

浙江景兴纸业股份有限公司

2012 年公司债券信用评级分析报告

本期公司债券信用等级: AA

发行人主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期发行规模: 不超过 10 亿元

债券期限: 7 年

还本付息方式: 按年付息、到期还本

评级时间: 2012 年 4 月 6 日

主要财务数据:

项 目	2009 年	2010 年	2011 年
资产总额(亿元)	37.91	43.98	54.62
所有者权益(亿元)	17.86	19.22	29.61
长期债务(亿元)	3.52	2.36	1.27
全部债务(亿元)	17.34	21.30	21.11
营业收入(亿元)	19.36	26.29	34.51
净利润(亿元)	0.18	1.36	1.39
EBITDA(亿元)	2.53	3.96	4.64
经营性净现金流(亿元)	2.92	0.45	1.15
营业利润率(%)	13.09	14.92	13.70
净资产收益率(%)	1.01	7.36	5.69
资产负债率(%)	52.89	56.29	45.79
全部债务资本化比率(%)	49.27	52.56	41.62
流动比率	0.83	0.78	1.21
EBITDA 全部债务比	0.15	0.19	0.22
EBITDA 利息倍数(倍)	2.50	3.85	3.23
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.25	0.40	0.46

注: ①本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; ②本报告财务数据及指标计算均为合并口径; ③鉴于公司应付短期债券计入其他流动负债, 本报告短期债务实际计算公式为短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他流动负债; ④除特别说明外, 均指人民币。

分析师

张连娜

电话 022-58356917

邮箱 zhangln@lhcrs.com

李晶

电话 022-58356970

邮箱 lij@lhcrs.com

传真: 022-58356989

地址: 天津市和平区曲阜道 80 号 (300042)

Http: //www.lianhecreditrating.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”) 的评级反映了其作为国内大型包装纸板生产企业和国家高新技术企业之一, 在行业地位、产能规模、技术工艺、区域竞争力等方面的优势; 同时, 联合评级关注到国内造纸行业竞争激烈, 原材料价格波动频繁, 公司主营业务集中且易受宏观经济影响。

目前, 中国纸品市场容量大, 发展前景良好。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, 公司整体竞争实力将进一步增强, 并将有效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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 本期公司债券到期不能偿还的风险低。

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. 公司生产工艺先进, 可大规模使用成本较美国废纸低廉但抄造难度较大的日本废纸, 且环保处理水平高, 一定程度降低了生产成本。

4. 公司2011年6月非公开增发用以新建6.8万吨生活用纸项目, 业务范围向生活用纸领域延伸, 有利于增强公司盈利能力, 并部分缓解公司原纸产品所面临的周期性风险; 同时募集

资金的到位使得公司资产负债率明显下降，资本结构得以显著优化。

关注

1. 造纸行业尤其是工业包装用纸行业周期性较强，市场竞争较为激烈。
2. 近年来，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。
3. 公司有息债务以短期为主，有一定的支付压力，公司债务结构有待改善。

信用评级报告声明

- 除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与浙江景兴纸业股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与浙江景兴纸业股份有限公司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评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本信用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，未因浙江景兴纸业股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 本信用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。
- 本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由浙江景兴纸业股份有限公司提供，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发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。
- 浙江景兴纸业股份有限公司公司债券信用等级自本期债券发行之日起至到期兑付日有效；本期债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内该债券的信用等级有可能发生变化。

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：平湖市曹桥乡集体资产经营中心以原平湖市第二造纸厂截至到1995年11月25日的净资产7,686万元（经平湖会计师事务所审计）出资，占98.50%，浙江省平湖市曹桥工业公司以现金114万元出资，占1.50%，原平湖市第二造纸厂更名为浙江景兴纸业集团有限公司，并于1996年11月1日在平湖市工商行政管理局登记注册成立，注册资本7,800万元。

历经改组、产权界定、股权转让后，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通过网下向询价对象询价配售与网上资金申购定价发行相结合的方式发行人民币普通股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，截至2011年底，公司总股本为54,697.55万股，其中，有限售条件股份21,793.80万股，无限售条件股份32,903.75万股。公司实际控制人为第一大股东自然人朱在龙先生，公司前十名股东持股情况详见下表：

表1 截至2011年底公司前十名股东持股情况

序号	股东名称	股份数额 (万股)	持股比 例(%)	股份性质
1	朱在龙	2,098.75	3.84	无限售 A 股
		6,796.25	12.42	限售 A 股
2	华宝信托有限责任公司	2,500.00	4.57	限售 A 股
3	博弘数君（天津）股权投资基金合伙企业（有限合伙）	2,000.00	3.66	限售 A 股
4	中海基金公司－深发－中海信托股份有限公司	1,710.00	3.13	限售 A 股
5	江苏瑞华投资发展有限公司	1,600.00	2.93	限售 A 股
6	江苏苏豪创业投资有限公司	1,600.00	2.93	限售 A 股
7	正大制药投资（北京）有限公司	1,600.00	2.93	限售 A 股
8	浙江天堂硅谷长盈股权投资合伙企业(有限合伙)	1,600.00	2.93	限售 A 股
9	上海哲熙投资管理合伙企业（有限合伙）	787.55	1.44	限售 A 股
10	泰康人寿保险股份有限公司－传统－普通保险产-019L-CT001 深	400.00	0.73	限售 A 股
合计	-	22,692.55	41.51	-

资料来源：公司提供

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（详见附件1）。拥有全资子公司5家，控股子公司6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（详见附件2）。截至2011年年底，公司拥有在职员工1,561人。

截至2011年底，公司合并资产总额546,221.18万元，负债总额250,108.22万元，所有者权益（含

少数股东权益) 296,112.96万元。2011年公司实现合并营业收入345,139.39万元, 净利润(含少数股东损益) 13,897.86万元。经营活动产生的现金流量净额11,512.93万元, 现金及现金等价物净增加额81,327.82万元。

二、本期债券及债券筹资项目概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“浙江景兴纸业股份有限公司 2012 年公司债券”, 预计发行规模为不超过人民币 10 亿元, 债券期限为 7 年(附第五年末发行人上调票面利率和投资者回售选择权)。本期公司债券采取单利按年计息, 不计复利。发行人有权决定是否在本期债券存续期的第 5 年末上调本期债券后 2 年的票面利率。发行人将于本期债券第 5 个计息年度付息日前的第 30 个交易日, 在中国证监会指定的信息披露媒体上发布关于是否上调本期债券票面利率以及上调幅度的公告。若发行人未行使利率上调选择权, 则本期债券后续期限票面利率仍维持原有票面利率不变。本期债券每年付息一次, 到期一次性还本。

2. 本期债券募集资金用途

2012 年 4 月 9 日, 公司 2012 年第二次临时股东大会审议通过了《关于公司符合发行公司债券条件的议案》、《关于本次发行公司债券方案的议案》等议案, 批准公司发行不超过 10 亿元的公司债券, 本期债券募集资金拟用于全部偿还银行贷款, 调整债务结构。

三、行业分析

公司所处行业为造纸行业, 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, 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。

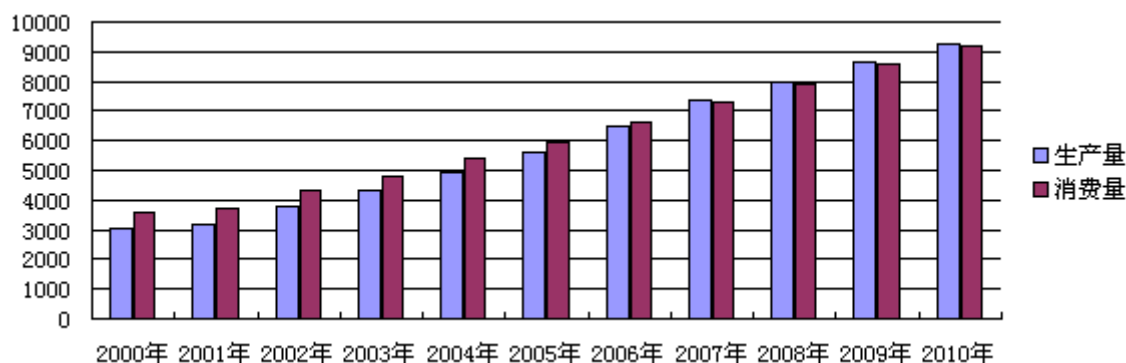
1. 行业概况

造纸行业概况

造纸行业是与国民经济和社会事业发展关系密切的重要基础原材料产业, 与国民经济和人民生活息息相关, 纸及纸张的消费水平也是衡量一个国家现代化水平和文明程度的标志。造纸行业具有资金技术密集和规模效益显著的特点, 其产业关联度大, 较大的市场容量和发展潜力已成为拉动林业、农业、机械制造、化工、自动控制、交通、环保、印刷、包装等产业发展的重要力量, 形成我国国民经济发展的新增长点。近年来, 在国内宏观经济持续较快增长的带动下, 中国造纸产业实现快速发展, 截至目前, 我国纸及纸板的产量和消费量已居世界第 1 位。

如图 1 所示, 2000~2010 年, 我国纸及纸板的产量和消费量逐年增长, 其中生产量年均增长 11.76%, 消费量年均增长 9.88%。2010 年全国纸及纸板生产量 9,270 万吨, 较上年增长 7.29%; 消费量 9,173 万吨, 较上年增长 7.05%; 人均年消费量为 68 千克(13.40 亿人), 比上年增长 4 千克, 但仍大约相当于比利时的 1/5, 美国的 1/4, 日本的 3/10。

图 1 2000-2010 年全国纸及纸板产量及消费量 单位(万吨)

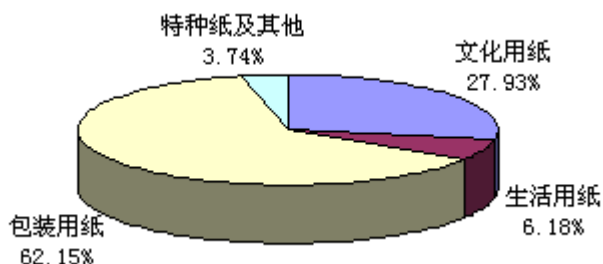


数据来源：中国造纸协会，国家统计局

包装纸子行业概况

造纸行业从用途上来看，可主要分为文化纸、包装用纸、生活用纸和特种纸四大类，公司主导产品牛皮箱板纸、白面牛卡纸和瓦楞纸均属包装纸。2010 年从各纸种的消费比例来看，包装用纸占比最高，为 62.15%；其次为文化用纸，占 27.93%；生活用纸和特种纸及其他占比较少，分别为 6.18%和 3.74%。

图 2 2010 年各纸种消费比例



数据来源：中国造纸协会

包装纸包括白纸板、白卡纸、箱板纸、瓦楞原纸等，主要应用于工业品和消费品的运输包装以及消费品的外观保护和外观包装。白纸板（含白底白纸板、灰底白纸板 and 涂布白卡纸）属于包装纸中的高档用纸，原料以木浆为主，广泛用于各种产品（如卷烟、化妆品、医药等）的包装。箱板纸和瓦楞原纸为普遍的包装用纸，所用的纤维原料以废纸和非木材纤维原料为主。

近年来，我国包装用纸受益于消费升级和出口带动，始终保持着较快的增长速度。2010 年，我国白纸板生产量 1,250 万吨，较上年增长 8.70%，消费量 1,254 万吨，较上年增长 8.10%；箱板纸生产量 1,880 万吨，较上年增长 8.67%，消费量 1,946 万吨，较上年增长 7.57%；瓦楞原纸生产量 1,870 万吨，较上年增长 9.04%；消费量 1,889 万吨，较上年增长 7.45%。

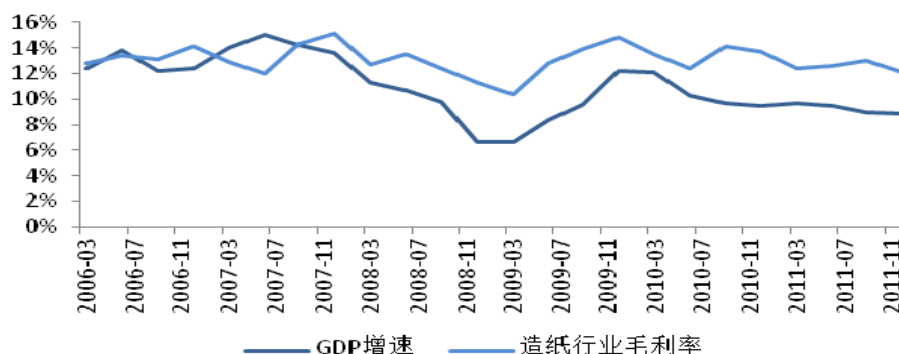
目前，我国的纸及纸板产量位于世界第一位，但人均消费量仍处于快速增长区间。所以尽管中国的造纸年产量目前已经超过发达国家成长期，但人均纸消费量的发展即使考虑到人口基数问题仍相距甚远，中国造纸行业仍有一定的成长空间。

2. 行业景气性分析

造纸行业属于中游工业品行业，与宏观经济密切相关，其上游原材料成本、下游需求直接受宏观经济周期影响，从而影响其盈利能力。如图 3 所示，造纸行业毛利率的短期变动（季度）基本上同步于 GDP。宏观经济处于复苏阶段时，表现为高增长和低通胀，则上游原材料成本保持稳定，而下游需求逐渐好转；造纸行业营业收入增速高于成本增速，毛利率上行。当宏观经济处于

衰退时，表现为低增长和高通胀，则上游原材料价格高企，而下游需求增速减缓；造纸行业营业收入增速低于营业成本增速，毛利率下行，盈利能力下降。

图3 GDP季度增速与造纸行业毛利率趋势



数据来源：国家统计局

另一方面，我国造纸行业景气度同样受制于供求关系。首先造纸行业是资产密集行业，其固定资产投资额较大，且其产能一旦投放，闲置成本较高，因此开工率成为影响行业盈利能力的重要指标；其次纸种大多属于同质化、完全竞争产品，缺乏对上下游的议价能力。因此供大于求会迫使企业降低产品售价，毛利率下降，盈利能力下滑。

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的关系密切。

随着我国经济发展和商品出口的不断增长，箱板纸和瓦楞纸作为包装纸行业的代表性主流产品，曾长期以来处于供不应求状态并吸引了众多资本投向该行业。随后在2006年左右新增箱板原纸的产能进入了集中释放的阶段，行业首次出现产能过剩情况，盈利下滑。2008年国际金融危机使行业在2009年经历最低谷，多数企业推迟产能扩张计划，使得行业的供求失衡情况得到缓解，但宏观经济特别是出口形势的恶化大幅拉低了行业利润。对此，国家实施了以积极财政政策为主的宏观经济政策，尤其是中央为应对金融危机相继出台了一系列经济刺激政策，并且货币政策也由以往的稳健谨慎转向适度宽松，使得国内经济实现了恢复性增长，给包装纸行业提供了逐步平稳发展的运行环境和市场空间。

