

跟踪评级公告

联合[2012] 941 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持浙江景兴纸业股份有限公司主体长期信用等级为A⁺,评级展望为稳定,并维持“12景兴CP001” A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年十一月六日



地址:北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话:010-85679696

传真:010-85679228

<http://www.lhratings.com>

浙江景兴纸业股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: A⁺ 评级展望: 稳定
 上次评级结果: A⁺ 评级展望: 稳定

债项信用

名 称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
12 景兴 CP001	3 亿元	2012/3/20-2013/3/20	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2012 年 11 月 6 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 6 月
现金类资产(亿元)	5.87	6.32	18.89	15.51
资产总额(亿元)	37.91	43.98	54.62	53.14
所有者权益合计(亿元)	17.86	19.22	29.61	29.97
长期债务(亿元)	13.82	18.94	19.84	18.17
全部债务(亿元)	17.34	21.30	21.11	19.54
营业收入(亿元)	19.36	26.29	34.51	14.51
利润总额(亿元)	0.18	1.49	1.43	0.39
EBITDA(亿元)	2.53	3.96	4.64	--
经营性净现金流(亿元)	2.92	0.45	1.15	-1.14
营业利润率(%)	13.09	14.92	13.70	14.14
净资产收益率(%)	1.01	7.09	4.69	--
资产负债率(%)	52.89	56.29	45.79	43.60
全部债务资本化比率(%)	49.27	52.56	41.62	39.46
流动比率(%)	83.00	78.50	121.22	126.94
全部债务/EBITDA(倍)	6.85	5.38	4.55	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.50	3.85	3.23	--
经营现金流/流动负债(%)	17.71	2.02	4.85	--

注: 2012 年上半年财务数据未经审计。

分析师

高利鹏 王元中
 lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
 中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com.

评级观点

跟踪期内, 宏观经济形势日趋复杂, 海外市场需求乏力, 国内经济增速降低, 在整体不利的外部环境下, 浙江景兴纸业股份有限公司(以下简称“公司”)作为长三角地区大型的包装箱板纸生产企业, 维持了较为平稳的经营态势, 新增产能处于缓慢消化中, 公司产销规模显著提高。在生产规模、区域销售、技术水平、环保处理等方面继续保持着一定的优势。

同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到, 在成本上升和产品价格上涨乏力的双重影响下, 公司盈利水平有所降低。公司在生活消费用纸领域的探索, 也面临市场开拓方面的不确定性。此外, 产能扩张导致的全行业供给过剩、激烈的市场竞争以及下游客户采购意愿低等因素, 对公司经营造成了不利影响。

未来, 随着公司产品结构的进一步优化, 高附加值产品的开发, 以及基于新增产能基础上的销售规模扩大, 公司有望保持适宜的收入和利润规模, 联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合考虑, 联合资信维持公司 A⁺的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“12 景兴 CP001” A-1 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内, 公司产销规模扩大, 在不利的的外部环境下保持了相对稳定的经营态势。
2. 公司地处长江三角洲中心地区, 临近主要纸品消费市场和原料市场, 区位优势明显, 公司主营业务在区域市场内具备较强的竞争实力。
3. 公司凭借在高档包装用纸领域的行业地位, 在产品定价方面具有一定的影响力。
4. 公司非公开增发股票, 改善了资本结构。
5. 公司经营现金流入规模较大, 现金类资产较为充足, 对“12 景兴 CP001”保障程度较高。

关注

1. 造纸行业周期性较强，产能扩张导致的供给过剩，以及国内外需求减弱，使得市场竞争更趋激烈。
2. 原材料价格提高和产品价格上涨乏力，双重挤压了公司盈利空间，公司利润有收窄趋势。
3. 公司短期债务占比高，债务结构有待改善。
4. 公司未来投资规模较大，存在一定的筹资压力。
5. 跟踪期内，公司经营净现金流波动大。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与浙江景兴纸业股份有限公司构成委托关系外，联合资信、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。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信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。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由浙江景兴纸业股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于浙江景兴纸业股份有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

