跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1340 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公开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公开发行的“12 景兴债”公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年 六 月 二十 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

浙江景兴纸业股份有限公司
公司债券2019年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
12景兴债	7.07亿元	7年	AA	AA	2018.5.24

跟踪评级时间：2019年6月20日

主要财务数据：

项目	2017年	2018年	2019年3月
资产总额（亿元）	62.99	63.79	64.13
所有者权益（亿元）	39.79	43.58	44.36
长期债务（亿元）	7.66	0.00	0.00
全部债务（亿元）	16.36	15.39	15.44
营业收入（亿元）	53.60	59.38	13.00
净利润（亿元）	6.92	3.58	0.78
EBITDA（亿元）	11.39	7.37	--
经营性净现金流（亿元）	-0.10	4.29	4.05
营业利润率（%）	18.84	11.48	8.76
净资产收益率（%）	18.88	8.58	1.78
资产负债率（%）	36.83	31.68	30.83
全部债务资本化比率（%）	29.14	26.09	25.83
流动比率（倍）	1.85	1.52	1.62
EBITDA全部债务比（倍）	0.70	0.48	--
EBITDA利息倍数（倍）	11.62	7.78	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.61	1.04	--

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、2019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

跟踪期内，浙江景兴纸业股份有限公司（以下简称“公司”或“景兴纸业”）经营状况整体保持稳定，由于纸价提升，公司营业收入有所增长，主要产品产销量比较稳定；此外，公司整体债务负担较轻，经营活动现金流状况大幅改善。同时联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司进口废纸配额大幅减少、原材料采购价格增长、盈利能力有所下降、公司生活用纸成品业务仍处于亏损状态以及部分业务产能利用率较低等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

未来随着公司持续实施节能改造，提高生产能效，并加大客户的开发力度，改进生活用纸的营销策略，公司未来收入规模和盈利能力有望保持稳定。

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

优势

1. 由于纸价上涨，公司收入规模保持增长，公司经营活动现金流量净额由负转正。

2. 公司在节能环保等方面取得一定研究成果，公司享受增值税即征即退50%的政策可持续性较强。

关注

1. 受政策影响，公司进口废纸配额大幅减少，同时，国内废纸价格涨幅较大，公司生产成本控制压力加大，主要产品销售毛利率均有所下降。

2. 公司生活用纸业务销量下降，受原材料涨价影响，净利率仍处于亏损状态；生活用纸和纸箱及纸板业务销量下降，产能利用率仍处于较低水平。

3．公司期间费用对营业利润侵蚀严重，且其他收益对营业利润贡献很大；“12 景兴债”即将到期，公司面临一定集中偿付压力。

分析师

唐玉丽
电话：010-85172818
邮箱：tangyl@unitedratings.com.cn

李　彤
电话：010-85172818
邮箱：lit@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
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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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他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：

联合信用评级有限公司

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），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.SZ），发行完成后，公司总股本变更为23,000万元。后经送股、非公开增发、公积金转股等，截至2018年底，公司总股本为111,120.10万元；公司实际控制人为第一大股东朱在龙先生，持股16.04%（质押比例47.14%），公司股权结构相对分散。

2018 年，公司经营范围及组织结构较上年未发生变化。

2018 年，公司出售 1 家子公司。截至 2018 年底，公司拥有在职员工 1,975 人，较上年底减少 47 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 63.79 亿元，负债合计 20.21 亿元，所有者权益（含少数股东权益）43.58 亿元，其中归属于母公司所有者权益 42.13 亿元。2018 年，公司实现营业收入 59.38 亿元，净利润（含少数股东损益）3.58 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.35 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.29 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.62 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 64.13 元，负债合计 19.77 亿元，所有者权益（含少数股东权益）44.36 亿元，其中归属于母公司所有者权益 42.87 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 13.00 亿元，净利润（含少数股东损益）0.78 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.75 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.05 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.62 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、债券发行情况及募集资金使用情况

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 7.50 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。该债券的付息日为 2012 年至 2019 年每年 10 月 25 日，到期日为 2019 年 10 月 25 日。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.SZ”，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，与募集说明书承诺使用用途一致。

截至本报告出具日，公司均已每年按期偿付利息。

2017 年 10 月 25 号，“12 景兴债”回售有效申报数量为 429,891 张，回售金额为 46,161,695.58 元（含利息），剩余托管数量为 7,070,109 张，剩余债券金额 7.07 亿元。