2010年，我国出口稳定复苏，内需增长旺盛，包装纸行业需求被迅速拉动。同时，受到金融危机重创后，行业产能扩张的意愿和步伐得到抑制，且行业内各项环保政策不断出台，淘汰落后产能政策力度加大，使得行业供给增速明显放缓，产品的供求关系修复速度和状况好于预期，包装纸类主要产品价格上涨，明显高于2009年均价，行业盈利能力回升。2011年，世界经济仍处于金融危机后的修复过程中，而欧洲经济形势的不断恶化加剧了世界经济风险的悲观预期。海外主要市场经济增长乏力，全球贸易增速在2011年初见顶后回落，而国内的经济也处于快速发展后的平稳增长过程中，使得箱板纸行业现有产能的消化期延长，行业仍旧处于修复期。

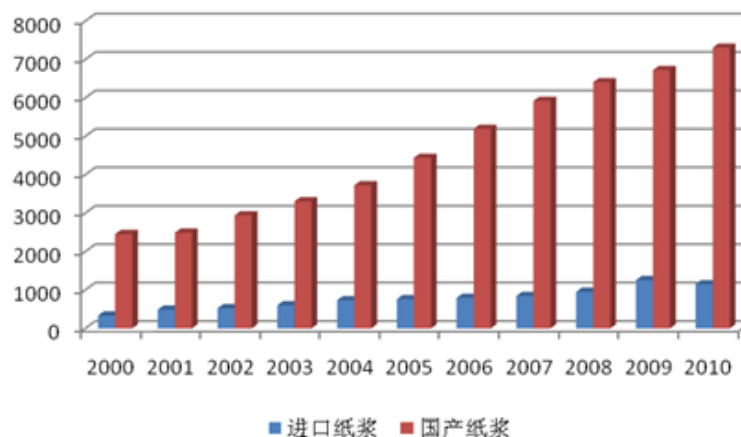
3. 上下游分析

(1) 原料供应

造纸上游原材料主要由木浆、废纸浆、非木浆（苇、竹、蔗渣等）构成，其中木浆用于生产铜版纸、白卡纸、生活用纸等高档纸品，废纸浆和非木浆用于生产箱板纸、瓦楞纸、新闻纸等纸种。近年随着造纸行业的快速发展，我国纸浆消耗量逐年上升（见图4）。2010年全国纸浆消耗总量8,461万吨，较上年增长6.03%，其中木浆1,859万吨，较上年增长2.82%，比例占22%，与上

年持平；非木浆 1,297 万吨，较上年增长 10.38%，比例占 15%，与上年持平；废纸浆¹5,305 万吨，较上年增长 6.16%，比例占 63%，与上年持平。

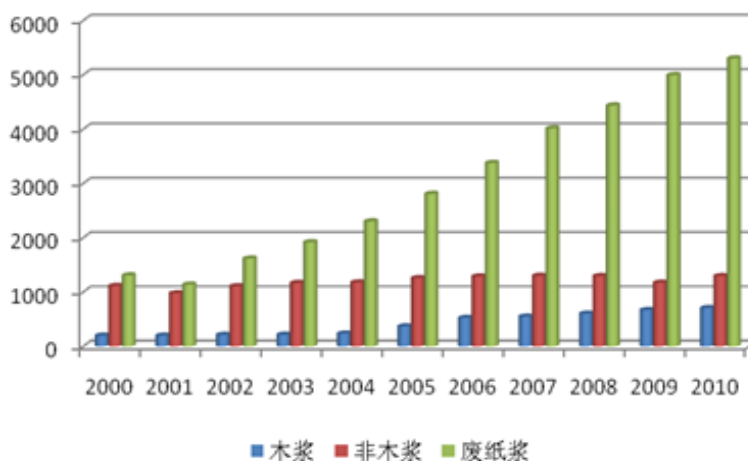
图 4 2000~2010 年我国纸浆消耗总量 单位（万吨）



数据来源：中国造纸协会

在纸浆生产方面，近十年来我国木浆、废纸浆的产量持续增长（见图 5），而非木浆产量则相对平稳，2010 年全国纸浆生产总量 7,318 万吨，较上年 6,732 万吨增长 8.70%。同时，我国造纸行业除国产纸浆外，还需大量进口废纸和木浆，对外依赖性较强。尤其是高质量的废纸主要依靠进口，进口国家及地区包括美国、欧洲及日本，进口木浆则主要来自南美（阔叶）和北美（针叶）。2010 年我国共计进口纸浆 1,137 万吨，占总消耗量的 13.44%，进口量同比下降，主要是由于木浆及进口废纸价格持续高位运行，促使国内各类纸浆生产量有所增加。

图 5 2000~2010 年我国纸浆产量 单位（万吨）



数据来源：中国造纸协会

在原材料价格方面，受金融危机影响，2008~2009 年废纸、木浆等原材料价格处于低位，2010 年受国内经济及出口复苏影响，原材料价格回升。2010 年我国废纸进口均价 219.8 美元/吨，上涨 59.2%；木浆进口均价 775.6 美元/吨，上涨 55%。面对国际市场原料的大幅上涨，以及国内原料产量的不断增长，国内造纸企业纷纷转向使用国内原料，使得废纸进口量同比下降 11.5%、木浆进口量同比下降 16.9%。2011 年前三季度，废纸、木浆等平均价格均高于上一年度，但第四季度在欧债危机的冲击下，市场悲观情绪加重，原材料价格有所回落，预计未来仍将有所波动。

¹ 废纸浆=废纸重量*0.8

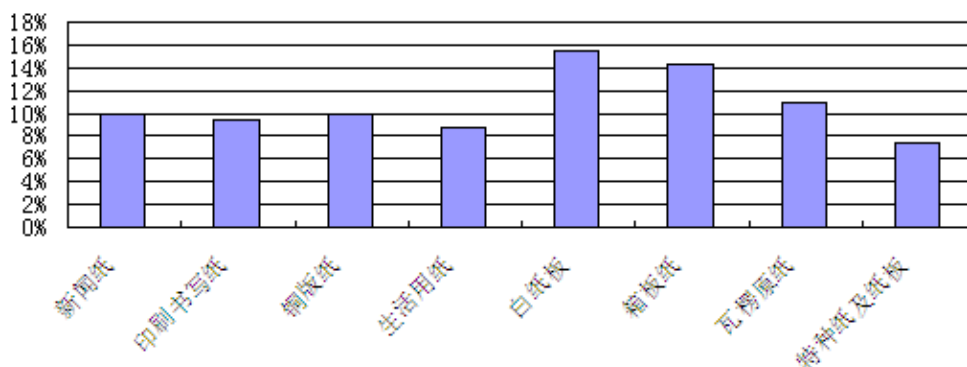
（2）下游需求

纸及纸板作为主流材料主要使用于印刷、装饰、日化、新闻出版、卫生、食品饮料、医药保健品、电子电器、机械等行业。在我国，纸产品中大约有80%用于生产消费，20%用于生活消费。其中包装用纸的主要下游需求行业包括食品饮料、电子电器、服装与鞋等，与消费和出口增长密切相关。

而从外贸出口情况来看，2011年我国外贸出口18,986亿美元，同比增长20.3%，出口增速继续维持较快态势。从国内消费来看，2011年我国社会消费品零售总额181,226亿元，同比增长11.6%。城乡居民收入增长稳定，居民收入的持续增加将会提高消费实力；同时，社会保障以及消费环境的继续改善将提高消费倾向。预计在国家加紧转变经济发展方式的背景下，我国消费将继续保持较快速度增长。因此包装纸子行业有望维持在较高行业景气周期中。

从消费量的实际增长来看，随着国民经济的平稳快速发展，尤其是造纸行业相关产业的快速发展，带动了国内市场对纸张需求总量的增加。其中包装用纸子行业的主要纸种均呈现出高于其他纸种的消费增长速度。2000~2010年间，白纸板消费年均增长率为12.56%，2010年增速为8.10%；箱板纸消费年均增长率为14.31%，2010年增速为7.57%；瓦楞原纸消费年均增长率为10.94%，2010年增速为7.45%。

图6 2000~2010年主要纸种平均消费增长率



数据来源：中国造纸协会

目前来看，尽管造纸行业面临其它竞争产品的威胁，纸仍然是世界经济发展的重要原材料。随着关联行业的发展壮大，对造纸材料的品种、数量、质量、性能也提出了更高要求，造纸与下游行业之间的关系将变得更加紧密。

4. 行业竞争状况

我国造纸行业的总产量较大，但生产规模分散，产业集中度低，与发达国家的造纸行业相比，大量技术落后、规模小的造纸企业仍在市场上占有一定份额。根据中国造纸协会的公开资料，2010年我国有规模以上造纸企业3,686家，其中小型企业占88%以上，平均年生产规模仅有3万吨左右，而100万吨/年规模以上的企业只有10家（详见下表）。较低的行业集中度造成行业竞争激烈，在原料价格上涨时，难以将成本压力转嫁到下游行业。

表 2 2010 年产量排名前 15 名造纸企业

排名	单位名称	产量（万吨）		
		2009年	2010年	同比增长
1	玖龙纸业（控股）有限公司	652.00	728.00	11.66%
2	理文造纸有限公司	355.00	367.00	3.38%
3	山东晨鸣纸业集团股份有限公司	299.34	327.35	9.36%
4	中国纸业投资总公司	58.67	244.87	317.37%
5	金东纸业（江苏）有限公司	228.92	231.00	0.91%
6	山东太阳纸业	220.00	224.00	1.82%
7	华泰集团有限公司	155.02	164.00	5.79%
8	宁波中华纸业有限公司	147.81	148.74	0.63%
9	中冶纸业集团有限公司	100.60	138.50	37.67%
10	山东博汇纸业股份有限公司	79.45	100.13	26.03%
11	安徽山鹰纸业股份有限公司	82.52	92.57	12.18%
12	浙江景兴纸业股份有限公司	74.96	85.41	13.94%
13	河南银鸽实业投资集团	72.82	83.96	15.30%
14	芬欧汇川（常熟）纸业有限公司	80.06	81.03	1.21%
15	山东泉林纸业有限责任公司	64.09	70.61	10.17%

数据来源：中国造纸协会

目前，造纸企业的技术水平、装备水平、产品档次等总体严重趋同，随着经济全球化的深入发展和国内造纸业进一步对外开放，印尼金光集团、韩国韩松、日本王子以及美国、芬兰等国的纸业巨头纷纷来华投资建厂，加大对国内市场的开拓力度，国内造纸行业的竞争将进一步加剧。

近年来，造纸行业出现两极分化的发展趋势：一大批造纸企业深陷困境的同时，部分优势企业通过收购兼并、新建项目等方式，扩大生产规模，提高市场份额。根据《造纸产业发展政策》规划，未来大量规模较小、装备水平低、竞争能力较差的落后企业的产能将会被市场自然淘汰。

从造纸行业的国际发展经验看，发达国家行业集中度普遍较高，而我国造纸行业的发展仍处于向规模化、集约化、专业化、高端化发展的阶段，还处于行业成长时期的后期，大规模的兼并重组情况将会不断出现，并将推动整个行业出现结构升级。

5. 行业政策

近年来，国家对造纸行业出台的相关政策有：

2007 年 6 月，国务院制定的《节能减排综合性工作方案》首次明确提出“十一五”期间将关闭近 650 万吨的造纸落后产能。主要淘汰年产 3.4 万吨以下草浆生产装置、年产 1.7 万吨以下化学制浆生产线、不达标的年产 1 万吨以下以废纸为原料的纸厂（东部、中部省份可根据本地实际适当提高淘汰落后制浆产能的标准）。

2008 年 2 月，第十届全国人大常委会第三十二次会议全票通过了修订后的《中华人民共和国水污染防治法》。作为水污染的重点行业，此法的制定对造纸及纸制品业的影响较为明显。鉴于我国水污染形势依然严峻，造纸类企业达标排放能力日益增强，此法明确将企业超标排污作为构成违法行为的界限，对违法者依法追究法律责任。排污总量控制制度的实施，将切实把水污染物的排放量削减下来，使水环境质量逐步提高。

2009 年 3 月，财政部和国家税务总局联合发布了《关于提高轻纺、电子信息等商品出口退税率的通知》，决定提高部分纸制品的出口退税率至 13%，涉及造纸及纸制品类的商品。

2009 年 5 月出台《轻工业调整和振兴规划》，提出了 2009 年至 2011 年我国轻工业调整和振

兴的原则、目标、主要任务及相关政策措施等。造纸业在轻工各行业中的特点突出、举足轻重，随着振兴规划的出台、造纸企业自身的战略调整和中国经济的逐渐复苏，造纸业现明显回暖。

2010 年 5 月，工信部公布了 18 个行业 2010 年淘汰落后产能的具体目标，淘汰企业名单中涉及 279 家纸业企业，整个浆纸产能的淘汰要求达 465.25 万吨。

2011 年，工信部公布年度淘汰任务，淘汰落后造纸产能的规模大幅提升，16 个省市陆续公布了各自在 2011 年造纸行业落后产能淘汰的数量及具体企业，淘汰数量已达 684 万吨。落后产能的淘汰将为大型造纸企业腾出市场空间，加速行业集中度的提升，进而扩大龙头公司的市场份额，大型造纸企业将成为最大收益者。

2012 年 2 月，国家发改委、工信部和国家林业局联合印发《造纸工业“十二五”发展规划》，政府提出 2015 年实现的目标：全国纸及纸板消费量 11,470 万吨，比 2010 年年均增长 4.6%；纸及纸板总产能为 13,000 万吨左右，总产量达到 11,600 万吨，年均增长 4.6%。同时该规划中明确指出，未来五年造纸行业的重要任务之一是淘汰落后产能，减排减污。“十二五”期间，淘汰落后造纸产能 1000 万吨以上。通过兼并重组，并适当淘汰生产力落后的中小型企业，达到完善产业组织结构，提升产业集中度，大、中、小企业协调发展的局面。

总体上讲，造纸及纸制品业未来的政策发展方向是，大力淘汰落后产能加快行业整合，加快产业结构调整及优化升级，控制生产总量，提高废纸再利用率，加快推进林纸一体化建设进程，发展循环经济，节约资源和保护环境。运行规范且规模较大的企业将从中受益。

6. 行业关注

由于造纸行业是技术、资金、劳动密集型产业，行业发展受市场、国家政策、环保节能等因素的影响较大。

（1） 竞争风险

我国造纸行业竞争激烈，市场化程度高。按照中国造纸协会调查资料，2010年全国纸及纸板生产企业约有3,700家。造纸企业的技术水平、装备水平、产品档次等总体严重趋同，企业之间竞争相当激烈。随着国内造纸业进一步对外开放，印尼金光集团、韩国韩松、日本王子以及美国、芬兰等国的纸业巨头纷纷来华投资建厂，加大对国内市场的开拓力度，国内造纸行业的竞争进一步加剧。