浙江景兴纸业股份有限公司(以下简称“公司”)的前身浙江景兴纸业集团有限公司，系经浙江省计划与经济委员会、浙江省经济体制改革委员会以浙计经企(1996)30 号文批准，由平湖第二造纸厂改组成立的有限责任公司。经浙江省人民政府企业上市工作领导小组浙上市[2001] 61 号文批复，浙江景兴纸业集团有限公司于 2001 年 9 月整体变更为浙江景兴纸业股份有限公司。2006 年 9 月公司在深圳证券交易所中小企业板发行上市(002067, SZ, 景兴纸业)，2007 年 11 月增发 9300 万股普通股。2011 年 6 月 22 日非公开增发 15497.55 万股普通股(该部分股份上市日期为 2011 年 7 月 4 日，2011 年 8 月 9 日公司完成工商变更登记手续，注册资本变更为 54697.55 万元)。截至 2012 年 6 月底，公司注册资本为 54697.55 万元(公司 2012 年 7 月以现有总股本为基数，以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股。分红前公司总股本为 54697.55 万股，分红后总股本增至 109395.10 股，2012 年 7 月 6 日为股权登记日，7 月 9 日为除权除息日)。第一大股东朱在龙持有 16.26% 的股份，为公司实际控制人。

公司的经营范围为：绿色环保再生纸、特种纸及其它纸品及纸制品、造纸原料的制造和销售，目前拥有年产 117 万吨包装纸的生产能力。截至 2012 年 6 月底，公司设有财务部、审计部、技术中心、工程部、管理部、行政部、人力资源部等职能管理部门(见附件 1-1)。

表 1 截至 2012 年 6 月底公司前五名股东(并列)

股东名称	持股比例(%)
朱在龙	16.26
华宝信托有限责任公司	4.57
博弘数君(天津)股权投资基金合伙企业	3.66
中海基金公司—深发—中海信托股份有限公司	3.13
江苏瑞华投资控股集团有限公司	2.93
江苏苏豪创业投资有限公司	2.93
正大制药投资(北京)有限公司	2.93
浙江天堂硅谷长盈股权投资合伙企业	2.93

资料来源：公司 2012 年半年报

截至 2011 年底，公司资产总额为 546221.18 万元，所有者权益 296112.96 万元(其中少数股东权益 10628.32 万元)；2011 年公司实现营业收入 345139.39 万元，利润总额为 14273.53 万元。

截至 2012 年 6 月底，公司资产总额为 531425.84 万元，所有者权益为 299744.96 万元(其中少数股东权益为 10769.37 万元)；2012 年 1~6 月，公司实现营业收入 145137.51 万元，实现利润总额 3873.46 万元。

公司注册地址：浙江省平湖市曹桥镇；法定代表人：朱在龙。

三、宏观经济和政策环境

2011 年三季度以来，受欧债危机扩散影响，外需总体出现走弱态势，同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求，在政策收紧环境下也出现明显放缓。而受前期内外终端需求扩张影响，制造业投资在 2011 年一直保持高速增长，在产能扩张而终端需求突然由强转弱的背景下，导致工业产成品库存在趋势上持续上升，2011 年三季度以来工业增加值同比增速出现明显下滑。整体而言，2011 年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。根据《中华人民共和国 2011 年国民经济和社会发展统计公报》，2011 年国内生产总值 471564 亿元，比上年增

长 9.2%。其中，第一产业增加值 47712 亿元，增长 4.5%；第二产业增加值 220592 亿元，增长 10.6%；第三产业增加值 203260 亿元，增长 8.9%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为 10.1%，第二产业增加值比重为 46.8%，第三产业增加值比重为 43.1%。2011 年，中国全社会固定资产投资 311022 亿元，比上年增长 23.6%，扣除价格因素，实际增长 15.9%。

2012 年上半年实现国内生产总值 22.7 万亿元，同比增长 7.8%，增幅比上年同期回落 1.8 个百分点。其中二季度同比增长 7.6%，增速比上季度回落 0.5 个百分点，环比增长 1.8%。根据国家统计局发布的最新统计数据，2012 年 1-8 月，固定资产投资（不含农户）217958.07 亿元，同比增长 20.2%。其中，东部地区投资 103988.31 亿元，同比增长 20.2%；中部地区投资 60090.23 亿元，同比增长 25.3%；西部地区投资 52375.59 亿元，同比增长 23.8%。2012 年 1-8 月，全社会货物运输量 261.06 亿吨，同比增长 11.5%；货物运输周转量 110199.09 亿吨公里，同比增长 9.7%。

2. 政策环境

财政政策方面，2011 年全年公共财政收入 103740 亿元，比上年增加 20639 亿元，增长 24.8%；其中税收收入 89720 亿元，增加 16510 亿元，增长 22.6%。2011 年，中国财政政策主要措施包括：重启价格调节基金，加大对农业的财政补贴力度，抑制物价上涨幅度；支持自主创新和战略性新兴产业发展，有序启动“十二五”规划重大项目建设，促进产业结构优化升级；继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策，分步实施个人所得税制度改革，促进企业发展和引导居民消费。2012 年 3 月召开的“两会”上，明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，根据形势变化适时适度预调微调，以维持经济的稳定增长。2012 年中国将财政工作的重点放在保障和改善民生各项工作方面。2012 年中央财政用在与人民群众生活直接相关

