慢消化；行业开始新一轮洗牌，落后小企业淘汰出局速度加快，大企业并购重组将成为行业优化发展的重要措施。总之，造纸行业将从速度型转到质量效益型的可持续发展轨道。

(2) 经营概况

2012年公司主营业务及产品结构未发生重大变化，公司主导产品高档牛皮箱板纸、高强度瓦楞纸和白面牛卡纸占公司主营业务收入80%以上，其中高档牛皮箱板纸作为公司的核心产品始终在产品序列中占有主导地位，2012年高档牛皮箱板纸销售收入占公司主营业务收入的64.31%。目前，公司仍采取以销定产、组合生产的生产模式，销售仍以直销为主。截至2012年底，公司具有117万吨/年的高档包装纸生产能力，其中高档牛皮箱板纸64万吨/年，高强瓦楞原纸20万吨/年，白面牛卡纸25万吨/年，其他纸品8万吨/年，另有年产4.35亿平方米的纸箱和彩印包装箱的生产能力，产能较上年未发生变化。

表1 公司2012年主营业务收入和毛利润情况

单位：万元

产品	营业收入	毛利润	营业收入占比	毛利润占比	毛利率	营业收入同比增减	毛利润同比增减	毛利率同比增减
牛皮箱板纸	198,635.24	25,195.36	64.31%	62.18%	12.68%	-8.63%	-14.05%	-0.80%
白面牛卡纸	36,943.74	5,013.38	11.96%	12.37%	13.57%	-12.32%	-8.70%	0.54%
高瓦纸	12,844.56	2,506.15	4.16%	6.18%	19.51%	-11.33%	-16.25%	-1.15%
其他纸	13,796.86	3,481.99	4.47%	8.59%	25.24%	-26.39%	-46.92%	-9.76%
纸箱及纸板	46,659.26	4,324.07	15.11%	10.67%	9.27%	-5.06%	10.84%	1.33%
合计	308,879.67	40,520.95	100.00%	100.00%	13.12%	-9.66%	-16.04%	-0.99%

资料来源：公司年报；注：2012年公司主营业务数据统计口径有所调整，用以计算同比增减的2011年数据为按2012年口径调整后的主营业务数据。

2012年，公司实现主营业务收入308,879.67万元，同比减少9.66%，较上年同期相比收入下滑明显，主要是受行业产能过剩和下游需求低迷的双重压力影响所致；实现毛利润40,520.95万元，同比下降16.04%，受供应和需求双重挤压，公司盈利规模下降明显，主要产品毛利率下降。

2013年一季度，公司实现营业收入65,659.61万元，较上年同期减少3.24%，实现净利润438.18万元，较上年同期大幅减少86.47%，一方面系公司产品销售价格、产品毛利较上年同期下降，另一方面系研发投入较多，管理费用上升所致。

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%以上，主营业务集中，盈利模式较为单一且易受到经济周期影响。2012年受供应和需求双重挤压，公司营业收入和利润水平明显下降，2013年基本延续了这一趋势。

(3) 运营情况

原纸产量下降，产能利用率偏低

跟踪期内，公司上游原材料废纸、木浆等原料价格均有所回落，反映了行业整体开工率不足，市场需求疲软。公司通过调节产能释放，加强库存管理等手段，以最低安全库存和最优市场价格为目标来降低经营风险。2012年，公司实现原纸产量共计92.56万吨，同比小幅减少2.19%，除核心主导产品牛皮箱板纸产量小幅增长外，原纸其他各产品产量均有所下降，产能利用率整体偏低。2012年公司原纸库存量5.44万吨，同比减少29.80%，库存量的下降有效减少了资金占用。

表 2 2012 年公司原纸各产品产量及产能利用率情况 单位：万吨

原纸产品	项目	2011 年	2012 年
牛皮箱板纸	产能	64.00	64.00
	产量	68.71	71.56
	产能利用率（%）	107.36	111.80
白面牛卡纸	产能	25.00	25.00
	产量	11.75	10.33
	产能利用率（%）	46.99	41.34
高瓦纸	产能	20.00	20.00
	产量	6.58	5.93
	产能利用率（%）	32.91	29.65
其他纸	产能	8.00	8.00
	产量	7.57	4.74
	产能利用率（%）	94.66	59.25