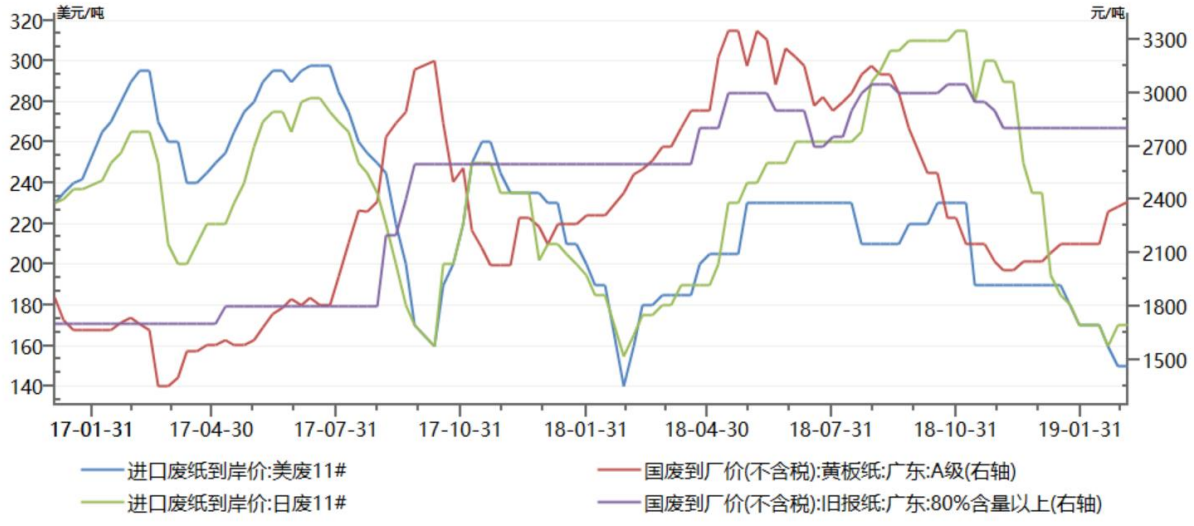
三、行业分析

2018年，全球经济复苏缓慢，我国经济增长缓中趋稳，年度 GDP 同比增长6.6%，增速较上年有所放缓，面临经济下行压力。进入2018年以后，由于受到中美贸易摩擦导致原材料价格攀升，环保压力加大以及下游需求疲软导致价格走低等因素的影响，促使造纸行业企业盈利下滑，行业整体景气度有所下降，造纸企业利润有所下滑。2018年，我国造纸及纸制品业汇总企业单位数6,704个，亏损企业数1,045个，主营业务收入13,727.93亿元，同比增长8.3%；其中：纸浆制造业主营业务收入156.43亿元，同比增长26.16%；造纸业主营业务收入8,152.19亿元，同比增长6.9%；纸制品制造业主营业务收入5,419.3亿元，同比增长10.01%；造纸企业利润总额由2017年837.8亿元降至2018年的766.4亿元，同比下降8.5%。从机制纸及纸板的产量来看，2010~2017年，中国的纸制品产量总体呈缓慢增长趋缓，行业供给基本维持稳定，2018年1~10月，机制纸及纸板的产量出现大幅下降，产量仅为0.97亿吨，同比下降了8.44%，2018年1~9月，机制纸销量为0.87亿吨，同比下降了7.56%。

从上游原材料供应来看，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。2018年，我国纸浆进口量为2,478.90万吨，同比增长4.50%；进口金额为197.16亿美元，同比增长28.50%。2018年，我国废纸进口量为1,703.00万吨，同比下降33.80%；进口金额达42.93亿美元，同比下降26.90%。受“禁废令”和排污许可证等政策实施影响，2018年，废纸进口量总体呈现下降的趋势。

从国际废纸的价格走势看，2018 年 1~8 月，受政策趋严影响，外废和国废价格呈整体上涨趋势；2018 年下半年，受贸易战冲击，下游需求随之减弱，外废和国废价格均有较大幅度下降。

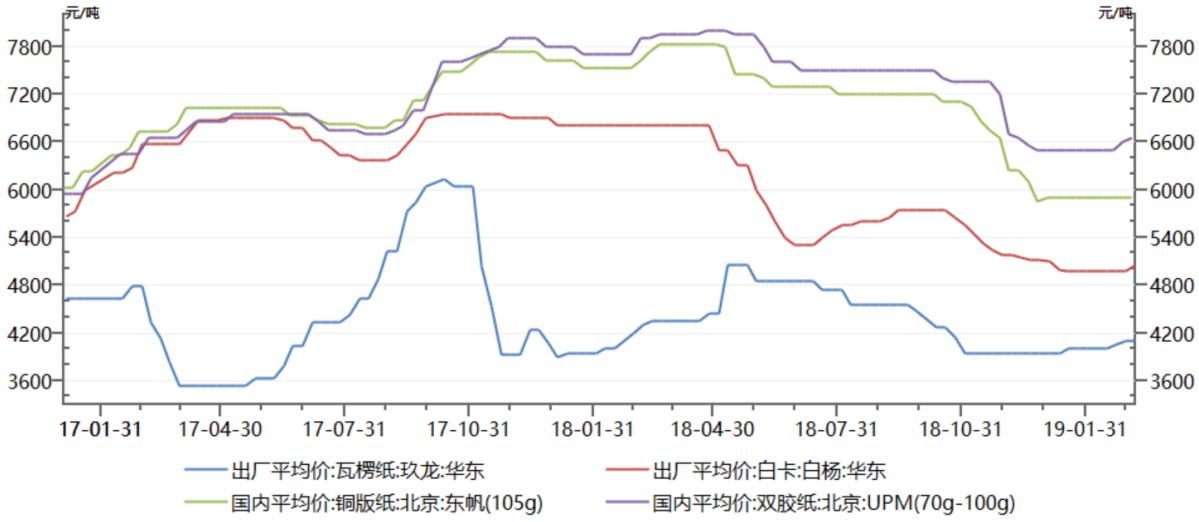
图 1　近年来废纸价格走势图（单位：美元/吨、元/吨）



资料来源：Wind

纸品价格方面，受益于供给侧结构性改革、环保政策加码以及造纸行业去产能加速等因素影响，2017年成品纸提价以来，2018年成品纸价格有所震荡，其中2018年5月后，受下游订单萎缩等因素影响进入下滑通道，再加之终端零售不振，导致了行业需求承压，瓦楞纸价格逐渐走低，直至11月末，瓦楞原纸价格达到全年最低点。