的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生支出安排合计 1.38 万亿元，同比增长 19.8%；用在农业水利、公共交通运输、节能环保、城乡社区事务等方面与民生密切相关的支出安排合计 1.51 万亿元。2012 年上半年，全国财政支出增长前两位的为交通运输支出、住房保障支出，分别较上年同期增长 44.1%和 36.4%。

货币政策方面，2011 年，央行货币政策较为频繁，年度内 6 次上调存款准备金率，3 次上调存贷款基准利率。根据 2011 年第四季度《中国货币政策执行报告》，2011 年年末，中国广义货币供应量 M2 余额为 85.2 万亿元，同比增长 13.6%，增速比上年低 6.1 个百分点。人民币贷款余额同比增长 15.8%，增速比上年低 4.1 个百分点，比年初增加 7.47 万亿元。2011 年社会融资规模为 12.83 万亿元，其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行，12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 8.01%，比年初上升 1.82 个百分点。2012 年 1~7 月，央行 3 次下调存款准备金率，并于 7 月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率，通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。根据 2012 年第二季度《中国货币政策执行报告》，截至 2012 年 6 月底，中国广义货币供应量 M2 余额为 92.5 万亿元，同比增长 13.6%。人民币贷款余额同比增长 16.0%，比年初增加 4.86 万亿元，同比多增 6833 亿元。上半年社会融资规模为 7.78 万亿元。金融机构贷款利率继续下行，6 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 7.06%，比 3 月份和年初分别下降 0.56 个和 0.95 个百分点。

产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011 年 3 月 16 日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》；2011 年 9 月 7 日，国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》；2011 年中央政府继续加强房地产调控，“国八条”、房产税试点改革先后落地，“限购”、“限

价”、“限贷”等政策全面升级，房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2012年5月国务院常务会议通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台，对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

造纸工业作为国民经济重要的基础原材料工业之一，在其产品总量构成中，80%以上的产品作为生产原料用于新闻出版、印刷、商品包装等领域，剩余20%左右则用于人们的日常生活消费。造纸工业与多类产业关联度大，涉及林业、农业、机械制造、化工、热电、交通运输、环保等产业，对上下游产业经济有着重要的拉动作用，行业特点是资本密集和资源约束，造纸工业是衡量一国现代化程度的标尺之一，环保考虑和循环经济是推动纸业技术研发的主要因素。

中国是造纸大国，在宏观经济持续快速发

展的背景下，中国造纸产业发展迅速，目前造纸总产量和消费量均已居于世界首位。近年来，随着国内造纸产能持续增大，纸及纸板供需矛盾逐步缓和。目前，国内造纸行业总体供求基本平衡。

根据中国造纸协会的调查，2011年全国纸及纸板生产企业约有3500家，全国纸及纸板生产量9930万吨，较上年的9270万吨增长7.12%；人均年消费量为73千克（13.40亿人），比上年增长5千克。2001~2011年生产量增长210.31%，消费量增长164.78%，生产量平均增长11.99%，消费量年均增长10.23%。2011年全年造纸行业完成工业总产值6911.08亿元，同比增长23.11%；利润总额同比增长6.2%；2011年造纸行业产值利润率同比下降0.78%。

截至2012年6月底，造纸行业累计完成工业总产值6183.43亿元，产销率累计为97.60%。来自WIND资讯的数据显示，2012年1~6月全行业实现主营业务收入5924.32亿元，同比增长11.81%；利润总额266.16亿元，同比增长2.12%。行业利润增速低于行业营业收入和产值的增长。