资料来源：公司提供；注：公司 15 吨高强度瓦楞纸生产线已技改为生产牛皮箱板纸，但该生产线因同时具备生产高瓦纸的能力，归集产能时该生产线的产能仍然归集到高瓦纸的产能上。

原纸销售模式变化不大，销量小幅增长，价格有所下降，区域集中度上升

公司主要依托中国经济最为发达的长三角地区客户资源，通过直销为主的模式获取订单。2012年，公司共计实现原纸销量 90.04 万吨，同比小幅增长 0.62%，除牛皮箱板纸销量有所增长外，其他产品销量均呈下降趋势。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压力影响，公司产品价格呈下降趋势，盈利空间有限。为应对市场不利条件，公司进一步优化客户结构，提升以内销为主的江浙沪客户的销售比重，三地销售额占公司主营业务收入的 77.42%，区域集中度有所上升。

表 3 2012 年公司原纸各产品销售情况

项目	2011 年		2012 年	
	销量（万吨）	销售均价（吨/元）	销量（万吨）	销售均价（吨/元）
牛皮箱板纸	66.06	3,253.84	68.054	2,918.77
白面牛卡纸	10.73	3,934.91	10.492	3,521.02
高瓦纸	6.06	2,798.99	5.055	2,540.79
其他纸	6.64	2,806.86	6.442	2,086.82

资料来源：公司提供；注：表格中为已扣除关联销售后销量。

生活用纸项目仍处于前期准备阶段，尚未形成新的赢利点

为平滑公司产品高度集中于工业包装用纸这一周期性行业的风险，2011年公司投资新建6.8万吨绿色环保生活用纸产品项目。跟踪期内，公司“品萱”品牌的生活用纸已在江浙沪地区成功进驻包括“家乐福”、“易初莲花”、“教育超市”、“杭州物美”、“宁波三江”等知名KA客户门店，进

驻门店数量达440余家，同时在江浙沪三地发展了18家经销商，通过该部分经销商进入的销售终端门店达2,100余家。但受限于无自主原纸及后加工产能，且品牌宣传方面投入较小，公司生活用纸全年销售量有限，尚未能促进公司收入的增长并形成新的赢利点。

包装业务变化不大，特色彩印业务发展缓慢

跟踪期内，公司包装业务变化不大，2012年公司包装业务下属各子公司共计实现产量16,712.84万平方米，销量15,965.16万平方米，实现营业收入46,659.26万元，包装业务约占主营业务收入的15.11%。其中特色彩印业务发展较为缓慢，产品市场接受度低，使得公司的该部分业务收入和盈利能力均有所下降。2013年4月，为减少亏损，盘活资产，公司转让了经营持续不佳的新疆景特彩包装有限公司股权。

(4) 环保与节能减排

跟踪期内，公司在清洁生产、资源循环及节能减排方面做了大量的研究，在废纸高效处理技术、宽幅高速纸板机抄造技术、自控技术、造纸化学品应用、各种节能降耗技术及废水处理技术等方面取得了部分突破。通过工艺改进，公司平均吨纸污水排放量为5~6吨，远低于行业60吨的平均水平；相关能耗指标基本保持稳定。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，管网排放的优势避免了公司因环保达标的争议而影响正常的生产经营。由于管网系统的规模优势，所收取的排污费用低于行业一般企业自主的污水处理日常运营费用。较低的固定资产投资和运营费用使公司在环保方面保持成本优势。

总体来看，2012年受市场不利条件影响，公司整体开工不足，产量下滑，销量仅实现小幅增长。生活用纸项目仍处于前期准备阶段，尚未形成新的赢利点。

3. 投资情况

公司制定了未来几年项目建设及投资计划（见下表）。截至2012年底，公司“6.8万吨绿色环保再生生活用纸”项目已累计投入10,407.08万元，资金来源主要是非公开发行募集资金。2013年公司将在年初建成的卷筒纸及盒装面巾纸后加工产能基础上，完成中长卷无芯纸和手帕纸生产线的建设；2013年，该项目预计仍需投入86,263.92万元，公司将加快实施生活用纸原纸的生产线建设项目，争取在年内形成生活用纸原纸产能，以满足迅速扩大的营销渠道的铺货要求，前期公司已委托其他公司代为生产部分“品萱”品牌生活用纸产品以便提前铺设营销网络。