图 2　近年来成品纸价格走势图（单位：元/吨）



资料来源：Wind

从行业政策来看，2018 年 6 月，国务院发布《中共中央国务院关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》，其中重点提出全面禁止洋垃圾入境，力争 2020 年年底前基本实现固体废物零进口。2018 年 8 月，商务部对美废加征 25%关税，美废价格推升或推升所有外废价格，国废与外废价差将缩小，拥有外废配额的企业成本优势缩小，成本端压力加大或进一步推升产品价格。

从行业竞争来看，受更严厉的环保政策的实施影响，中小企业落后产能不断出清，行业集中度进一步提升。

总体看，2018年，受成本整体上涨、下游需求疲软以及环保压力加强等因素影响，造纸行业盈利能力整体呈减弱趋势；同时随着落后产能的不断出清，行业集中度进一步提升。未来行业内资源优势明显并且满足环保要求的大型企业具备较强的竞争优势，有望获得较好的发展。

四、管理分析

跟踪期内，公司主要管理制度及公司董事、监事及高管构成较上年未发生变化，主要管理制度连续，管理运作良好。

五、经营分析

1．经营概况

公司主营业务为原纸、纸箱及纸版和生活用纸的生产及销售，2018年，公司实现营业收入59.38亿元，较上年增长10.79%，主要系原纸销售价格提升所致；公司实现净利润3.58亿元，较上年下降48.33%，主要系原材料价格大幅提升所致；2018年，公司主营业务收入为59.24亿元，较上年增长10.81%，占营业收入比重为99.77%，主营业务突出。

从主营业务各板块收入来看，2018年，公司原纸收入50.58亿元，较上年增长12.71%，主要系受废纸原料等成本上涨的推动，公司提高产品售价所致，原纸收入占主营业务收入的85.39%，较上年上升1.45个百分点，仍是公司收入的主要来源；纸箱及纸板收入4.88亿元，较上年下降0.46%，占主营业务收入的8.24%，较上年变化不大；生活用纸收入3.77亿元，较上年增长2.62%，占主营业务收入的6.37%，较上年变化不大。

表 1　2017~2018 年公司主营业务收入及成本情况（单位：万元，%）

项目	2017 年			2018 年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
原纸	448,785.30	83.94	22.12	505,845.98	85.39	13.27
纸箱及纸板	49,053.99	9.18	12.82	48,829.03	8.24	10.84
生活用纸	36,785.23	6.88	2.37	37,749.52	6.37	5.67
合计	**534,624.51**	**100.00**	**19.91**	**592,424.52**	**100.00**	**12.58**

资料来源：公司提供

从毛利率来看，受公司原材料价格上涨影响，2018年，公司原纸产品毛利率下降8.85个百分点至13.27%；纸箱及纸板毛利率小幅变动，由2017年的12.82%下降至10.84%；生活用纸毛利率由2.37%上升至5.67%，主要系公司提价，当期平均销售单价小幅提升所致；公司综合毛利率由2017年的19.91%下降至12.58%。

2019年1~3月，公司实现营业收入13.00亿元，较上年同期下降0.84%；实现净利润0.78亿元，较上年同期下降29.17%。

总体看，2018年，受成本端原料价格上升影响，公司收入规模继续增长，但综合毛利率有所下降。

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，2018年，占生产成本的比重为76.34%，较上年占比小幅提升。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，2018年，进口废纸的额度继续收紧，公司获批进口废纸许可证额度为35.46万吨，较上年减少26.38%，由于废纸的进口量较上年下降，公司国内废纸采购量和木浆采购量有所增长。具体来看，2018年，公司国内废纸采购量较上年增长11.08%至105.36万吨；公司进口废纸采购量较上年下降30.80%至34.26万吨；2018年，公司木浆采购量较上年增长15.61%至8.24万吨。

从采购价格来看，废纸供应缺口加大使得国废价格增长，具体来看，2018年，公司国内废纸平均采购价格较上年上升26.81%至2,675.77元/吨；进口废纸采购均价较上年上升8.91%至2,004.26元/吨；木浆采购价格上升21.02%至5,405.47元/吨。

表 2　2017~2018 年公司主要原材料采购情况（单位：吨，元/吨）

产品	项目	2017 年	2018 年
木浆	采购量	71,239.84	82,362.41
	采购均价	4,466.76	5,405.47
国内废纸	采购量	948,446.10	1,053,561.67
	采购均价	2,110.02	2,675.77
进口废纸	采购量	495,118.60	342,606.91
	采购均价	1,840.26	2,004.26

资料来源：公司提供

2018年，公司前五大原材料供应商采购金额占总采购金额的17.48%，较上年下降3.49个百分点，集中度一般。从结算方式来看，2018年，由于国内废纸采购量增加，现金支付的比例较上年