（2） 环保风险

我国制浆造纸行业在生产过程对环境的污染主要在于所排放的有害废液，其次还有废气和固体废物的污染。随着国家对三废排放标准等提高环保要求，对造纸的原料/产品、设备、技术、工艺及三废处理装置等也带来了更高要求，可能影响产品的生产成本。

（3） 原料风险

用以制造纸品的主要原材料包括麦草、软木浆及废纸，目前我国造纸行业原材料大量依赖进口，原料的供应及供应价格受到气候、国际政治局势以及国际市场供求关系的影响，具有价格波动较大且紧随经济变化趋势的特点。原材料价格波动会对纸厂的盈利能力产生重要影响，很多中小型企业对上游议价能力较弱，也难以将原材料价格上涨转移给下游，因而当浆价提高时，难以承受浆价压力而被迫停产。

（4） 技术风险

目前国内大型造纸生产线关键设备全部要靠进口，相关技术也要从国外引进，国内企业发展受制于外资企业，综合竞争力较弱，同时环保、节能政策的影响和要求也需要技术支撑，所以必

须要加快技术创新和自主研发，提高技术、提高生产效率，从而降低成本，提高企业综合竞争实力。

7. 未来发展

近年来国家持续实施宏观调控，造纸业未列入调控重点，但值得注意的是，宏观调控和其它一些辅助因素对造纸业的影响较大。造纸业是高能耗、高投入的行业，煤、电、油、运紧张和价格上涨会显著影响造纸行业的整体盈利水平。同时由于国家对环境保护的日益重视，对造纸行业的环保标准可能提高，这将对部分造纸企业，特别是中小企业带来较大负面影响。

预计在未来 5-10 年内，我国经济仍将保持平稳健康发展，我国造纸业增长速度将高于 GDP 的增长速度，同时法律、市场、产业环境将进一步规范和完善，是造纸工业发展的机遇期。随着市场进一步开放，国际大型公司通过投资或直接产品销售对中国市场的控制力度将进一步提高，市场竞争日趋激烈。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是国内大型包装纸板生产企业之一，长期专注于包括高档牛皮箱板纸、高强度瓦楞原纸和白面牛皮卡纸在内的原纸和纸箱的生产与销售，是中国包装技术协会批准设立的“中国包装纸板开发生产基地”，是中国包装联合会认定的“中国包装龙头企业”。公司主要产品包括高档牛皮箱板纸、白面牛皮卡纸、高强度瓦楞原纸、纸箱等，其中高档牛皮箱板纸、高强度瓦楞纸和白面牛皮卡纸占公司销售收入总额的70%以上，为公司的主导产品。目前公司具有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4.75亿平方米的纸箱和彩印包装箱的生产能力。

从行业地位来看，目前国内以高档牛皮箱板纸和高档瓦楞纸为核心产品的规模以上企业主要包括玖龙纸业（控股）有限公司（以下简称“玖龙纸业”）、理文造纸有限公司（以下简称“理文造纸”）、景兴纸业、上海中隆纸业有限公司和无锡荣成纸业有限公司等，其中玖龙纸业和理文造纸是行业中的龙头企业，截至2011年末其设计产能规模分别约为1,145万吨和550万吨。尽管目前，公司总体的产能规模与玖龙纸业、理文造纸等行业龙头有较大差距，但由于纸品的经济销售半径在500公里以内，在华东地区公司的产能规模与玖龙纸业(太仓)有限公司约155万吨产能和江苏理文造纸有限公司157万吨产能基本相当，在区域市场具有较强竞争力。同时，公司和玖龙纸业、理文造纸同为浆纸商务网指定的“指导价格”信息发布商，在产品定价方面具有一定的市场主导权和影响力。

公司近年先后被授予浙江省“五个一批”企业、“四星级”管理示范企业、“浙江省资源综合利用企业”、“浙江省循环经济试点企业”、“绿色企业”、浙江省首批“四星级”环保诚信企业，“嘉兴市优秀守信企业”，并在同行中率先通过了ISO9001质量体系认证和ISO14001环境体系认证。公司主导产品高档牛皮箱板纸被国家科委、国家技术监督局等部门评为国家级新产品，被中国包装联合会认定为“中国包装名牌产品”，被中国品牌发展促进委员会授予“中国驰名商标”称号。

总体来看，公司是国内大型包装纸板生产企业之一，在高端包装纸业市场的区域竞争力较强。

2. 技术水平

公司建有经浙江省经济贸易委员会认定的省级企业技术中心，下设中心测试室、设计部和工

艺部等职能部门，目前，该中心建立了相应的项目选择、立项程序和项目过程管理等各项制度。其中，中心测试室配有恒温恒湿装置，可对公司产品的各种物理指标进行全面分析；设计部掌握 CAD 绘图技术，可对公司内小型技改项目进行设计；工艺部结合生产情况和市场要求，提出新产品工艺方案，产品标准及操作规程等。

公司近年来投产的高档牛皮箱板纸生产线，引进了国际先进生产设备和技术，装备优良且自动化程度高；吨纸消耗水平、产品质量稳定性居行业前列，废纸处理、纸板抄造、生产过程自控等核心技术主要从国内外引进并消化吸收或创新取得，均达到国内先进水平；同时公司拥有大量的非专利技术，包括回收办公废纸生产脱墨浆取代漂白木浆生产白面牛皮卡纸技术、中性 AKD 施胶技术、泵技术和密闭汽罩通风技术、维分级技术、逆向除渣技术、大辊径压榨技术等。

公司通过与日本制纸株式会社建立稳定的技术合作关系，在快速消化吸收日本造纸企业在废纸抄造方面独特技术的同时，对生产工艺进行了独特的创新并将其固化于主要生产设备中。因此，公司对废纸的选择范围较广，为国内唯一可规模使用成本较美国废纸低廉但抄造难度较大的日本废纸的公司。

目前，公司从事开发与创新的科技人员共有 263 人。近三年完成的主要技改项目：①提升品质和设备运行效率方面有施胶机技术改造项目、10#流浆箱技改项目、无绳引纸系统技术改造项目、复卷机改造工程技术改造项目、浆线开发技术与研究、废纸脱墨处理替代漂白木浆技术研究项目；②资源综合利用方面有 5#机纱管纸添加污泥项目、沼气发电技术改造项目；③新产品研发方面有：6#机石膏护面纸技改项目、生产牛卡纸的技术改造、高抗水性白面牛卡纸的开发等。同时，公司加大对科研人才的大力引进、培养和激励，公司内部形成了鼓励创新、支持创新的氛围，为公司进行技术创新、保持产品技术领先提供了保证。公司 2011 年度被评为国家高新技术企业。

总体来看，公司在高档包装用纸领域具有较强的持续创新能力和成熟的生产技术，主要产品和技术处于国内先进水平。

3. 环保与节能减排

公司的造纸生产过程中没有制浆环节，采用的原料为废纸和木浆，因此没有重负荷污染源，环保压力相对较轻。作为浙江省认定的资源综合利用企业和循环经济试点企业，公司管理层对环境保护和节能减排问题重视程度较高。

污水处理方面，公司已经完成废水处理工程的改造，引进国外先进的“D、A、F”气浮水处理系统，同时加强对造纸车间源头管理。通过对造纸白水的回收利用、网部改装移动喷水管及经废水处理后的二次循环使用，公司平均吨纸污水排放量近年基本控制在 6.5 吨，远低于行业 60 吨的平均水平，环保达标情况良好。公司生产废水的最终排放，主要由嘉兴市联合污水网进行集中处理，通过管网排放使公司避免了因环保达标等问题对正常生产经营的影响，解决了环保隐患。公司产生的废水是排入嘉兴市联合污水网而非直接排放，执行的排放标准是《污水综合三级排放标准》，嘉兴市联合污水处理公司在公司每个排放口安装了在线监控系统，一天 24 小时实时监控，并结合不定期抽查的方式对公司排放的废水进行监控，公司成立以来未出现过因超标排放而受到环保部门处罚的情况。

同时由于管网系统的规模优势，废水进行集中处理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保持成本优势。而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，公司的环保优势将益发凸显。

节能减排方面，公司在节能方面主要通过回收蒸汽及相关副产品，利用高档产品浆渣生产中低档产品，多层次循环使用水等手段，做到降低成本，综合利用，节能、环保、清洁生产协调统一。2009年，公司又将污水处理系统中厌氧反应器中产生的沼气，通过收集、脱硫后用于发电，建成2台625KVA发电机组，日发电量约为2万千瓦时，基本能够满足公司污水处理系统的用电需求，每年可以节约成本600万元，使得环保成本进一步降低。在资源消耗方面公司主要是通过技术装备的改进、规模经济运行和原料品种结构的优化等措施使能源消耗指标逐年降低。在减排方面则通过先进的环保工艺技术与装备、切实可行的污染治理措施，减少污染物的绝对排放量，2011年公司污染物排放总量同比下降39.55%。

表3 吨纸生产能耗情况

	2011 年	2010 年	2009 年
动力单耗（千瓦时/吨纸）	510.86	546.56	539.63
蒸汽单耗（吨/吨纸）	1.56	1.73	1.41
水资源单耗（吨/吨纸）	6.84	6.80	8.64

资料来源：公司提供

总体来看，公司排污量及单位废水污染物含量均低于行业平均水平，且环保成本较低，未来面临的环境治理压力小。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，公司的环保优势将益发凸显。

4. 人员素质

公司现有高层管理人员 11 名，其中总经理 1 名、副总经理 7 名。公司高管人员均在造纸行业内任职多年，熟悉公司经营管理特点和发展方向，拥有丰富的造纸、包装生产企业管理经验。

董事长朱在龙先生，研究生学历，高级经济师。1985 年起历任浙江省平湖市第二造纸厂组长、主任、科长、副厂长，1996 年起任景兴纸业党委书记、董事长兼总经理。1998 年被浙江省人民政府授予“突出贡献企业经营者”称号，1999 年被中国包装技术协会授予“全国跨世纪优秀包装企业家”荣誉称号、被浙江省乡镇企业局授予“浙江省乡镇企业创业标兵”，2000 年被中国包装技术协会授予“中国当代优秀包装企业家”称号，并被中国乡镇企业研究院聘为“中国乡镇企业研究院研究员”，2002 年被农业部授予“全国优秀乡镇企业家”称号，2004 年被浙江省人民政府授予“浙江省劳动模范”称号。最近 5 年主要担任公司董事长，兼任上海景兴实业投资有限公司、浙江景兴板纸有限公司、浙江顶兴纸业有限公司、南京景兴纸业有限公司、重庆景兴包装有限公司、浙江景特彩包装有限公司董事，同时任中国包装联合会副会长，浙江省人大代表，浙江省嘉兴市政协委员、浙江省平湖市人大常委会。

截至 2011 年底，公司有在册员工（合并口径）共 1,561 人，在岗人员中，生产人员 950 人，销售人员 125 人，技术人员 256 人，财务人员 50 人，行政人员 180 人；按学历结构划分，具有大专以上学历的员工 351 人，占员工总数的 22.49%，高中(中专)学历的员工 541 人，占员工总数的 34.66%，其余为初中及以下学历。

总体来看，公司领导层从业经验丰富，整体素质较高；公司员工中生产人员占比较大，符合公司所属行业特点，员工素质基本能够满足目前生产经营需要。但随着公司业务规模的扩张及新建 6.8 万吨绿色环保生活用纸项目的推进，相关优秀人才的培养和引进却相对滞后，或将影响公司的快速发展。

5. 外部环境

（1）税收优惠

根据浙江省科技厅、财政厅、国税局、地税局联合下发的《关于公布浙江省2011年第二批高新技术企业名单的通知》，公司被认定为浙江省2011年度第二批高新技术企业，自2011年（含2011年）起连续三年享受国家关于高新技术企业的相关优惠政策，企业所得税按应纳税所得额的15%计缴。

公司子公司平湖市景兴包装材料有限公司系福利企业，根据相关文件，享受增值税即征即退优惠政策；子公司浙江景兴板纸有限公司系设立于沿海地区的生产性外商投资企业，子公司重庆景兴包装材料有限公司为外商投资企业，根据相关文件，两家子公司自2008年至2012年度期间享受“两免三减半”的税收优惠政策，这期间所得税税率均为12.5%。

（2）政府支持

公司生产绿色环保纸品，利用先进的技术，以再生利用的废纸为主要原料，林木资源消耗少。这种“资源、产品再到资源”的循环经济模式和技术是造纸行业发展的必然趋势，受到国家政策的鼓励和支持。2011年公司获得的各项政府奖励、补贴资金合计达840.60万元。

（3）区域环境

公司所处的长三角地区为中国经济最为发达地区，制造业密集并具有旺盛的需求。公司的最佳销售半径正好覆盖上海、浙江、江苏等地区，该地区为我国主要的制造业基地和出口基地，区域内箱板纸的需求量旺盛，且经济发达，箱板纸消费量大，废纸产生量大，也是良好的原料市场。2011年该区域的制造业特别是出口业复苏显著，强大的经济基础，使该地区需求持续保持增长。此外，公司紧邻杭州湾畔的乍浦港，便于公司通过“水路+仓库”的业务模式进行异地扩张，突破产品销售半径的限制。

五、公司管理

1. 治理结构

公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等法律法规和《公司章程》要求，不断地建立和完善公司的治理结构，根据相关管理部门出台和修订的各项国家法律、法规条文，制订并修订了公司的各项相关制度规定，通过不断完善法人治理结构，及时整改发现的问题，规范公司运作，提高公司治理水平。

公司建立了由股东大会、董事会、监事会、经理层等组成的法人治理结构，股东大会是公司的最高权力机构；董事会是公司常设决策机构，对股东会负责。截至2011年底，公司董事会由13名董事组成，其中设董事长1人、副董事长2人、独立董事5人。董事会下设战略委员会、审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会等四个专门委员会，并制定了各委员会的议事细则，严格按照规定运作。监事会监督董事和高级管理人员行为的合法、合规性，向股东大会负责。公司实行董事会领导下的总经理负责制，总经理和副总经理由董事会聘任或解聘，总经理对董事会负责，并负责日常的经营管理，接受董事会和监事会的监督。

公司根据《公司法》、《证券法》、《企业内部控制基本规范》、《深圳证券交易所中小企业板上市公司规范运作指引》和其他相关法律、法规的有关规定，结合自身发展目标、经营模式等具体情况，制定了较为完整的内部控制制度，并随公司业务不断发展进行完善。

总体来看，公司认真履行相关的监管规定，股东大会、董事会、监事会独立运作，法人治理结构完善健全，整体运行情况良好。

2. 管理体制

公司作为国内大型民营包装纸板生产企业之一，其第一大股东自然人朱在龙先生持有公司16.26%的股权，且担任公司董事长，对公司的生产经营管理以及人事安排具有主导作用，为公司的实际控制人。公司目前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；拥有全资子公司、控股子公司、联营企业、参股企业共计16家。