表4 截至2012年底公司主要投资计划一览

项目	主要产品	设计产能	预计投资总额 (万元)	截至2012年底已投资	未来投资计划	项目达到预定可使用状态日期
6.8万吨生活用纸项目	生活用纸	6.8万吨	96,671.00	10,407.08	86,263.92	生活用纸后加工已于2013年初建成，生产线的建成预计2013年末。
30万吨高强度瓦楞纸项目	高强度瓦楞纸	30万吨	45,990.00	0.00	45,990.00	2015年中期

资料来源：公司提供

公司目前主要产能集中在高档牛皮箱板纸，产品较为单一。下游纸箱客户在采购时，需要考虑牛皮箱板纸与瓦楞原纸的配套，而出于品质的统一及运输的经济性，会优先选择能提供配套产品的供应商。公司过去主要发展高档牛皮箱板纸的产能，并成为华东地区龙头企业，但产品配套不足的问题也日趋严重，并使得公司在争取客户、产品定价时与其他产品丰富的企业相比不具优

势。为维持一定的市场占有率及行业地位，公司计划在 2013 年度开展高强度瓦楞原纸生产线建设，完成 30 万吨的配套产能（2013 年 4 月公司四届二十五次董事会审议通过了该议案），争取部分解决产品品种单一问题，以促进公司主导产品的销售，提升产品价值。该项目计划 2013 年投资 8,000 万元、2014 年投资 30,000 万元、2015 年投资 7,990 万元，项目所需资金由公司自有资金和银行贷款解决。

未来，随着生活用纸项目产能的建成投产，公司产品结构将进一步丰富，抵御行业周期性风险的能力随之增强，并有望带来整体盈利状况的提升，从而对公司未来发展形成良好支撑。

4. 重大事项

2012 年 6 月 21 日，经深圳证券交易所、中国证券监督管理委员会浙江监管局审核后，公司发布董事会公告，内容如下：“浙江景兴纸业股份有限公司副董事长、副总经理兼财务总监徐俊发先生于 2012 年 6 月 20 日收到中国证券监督管理委员会浙证调查通字 12002 号《调查通知书》，因涉嫌违反证券法律法规，决定对其个人立案调查。本公司将根据调查进展，及时披露调查结果。目前公司生产经营正常。上述事项仅与徐俊发先生个人相关，目前不影响其履行副董事长、副总经理、财务总监职务。”

截止目前，该事项尚在调查过程中。徐俊发先生已于 2013 年 1 月 21 日辞去了公司副董事长、董事、副总经理、财务总监职务。

5. 未来发展

基于行业特点和宏观基本面以及公司自身经营情况，公司未来计划继续做精做强原有的箱板纸业务，重点增加高端瓦楞纸产能，适度地增加高附加值、高盈利产品的生产量，保持在行业内的地位及产品的市场份额；另一方面积极向生活用纸领域发展，利用公司在废纸纸浆和环保方面的技术特长，适时地发展绿色再生生活用纸产业，使公司最终发展成为一个依托环保再生技术为主的大型绿色造纸企业。

此外，公司将继续寻找符合公司战略要求和风险承受能力的项目参与投资，培育公司新的盈利增长点，使之与公司主营协同发展。同时在公司内部优化产品业务结构，形成公司核心产品和业务，对市场前景不好、无盈利能力的产品和业务进行弱化和淘汰。

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，且生活用纸产能的释放将有利于平滑公司产品高度集中于工业包装用纸这一周期性行业的风险。

四、财务分析

公司提供的 2012 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；2013 年一季度财务数据未经审计。报告期内，公司合并报表范围未发生变化，财务数据可比性强。

截至 2012 年底，公司合并资产总额 520,883.03 万元，负债合计 223,590.29 万元，所有者权益（含少数股东权益）297,292.74 万元。2012 年公司实现营业收入 310,404.18 万元，净利润 1,179.77 万元；经营活动产生的现金流量净额 9,119.74 万元，现金及现金等价物净增加额 -38,006.63 万元。

截至 2013 年 3 月底，公司合并资产总额 522,996.14 万元，负债合计 225,265.23 万元，所有者

权益（含少数股东权益）297,730.92 万元。2013 年一季度公司实现营业收入 65,659.61 万元，净利润 438.18 万元；经营活动产生的现金流量净额 7,619.15 万元，现金及现金等价物净增加额-2,715.31 万元。