有所提升。

总体看，2018年，受环保政策影响，公司木浆及废纸采购均价有所上升，不利于公司控制生产成本；公司废纸总采购量较上年变化不大。

（2）产品生产

公司仍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前，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。

从原纸产能上看，2018年，公司原纸产能为135万吨，较2017年未发生变化。从原纸产量上看，2018年，公司原纸产量为133.53万吨，较上年变化不大。具体来看，2018年，牛皮箱板纸产量、高瓦纸产量、其他纸产量均较上年变化不大；白面牛卡纸产量随销量增加而增长7.28%至9.73万吨。2018年，公司原纸产品整体产能利用率为98.91%，较2017年变化不大。

表 3　2017~2018 年公司原纸各产品产量情况（单位：万吨）

原纸产品	2017 年	2018 年
牛皮箱板纸	80.34	80.38
白面牛卡纸	9.07	9.73
高瓦纸	32.53	32.09
其他纸	11.74	11.33
合计	**133.68**	**133.53**

资料来源：公司提供

从生活用纸原纸产能上看，2018年，公司生活用纸原纸产能为6.80万吨/年，较上年未发生变化。2018年，公司生活用纸原纸产量5.19万吨，较上年下降5.81%，主要系销量减少所致；库存量0.42万吨，较上年增长61.54%；2018年，公司生活用纸原纸产能利用率由上年的81.03%下降至76.32%，产能利用率有所下降。此外，公司卷筒卫生纸、软抽面巾纸、手帕纸等生活用纸成品产能200万箱/年，较上年未发生变化；2018年生活用纸成品产量为58.68万箱，较上年下降16.17%，主要系销量减少所致；库存量为13.93万箱，较上年下降8.11%，产能利用率为29.34%，产能利用率仍较低。

公司纸箱及板纸业务目前主要由平湖市景兴包装材料有限公司、南京景兴纸业有限公司2家控股子公司负责运营。从生产情况来看，截至2018年底，公司纸箱及板纸业务拥有37,000.00万平方米/年纸箱（纸板）的生产能力，较上年底未发生变化；2018年，纸箱及板纸产量12,064.01万平方米，较上年下降5.78%；库存量为153.87万平方米，较上年下降4.13%；产能利用率为32.61%，产能利用率仍较低。

总体看，2018 年，公司原纸产量较上年变化不大，纸箱及纸板和生活用纸原纸产量较上年有所下降，生活用纸和纸箱及板纸业务产能利用率仍有待提升。

（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。2018 年，公司主要原纸产品销量较上年均小幅增长，公司共计实现原纸销量 128.42 万吨，较上年增长 3.47%；原纸各产品产销率均较上年变化不大，仍维持在较高水平。从销售价格情况来看，受原材料价格提升，公司产品提价影响，公司各产品销售均价较上年有所提升；公司江浙沪三地销售额占公司营业收入的91.04%，区域集中度较上年变化不大，仍面临一定的区域集中风险。

表 4　2017~2018 年公司原纸各产品销售情况（单位：万吨，元/吨，%）

项目	2017 年			2018 年			销量变动	销售均价变动
	销量	销售均价	产销率	销量	销售均价	产销率		
牛皮箱板纸	74.06	3,734.04	92.18	77.60	3,992.55	96.53	4.78	6.92
白面牛卡纸	8.69	4,328.31	95.81	9.16	4,708.89	94.14	5.41	8.79
高瓦纸	29.97	3,462.39	92.13	30.41	3,824.88	94.76	1.47	10.47
其他纸	11.39	2,709.72	97.02	11.25	3,252.17	99.29	-1.23	20.02
合计	**124.11**	--	--	**128.42**	--	--	--	--

资料来源：公司提供

公司生活用纸的生产销售以原纸销售为主，终端生活用纸成品以重建销售渠道和产品开发为主。2018 年，公司生活用纸原纸实现销量 4.62 万吨，较上年下降 6.29%，主要系行业中拥有品牌和渠道绝对优势的龙头企业占据市场主导地位，市场竞争激烈所致，生活用纸原纸产销率为 89.02%，较上年变化不大。生活用纸原纸的下游客户主要有两家，分别是苏州旨品贸易有限公司（以下简称“旨品贸易”）和苏州亚青贸易有限公司（以下简称“亚青贸易”），2018 年，公司对旨品贸易的销售额为 2.93 亿元，占生活用纸原纸销售总额的 87.98%，对亚青贸易的销售额为 0.40 亿元，占生活用纸原纸销售总额的 12.02%，客户集中度高。

2018 年，公司生活用纸成品实现销量 59.48 万箱，较上年下降 25.13%，主要系下游经销门店数量减少所致；产销率为 101.36%，较上年变化不大。2018 年，公司在传统渠道方面采取进一步收缩 KA 渠道，巩固 GT 渠道及重点开发 AFH 客户的策略。在电子商务方面，生活用纸事业部新设电子商务营运团队，将电子商务的运营模式由代理运营改为自营模式。2018 年，公司为提高后加工设备利用率，公司生活用纸事业部和国内知名品牌开展合作，为知名生活用纸品牌“妮飘”，“洁云”等提供 OEM 服务，此部分产生业务收入 0.27 亿元。