公司建立了一系列内部管理标准和工作标准，涵盖经营管理和业务流程各层面、各系统，从基础管理、人力资源、销售、采购、品管、财务、生产、安全等方面设立了11个管理模块，以保证公司规范运作，防范经营过程中可能存在的风险，促进公司健康发展。同时，以景兴纸业总公司基本制度为指导，各事业部、子公司根据各自产业特点和地区差异制定了涵盖产品销售、生产管理、材料采购、人力资源、行政管理、财务管理等整个生产经营过程的系列内部管理制度，确保各项工作都有章可循，管理有序，形成了规范的管理体系，特别是通过对供应链、营销系统的整合，使资源得到充分利用。

控股子公司管理。公司建立了《子公司管理制度》，对控制子公司统一财务政策和人力资源规划，经营管理上采取计划管理和授权管理相结合的方式，并建立了严格的目标经营责任制；统一资金调配、资源集约调控、资产风险预警、内部审计、责任追究等相关制度；统一内部控制制度、对外担保制度、投资管理制度等重大制度的授权和审批流程；定期向母公司报送财务及经营报表，对其重大事项进行管理，以提高公司整体运作效率和抵抗风险能力。

安全生产管理。公司坚持“安全第一，预防为主”的工作方针，积极开展安全生产综治工作，保护员工在生产中的安全与健康，实现安全生产、文明生产。公司有明确的安全生产操作规程，成立安全生产领导小组，组织每月一次和不定期开展普遍性、专业性和集中性相结合的安全生产大检查，根据检查结果定期召开安全会议，对发现的隐患落实整改，消除不安全因素。

对外担保管理。公司通过《公司章程》、《对外担保制度》等相关制度对担保审批权限、风险评估、担保执行监控、披露流程等相关经营活动进行规范，严格控制担保风险。

财务管理。公司建立了完善的《财务管理制度》、《资金管理制度》、《财产管理制度》、《资金往来管理制度》、《费用报销制度》等，并严格按照制度的规定予以执行。在执行过程中，财务部门每季度组织一次财务业务交流会进行自查，公司管理部门也会不定期的组织内审人员对公司各个制度的执行情况进行审核与监督，确保公司所有制度的有效的执行与实施。同时，公司内部审计部门对公司的财务核算情况、资金支付制度执行情况等进行专项检查，也有力地保证了公司制度的执行性。

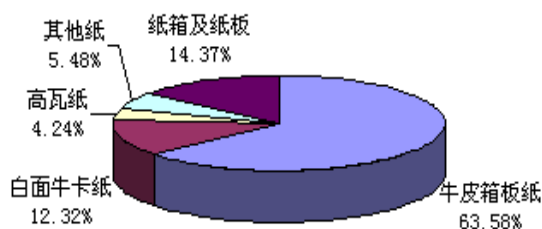
总体来看，公司建立的管理体制对公司正常经营和规范运作起到了较好的监督、控制作用，促进了工作及生产效率全面提升，最大限度地降低了经营风险。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营原纸和纸箱的生产与销售，主要产品包括高档牛皮箱板纸、白面牛皮卡纸、高强度瓦楞原纸、纸箱等。自成立以来，公司主营业务、主导产品均未发生过重大变化，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，近三年来，高档牛皮箱板纸销售收入一直占公司营业收入的60%以上，其次为纸箱及纸板，占公司营业收入的14%以上。

图 7 2011 年公司营业收入构成情况



资料来源：公司提供，联合评级整理

从主营业务收入规模来看，近三年受宏观经济周期影响，公司整体收入水平略有波动，但随着经济形势的回暖及公司产能的扩张，近两年公司收入规模呈增长趋势。2009 年公司实现主营业务收入 191,946.23 万元，同比减少 5.22%，主要是由于同年 1-3 季度产品价格处于低位，致使公司在原纸及纸箱产销量同比小幅增长的同时主营业务收入小幅下滑；2010 年公司实现主营业务收入 259,986.32 万元，同比增长 33.40%，主要是由于行业景气度持续向好，公司主要产品的销售价格及销售量均高于上年平均水平，且第四季度公司 20 万吨白面牛卡纸及 5 万吨技改项目投产后公司产量增加并形成销售所致；2011 年公司实现主营业务收入 341,911.00 万元，同比增长 31.51%，主要是 25 万吨白面牛卡纸项目产能得以全部释放，公司销售量比上年同期大幅增加，同时主要产品均价高于上年同期均价水平所致。

表 4 2009 年~2011 年公司主营业务收入及成本构成表

单位：万元

项 目	2009 年			2010 年			2011 年		
	主营业 务收入	主营业 务成本	毛利率 (%)	主营业 务收入	主营业 务成本	毛利率 (%)	主营业 务收入	主营业 务成本	毛利率 (%)
牛皮箱板纸	125,166.10	105,670.82	15.58	178,918.28	150,337.66	15.97	217,396.51	188,081.66	13.48
白面牛卡纸	6,943.92	6,153.16	11.39	7,873.08	6,641.89	15.64	42,136.66	36,645.64	13.03
高瓦纸 ²	18,304.50	17,211.64	5.97	15,444.56	13,334.08	13.66	14,485.69	11,493.12	20.66
其他纸	9,954.81	8,742.96	12.17	15,627.19	11,417.22	26.94	18,744.07	12,184.23	35.00
纸箱及纸板	31,576.90	28,845.58	8.65	42,123.21	39,131.74	7.10	49,148.07	45,246.83	7.94
合计	191,946.23	166,624.16	13.19	259,986.32	220,862.59	15.05	341,911.00	293,651.48	14.11

资料来源：公司年报

从公司盈利情况来看，2009~2011 年公司主要产品综合毛利率分别为 13.19%、15.05%和 14.11%，整体盈利水平略有波动。2009 年，在经历了 2008 年上半年原材料价格大幅上涨以及受金融危机影响下游需求回落的双重压力后，得益于需求的快速恢复以及行业内主要厂商的限产保价政策，公司的盈利能力同比回升了近 7 个百分点；2010 年，行业景气度回升，产成品价格上涨，同时公司依据市场的变化趋势，通过对现有生产设备进行技改，小幅调整了产品结构，减少了高瓦纸的生产，少量增加了优质牛卡纸以及石膏护面纸、纱管纸等其他纸种的产能以适应市场的实际需求，综合毛利率较上年增加了 1.86 个百分点；2011 年公司毛利率水平小幅回落 0.94 个百分点，主要原因一是由于前三季度原材料价格始终维持高位运行，因此尽管公司产品在成本推动的影响下，销售价格有所提高，但下游包装行业对成本提高的接受能力有限，公司的成本不能完全转嫁到产品销售价格上；二是第 4 季度初，经济市场波动剧烈，造成市场对未来经济不确定性的

² 公司高瓦纸毛利率近三年逐年上升主要是因为公司进一步优化了生产工艺，2009 年公司高瓦纸生产主要原料为废纸，2010 年公司通过加入其他机台生产过程中产生的污水中沉淀的废浆降低了生产成本，2011 年高瓦纸生产中废浆的使用率由 2010 年的 10%提高到 15%，使得高瓦纸的毛利率大幅提高。但限于生产过程中沉淀的废浆数量有限，在提高毛利率的情况下，公司高瓦纸产量受到限制。

情绪加大，行业内需求出现萎缩，使得原应是包装纸行业旺季的第四季度销售形势低迷，而公司产品成本存在一定的滞后性，使得公司第四季度的经营业绩受到较大程度的影响；三是公司 25 万吨白面牛卡纸项目投入正常运行还不到一年时间，设备性能、人机磨合、运行效率等还有待进一步的提高。

总体来看，公司营业收入随着生产规模的扩大而逐年增长，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。对此，公司根据市场需求，微调产品结构，适当减少了高瓦纸的产量，增加了毛利率较高的优质牛卡纸以及石膏护面纸、纱管纸等其他纸种的产能，同时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，公司新建 6.8 万吨绿色环保生活用纸产品项目，预计 2013 年底投产，从而使公司的主营业务扩展到生活用纸的生产和销售。

2. 原纸业务

公司作为高档包装纸行业的专业生产厂家，是国内大型工业包装用纸生产企业之一，具有年产 117 万吨高档包装纸的生产能力，目前公司 80%以上的销售收入来源于原纸。未来，公司仍将立足现有产能，在维持现有主导产品销售规模 and 市场份额的同时，进一步优化和调整产品结构，稳步实施生活用纸项目建设。

(1) 原料采购

公司生产成本构成中，以废纸和少量木浆为主的原材料约占 64%，电及蒸汽等能源成本约占 19%，其他成本合计占比约为 17%。公司生产所需的原材料主要为废纸和木浆，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。近年来，废纸价格波动较剧烈，金融危机前，废纸价格基本上呈震荡上行趋势，美废、欧废、日废³均在 2008 年 6 月达到历史高点 250-300 美元/吨；受金融危机影响，至 2009 年 1 月，废纸价格跌至历史低位，价格在 65-100 美元/吨；2009 年下半年开始受经济缓慢恢复和需求增加影响，废纸价格又呈上行趋势，2011 年前三季度废纸价格维持高位运行，但第四季度在欧债危机的冲击下有所回落，目前废纸价格维持在 245 美元/吨左右，预计废纸价格仍将持续波动。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。

表 5 公司主要原材料采购情况

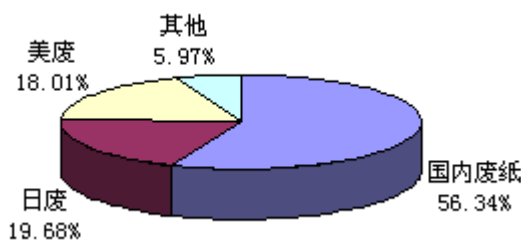
产品		项目（单位）	2009 年	2010 年	2011 年
木浆		采购量（吨）	32,725.22	37,525.14	39,147.28
		采购均价（元/吨）	3,099.02	4,466.14	4,583.10
废纸	国内废纸	采购量（吨）	393,134.62	508,746.26	538,941.35
		采购均价（元/吨）	979.54	1,478.61	1,712.48
	日废	采购量（吨）	252,700.78	226,145.30	188,269.76
		采购均价（元/吨）	1,047.34	1,593.55	1,780.88
	美废	采购量（吨）	64,973.33	137,178.33	172,255.38
		采购均价（元/吨）	1,100.72	1,782.90	1,881.62
	其他	采购量（吨）	52,338.58	73,950.39	57,103.83
		采购均价（元/吨）	1,132.05	1,698.13	1,879.49

资料来源：公司提供

³ 所谓美废、日废、欧废是指不同地区回收的纸张。美废指从美加地区进口的废纸，日废指从日本进口的废纸，欧废指来自于欧洲的废纸。不同的废纸，编号不同，用途不同，但都是进口用作再生造纸或生产纸箱等纸制品的原料。

为规避原材料价格大幅波动对生产经营带来的风险、稳定经营利润，公司采购部门采取灵活机动的采购方式，根据价格点位的高低适时地调整采购量，并与技术和生产部门沟通协调，在不影响产品质量的前提下，通过改进工艺最大限度地用低价位的原料替代高价位的原料，降低公司生产成本，确保采购渠道的多方面拓展。为此，公司成立了上海景兴实业投资有限公司辅助开展进口废纸采购，同时公司拥有自营进出口权，可以自行进口国外废纸，目前公司直接进口废纸约占废纸采购总量的 43.66%；另一方面，与国内多数箱板纸企业进口美国废纸不同，公司进口废纸主要以价格相对低廉的日本废纸为主，公司是目前国内唯一一家能规模化使用日本废纸的高档箱板纸生产企业，在原材料采购上具有一定的成本优势。

图 8 2011 年公司废纸采购量占比情况



资料来源：公司提供，联合评级整理

公司采取自主采购和经销商采购相结合的采购模式。目前公司废纸主要采购自国内外稳定的废纸打包厂家。国内废纸主要以嘉兴当地、苏州、昆山、无锡等周边地区的打包厂为主，公司已与多家供应商建立了稳定的供应关系，原料供应量比较充足；进口废纸主要来自于日本和美国，以日废为主，其他还包括欧废、南非废等。日废的采购渠道主要为日本纸张纸浆商事株式会社、王子通商株式会社、国际纸张浆商事株式会社等，美废的采购渠道主要为美国斯默菲再生资源公司和美国潜利工业有限公司。公司木浆的采购渠道主要为福建青州浆厂，供应量比较稳定。

在公司与供应商的结算方式方面，国内废纸主要是现款或承兑汇票，结算比例取决于合同的约定；进口废纸的结算方式以 90 天信用证为主，在人民币升值的大背景下，汇率变化对公司的影响利大于弊，但由于在废纸国际贸易中的报价往往已考虑汇率因素，因此，汇率变化不对公司进口原料购买力和经营产生实际影响。

公司生产成本中电力占比约 11%，蒸汽占比约 8%。公司电力供应（污水处理系统除外）全部来自华东电网，公司所在的嘉兴地区近几年的电力供求状况保持在相对均衡状态，但 2010 年公司产能曾一度受限于电力供应短缺而无法发挥，未来也不排除公司所在地电力供应再次短缺进而影响公司产能释放的风险。公司生产所需蒸汽由平湖热电厂供应，平湖热电厂是嘉兴市政府为公司所做的配套项目，公司产能全部利用时耗汽量约为每年 185 万吨，平湖热电厂每年 260 万吨的生产能力能够满足公司的蒸汽需求，同时也为公司未来产能扩张带动的蒸汽消耗量增加做好了准备。

总体来看，公司原料采购渠道畅通，大规模日废原料的使用有效降低了原料采购成本。同时，原材料采购价格波动对公司盈利的稳定性有一定的影响，对公司成本控制及存货管理提出了更高的要求。

（2）生产情况

公司主要采用以销定产、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及与主要客户签订销售合同情况等，预测当年的市场情况，确定公司的年度总体经营目标，形成公司的初步生产计划和安排。在客户下达具体订单时，根据订单组织生产。公司主导产品为

高档牛皮箱板纸、白面牛卡纸、高强度瓦楞原纸、纸箱，其生产采用国内先进且成熟的技术，各机台均能够按设计能力进行抄造。

目前公司原纸生产共拥有 4 个生产片区、8 条生产线，其中母公司拥有 6 条生产线，共计 19 万吨/年牛皮箱板纸、25 万吨/年白面牛卡纸、5 万吨/年高强度瓦楞纸和 8 吨/年其他纸种的生产能力；子公司浙江景兴板纸有限公司（以下简称“景兴板纸”）和浙江顶兴纸业有限公司（以下简称“顶兴纸业”）各拥有 1 条生产线，分别形成了 45 万吨/年牛皮箱板纸和 15 万吨/年高强度瓦楞纸的生产能力。2011 年公司共生产原纸 94.61 万吨，其中牛皮箱板纸 68.71 万吨、白面牛卡纸 11.75 万吨、高瓦纸 6.58 万吨、其他纸 7.57 万吨。