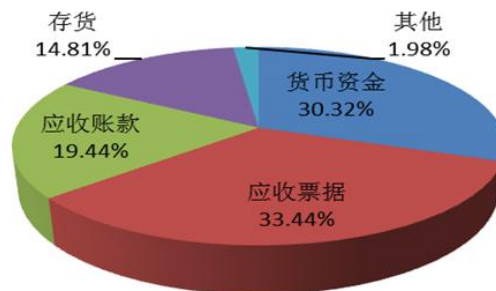
1. 资产及负债

资产

截至 2012 年底，公司资产合计 520,883.03 万元，较 2011 年底小幅减少 4.64%，主要是受流动资产同比小幅减少所致；流动资产在总资产中的占比由期初的 52.67%小幅降至 50.37%，公司资产构成变化不大。

公司流动资产中应收账款和应收票据占比有所增加，货币资金和存货占比有所下降，其他流动资产构成变化不大；流动资产的减少主要是来自于货币资金的减少。截至 2012 年底，公司货币资金为 79,568.86 万元，较上年同比减少 34.97%，主要是跟踪期内 6.8 万吨生活用纸项目投入、技改项目自有资金投入及归还各类借款较多所致；公司应收票据为 87,755.14 万元，较上年同比增长 31.90%，主要是采用票据结算方式增加所致；应收账款为 50,999.23 万元，较年初增长 8.05%，目前公司应收账款余额账龄 1 年以内的占比 94.48%，回收风险较小；公司存货为 38,866.99 万元，较年初减少 10.85%，其中库存商品 18,403.77 万元，较年初减少 13.51%，主要是公司为缓解市场不利影响，减少资金占用，主动降低库存所致。

图 1 2012 年公司流动资产构成



资料来源：公司年报，联合评级整理

公司非流动资产以固定资产（占比 86.12%）、在建工程（占比 4.23%）、无形资产（占比 6.40%）和长期股权投资（占比 3.14%）为主，其他包括商誉、长期待摊费用和递延所得税资产等。截至 2012 年底，公司固定资产为 222,620.76 万元，无形资产为 16,555.79 万元，较上年相比变化均不大；在建工程为 10,922.26 万元，同比大幅增长 94.83%，主要是跟踪期内 6.8 万吨生活用纸项目投入增加所致；长期股权投资 8,125.87 万元，同比增长 19.34%，主要是以权益法核算的对浙江莎普爱思药业股份有限公司的长期股权投资有所增长所致。截至 2012 年底，公司资产减值损失同比增长至 1,732.65 万元，主要是报告期内计提固定资产、无形资产减值损失所致。

截至 2013 年 3 月底，公司资产总额为 522,996.14 万元，较年初小幅增长 0.41%，其中流动资产占比 50.09%，资产构成较年初变化不大。

总体来看，跟踪期内，公司资产规模及构成较上年相比变化不大。

负债及所有者权益

截至 2012 年底，公司负债合计 223,590.29 万元，较 2011 年底下降了 10.60%。其中流动负债减少 43.27%，非流动负债增长 597.02%，主要是 2012 年公司发行 7.5 亿公司债，并归还部分银行

短期借款所致。公司债的发行使得公司非流动负债占比大幅提高至 39.78%，债务结构有所改善。

截至 2012 年底，公司流动负债合计 134,654.78 万元，仍以短期借款、应付账款和其他流动负债为主，分别占流动负债的 46.36%、12.79%和 22.28%。其中，短期借款较上年减少 56.80%，主要系公司发行债券归还部分银行贷款所致；应付账款同比减少 36.13%，主要系公司采购金额下降及采用票据结算方式增加所致；其他流动负债共计 30,000.00 万元，为跟踪期内公司发行的短期融资债券。

截至 2012 年底，公司非流动负债合计 88,935.51 万元，其中应付债券占比为 82.65%，长期借款占比 16.35%，其余为预计负债和递延所得税负债，占比很小。

截至 2012 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率较 2011 年底均有所下降，分别为 42.93%和 39.27%，整体债务负担有所减轻，债务水平适中；受公司债券发行影响，公司长期债务资本化比率由年初的 4.11%提高至 22.85%，债务结构有所改善。