2018 年，公司纸箱及纸板销量因行业下游需求不振而有所减少，纸箱纸板业务实现销售 11,840.88 万平米，同比下降 5.99%，产销率为 98.15%，维持在较高水平；公司纸箱及纸板主要客户包括平湖三鑫纸塑有限公司、浙江盛元化纤有限公司、上海华银日用品有限公司、上海和黄白猫有限公司、弓箭玻璃器皿（中国）有限公司等，前五名包装业务销售额为 9,652.28 万元，较 2017 年下降 9.39%。

2018 年，公司前五大客户销售额占年度销售总额的 14.51%，较上年上升 2.85 个百分点，集中度一般。

总体看，2018 年，公司原纸产品销量变化不大，各产品销售价格均较上年增长；生活用纸和纸箱及纸板销量较上年出现下降。

3．环保节能与产品研发

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，公司目前平均吨纸污水排放量为4~5吨，远低于行业60吨的平均水平。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公司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具有一定成本优势。

2018年，公司完成阻燃型牛皮箱纸板、饮料包装箱专用高强度白面牛卡、高档电子产品包装盒专用白面牛卡、高速纺纱专用纱管原纸、环保型纸管原纸、环保重型纸箱专用箱板纸、环保重型纸

箱专用瓦楞原纸、快递箱专用箱板纸等8个新产品鉴定工作。2018年，申请专利7项，其中发明专利1项，实用新型5项，外观设计1项；2018年获专利授权7项，其中实用新型6项，外观设计1项，发表科技论文11篇。截至2018年底，公司累计获专利授权31项，其中发明专利6项。

总体看，2018年，公司重视节能减排及环保工作，在相关方面取得一定研究成果，公司环保优势明显。

4．对外投资

2018 年，公司通过二级市场减持浙江莎普爱思股份有限公司股份 1,758,901 股，公司仍持有该公司 2,921.83 万股股份，股份占比 9.0573%。

2019 年 2 月，公司 2019 年第一次临时股东大会审议通过了《关于公司在马来西亚投资建设 140 万吨项目的议案》，同意公司在马来西亚建设年产 80 万吨废纸浆板及 60 万吨包装原纸的生产基地，计划总投资为 29,940 万美元。资金来源计划 33.40%来自公司自有资金，66.60%来自银行贷款。该海外投资项目的正式实施需要经过中国及马来西亚相关部门的批准及备案，公司于 2019 年 2 月 28 日取得了浙江省商务厅的企业境外投资证书，于 2019 年 3 月 7 日取得了浙江省发展和改革委员会关于境外投资项目备案通知书。2019 年 3 月 22 日，公司已经在马来西亚完成全资子公司 JINGXING HOLDINGS(M) SDN. BHD.[景兴控股（马）有限公司]的注册工作，公司编号为：1319319-U。截至本报告出具日，JINGXING HOLDINGS(M) SDN. BHD. 已向马来西亚相关部门提交了收购 GREENOVATION INDUSTRIES (M) SDN. BHD.股份的申请，收购完成后，公司将申请生产许可证变更至 JINGXING HOLDINGS(M) SDN. BHD.关于项目实施的其他相关审批和备案工作尚在进行过程中。项目计划分二期建设，建设期为 4 年，其中第一期建设内容为 80 万吨浆板生产线，建设周期 2 年，建成投产 1 年后，启动第二期 60 万吨原纸生产线的建设，建设周期 2 年，项目总建设周期为 5 年。项目建成后，达产年将实现销售收入 53,373.0 万美元（折 365,605 万元人民币），利润总额 8,990.5 万美元（折 61,585 万元人民币，数据含补贴收入）；项目所得税前投资财务内部收益率 26.26%。

总体看，公司计划在马来西亚投资建厂以缓解原材料价格增长问题，项目总投资金额较大，公司存在较大资金支出压力。

5．经营关注

（1）政策变动风险

近年来，随着人民群众对环境要求的不断提升，国家在对造纸行业监管、政策的引导等方面也发生一些变化。行业政策的变化将对公司发展战略、经营策略等方面产生较大的影响，从而增加公司未来经营的不确定性。

（2）原料供应及价格波动的风险

公司生产所需要的原材料为废纸和木浆，原材料占生产成本的平均比重为 75%左右。2018 年，原材料的供应价格受环保政策特别是进口废纸额度的审批、国际政治局势以及国际市场供求关系的影响而有所上升，并直接影响公司的正常生产及制造成本，同时部分产品可能因为特定原材料短缺而无法生产，从而影响公司经营业绩。

（3）公司产品结构及销售区域集中风险

公司产品结构目前仍以工业用纸为主，盈利模式较为单一，易受经济周期影响；且公司主要依托于长三角地区客户资源，存在一定销售区域集中风险。

（4）生活用纸板块亏损风险

2018 年，由于公司对生活用纸业务仍采取以生活用纸原纸销售为主，自主“品萱”终端生活用纸产品销售为辅的策略，同时木浆价格上涨，而公司在生活用纸市场话语权不足而无法通过提价来转移成本，因此 2018 年，公司生活用纸销量有所下降，产能利用率仍较低，净利润处于亏损状态。