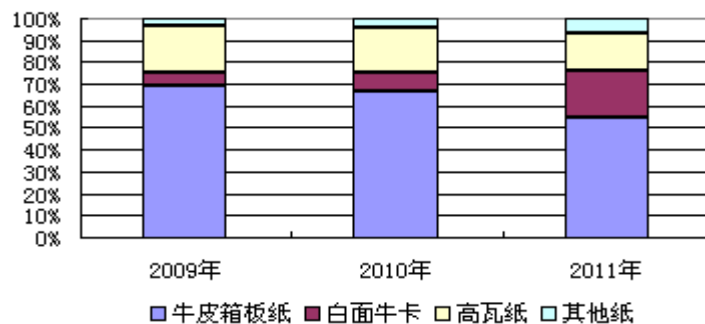
表 6 2009 年~2011 年公司主要原纸产品的生产情况 单位：万吨

原纸产品	项目	2009 年	2010 年	2011 年
牛皮箱板纸	产能	64	64	64
	产量	53.34	61.28	68.71
	产能利用率(%)	83.34	95.75	107.36
白面牛卡纸	产能	5	8.33	25
	产量	2.24	3	11.75
	产能利用率(%)	44.8	36.01	46.99
高瓦纸	产能	20	20	20
	产量	12.58	8.16	6.58
	产能利用率(%)	62.9	40.8	32.91
其他纸	产能	3	3.83	8
	产量	5.67	7.03	7.57
	产能利用率(%)	189	183.55	94.66

资料来源：公司提供

从主要原纸产品的产能利用率来看，牛皮箱板纸产能利用率近三年来逐年提高，主要原因是子公司顶兴纸业的 15 吨高强度瓦楞纸生产线已于 2010 年 1 月技改为可生产牛皮箱板纸，牛皮箱板纸的实际生产量有所增加，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所致；白面牛卡纸的产能利用率近三年来逐年下降，且利用率较低，主要原因是白面牛卡纸流水线 2011 年上半年属刚投产的设备磨合期，产能未能 100%释放，同时在磨合过程中，生产了部分石膏护面纸（归类在其他纸）所致；高瓦纸的产量近三年下降，且产能利用率较低，主要是由于上述的 15 吨高强度瓦楞纸生产线已技改为生产牛皮箱板纸，故高瓦纸的产量持续下降所致。

图 9 2009 年~2011 年公司主要原纸产品产量占比变化情况



资料来源：公司提供，联合评级整理

为了保证产品质量，公司专门成立了技术中心和品质管理部门，负责公司的技术创新和品质保证工作，建立了完善的质量控制体系。公司在设备投资时即充分考虑了产品质量保证，公司大型纸机的主体设备及关键部位均由国外引进；另一方面，从严控制原料质量也对保证产品质量起

到了关键性作用，公司已与主要供应商就原料的采购签订了原则协议，原则协议均对原料的质量标准作出了明确的规定。

总体来看，近三年公司原纸产量逐年增加，其中白面牛卡纸和其他纸种产量占原纸总产量的比重持续增长，而牛皮箱板纸和高瓦纸占比持续下降，但无论是从产量绝对值还是占比情况来看牛皮箱板纸的生产始终占据着主导地位。2012年，公司工业包装用纸方面，白面牛卡纸的产量随着磨合期的结束将进一步提升，预计其他产品产量变化不大。未来，公司生产的重点将集中在新建生活用纸项目上。

（3）产品销售

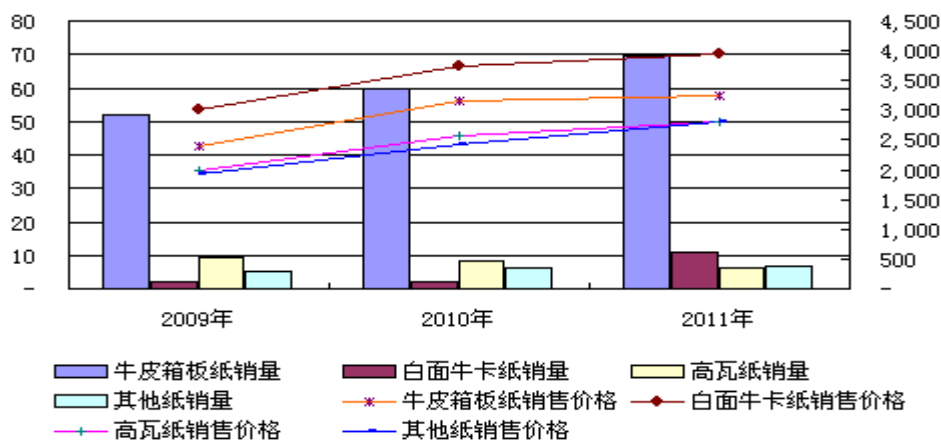
公司主要依托长三角地区的客户资源，通过直销为主的模式获取订单，并在销售过程中采用大客户配套跟进、抢占战略市场和全方位营销等策略；直销模式有利于获得直接的市场信息，并可节省中间费用。目前公司直销模式下销售的产品约占总销量的 90%~95%。

从销售区域上来看，公司主要以华东三省市为主，延伸至云南、广东、福建、重庆、湖南、沈阳、江西、天津、山东等，基本以内销为主。由于运输成本问题，箱板纸具有较为明显的销售半径，理想的销售区域为陆地 300 公里左右。公司地处长三角的中心区，即中国经济最发达的地区，也是中国包装纸板的主要消费市场之一，尤其对高档包装箱板纸的需求增长较快，公司产品销售额的 70%以上集中在浙江、上海和江苏三个省市，良好的地理位置为公司开拓消费市场提供了便利条件。

从客户集中度来看，近三年公司对前五大客户的销售占比始终保持在 13%以内，客户集中度较低。公司客户主要包括日奔纸张纸浆商贸（上海）有限公司、平湖市欣兴纸业有限公司、荣盛石化股份有限公司等，客户群相对稳定。

从产品销量情况来看，近三年公司产品销售情况稳中有升，平均产销率在 92%以上。2011 年尽管受到宏观经济不利、下游需求下滑等影响，公司全年仍完成产品销量 93.44 万吨，较上年同期增长 22.20%。其中，牛皮箱板纸完成销量 69.43 万吨，同比增长 16.32%；白面牛卡纸完成销量 10.95 万吨，同比增长 406.99%；高瓦纸完成销量 6.40 万吨，同比减少 21.40%；其他纸完成销量 6.66 万吨，同比增长 2.82%。在销售定价上公司和玖龙纸业、理文造纸同为浆纸商务网指定的“指导价格”信息发布商，在产品定价方面具有一定的市场主导权和影响力，公司主要参考市场需求和生产成本，结合其他两家公司的意见来调整产品销售价格。

图 10 近三年公司造纸业务销量及销价情况（单位：万吨、元/吨）



数据来源：公司提供

在销售风险控制上，公司建立了较为详细的客户信息数据库，并每隔半年对客户信息进行更

新，以考察客户的综合实力并确定赊销政策；同时建立了专门的风险管理部对存量应收账款信用风险进行持续监控。近年来公司的客户群较为稳定，信用期内货款回收顺利，基本没有坏账发生。公司对销售过程中合同签订、信用评审、订单处理、货款回收等各个环节均进行了严密的设计和控制在，以防范各类操作风险和信用风险。

公司对下游客户的货款结算信用期一般控制在 30-60 天之内，公司的货款回收方式大致有现款、银行票据两种方式。通常情况下，信用状况越好的客户可获得的信用期越长；结算方式的确定取决于公司与客户间的业务交易量、交易过程的沟通、以往客户信用情况以及客户规模等进行综合评定后确认，对采购量较小的客户一般会采取现货现款的结算方式；公司也存在一些信用状况良好、采购量大但采取现货现款的方式结算的客户（这主要是由该类客户内部付款政策决定）。公司目前货款结算中现款与银行票据的比例分别约 35%和 65%。

总体来看，公司产品销售具有一定的区位优势，销售渠道畅通，产销率较高。未来，随着公司主营业务向生活用纸的扩展，公司销售受宏观经济影响的程度将有所降低。

3. 包装业务

公司包装业务目前由包括平湖市景兴包装材料有限公司（以下简称“平湖景包”）、南京景兴纸业有限公司、重庆景兴包装有限公司、浙江景特彩包装有限公司、新疆景特彩包装有限公司、四川景特彩包装有限公司在内的 6 家控股子公司构成，主要产品为纸板、纸箱。目前，公司包装业务约占主营业务收入的 15%，其中特色彩印业务作为公司未来业务延伸的突破点之一，虽然目前尚未盈利，但仍在积极地进行市场开拓。

从装备水平来看，目前各子公司拥有设备齐全的纸箱生产流水线以及与之配套的水性印刷开槽机等设备，整体性能较好，能根据市场和客户需求生产三层、五层、七层等不同品种。公司 2500mm 瓦楞纸箱生产线具有以下特点：门幅宽、效率高，引进的五层线可制 2.5m 宽的瓦楞纸板，设计车速达 250m/min，生产效率高，可同时生产两种以上的产品；全自动化操作，更换品种快，整机设计合理，采用全电脑工业控制系统，PLC 在 512 点以上，自动化程度高；产品质量稳定；产品适应性广，可利用低克重纸张生产高质量的瓦楞纸板，纸克重从 90 至 440g/m²，有利于节约资源及环境保护。

从原料采购来看，公司包装业务最主要的原料是牛皮箱板纸和瓦楞纸，其次是白面牛卡纸和少量其他纸种。目前公司包装业务 80%的原料来自于自身造纸企业，其余外购，因此能有效控制原料采购成本。

表 7 2011 年各包装子公司内部采购情况

项目	景兴纸业		景兴板纸		顶兴纸业	
	采购数量 (吨)	采购均价 (元/吨)	采购数量 (吨)	采购均价 (元/吨)	采购数量 (吨)	采购均价 (元/吨)
白面牛卡纸	2,174.28	4,073.98				
牛皮箱板纸	6,653.94	3,183.34	43,923.50	2,606.88	3,385.71	3,170.14
高瓦纸	26.97	2,606.84			11,351.46	2,745.40
其他纸	243.99	2,768.40				
合计	9,099.18	3,383.32	43,923.50	2,606.88	14,737.16	2,842.98

资料来源：公司提供

从生产销售来看，目前公司包装业务下属各子公司具有 47,500.00 万平方米/年纸箱（纸板）的生产能力，2011 年实现产量 16,801.48 万平方米，销量 16,020.69 万平方米，实现营业收入 49,148.07 万元。公司主要客户包括上海蕴怡包装制品有限公司、上海和黄白猫有限公司和南京喜

之郎食品有限公司等，其客户集中度较低。

4. 关联交易

近三年公司未发生日常性关联交易。2011 年公司子公司参股企业建德景包公司向公司购买原纸 294.06 万元，占同类交易金额的 0.08%，可以看到关联销售的金额很小，占比很小，且定价公允，因此整体看公司关联交易的风险很小。

5. 经营效率

2009~2011 年，公司经营状况整体呈上升趋势。2009 年，受益于市场复苏以及有效的成本费用控制，公司迅速实现了扭亏为盈；2010 年随着箱板纸行业景气度上扬、公司产能增加及产品结构的微调，公司净利润大幅提升；2011 年尽管公司产销量上升，且公司参股的浙江莎普爱思药业股份有限公司（以下简称“莎普爱思”）业绩优秀使得公司投资收益上升，但是原材料价格的上涨推动成本进一步上升，加之 25 吨白面牛卡纸生产尚处于磨合期，效率有待提高，造成当年净利润仅比上年同期略有增长。

随着营业收入规模的扩大，公司通过加强资产管理、增加银行承兑汇票收款、压缩存货规模和控制采购批次等手段提高经营效率，使得应收账款周转次数、存货周转次数和总资产周转次数指标均保持了上升趋势，2011 年公司应收账款周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 6.18 次、6.76 次和 0.70 次。从同行业比较情况看，公司应收账款周转率相对较低，存货周转率处于行业较高水平，总资产周转率处于行业正常水平。总体看，公司经营效率处于正常水平。

表 8 2010 年造纸行业上市公司经营效率指标情况（单位：次）

企业名称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
晨鸣纸业	9.42	5.19	0.54
山鹰纸业	10.37	6.55	0.73
福建南纸	10.37	4.57	0.49
美利纸业	4.66	1.28	0.32
华泰股份	6.42	8.52	0.50
青山纸业	11.30	4.20	0.66
博汇纸业	12.02	5.96	0.74
岳阳林纸	11.50	1.48	0.35
景兴纸业	4.92	6.23	0.64

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据

6. 重大在建项目

2011年6月，根据公司2010年第四次临时股东大会决议和证监会[2011]803号文件，公司非公开发行股票，共计向特定对象非公开发行人民币普通股15,497.55万股，共募集资金94,999.98万元，以用于建设“6.8万吨绿色环保再生生活用纸”项目。

该项目投入的总资金为 96,671 万元，其中通过非公开发行股票募集资金 93,095.93 万元，其他自筹，项目预计于 2013 年底投产。目前，国内高端生活用纸市场仍存在一定供给缺口，该项目的投资有利于发挥公司在相关技术利用及贴近发达消费市场的优势，有助于改善公司产品结构，增强公司的盈利能力，同时由于生活用纸市场的弱周期性，该项目投产后将在一定程度上平抑公司盈利波动。预计项目建成后每年新增销售收入 68,581 万元，约占现有主营业务收入的 20%，从销售规模看有望成为公司牛皮箱板纸以外的第二项主导产品；同时利润总额预计年新增 17,950 万元，公司盈利能力有望得到大幅提升。

目前该项目已经完成审批程序，处于在建状态，已进入国内同行业调查、项目人员落实、市场调研、设备选型、土地平整以及营销市场网络的搭建阶段，截至 2011 年 12 月 31 日已累计投入募集资金 5,188.14 万元。在项目建设过程中，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，目前在 KA 渠道建设方面，公司产品顺利在上海的易初莲花、家乐福、易买得等大型超市实现上架销售，网购方面主要通过一号店进行销售，同时也与国开行、嘉兴中行、平湖农行等银行客户签订了定制产品合同并完成了首批产品的交付。

2012 年，公司将全力推动该项目建设，力争早日投产，另一方面力求在项目建成时，“品萱”品牌已经有一定的市场影响力，从而发挥新项目的带动作用，加快公司转型步伐。

表 9 公司未来三年重大项目投资计划表

单位：万元

项目名称	建设期	预计投产时间	总投资	资金筹措方案			2011 年投资额	2012 年投资额	2013 年投资额	2014 年投资额	审批情况
				募集资金	贷款	自筹					
年产 6.8 万吨绿色环保再生生活用纸项目	2 年	2013 年底	96,671	93,095	-	3,576	5,188	33,480	48,336	9,667	完成审批