截至 2013 年 3 月底，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分别为 43.07%、38.49%和 22.83%，较年初变化不大。

截至 2012 年底，公司所有者权益合计为 297,292.74 万元，较上年增长 0.40%。其中归属于母公司所有者权益 286,985.45 万元，占所有者权益合计的 96.53%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 38.12%，资本公积占 53.33%，盈余公积占 1.72%，未分配利润占 6.83%；2012 年公司以资本公积转增股本，使得公司实收资本大幅增长至 109,395.10 万元，占比大幅提升，所有者权益结构的稳定性较好。2013 年 3 月底，公司所有者权益规模和构成较年初变化不大，所有者权益合计 287,460.06 万元。

总体来看，跟踪期内，公司负债规模有所收缩，债务水平适中，债务结构以流动负债为主，公司债券的发行使得公司债务结构有所改善。

2. 盈利能力

公司利润主要来自主营业务收入，2012 年公司实现营业收入 310,404.18 万元，较上年同比减少 10.06%，主要是受行业产能过剩和下游需求低迷的双重压力影响，销售收入大幅减少所致。受市场不利因素影响，2012 年公司整体产品销量增长有限，产品销售价格下滑，盈利空间受挤压，公司营业利润（1,437.13 万元）和净利润（1,179.77 万元）均呈大幅下滑态势，同比分别减少 89.06%和 91.51%。

费用控制方面，2012 年公司期间费用共计为 37,873.77 万元，同比小幅上升 5.87%。其中，销售费用同比增长 9.16%，主要是运输成本和销售人员薪酬增长所致；管理费用同比增长 12.60%，主要是职工薪酬和技术研发费用等增长所致；财务费用同比减少 4.06%，系债务规模有所收缩使得利息支出减少所致。2012 年公司费用收入比为 12.20%，同比有所增长，但仍处于较低水平。

从盈利指标来看，2012 年，受利润规模下降影响，公司的总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均有所下降，分别为 2.80%、2.64%和 0.40%，盈利水平偏低。

2013 年 1~3 月，公司实现营业收入 65,659.61 万元、营业利润 383.20 万元、净利润 438.18 万元，同比分别减少 3.24%、88.16%和 86.47%，较上年同期均呈现一定幅度的下降。

总体来看，受市场不利因素影响，公司营业收入和利润水平下滑明显，整体盈利水平偏低。

3. 现金流

从经营活动看，2012 年公司经营活动现金流入 349,870.36 万元（同比减少 9.35%），现金流出 340,750.62 万元（同比增长 9.00%），经营活动产生的现金流量净额为 9,119.74 万元，同比减少

20.79%，一方面是公司产品销售价格有所下降使得销售收入同比减少，另一方面是 2011 年公司贴现部分票据使得 2011 年现金流入增加所致。

2012 年公司投资活动产生的现金流量净额为-16,355.17 万元，现金净流出较上年增长 44.26%，主要原因是公司在建工程建设投入较去年增加所致。

2012 年公司筹资活动现金流量净额为-30,819.23 万元，较上年大幅减少，主要是归还债务使得筹资活动现金流出大幅增加所致。

2013 年 1~3 月，公司经营活动现金流净额为 7,619.15 万元，主要是公司加强对货款回笼的管理，因此销售商品、提供劳务收到的现金增加所致；投资活动现金流净额为-7,750.79 万元，筹资活动现金流净额为-2,581.21 万元。

总体来看，公司经营活动获得现金的能力相对稳定。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，随着公司发行债券后对部分银行短期债务的归还，2012 年底公司流动比率、速动比率分别为 1.95 倍和 1.66 倍，较上年均有所上升，处于较好水平；现金短期债务比为 1.61 倍，表明公司现金类资产对短期债务的覆盖程度较好；尽管经营现金流动负债比率偏低，仅为 6.77%，但总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2012 年公司 EBITDA 为 32,243.40 元，同比减少 30.51%；EBITDA 利息倍数为 2.52 倍，利息保障程度较好；EBITDA 全部债务比为 0.17 倍，EBITDA 对公司全部债务的保障能力偏低。总体看，跟踪期内，随着公司盈利规模的下降，对债务的保障程度有所减弱，未来随着公司对现有产品种类的进一步优化，以及公司生活用纸项目投入运营并开始盈利，公司偿债能力将有望出现回升。