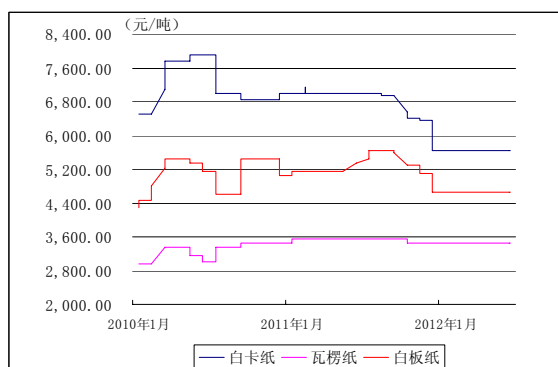
表2 2010-2011年中国造纸工业主要产品生产及消费情况

品种	生产量（万吨）			消费量（万吨）		
	2010年	2011年	同比%	2010年	2011年	同比%
1.新闻纸	430	390	-9.30	423	389	-8.04
2.未涂布印刷书写纸	1620	1730	6.79	1590	1687	6.10
3.涂布印刷纸	640	725	13.28	549	599	9.11
4.生活用纸	620	730	17.74	567	674	18.87
5.包装用纸	600	620	3.33	612	632	3.27
6.白板纸	1250	1340	7.20	1254	1322	5.42
7.箱纸板	1880	1990	5.85	1946	2073	6.53
8.瓦楞原纸	1870	1980	5.88	1889	1991	5.40
9.特种纸及纸板	180	210	16.67	164	179	9.15
10.其他纸及纸板	180	215	19.44	179	206	15.08
总量	9270	9930	7.12	9173	9752	6.13

资料来源：中国造纸协会《中国造纸工业2011年度报告》

按照纸品用途划分，造纸行业可以进一步按不同用途细分成不同的子行业，公司销售产品主要以白卡纸、箱板纸和瓦楞纸为主，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。

图1 2010年~2012年6月底部分纸品平均价格走势



资料来源：wind资讯

白卡纸是白板纸中的一类，在包装纸中属于高档用纸，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。2011年白板纸生产量为1340万吨，较上年增长7.20%；消费量1322万吨，较上年增长5.42%。2001~2011年生产量年均增长率为16.14%，消费量年均增长率12.81%。

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。箱板纸的市场需求与宏观经济走势具有高度的相关性，特别是与消费和出口行业关系密切。过去几年，伴随国内宏观经济的持续增长和外贸出口额的不断扩张，以箱板纸和瓦楞纸为代表包装纸成为发展最快和景气度最高的纸种，行业产销量年均增速始终保持在16%以上，明显高于造纸工业整体的发展速度。2011年，箱板纸生产量1990万吨，瓦楞纸1980万吨；销售量2073万吨，1991万吨。

目前，国内的造纸行业已经具备相对较高的市场化程度，竞争较为充分，就公司所处的高档箱板纸市场而言，经过近年的技术和设备引进，国内外高档箱板原纸产品的质量差距已不大；而国内产品在生产、仓储、运输等多个

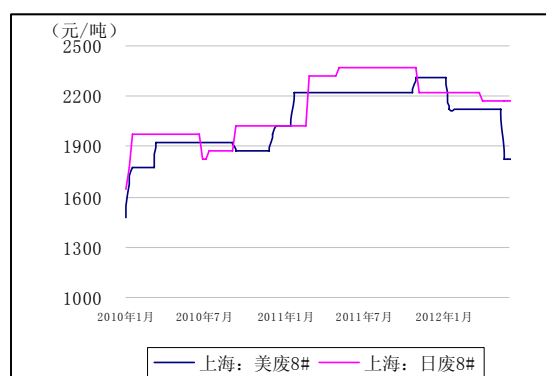
环节具有成本优势，且在交付及时性、产品规格、外观色泽等方面更能满足客户的个性化要求。因此，目前国内箱板纸市场的竞争，主要为国内大型企业与境外造纸厂商在国内设立的外商投资企业的竞争，且行业产能过剩压力已使行业原有利润空间受到压缩，未来市场的竞争重点主要集中在技术、规模和管理等方面。

造纸工业属于原材料加工工业，原材料成本一般占造纸业总成本的65%左右。纸浆作为造纸工业的直接原料通常分为木浆、废纸浆及非木浆。

木浆具有纤维长、强度高、生产过程中耗水量小、排污成本低等特点，主要用于中高档、优质纸品的生产，是全球范围内造纸行业最主要的直接原料。近年来由于造纸产能的迅速扩张，中国造纸行业提升了对纸浆的需求。据海关统计，2011年中国进口纸浆1445万吨，比上年增长27.1%；价值119.4亿美元，增长35.3%；进口均价为每吨826.5美元，同比上涨6.5%。

中国造纸行业受国内森林覆盖率低，天然林资源匮乏的限制，推动了整个行业对废纸的消费需求。从各类纸浆消费比例图来看，废纸在原材料采购中所占的比例最大，所以废纸是影响造纸行业中大部分造纸企业经营成本的重要因素。