资料来源：公司提供

根据项目建设规划，公司未来三年资本性支出规模较大，年产 6.80 万吨高档生活用纸项目预计总投资 96,671 万元，目前募集资金已经到位。但项目的建设管理，建成投产后技术与设备、操作人员与设备之间的磨合直接关系到产品生产能力和产品质量是否能达到预期的目标。此外，项目投产后，市场需求情况和公司的营销能力能否使增产产品顺利实现销售，都将直接影响项目投资收益和公司整体效益。

7. 重大事项

公司下属子公司景兴实业参股莎普爱思 20% 股权。该公司是一家专业从事药品研发、生产经营的综合性制药企业，注册资本 4,900 万元，主要产品包括大容量注射剂、口服溶液剂、滴眼剂等，截至 2011 年底其资产总额为 32,738.12 万元，净利润为 6,791.27 万元，2011 年公司取得来自莎普爱思的投资收益共计 357.57 万元。

莎普爱思凭借在医药领域长年经营研发所形成的产品优势和市场地位，产品销量与销售额呈现出了逐年增长的态势，并取得了稳定经营业绩，特别是该公司自行研发的莎普爱思滴眼液在近年来更是取得骄人的销售业绩，目前该公司向证监会递交了 IPO 申请材料。

公司自成立以来，一直致力于做大做强以高档牛皮箱板纸为主的包装纸及纸箱业务，业务集中度相对较高，易受到宏观经济环境的影响。因此，公司近年选择了一些行业基本面稳定，业务及业绩增长较为明确，且风险在公司可承受范围内的项目进行投资，以丰富和完善公司的业务结构，分散业务集中所带来的经营风险，并获得在不同行业领域的投资经验。一旦莎普爱思成功上市，公司资产总额和所有者权益将有望获得大幅提升。

8. 未来发展

公司未来的发展战略是：以造纸业务为公司发展的基石，不断扩大造纸业务的规模，提升公司的竞争力，同时努力抓住机遇向上下游行业扩展——上游建立制浆原料林基地、建立健全废纸收购网络，下游向纸制品、彩印、包装行业扩展。

公司战略的具体内容包括：高起点进入生活用纸业务领域，丰富公司的产品结构，增强公司抵御经济周期的能力；进一步发挥自身环保和再生原料优势，拓展绿色环保再生纸品种，首先进

军绿色环保再生生活用纸，力争在环保高端生活用纸领域做大做强；优化现有产品种类，增加白面牛卡纸、低克重高强瓦楞纸等品种的比重；利用公司自身优势，保持现有箱板纸类产品的规模 and 市场份额。

总体来看，公司的发展战略符合行业发展趋势。通过积极提升弱周期性的生活用纸比重、集中发展高端纸品等措施，公司的综合竞争力将得到提高，发展后劲将不断增强。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2009 年~2011 年度财务报告经天健会计师事务所有限公司⁴审计，均出具了标准无保留审计意见。2007 年公司开始执行财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》。近三年，公司合并报表范围未发生重大变化，财务可比性较强。

截至2011年底，公司合并资产总额546,221.18万元，负债总额250,108.22万元，所有者权益（含少数股东权益）296,112.96万元。2011年公司实现合并营业收入345,139.39万元，净利润（含少数股东损益）13,897.86万元。经营活动产生的现金流量净额11,512.93万元，现金及现金等价物净增加额81,327.82万元。

2. 资产质量

2009 年~2011 年公司资产规模增长较为稳定，复合增长率为 20.04%。从资产结构看，近三年公司非流动资产占总资产比例分别为 63.86%、60.04%和 47.33%，2009~2010 年公司非流动资产占资产总额的比例基本维持在 60%以上，主要是公司所属的造纸行业属规模效益型和资金密集型的产业，其核心技术基本固化在生产设施之中，因此资产结构中非流动资产占比较高；2011 年公司非流动资产占比呈现大幅下降，主要是因为公司的应收票据大幅增加及公司非公开发行募集资金到位后货币资金大幅增加所致。

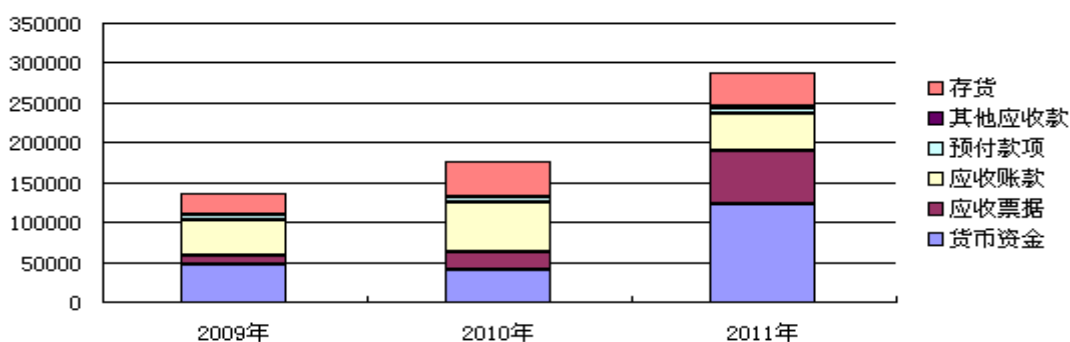
截至 2011 年底，公司资产总额共计 546,221.18 万元，其中流动资产 287,716.30 万元，非流动资产 258,504.88 万元。

流动资产

近三年公司流动资产规模增长相对较快，复合增长率为 44.92%。2011 年底公司流动资产较上年大幅增长了 63.72%，主要是应收票据大幅增加及公司非公开发行募集资金到位后货币资金大幅增加所致。公司流动资产以货币资金、应收账款、应收票据和存货为主，近三年公司流动资产构成及增长情况如下图所示。

⁴ 天健会计师事务所有限公司于 2011 年正式更名为天健会计师事务所（特殊普通合伙）；

图 11 2009~2011 年底公司流动资产构成及增长情况 (单位: 万元)



数据来源: 公司年报

近三年公司货币资金占流动资产的比重呈现较大幅度的波动, 分别为 33.76%、22.37%和 42.53%。其中 2010 年底公司货币资金同比减少 15.01%, 主要是公司 20 万吨白面牛卡纸及 5 万吨技改项目投产后采购增加, 而产品销售中应收款项增加所致; 2011 年底公司货币资金同比大幅增长 211.26%, 主要是公司 2011 年 6 月非公开发行股票筹集 9.3 亿资金到账所致。截至 2011 年底, 公司货币资金共计 122,362.15 万元, 主要是现金及银行存款⁵, 其余部分为使用受限的银行承兑汇票保证金、信用证保证金和交易衍生产品保证金, 占比 5.33%。

近三年公司应收账款规模呈现较大幅度的波动, 2010 年底公司应收账款同比增长 38.82%, 主要是受公司 20 万吨白面牛卡纸及 5 万吨技改项目的试生产产品销售额增加所致; 2011 年公司产品销量进一步增加的同时公司应收账款规模大幅下降, 截至 2011 年公司应收账款 47,198.02 万元, 同比减少 23.97%, 一方面是由于公司增加了应收票据结算, 另一方面是因为公司与交通银行、农业银行及平湖中信银行签订了不附追索权的应收账款保理共计 25,722.95 万元所致。

从应收账款账龄结构来看, 公司应收账款质量较好, 账龄在 3 个月以内的占应收账款账面余额的 90.73%, 4 个月至 1 年的占 5.58%, 1 年以上的仅占 3.69%。同时, 公司根据应收账款特征, 按照账龄分析法计提了坏账准备, 截至 2011 年底坏账准备余额为 1,165.57 万元。公司应收账款主要为下游客户所欠货款, 前 5 名客户应收账款金额合计占比 11.76%, 集中度较低。

近三年公司应收票据规模占流动资产比重逐年增长, 三年复合增长率为 130.97%。2010 年底公司应收票据同比增长 91.66%, 一方面是公司产能增加, 销量增长所致, 另一方面是由于 2009 年公司将部分票据用于支付 20 万吨白面牛卡纸及 5 万吨技改项目, 公司在 2009 年末应收票据规模相对较小所致; 2011 年底公司应收票据同比大幅增长 178.34%, 主要是由于白面牛卡纸项目全面投产使得销售规模进一步扩大, 同时公司以银行承兑汇票方式结算的比例增加所致。截至 2011 年底, 公司应收票据共计 66,530.56 万元, 其中银行承兑汇票占比 95.05%, 商业承兑汇票占比 4.95%。

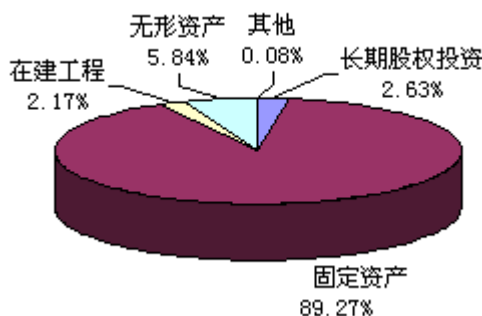
近三年公司存货占流动资产的比重呈现较大幅度的波动, 分别为 20.29%、25.01%和 15.15%。2010 年底公司存货账面价值同比增长 58.11%, 一是由于公司产能增加导致的原材料采购增加, 二公司生产用原材料废纸、木浆等价格大幅回升所致; 2011 年公司存货账面价值同比小幅下降 0.82%, 主要是同年第四季度原材料价格有所回落所致, 这也使得存货占流动资产比例大幅下降。截至 2011 年底, 公司存货账面余额 43,790.33 万元, 主要是原材料 (占 51.06%) 和库存商品 (占 48.93%), 其余为低值易耗品, 占比较小。同时公司计提了 195.45 万元的跌价准备, 主要是考虑到当前原材料及产成品市场价格有所下跌。

⁵ 银行存款期末余额共计 115,764.54 万元, 包括用于借款的质押存款 2,640 万元。

非流动资产

近三年公司非流动资产规模呈现小幅波动，2010 年底同比增长 9.06%，主要是长期股权投资及固定资产账面价值增加所致；2011 年受固定资产累计折旧影响，公司非流动资产同比减少 2.09%。截至 2011 年底，公司非流动资产合计 258,504.88 万元，其中占比较大的为固定资产、无形资产、长期股权投资和在建工程（图 12）。

图 12 2011 年底公司非流动资产构成



数据来源：公司年报

近三年公司固定资产账面价值占非流动资产比例均维持在较高水平，分别为 70.74%、90.70% 和 89.27%，2010 年底公司固定资产大幅增加主要是公司 20 万吨白面牛卡纸及 5 万吨技改项目由在建工程转入固定资产所致，2011 年底受累计折旧影响固定资产账面价值⁶小幅下降。截至 2011 年底，公司固定资产原值 304,494.08 万元，其中房屋及建筑物⁷占 23.05%，专用设备占 69.60%，构筑物、运输设备及其他设备等共占 7.35%。截至 2011 年底，公司固定资产累计计提折旧 73,185.07 万元，计提减值准备 544.19 万元，固定资产成新率为 75.79%，成新率较高。

截至 2011 年底，公司无形资产⁸原值金额共计 17,259.42 万元，其中土地使用权占 86.78%，专利及专有技术占 12.13%，其余为商品化软件。公司无形资产已累计计提摊销 2,152.49 万元。

截至 2011 年底，公司长期股权投资共计 6,808.93 万元，除建德景包（持股 18%）、上海阳普（持股 25%）等纸制品产业或相关配套业务企业外，公司投资了莎普爱思（持股 20%）、康泰贷款（持股 18.75%）和云南汉麻（持股 20%）等非造纸类企业，以丰富和完善公司的业务结构。其中投资莎普爱思和康泰贷款采用权益法核算，其余三家公司采用成本法核算。

截至 2011 年底，公司在建工程净额共计 5,606.03 万元，较年初增长 74.68%，主要原因是当年新建 6.8 万吨生活用纸项目前期投入大幅增加所致。

公司近三年资产抵质押金额分别为 128,884.13 万元、95,575.25 万元和 129,270.69 万元，占净资产的比率分别为 72.17%、49.72%和 43.66%，呈下降趋势，但截至 2011 年底抵质押资产占净资产的比例仍较高。

总体来看，公司资产规模较大，2011 年底资产构成中流动资产与非流动资产占比基本持平，其中流动资产主要是由于 2011 年公司非公开发行募集资金到位后货币资金大幅增加，使得其占资产总额比重大幅提升，非流动资产则以固定资产为主，符合公司所属行业特征，公司整体资产质量较高。

3. 负债及所有者权益

⁶ 2011 年底已有账面价值 101,509.03 万元的固定资产用于借款担保；

⁷ 部分厂房及附属用房（原值 13,803.09 万元）产权证书尚在办理中，预计 2012 年度完成；

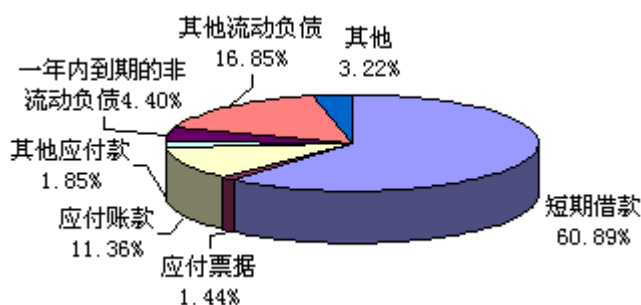
⁸ 2011 年底已有账面价值 8,438.73 万元的无形资产用于借款担保。

负债

造纸行业属于资本密集型行业，随着业务规模的增长，公司负债规模也呈现出相应的增长。2009年~2011年公司负债规模复合增长率为11.68%，其中2010年同比增长23.46%，主要是因为公司20万吨白面牛卡纸及5万吨技改项目投产后因流动资金需求扩大，公司增加了银行借款所致；2011年公司发行短期融资券募资40,000万元，其中30,000万用于归还了短期借款，从而使得公司债务结构发生变化，但整体负债规模增长有限。截至2011年底，公司负债合计250,108.22万元，资产负债率为45.79%，债务水平适中，其中流动负债占比94.90%，非流动负债占5.10%。

截至2011年底，公司流动负债为237,348.75万元，较上年小幅增长6.02%，流动负债以短期借款、应付账款、其他流动负债和一年内到期的非流动负债为主，构成情况如下图⁹所示。

图13 2010年底公司流动负债构成



数据来源：公司年报

2009~2010年公司短期借款占流动负债比重分别为71.99%和76.13%，占比较高，公司短期债务支付压力较大。2011年公司以发行的短期融资券归还了30,000万元短期借款，从而使得其他流动负债增加，而短期借款规模下降，占流动负债比例降至60.89%。但整体来看，公司短期有息债务¹⁰规模仍呈上升趋势，同比增长了7.73%，占流动负债的82.14%，占比较高，公司债务结构有待改善。

截至2011年底，公司短期借款共计144,510.66万元，其中保证借款¹¹占69.19%，抵押借款占21.25%，质押借款占8.11%，信用借款占1.45%。

截至2011年底，公司其他流动负债40,000万元，全部为短期债券及其利息。2011年1月18日公司在银行间市场成功发行总额为40,000万元的短期融资券，到期时间为2012年1月18日。