截至 2012 年底，公司存在对外担保（合并口径）16,350.00 万元，被担保企业为浙江晨光电缆股份有限公司（3,550.00 万元）和平湖热电厂（12,800.00 万元），公司与上述两家均签有互保协议，互保金额分别为 1 亿和 1.5 亿，目前两家企业经营正常，预计能够正常履行偿债义务，发生代偿的概率小。

五、综合评价

跟踪期内，受行业产能过剩和下游需求低迷的双重压力影响，公司收入和利润水平明显下滑，整体盈利能力减弱；另一方面，公司债务规模有所收缩，整体债务水平适中。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，且生活用纸产能的释放将有利于平滑公司产品高度集中于工业包装用纸这一周期性行业的风险。

综合考虑，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望调整为“负面”；维持“12 景兴债”的“AA”债项信用等级。

附件 1-1 浙江景兴纸业股份有限公司
2011 年~2013 年 3 月合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资产	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动资产：				
货币资金	122,362.15	79,568.86	-34.97	74,221.62
交易性金融资产				
应收票据	66,530.56	87,755.14	31.90	79,654.58
应收账款	47,198.02	50,999.23	8.05	44,135.97
预付款项	7,576.55	4,257.32	-43.81	1,626.81
应收利息				
应收股利				
其他应收款	454.15	445.62	-1.88	1,269.04
存货	43,594.88	38,866.99	-10.85	59,748.90
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产	0.00	500.41	--	1,333.78
流动资产合计	287,716.30	262,393.58	-8.80	261,990.70
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资	6,808.93	8,125.87	19.34	8,595.18
投资性房地产				
固定资产	230,764.81	222,620.76	-3.53	223,154.57
生产性生物资产				
油气资产				
在建工程	5,606.03	10,922.26	94.83	10,999.76
工程物资				
固定资产清理				
无形资产	15,106.93	16,555.79	9.59	17,996.16
开发支出				
商誉	78.97	78.97	0.00	78.97
长期待摊费用	63.33	43.33	-31.58	38.33
递延所得税资产	75.87	142.47	87.77	142.47
其他非流动资产				
非流动资产合计	258,504.88	258,489.45	-0.01	261,005.44
资产总计	546,221.18	520,883.03	-4.64	522,996.14

附件 1-2 浙江景兴纸业股份有限公司
2011 年~2013 年 3 月合并资产负债表
(负债及所有者权益)
(单位: 人民币万元)

负债和所有者权益	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动负债:				
短期借款	144,510.66	62,426.23	-56.80	91,940.17
交易性金融负债	43.53	9.75	-77.61	9.75
应付票据	3,414.60	7,300.11	113.79	1,853.89
应付账款	26,961.75	17,220.48	-36.13	26,481.12
预收款项	2,680.40	1,008.50	-62.37	940.10
应付职工薪酬	1,168.67	1,427.17	22.12	929.21
应交税费	2,256.68	1,275.29	-43.49	431.85
应付利息	1,485.35	3,518.02	136.85	2,664.10
应付股利				
其他应付款	4,388.88	6,034.98	37.51	6,601.32
一年内到期的非流动负债	10,438.23	4,434.23	-57.52	4,429.91
其他流动负债	40,000.00	30,000.00	-25.00	0.00
流动负债合计	237,348.75	134,654.78	-43.27	136,281.43
非流动负债:				
长期借款	12,704.97	14,539.61	14.44	14,509.40
应付债券	0.00	73,508.50	--	73,587.00
长期应付款				
专项应付款				
预计负债	0.00	846.70	--	846.70
递延所得税负债	54.49	40.70	-25.31	40.70
其他非流动负债				
非流动负债合计	12,759.46	88,935.51	597.02	88,983.80
负债合计	250,108.22	223,590.29	-10.60	225,265.23
所有者权益:				
股本	54,697.55	109,395.10	100.00	109,395.10
资本公积	207,752.94	153,055.39	-26.33	153,055.39
减: 库存股				
专项储备				
盈余公积	4,702.74	4,927.07	4.77	4,927.07
未分配利润	18,331.41	19,607.88	6.96	20,082.50
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	285,484.64	286,985.45	0.53	287,460.06
少数股东权益	10,628.32	10,307.29	-3.02	10,270.85
所有者权益合计	296,112.96	297,292.74	0.40	297,730.92
负债和所有者权益总计	546,221.18	520,883.03	-4.64	522,996.14