（5）海外项目未来存在资金需求压力

公司拟在马来西亚建设年产 80 万吨废纸浆板及 60 万吨包装原纸的生产基地，需持续投入资金规模较大，公司未来将面临较大的资金支出压力。

6．未来发展

工业用纸业务方面，公司以提升效率节能降耗为核心，挖掘内部增长潜力；原纸生产方面，公司坚持走绿色发展之路，通过技术进步、工艺改进、生产管理水平提升、推行精益生产和精细化管理，优化产品质量的同时降低成本，提升效率的同时降低能耗；把风险控制作为工业原纸销售的重心；主动出击实施海外战略，打破原料困局。

包装纸箱业务，公司拟提升智能化程度和柔性生产能力；执行以客户为导向的营销策略。

生活用纸方面，公司将加快渠道整合，推进渠道管理细分；加强产品的研发和推广力度，满足消费者多层次用纸需求。

总体看，公司的经营思路务实稳健，发展战略清晰可行。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2018 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；2019 年一季度财务数据未经审计。公司依照财政部发布的《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会[2017]30 号）的规定对公司会计政策进行变更。本次会计政策调整仅对公司财务报表项目列示产生影响。2018 年，公司清算合并单位 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 2018 年底，公司合并资产总额 63.79 亿元，负债合计 20.21 亿元，所有者权益（含少数股东权益）43.58 亿元，其中归属于母公司所有者权益 42.13 亿元。2018 年，公司实现营业收入 59.38 亿元，净利润（含少数股东损益）3.58 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.35 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.29 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.62 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 64.13 元，负债合计 19.77 亿元，所有者权益（含少数股东权益）44.36 亿元，其中归属于母公司所有者权益 42.87 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 13.00 亿元，净利润（含少数股东损益）0.78 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.75 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.05 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.62 亿元。

2．资产质量

截至 2018 年底，公司资产合计 63.79 亿元，较年初增长 1.27%；其中流动资产占比 47.69%，非流动资产占比为 52.31%，流动资产占比较年初上升 2.50 个百分点，公司资产结构较为均衡。

（1）流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产合计 30.42 亿元，较年初增长 6.87%，以货币资金（占比 12.56%）、

应收票据（占比 50.52%）、应收账款（占比 16.94%）和存货（占比 18.11%）为主。

截至 2018 年底，公司货币资金余额 3.82 亿元，较年初增长 18.79%，主要系销售收入扩大所致，主要由银行存款构成（占比 99.88%），无受限资金。

截至 2018 年底，公司应收票据为 15.37 亿元，较年初增长 3.67%；公司应收票据全部为银行承兑汇票。

截至 2018 年底，公司应收账款为 5.15 亿元，较年初下降 6.94%，主要系加强应收账款催收所致，公司累计提坏账准备 0.38 亿元，计提比例为 6.90%，公司应收账款中账龄在 1 年以内的占比为 95.06%，账龄较短；应收账款前五大欠款方合计占比为 12.26%，集中度不高。

截至 2018 年底，公司存货为 5.51 亿元，较年初增长 16.79%，主要系原料备料增加所致；存货主要由原材料（占比 56.62%）和库存商品（占比 43.38%）构成，公司对存货计提跌价准备 351.30 万元，计提比例为 0.63%。

（2）非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 33.37 亿元，较年初下降 3.35%。公司非流动资产以长期股权投资（占比 8.30%）、固定资产（占比 79.25%）和无形资产（占比 5.41%）为主。

截至 2018 年底，公司长期股权投资 2.77 亿元，较年初下降 8.67%，主要系减持莎普爱思股票同时莎普爱思 2018 年亏损确认投资损失所致。

截至 2018 年底，公司固定资产为 26.44 亿元，较年初下降 3.83%。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占比 25.14%）、构筑物（占比 7.19%）、专用设备（占比 65.34%）构成。截至 2018 年底，公司固定资产累计计提折旧 14.36 亿元，计提减值准备 0.05 亿元，固定资产成新率为 66.86%，成新率一般。公司固定资产中尚有账面价值 0.22 亿元房屋及建筑物产权证在办理中，固定资产受限金额为 8.53 亿元，占比 32.27%，受限比例较高，主要系借款抵押所致。

截至 2018 年底，公司无形资产为 1.81 亿元，较年初变化不大，主要为土地使用权。

截至 2018 年底，公司受限资产 10.26 亿元，占总资产的比例为 16.08%，受限比例一般。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 64.13 亿元，较年初变化不大，其中流动资产占比 49.44%，非流动资产占比 50.56%，占比较年初变化不大。

总体看，2018 年底，公司资产规模较年初略有下降，资产结构较为均衡，固定资产占比较大，受限比例一般，整体资产质量一般。

3．负债及所有者权益

（1）负债

截至 2018 年底，公司负债合计 20.21 亿元，较年初下降 12.88%。公司流动负债占比由 2017 年底的 66.42%上升至 99.27%，负债结构以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 20.06 亿元，较年初增长 30.21%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债构成以短期借款（占比 38.51%）、应付账款（占比 12.10%）和一年内到期的非流动负债（占比 38.18%）为主。

截至 2018 年底，公司短期借款 7.73 亿元，较年初下降 5.11%，公司短期借款由质押借款（占比 1.29%）、抵押借款（占比 22.65%）、保证借款（占比 21.72%）、信用借款（占比 50.49%）和抵押及保证借款（占比 3.84%）构成。