2009~2011年，随着公司生产规模的扩大，公司应付账款稳定增长，三年复合增长率为19.36%，占流动负债比重始终维持在11%左右。截至2011年底，公司应付账款26,961.75万元，主要是应付原材料、备品备件及设备采购款。从账龄上来看，无账龄超过1年的大额应付账款。

2009~2011年公司应付票据规模波动较大。截至2011年底，公司应付票据3,414.60万元，同比减少59.25%，主要是公司减少了应付票据的开具而是大量采取了直接背书应收票据的方式来支付货款。公司应付票据全部为银行承兑汇票。

2009~2011年，公司非流动负债规模呈逐年下降趋势，复合增长率为-40.02%。截至2011年底，公司非流动负债为12,759.46万元，主要是长期负债（占比99.57%）和递延所得税负债（占比0.43%）。非流动负债规模的下降主要是来自于长期负债的大幅减少。

截至2011年底，公司长期借款余额为12,704.97万元，同比大幅减少46.11%，主要是由于部

⁹ 图中所列“其他”项包括预收款项、交易性金融负债、应付职工薪酬、应交税费、应付利息；

¹⁰ 短期有息债务=短期借款+一年内到期的非流动负债+其他流动负债；

¹¹ 其中由母公司为子公司提供担保借款63,580.00万元，占公司保证借款的63.59%。

分长期借款到期转为一年内到期的非流动负债所致。公司长期借款中抵押借款占比 84.26%，保证借款占比 15.74%。

截至 2011 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 45.79%和 41.62%，均处于适中水平，长期债务资本化比率为 4.11%，处于较低水平，公司整体债务负担不重。但从负债结构来看，公司流动负债占比高达 94.90%，其中短期有息债务又占流动负债的 82.14%，占比较高，公司债务结构有待改善。

所有者权益

近三年公司所有者权益水平增长相对较快，三年复合增长率为 28.77%。截至 2011 年底，公司所有者权益合计 296,112.96 万元，同比增长了 54.06%，主要是公司于 2011 年 6 月非公开增发股票产生股本溢价使得资本公积大幅增加所致。

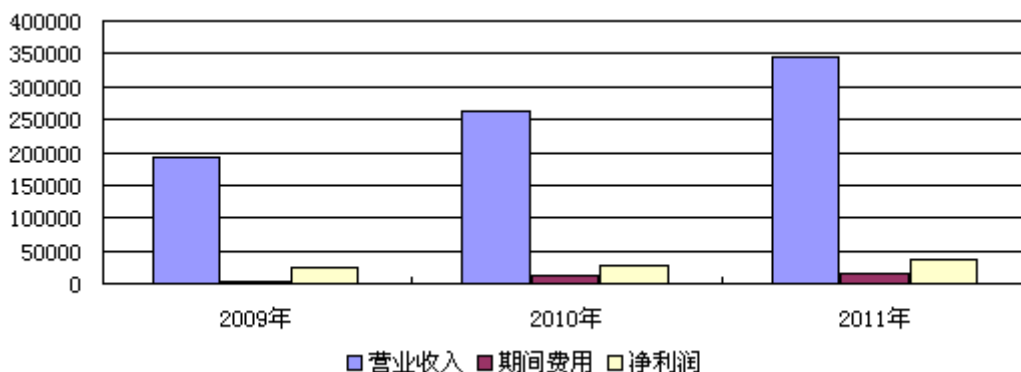
近三年公司所有者权益结构较为稳定，截至 2011 年底，实收资本占 19.16%，资本公积占 72.77%，盈余公积占 1.65%，未分配利润占 6.42%。公司所有者权益中因股本溢价发行使得资本公积占比较大，权益结构稳定性较好。

4. 盈利能力

随着公司经营规模的不断扩大，市场环境回暖，公司经营保持了较好的发展态势。近三年，营业收入和净利润逐年增长，三年复合增长率分别为 33.50%和 177.23%。2011 年，公司全年实现营业收入 345,139.39 万元，同比增长 31.27%，实现净利润 13,897.86 万元，同比增长 1.92%。相较于营业收入的平稳增长，公司净利润增长幅度呈现出明显的下滑趋势，主要是因为公司主导产品牛皮箱板纸和白面牛卡纸生产所需的原材料废纸、木浆平均价格上涨，而下游行业接受涨价的能力有限，使得公司主要产品的盈利能力下降所致。

从期间费用看，2009~2011 年公司销售费用、管理费用和财务费用均呈增长趋势，其整体复合增长率为 22.01%，低于同期营业收入的复合增长率 33.50%；其费用收入比分别为 12.41%、10.56%和 10.37%，整体水平较低且呈小幅下降趋势，反映了公司良好的期间费用控制能力，规模效益逐步显现。

图 14 2009~2011 年公司营业收入、净利润期间费用增长情况



数据来源：公司年报

从盈利指标看，2009~2011 年公司主要产品的综合毛利率分别为 13.19%、15.05%和 14.11%，整体盈利水平略有波动，主要系产品结构调整和市场状况变化所致。2011 年，公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.79%和 5.69%，较上年相比均出现不同幅度的小幅下降，主要原因是受原材料价格上涨、市场供求变化、新投产项目运行效率有待提高等因素影响，公司盈利能力有所下降。但与国内同行业其他主要上市公司比较，公司除销售毛利率处于中等水平外，其他主要盈

利指标均优于行业平均水平（如表 10 所示）。

表 10 2010 年造纸行业上市公司盈利指标情况

企业名称	销售毛利率	净资产收益率 ROE（加权）	总资产报酬率 ROA
晨鸣纸业	20.46%	8.80%	6.04%
山鹰纸业	13.84%	9.79%	7.02%
福建南纸	6.66%	0.59%	2.58%
美利纸业	12.76%	-14.10%	-0.21%
华泰股份	11.58%	1.53%	2.44%
青山纸业	9.89%	2.95%	3.85%
博汇纸业	16.30%	5.64%	6.80%
岳阳林纸	17.32%	5.07%	2.80%
景兴纸业	15.03%	6.98%	6.01%

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据

5. 现金流

从经营活动看，随着宏观经济环境的回升，近年来公司经营活动现金流入随着营业收入的增长而逐年增加，且经营活动现金流入的增长速度相对经营活动现金流出的增长速度来说呈上升趋势，使得公司经营活动现金流量净额的增长速度大幅提升。2011 年经营活动产生的现金流量净额较上年增长 154.60%，为 11,512.93 万元，一方面是公司签订应收账款保理加快现金回收，另一方面是公司贴现部分票据增加了现金流入所致。尽管公司经营现金流情况受宏观经济周期影响有所波动，但从收入实现质量来看，近三年公司的现金收入比分别为 118.01%、107.27%和 109.34%，公司收入实现质量较高。

从投资活动来看，2009~2011 年，公司投资活动产生的现金流量净额均为负数，2011 年公司投资活动现金流入和流出规模均大幅降低，其中投资活动现金流出大幅减少了 26,832.85 万元，主要是因为前期募投项目等已建成投产而后期生活用纸项目尚处于前期投入阶段所致。2011 年全年投资活动现金流量净额为-11,337.23 万元。

从筹资活动来看，随着公司业务规模的扩张，公司经营活动产生的现金流量净额不能完全满足公司投资项目的资金需求，因此需要拓宽融资渠道。2009~2011 年公司筹资活动产生的现金流入主要是银行借款和吸收投资收到的现金。截至 2011 年底，公司筹资活动现金流量净额为 81,363.03 万元，较上年增加了 265.15%，主要是非公开发行股票募集资金和发行短期融资券取得现金流入所致。

总体看，公司经营性现金流规模尚可，收入实现质量较高。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，近三年公司流动比率和速动比率呈波动上升，截至 2010 年底，公司流动比率和速动比率分别为 0.78 倍和 0.59 倍，均处于较低水平。2011 年 1 月和 6 月公司先后取得 3.99 亿短融和 9.3 亿定增的募集资金净额后，现金类资产得到有效补充，流动比率和速动比率增至 1.21 倍和 1.03 倍，公司短期偿债能力得到大幅提升，同期现金短期债务比¹²增至 0.95 倍，尽

¹² 该项指标计算过程中短期债务计入了同期发生的其他流动负债（公司所发行短期融资券）。

管经营现金流流动负债比率偏低，仅为 4.85%。但总体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2009~2011 年公司 EBITDA 分别为 25,322.24 万元、39,609.87 万元和 46,398.62 万元，增幅较大；公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.50 倍、3.85 倍和 3.23 倍，对利息支付能力保护较强。2011 年 EBITDA 全部债务比为 0.22 倍。总体看，公司整体盈利规模尚可，能够对债务形成较好的保障，长期偿债能力较强。

截至2011年底，公司存在对外担保（合并口径）14,300.00万元，被担保企业为浙江晨光电缆股份有限公司（1,800.00万元）和平湖热电厂（12,500.00万元），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。

公司与嘉兴交行、国开行、平湖农行及平湖建行等各大商业银行建立了良好的合作关系，截至 2011 年 12 月 31 日，公司及控股子公司已获银行批准且尚未使用的授信额度 128,731.57 万元，公司间接融资通道较畅通。

总体来看，公司具备较强的偿债能力和抗风险能力。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2011 年底，公司负债总额为 250,108.22 万元。本次拟发行公司债规模不超过 10 亿元，此次债券发行募集资金将全部用于归还银行贷款，调整债务结构。

以2011年底财务数据为基础，假设募集资金净额为10亿元，且全部用于偿还短期借款，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为27.57%、41.62%和45.79%，长期负债水平大幅上升，但现有有息债务实际总体规模维持不变，而从债务结构来看，本期债券发行后，将有助于改善公司债务结构。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以2011年相关财务数据为基础，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对于本期计划发行10亿元公司债的保护倍数分别为0.46倍、3.86倍和0.12倍。总体看，EBITDA、经营活动现金净流量和经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较好。

未来，公司将进一步提高25万吨白面牛卡纸项目的运行效率，在做精做强现有主导产品的基础上将继续利用现有的部分小机台调整产品方便的优势，开发一些客户定制品及小批量的特殊用途纸品，丰富产品线，提升为细分市场服务的能力。同时，随着公司6.8万吨生活用纸项目的投产，将在一定程度上平抑公司盈利波动，增强公司抵御经济周期风险的能力。

综合以上分析，并考虑到公司规模、行业地位、竞争实力等因素，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力强。

九、综合评价

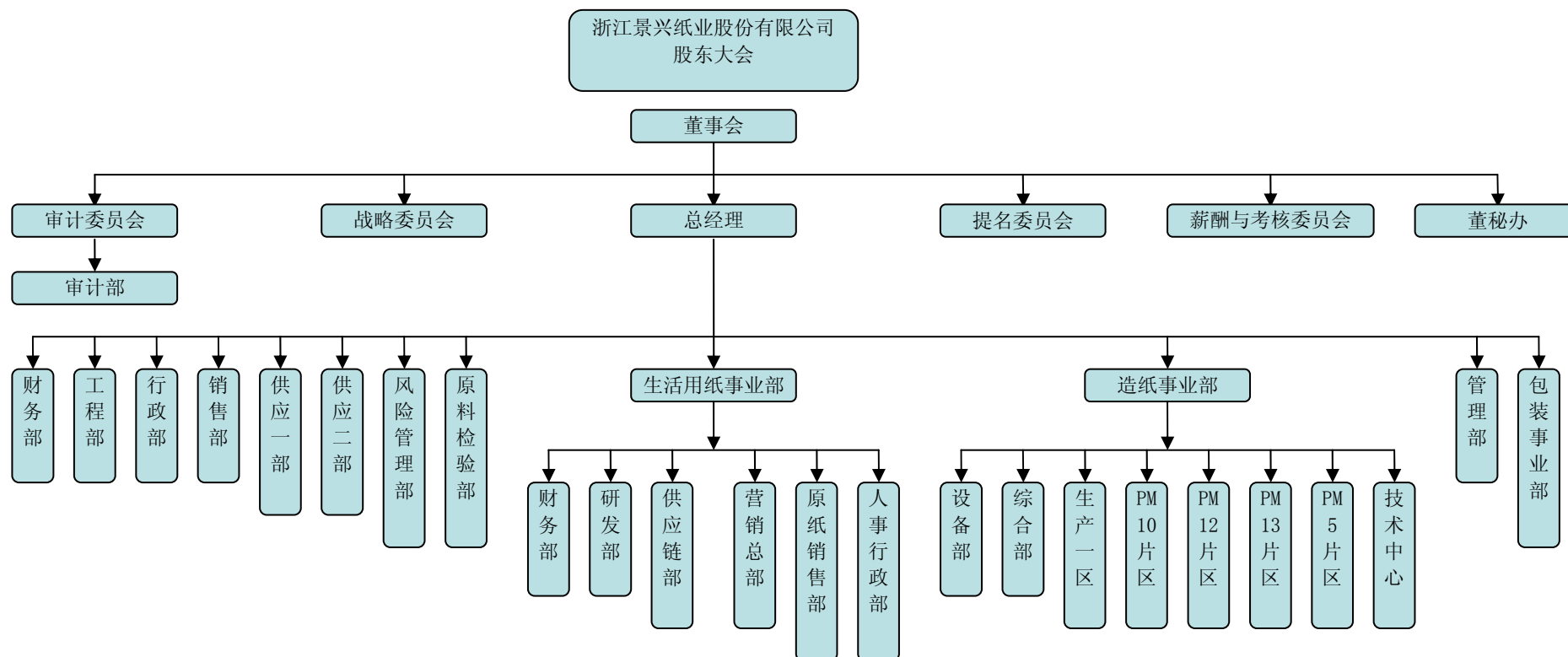
我国造纸行业随着法律、市场、产业环境的进一步规范和完善，仍有较大的发展空间。

公司是国内大型包装纸板生产企业之一，长期专注于包括高档牛皮箱板纸、高强度瓦楞原纸和白面牛卡纸在内的原纸和纸箱的生产与销售，主营业务突出，在高端包装纸业市场竞争力较强。公司生产经营状况良好，销售渠道畅通，产品盈利能力较强，且具有一定的区位优势。公司资产质量较高，债务负担适中，对全部债务的保障能力较强。未来随着公司对现有产品种类的进一步