附件 2 浙江景兴纸业股份有限公司

2011 年~2013 年 3 月合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~3 月
一、营业收入	345,139.39	310,404.18	-10.06	65,659.61
减: 营业成本	296,884.54	269,904.48	-9.09	56,493.60
营业税金及附加	975.38	1,153.17	18.23	102.20
销售费用	11,814.05	12,896.09	9.16	3,133.15
管理费用	11,943.35	13,447.76	12.60	3,266.39
财务费用	12,018.10	11,529.92	-4.06	2,750.40
资产减值损失	80.15	1,732.65	2,061.81	0.00
加: 公允价值变动收益 (损失以“-”号填列)	28.97	11.65	-59.79	0.00
投资收益 (损失以“-”号填列)	1,678.05	1,685.37	0.44	469.31
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	1,678.05	1,649.74	-1.69	469.31
汇兑收益 (损益以“-”号添列)				
二、营业利润 (亏损以“-”号填列)	13,130.84	1,437.13	-89.06	383.20
加: 营业外收入	1,181.76	853.87	-27.75	112.26
减: 营业外支出	39.08	1,007.48	2,477.99	0.62
其中: 非流动资产处置损失	20.41	138.74	579.88	0.60
三、利润总额 (亏损总额以“-”号填列)	14,273.53	1,283.53	-91.01	494.84
减: 所得税费用	375.66	103.75	-72.38	56.66
四、净利润 (净亏损以“-”号填列)	13,897.86	1,179.77	-91.51	438.18
其中: 归属于母公司所有者的净利润	12,528.22	1,500.80	-88.02	474.62
少数股东损益	1,369.64	-321.03	-123.44	-36.44
五、每股收益:				
(一) 基本每股收益	0.27	0.01	-96.25	0.00
(二) 稀释每股收益	0.27	0.01	-96.25	0.00
六、其他综合收益				
七、综合收益总额	13,897.86	1,179.77	-91.51	438.18
归属于母公司所有者的综合收益总额	12,528.22	1,500.80	-88.02	474.62
归属于少数股东的综合收益总额	1,369.64	-321.03	-123.44	-36.44

附件 3 浙江景兴纸业股份有限公司
2011 年~2013 年 3 月合并现金流量表
(单位: 人民币万元)

项 目	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~3 月
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	377,380.45	335,927.35	-10.98	94,927.79
收到的税费返还	321.42	389.96	21.32	30.63
收到其他与经营活动有关的现金	8,259.65	13,553.05	64.09	947.63
经营活动现金流入小计	385,961.51	349,870.36	-9.35	95,906.04
购买商品、接受劳务支付的现金	327,169.34	289,625.76	-11.48	77,151.88
支付给职工以及为职工支付的现金	11,373.65	12,147.92	6.81	3,659.72
支付的各项税费	8,263.79	13,904.52	68.26	1,475.94
支付其他与经营活动有关的现金	27,641.80	25,072.41	-9.30	5,999.36
经营活动现金流出小计	374,448.57	340,750.62	-9.00	88,286.89
经营活动产生的现金流量净额	11,512.93	9,119.74	-20.79	7,619.15
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金				
取得投资收益收到的现金	357.57	385.90	7.92	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	50.77	797.39	1,470.73	8.74
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额				
收到其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流入小计	408.34	1,183.29	189.78	8.74
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	11,274.89	17,498.86	55.20	7,759.53
投资支付的现金	470.67	39.60	-91.59	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流出小计	11,745.56	17,538.46	49.32	7,759.53
投资活动产生的现金流量净额	-11,337.23	-16,355.17	44.26	-7,750.79
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	93,921.29	0.00	-100.00	0.00
发行债券所收到的现金	39,840.00	103,310.00	159.31	0.00
取得借款收到的现金	272,585.19	331,899.29	21.76	96,588.78
收到其他与筹资活动有关的现金	2,000.00	2,640.00	32.00	0.00
筹资活动现金流入小计	408,346.48	437,849.29	7.22	96,588.78
偿还债务支付的现金	308,372.15	458,153.08	48.57	95,101.32
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	15,971.29	10,515.44	-34.16	4,068.66
支付其他与筹资活动有关的现金	2,640.00	0.00	-100.00	0.00
筹资活动现金流出小计	326,983.44	468,668.52	43.33	99,169.98
筹资活动产生的现金流量净额	81,363.03	-30,819.23	-137.88	-2,581.21
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-210.92	48.03	-122.77	-2.47
五、现金及现金等价物净增加额	81,327.82	-38,006.63	-146.73	-2,715.31
加: 期初现金及现金等价物余额	31,874.29	113,202.11	255.15	75,195.48
六、期末现金及现金等价物余额	113,202.11	75,195.48	-33.57	72,480.17