截至 2018 年底，公司应付账款 2.43 亿元，较年初增长 7.24%，主要系原材料采购金额增长所致。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 7.66 亿元，较年初增加 7.10 亿元，主要系“12 景兴债”转入一年内到期的应付债券所致，随着债券到期临近，公司将面临一定集中偿付压力。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 0.15 亿元，较年初下降 98.11%，主要系应付债券减少所致；公司非流动负债全部为递延收益。

截至 2018 年底，递延收益 0.15 亿元，较年初增长 13.70%，全部为政府拨款。

从全部债务来看，截至 2018 年底，公司全部债务下降 5.97%至 15.39 亿元，全部为短期债务；公司资产负债率、全部债务资本化比率分别下降 5.15 个百分点和 3.05 个百分点至 31.68%和 26.09%，整体债务负担有所减轻。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额 19.77 亿元，较年初下降 2.18%，负债结构较年初变动不大；截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 15.44 亿元，较年初增长 0.38%，全部为短期债务；资产负债率、全部债务资本化比率较年初均小幅下降，分别为 30.83%和 25.83%。

总体看，2018 年底，公司负债规模较年初有所下降，仍以流动负债为主，整体债务负担较轻，但公司债务全部为短期债务，且“12 景兴债”到期临近，公司将面临一定集中偿付压力。

（2）所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 43.58 亿元，较年初增长 9.52%，主要系未分配利润增长所致。其中归属于母公司所有者权益 42.13 亿元，占所有者权益合计的 96.67%。归属于母公司所有者权益中，股本占 26.38%，资本公积占 39.40%，盈余公积占 3.36%，未分配利润占 30.86%，未分配利润占比小幅提升。公司资本公积主要为资本溢价（股本溢价），股本和资本公积占比较高，所有者权益结构的稳定性较好。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计为 44.36 亿元，较年初增长 1.80%，所有者权益构成较年初变化不大。

总体看，2018 年底，公司所有者权益规模有所增长，股本和资本公积占比较高，权益稳定性较好。

4．盈利能力

由于纸品价格上涨，2018 年，公司实现营业收入 59.38 亿元，较上年增长 10.79%，营业成本 51.90 亿元，较上年增长 20.95%，主要系原材料价格大幅提升所致；受此影响，公司实现净利润 3.58 亿元，较上年下降 48.33%；其中，归属于母公司所有者净利润 3.35 亿元，较上年下降 47.45%。

期间费用方面，2018 年，公司期间费用（包含研发费用）5.76 亿元，较上年增长 11.11%。其中，销售费用 1.49 亿元，较上年下降 10.92%，主要系运输仓储费等下降所致；管理费用（包含研发费用）3.24 亿元，较上年增长 25.02%，主要系研发材料投入增加所致；财务费用 1.03 亿元，较上年增长 11.99%，主要系人民币兑美元汇率变动使得汇兑损益增加所致。2018 年，公司费用收入比为 9.71%，较上年变化不大，期间费用对营业利润侵蚀严重。

从利润构成来看，2018 年，公司实现投资收益 0.05 亿元，较上年下降 86.13%，主要系联营企业投资收益减少所致。2018 年投资收益占营业利润比重为 1.24%，投资收益对公司营业利润贡献不大；2018 年，公司其他收益 3.06 亿元，主要系公司受增值税即征即退 50%的优惠政策影响，收到增值税退税增加所致。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》（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%的政策可持续性较强。2018 年，公司其他收益占营业利润的比重为 75.86%，其他收益对营业利润贡献很大。

从盈利指标来看，2018 年，公司净利润下降，净资产收益率较上年下降 10.30 个百分点至 8.58%；公司总资本收益率和总资产报酬率较上年分别下降 6.85 个百分点和 7.17 个百分点至 7.86%和 7.84%。整体看，公司盈利能力较上年有所下降。

2019年1~3月，公司实现营业收入13.00亿元，较上年同期下降0.84%；实现净利润0.78亿元，较上年同期下降29.17%，主要系营业成本较上年同期增加所致。

总体来看，2018 年，公司营业收入较上年有所增加；但受原材料涨价影响，公司净利润大幅下降；公司其他收益对营业利润贡献很大；公司整体盈利能力较上年有所下降。

5．现金流

从经营活动看，2018 年，公司经营活动现金流入 55.66 亿元，较上年增长 26.94%，主要系公司纸品价格上涨，销售收入增加所致；经营现金流出 51.38 亿元，较上年增长 17.07%；受上述因素影响，2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 4.29 亿元。2018 年，公司现金收入比由 2017 年 76.61%上升至 88.37%，收入实现质量仍有待提升。

投资活动方面，2018 年，公司投资活动现金流入 20.58 亿元，较上年增长 4.22%；投资活动现金流出 21.11 亿元，较上年增长 21.32%，主要系购买银行理财产品增加所致；受上述因素影响，2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-0.53 亿元。

筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动现金流入 11.54 亿元，较上年下降 26.62%，主要系借款减少所致；筹资活动现金流出 14.64 亿元，较上年下降 17.20%，主要系偿还债务规模下降所致；受以上因素影响，2018 年，公司筹资活动产生的现金净流出-3.10 亿元。