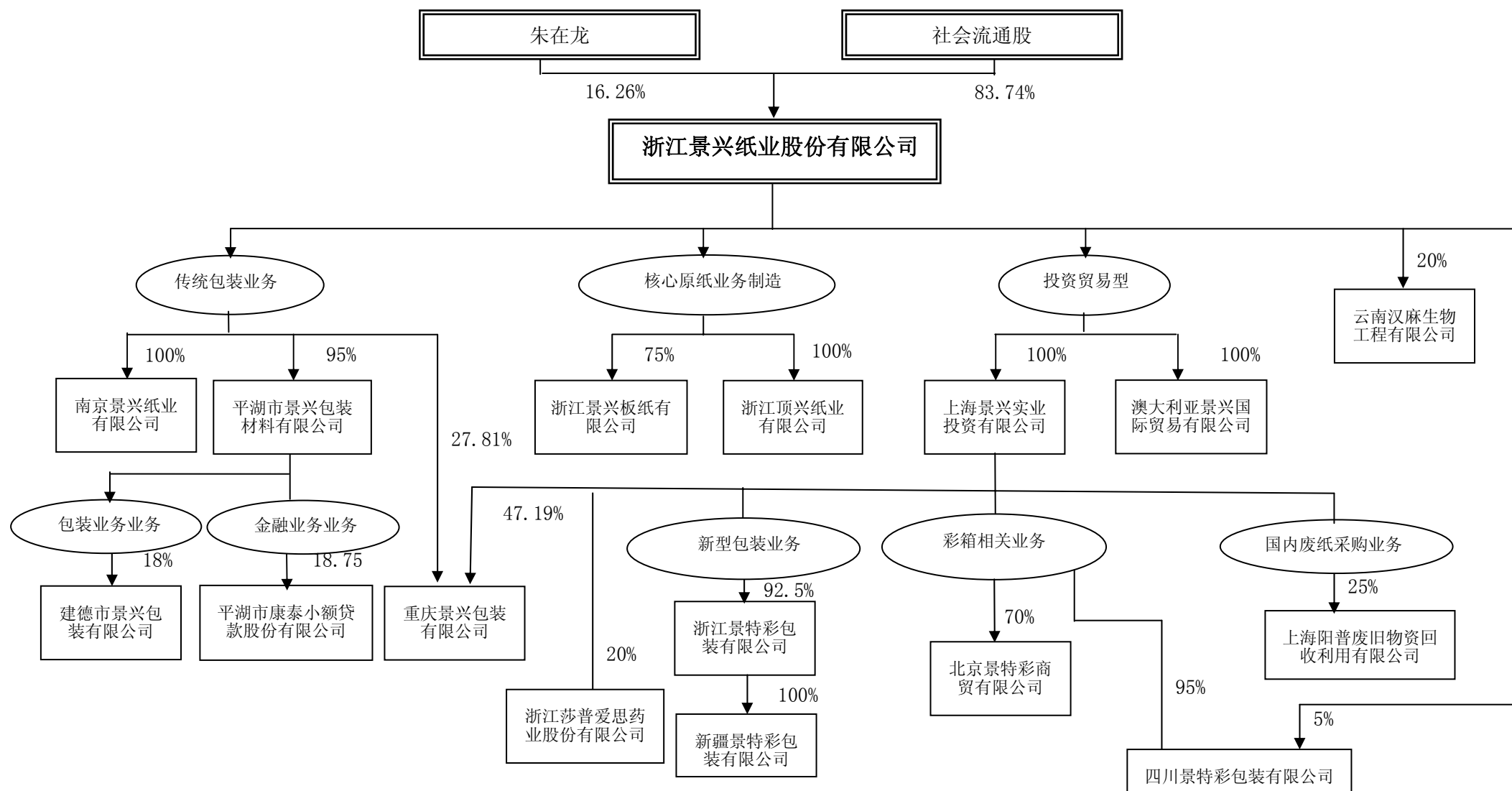
优化以及在环保高端生活用纸等领域的拓展，公司整体竞争实力将进一步增强，并将有效平滑公司产品高度集中于工业包装用纸这一周期性行业的风险。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，浙江景兴纸业股份有限公司本期拟发行的不超过 10 亿元公司债券到期不能偿还的风险低。

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股权投资图



附件 3-1 浙江景兴纸业股份有限公司
2009 年~2011 年合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资产	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	46,252.73	39,311.78	122,362.15	62.65
交易性金融资产				
应收票据	12,471.59	23,902.54	66,530.56	130.97
应收账款	44,718.45	62,078.34	47,198.02	2.74
预付款项	4,973.68	6,137.09	7,576.55	23.42
应收利息				
应收股利				
其他应收款	773.39	354.55	454.15	-23.37
存货	27,799.37	43,953.33	43,594.88	25.23
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产				
流动资产合计	136,989.21	175,737.63	287,716.30	44.92
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	1,590.31	5,017.78	6,808.93	106.92
投资性房地产				
固定资产	171,257.69	239,479.79	230,764.81	16.08
生产性生物资产				
油气资产				
在建工程	52,951.95	3,209.33	5,606.03	-67.46
工程物资	598.26	514.52	0.00	-100.00
固定资产清理				
无形资产	15,473.72	15,522.97	15,106.93	-1.19
开发支出				
商誉	78.97	78.97	78.97	0.00
长期待摊费用	147.41	83.33	63.33	-34.45
递延所得税资产	10.38	126.36	75.87	170.32
其他非流动资产				
非流动资产合计	242,108.69	264,033.06	258,504.88	3.33
资产总计	379,097.90	439,770.69	546,221.18	20.04

附件3-2 浙江景兴纸业股份有限公司
2009年~2011年合并资产负债表（负债及股东权益）
（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	118,820.75	170,434.20	144,510.66	10.28
交易性金融负债	0.00	72.49	43.53	--
应付票据	2,800.00	8,379.15	3,414.60	10.43
应付账款	18,924.57	25,935.94	26,961.75	19.36
预收款项	1,429.71	1,360.22	2,680.40	36.92
应付职工薪酬	830.15	1,416.79	1,168.67	18.65
应交税费	-505.83	-3,354.81	2,256.68	--
应付利息	291.43	352.49	1,485.35	125.76
应付股利				
其他应付款	5,886.16	8,751.61	4,388.88	-13.65
一年内到期的非流动负债	16,575.33	10,521.90	10,438.23	-20.64
其他流动负债	0.00	0.00	40,000.00	--
流动负债合计	165,052.28	223,870.00	237,348.75	19.92
非流动负债：				
长期借款	35,225.12	23,574.42	12,704.97	-39.94
应付债券				
长期应付款				
专项应付款				
预计负债				
递延所得税负债	244.21	113.80	54.49	-52.76
其他非流动负债				
非流动负债合计	35,469.33	23,688.22	12,759.46	-40.02
负债合计	200,521.61	247,558.22	250,108.22	11.68
所有者权益：				
股本	39,200.00	39,200.00	54,697.55	18.12
资本公积	129,995.53	130,154.56	207,752.94	26.42
减：库存股				
专项储备				
盈余公积	3,530.74	4,158.86	4,702.74	15.41
未分配利润	-1,491.61	10,267.07	18,331.41	--
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	171,234.66	183,780.49	285,484.64	29.12
少数股东权益	7,341.63	8,431.98	10,628.32	20.32
所有者权益合计	178,576.30	192,212.47	296,112.96	28.77
负债和所有者权益总计	379,097.90	439,770.69	546,221.18	20.04

附件 4 浙江景兴纸业股份有限公司
2009 年~2011 年合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
一、营业收入	193,648.57	262,917.67	345,139.39	33.50
减: 营业成本	168,013.52	223,392.94	296,884.54	32.93
营业税金及附加	281.71	308.28	975.38	86.07
销售费用	9,564.91	10,941.31	11,814.05	11.14
管理费用	6,294.24	7,193.48	11,943.35	37.75
财务费用	8,173.72	9,641.30	12,018.10	21.26
资产减值损失	615.35	296.67	80.15	-63.91
加: 公允价值变动收益 (损失以“一”号填列)	0.00	-72.49	28.97	--
投资收益 (损失以“一”号填列)	22.27	1,007.18	1,678.05	768.07
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	15.13	989.51	1,678.05	953.11
汇兑收益 (损益以“一”号添列)				
二、营业利润 (亏损以“一”号填列)	727.39	12,078.36	13,130.84	324.88
加: 营业外收入	1,195.04	3,044.68	1,181.76	-0.56
减: 营业外支出	108.97	219.40	39.08	-40.12
其中: 非流动资产处置损失	50.09	205.55	20.41	-36.17
三、利润总额 (亏损总额以“一”号填列)	1,813.46	14,903.64	14,273.53	180.55
减: 所得税费用	5.12	1,267.46	375.66	756.90
四、净利润 (净亏损以“一”号填列)	1,808.35	13,636.18	13,897.86	177.23
其中: 归属于母公司所有者的净利润	3,188.80	12,386.80	12,528.22	98.21
少数股东损益	-1,380.46	1,249.38	1,369.64	--
五、每股收益:				
(一) 基本每股收益	0.08	0.32	0.27	82.64
(二) 稀释每股收益	0.08	0.32	0.27	82.64
六、其他综合收益				
七、综合收益总额	1,808.35	13,636.18	13,897.86	177.23
归属于母公司所有者的综合收益总额	3,188.80	12,386.80	12,528.22	98.21
归属于少数股东的综合收益总额	-1,380.46	1,249.38	1,369.64	--

附件 5 浙江景兴纸业股份有限公司

2009 年~2011 年合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
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	228,532.36	282,021.13	377,380.45	28.50
收到的税费返还	890.40	351.87	321.42	-39.92
收到其他与经营活动有关的现金	7,833.92	5,611.28	8,259.65	2.68
经营活动现金流入小计	237,256.68	287,984.27	385,961.51	27.54
购买商品、接受劳务支付的现金	178,576.48	248,151.40	327,169.34	35.35
支付给职工以及为职工支付的现金	7,561.29	9,916.17	11,373.65	22.65
支付的各项税费	6,421.93	8,695.66	8,263.79	13.44
支付其他与经营活动有关的现金	15,458.86	16,698.99	27,641.80	33.72
经营活动现金流出小计	208,018.57	283,462.22	374,448.57	34.17
经营活动产生的现金流量净额	29,238.11	4,522.05	11,512.93	-37.25
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	127.94	0.00	75.60	-23.13
取得投资收益收到的现金	0.00	0.00	357.57	--
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	259.36	70.97	50.77	-55.76
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	1,310.00	0.00	--
收到其他与投资活动有关的现金	4,630.00	0.00	0.00	-100.00
投资活动现金流入小计	5,017.30	1,380.97	483.94	-68.94
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	38,753.36	36,267.51	11,274.89	-46.06
投资支付的现金	1,495.15	2,386.50	546.27	-39.55
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	40,248.51	38,654.01	11,821.16	-45.81
投资活动产生的现金流量净额	-35,231.21	-37,273.04	-11,337.23	-43.27
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	6,606.82	0.00	93,921.29	277.04
发行债券所收到的现金	0.00	0.00	39,840.00	--
取得借款收到的现金	252,934.61	248,338.17	272,585.19	3.81
收到其他与筹资活动有关的现金	1,506.05	1,250.00	2,000.00	15.24
筹资活动现金流入小计	261,047.48	249,588.17	408,346.48	25.07
偿还债务支付的现金	280,211.10	214,356.35	308,372.15	4.90
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	10,150.36	10,949.90	15,971.29	25.44
支付其他与筹资活动有关的现金	1,250.00	2,000.00	2,640.00	45.33
筹资活动现金流出小计	291,611.46	227,306.26	326,983.44	5.89
筹资活动产生的现金流量净额	-30,563.97	22,281.91	81,363.03	--
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	49.01	-75.53	-210.92	--
五、现金及现金等价物净增加额	-36,508.07	-10,544.61	81,327.82	--
加: 期初现金及现金等价物余额	78,926.96	42,418.90	31,874.29	-36.45
六、期末现金及现金等价物余额	42,418.90	31,874.29	113,202.11	63.36

附件 6 浙江景兴纸业股份有限公司
2009 年~2011 年合并现金流量表补充资料
(单位: 人民币万元)

补充资料	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	1,808.35	13,636.18	13,897.86	177.23
加: 资产减值准备	615.35	296.67	80.15	-63.91
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	12,867.45	13,828.98	17,328.11	16.05
无形资产摊销	431.83	520.04	526.83	10.45
长期待摊费用摊销	110.29	64.08	20.00	-57.42
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)	37.90	2.10	14.06	-39.10
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)	0.00	192.80	0.00	--
公允价值变动损失(收益以“-”号填列)	0.00	72.49	-28.97	--
财务费用(收益以“-”号填列)	9,919.43	10,927.46	13,271.08	15.67
投资损失(收益以“-”号填列)	-22.27	-1,007.18	-1,678.05	768.07
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	37.17	-115.97	50.48	16.55
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)	-5.67	-130.41	-59.31	223.38
存货的减少(增加以“-”号填列)	6,726.10	-11,742.88	-1,299.11	--
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	-4,553.32	-31,925.30	-31,142.85	161.53
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	1,265.50	9,902.98	532.65	-35.12
其他				
经营活动产生的现金流量净额	29,238.11	4,522.05	11,512.93	-37.25
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	42,418.90	31,874.29	113,202.11	63.36
减: 现金的期初余额	78,926.96	42,418.90	31,874.29	-36.45
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	-36,508.07	-10,544.61	81,327.82	--

附件 7 浙江景兴纸业股份有限公司

主要财务指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年
经营效率			
应收账款周转次数(次)	4.44	4.83	6.18
存货周转次数 (次)	5.37	6.21	6.76
总资产周转次数 (次)	0.50	0.64	0.70
现金收入比率 (%)	118.01	107.27	109.34
盈利能力			
总资本收益率 (%)	3.28	6.32	6.17
总资产报酬率 (%)	3.06	6.15	5.79
净资产收益率 (%)	1.01	7.36	5.69
主营业务毛利率 (%)	13.19	15.05	14.11
营业利润率 (%)	13.09	14.92	13.70
费用收入比 (%)	12.41	10.56	10.37
财务构成			
资产负债率 (%)	52.89	56.29	45.79
全部债务资本化比率 (%)	49.27	52.56	41.62
长期债务资本化比率 (%)	16.48	10.92	4.11
担保比率 (%)	12.32	10.64	4.83
偿债能力			
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.50	3.85	3.23
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.15	0.19	0.22
经营现金债务保护倍数 (倍)	0.17	0.02	0.05
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.03	-0.15	0.00
流动比率 (倍)	0.83	0.78	1.21
速动比率 (倍)	0.66	0.59	1.03
现金短期债务比 (倍)	0.42	0.33	0.95
经营现金流动负债比率 (%)	17.71	2.02	4.85
经营现金利息偿还能力 (倍)	2.88	0.44	0.80
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-0.59	-3.18	0.01
本期公司债券偿债能力			
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.25	0.40	0.46

附件 8 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 9 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。

联合信用评级有限公司关于 浙江景兴纸业股份有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本期债券存续期内，每年对浙江景兴纸业股份有限公司 2012 年公司债券进行一次定期跟踪评级，并在本期债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

浙江景兴纸业股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。浙江景兴纸业股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注浙江景兴纸业股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现浙江景兴纸业股份有限公司或本期债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如浙江景兴纸业股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至浙江景兴纸业股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站予以公布，并同时报送浙江景兴纸业股份有限公司、监管部门、交易机构等。