附件 4 浙江景兴纸业股份有限公司
2011 年~2012 年合并现金流量表补充资料
(单位: 人民币万元)

补充资料	2011 年	2012 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量:			
净利润	13,897.86	1,179.77	-91.51
加: 资产减值准备	80.15	1,732.65	2,061.81
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	17,328.11	17,608.43	1.62
无形资产摊销	526.83	551.63	4.71
长期待摊费用摊销	20.00	20.00	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“-”号填列)	14.06	109.80	681.11
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)			
公允价值变动损失(收益以“-”号填列)	-28.97	-11.65	-59.79
财务费用(收益以“-”号填列)	13,271.08	12,500.08	-5.81
投资损失(收益以“-”号填列)	-1,678.05	-1,685.37	0.44
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	50.48	-66.59	-231.91
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)	-59.31	-13.79	-76.75
存货的减少(增加以“-”号填列)	-1,299.11	3,982.57	-406.56
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	-31,142.85	-20,430.28	-34.40
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	532.65	-6,357.51	-1,293.56
其他			
经营活动产生的现金流量净额	11,512.93	9,119.74	-20.79
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:			
债务转为资本			
一年内到期的可转换公司债券			
融资租入固定资产			
3.现金及现金等价物净变动情况:			
现金的期末余额	113,202.11	75,195.48	-33.57
减: 现金的期初余额	31,874.29	113,202.11	255.15
加: 现金等价物的期末余额			
减: 现金等价物的期初余额			
现金及现金等价物净增加额	81,327.82	-38,006.63	-146.73

附件 5 浙江景兴纸业股份有限公司 2011 年~2013 年 3 月主要财务指标

项 目	2011 年	2012 年	2013 年 3 月
经营效率			
应收账款周转次数(次)	6.18	6.15	--
存货周转次数 (次)	6.76	6.51	--
总资产周转次数 (次)	0.70	0.58	0.13
现金收入比率 (%)	109.34	108.22	144.58
盈利能力			
总资本收益率 (%)	6.17	2.80	--
总资产报酬率 (%)	5.79	2.64	--
净资产收益率 (%)	5.69	0.40	0.15
主营业务毛利率 (%)	14.11	13.12	--
营业利润率 (%)	13.70	12.68	13.80
费用收入比 (%)	10.37	12.20	13.94
财务构成			
资产负债率 (%)	45.79	42.93	43.07
全部债务资本化比率 (%)	41.62	39.27	38.49
长期债务资本化比率 (%)	4.11	22.85	22.83
偿债能力			
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.23	2.52	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.22	0.17	--
经营现金债务保护倍数 (倍)	0.05	0.05	0.04
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	0.00	-0.04	0.00
流动比率	1.21	1.95	1.92
速动比率	1.03	1.66	1.48
现金短期债务比 (倍)	0.95	1.61	1.57
经营现金流动负债比率 (%)	4.85	6.77	5.59
经营现金利息偿还能力 (倍)	0.80	0.71	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 (倍)	0.01	-0.57	--

注：1、公司 2013 年 1 季度财务报告未经审计，相关财务指标未年化；

2、公司未提供 2013 年 1 季度现金流量补充资料表，因此相关指标未计算；

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
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) ^{1/(n-1)} - 1] ×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	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%
盈利指标	
总资本收益率	(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%
财务构成指标	
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%
长期偿债能力指标	
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
短期偿债能力指标	
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)
本期公司债券偿债能力	
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+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

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 7 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。