2019 年 1~3 月，公司经营活动现金流净额为 4.05 亿元；投资活动现金流净额为-1.43 亿元；筹资活动现金流净额为-0.03 亿元。

总体看，2018 年，公司经营活动现金流量净额由负转正，考虑到其未来海外项目的投资情况，公司存在较大的对外融资需求。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.52 倍和 1.24 倍，均较年初小幅下降；公司现金短期债务比由 2017 年底的 2.07 倍下降至 1.25 倍，现金类资产对短期债务覆盖能力有所下降，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 由 2017 年的 11.39 亿元下降至 7.37 亿元，主要系利润总额下降所致；公司 EBITDA 由折旧（占比 31.61%）、摊销（占比 0.93%）、计入财务费用的利息支出（占比 12.86%）和利润总额（占比 54.60%）构成；EBITDA 利息倍数由 2017 年的 11.62 倍下降至 7.78 倍；EBITDA 全部债务比由 2017 年的 0.70 倍下降至 0.48 倍，EBITDA 对公司全部债务的保障能力尚可，整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2018 年底，公司对外担保余额 2.14 亿元，占净资产的 4.91%，占比较低。被担保企业为艾特克控股集团股份有限公司（以下简称“艾特克控股”）（0.80 亿元）、平湖弘欣热电有限公司（以下简称“平湖热电公司”）（1.34 亿元）；其中，公司与艾特克控股和平湖热电公司签有互保协议，目前两家企业经营正常。2018 年，艾特克控股实现净利润 0.05 亿元，平湖热电公司实现净利润 0.69 亿元。公司对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。

截至 2018 年底，公司无重大（涉案金额超过 500 万以上）涉诉事项。

截至 2018 年底，公司及控股子公司共获银行授信 32.83 亿元，其中未使用额度 18.00 亿元，公司间接融资通道较为畅通。公司为上市公司，具有直接融资渠道。

根据人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1033048200025860H），截至 2019 年 5 月 5 日，公司未结清债务中无不良信息，已结清债务中有 3 笔欠息贷款，主要系银行系统升级导致显示出错及公司出纳操作失误所致，公司过往债务履约情况良好。

总体看，公司整体偿债能力仍属很强。

七、本次公司债偿债能力分析

从资产情况来看，截至2019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19.19亿元，约为“12景兴债”待偿债券本金（7.07亿元）的2.71倍，公司现金类资产对“12景兴债”的覆盖程度较强；净资产44.36亿元，约为“12景兴债”待偿债券本金（7.07亿元）的6.27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，2018年，公司EBITDA为7.37亿元，约为“12景兴债”待偿债券本金（7.07亿元）的1.04倍，公司EBITDA对“12景兴债”的覆盖程度较强。

从现金流情况来看，公司2018年经营活动产生的现金流入55.66亿元，约为“12景兴债”待偿债券本金（7.07亿元）的7.87倍，公司经营活动现金流入量对“12景兴债”的覆盖程度较强。

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、节能减排等方面具有优势，公司对“12 景兴债”的偿还能力很强。

八、综合评价

公司经营状况整体保持稳定，由于纸价提升，公司营业收入有所增长，主要产品产销量比较稳定；此外，公司整体债务负担较轻，经营活动现金流状况大幅改善。同时联合评级也关注到公司进口废纸配额大幅减少、原材料采购价格增长、盈利能力有所下降、公司生活用纸成品业务仍处于亏损状态以及部分业务产能利用率较低等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

未来随着公司持续实施节能改造，提高生产能效，并加大客户的开发力度，改进生活用纸的营销策略，公司未来收入规模和盈利能力有望保持稳定。

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

主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
资产总额（亿元）	62.99	63.79	64.13
所有者权益（亿元）	39.79	43.58	44.36
短期债务（亿元）	8.70	15.39	15.44
长期债务（亿元）	7.66	0.00	0.00
全部债务（亿元）	16.36	15.39	15.44
营业收入（亿元）	53.60	59.38	13.00
净利润（亿元）	6.92	3.58	0.78
EBITDA（亿元）	11.39	7.37	--
经营性净现金流（亿元）	-0.10	4.29	4.05
应收账款周转次数（次）	10.52	10.46	--
存货周转次数（次）	11.45	10.06	--
总资产周转次数（次）	0.89	0.94	0.20
现金收入比率（%）	76.61	88.37	120.45
总资本收益率（%）	14.71	7.86	--
总资产报酬率（%）	15.01	7.84	--
净资产收益率（%）	18.88	8.58	1.78
营业利润率（%）	18.84	11.48	8.76
费用收入比（%）	9.68	9.71	8.80
资产负债率（%）	36.83	31.68	30.83
全部债务资本化比率（%）	29.14	26.09	25.83
长期债务资本化比率（%）	16.14	--	--
EBITDA 利息倍数（倍）	11.62	7.78	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.70	0.48	--
流动比率（倍）	1.85	1.52	1.62
速动比率（倍）	1.54	1.24	1.34
现金短期债务比（倍）	2.07	1.25	1.28
经营现金流动负债比率（%）	-0.65	21.36	20.66
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.61	1.04	--

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、2019 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 2　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+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 3　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。