图2 2010~2012年6月主要进口废纸平均价格走势



资料来源：wind 资讯

2010年以来，原材料价格处于平稳上升态势，到2011年底，废纸价格达到最高，从2012

年初开始，受下游造纸行业不景气的影响，废纸价格逐渐走低。在一定程度上有助于降低造纸企业的生产成本。

2. 区域环境

公司位于浙江省嘉兴市，地处长江三角洲杭嘉湖平原腹心地带，是长江三角洲重要城市之一。嘉兴东临大海，南倚钱塘江，北负太湖，西接天目之水，大运河纵贯境内。市城处于江、海、湖、河交会之位，扼太湖南走廊之咽喉，与沪、杭、苏、湖等城市相距均不到百公里，区位优势明显

据浙江省统计局核算，2011年嘉兴市生产总值2668.06亿元，比上年增长10.6%。其中第一产业增加值146.09亿元，增长3.1%；第二产业增加值1536.18亿元，增长10.5%；第三产业增加值985.79亿元，增长12.0%。三次产业结构由上年的5.5:58.3:36.2调整为5.5:57.6:36.9。按常住人口计算，人均生产总值59057元(9144美元)，增长9.3%。

总体看，公司所处地理位置优越，地方经济发展良好。

五、基础素质分析

公司是中国箱板纸子行业规模最大的生产企业之一，在区域市场中地位突出，作为高档包装纸行业的专业生产厂家，具有年产117万吨高档包装纸的生产能力。公司主要产品包括高档牛皮箱板纸、高强度瓦楞纸、白面牛卡纸、纸箱等，其中高档牛皮箱板纸和高强度瓦楞纸、白面牛卡纸合计占公司销售收入总额的70%以上，为公司的主导产品。目前，公司是中国浆纸商务网指定的“指导价格”信息发布商之一，在产品定价方面具有一定的市场主导权和影响力。公司产能规模大，具有良好的规模经济优势和区位优势，公司生产工艺先进、环保处理水平高，且有一定的成本优势。公司作为深圳证券交易所上市公司，法人治理结构

良好，内部管理制度健全，整体的运行效率较高。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度以及领导变动等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营分析

公司是专业的包装纸板原纸及纸箱生产企业，也是国内大型包装纸生产企业之一，主要产品包括牛皮箱板纸、白面牛卡纸、高强度瓦楞纸和纸箱等。2010年11月公司新增25万吨生产线投入使用，截至2012年6月底，公司造纸产能已增至117万吨。公司和玖龙纸业、理文造纸同为中国浆纸商务网指定的“指导价格”信息发布商，在产品定价方面具有一定的影响力。

公司主营业务收入是造纸，其他业务占比极小。2011年，公司原纸和纸箱及纸板的收入占比分别在87.73%和12.27%，收入结构基本稳定。公司的原纸产品主要为各类用于工业包装和消费包装的纸品，包括高档牛皮箱板纸、白面牛卡纸、高强度瓦楞纸等，其中高档牛皮箱板纸、高强度瓦楞纸和白面牛卡纸合计占公司销售收入总额的70%以上，是公司主导产品。

跟踪期内，由于国际贸易增速回落，国内经济由快速增长转向平稳发展，下游整体需求乏力，产品价格难以实质提高。另一方面，公司主要原材料废纸的价格波动上涨，同时，人力成本持续上升，在上下游双重挤压下，箱板纸行业运行环境较为严峻，盈利能力有所下降。整体来看，跟踪期内，公司所处箱板纸行业景气度有所下行，公司生产经营所依赖的宏观基本面及市场环境总体一般。

2011年，随着公司20万吨白面牛卡纸及5万吨技改项目于上年底投产，新增产能对公司的贡献度开始显现，产销规模较上年显著增长，

全年共实现营业收入 345139.39 万元，较 2010 年增长 31.27%；实现营业利润 13130.84 万元，较 2010 年增长 8.71%，实现利润总额 14273.53 万元，较 2010 年下降 4.23%。2012 年 1~6 月，

公司实现营业收入 145237.51 万元，实现利润总额 3873.46 万元，为 2011 年全年水平的 27%。由于行业环境的影响，公司收入规模增长的同时，盈利能力有所下滑。

表 3 2010~2012 年 6 月公司营业收入构成

	2010 年		2011 年		2012 年 1-6 月	
	收入（亿元）	毛利率（%）	收入（亿元）	毛利率（%）	收入（亿元）	毛利率（%）
牛皮箱板纸	17.89	15.97	21.74	13.48	8.92	13.68
白面牛卡纸	0.79	15.64	4.21	13.03	1.98	16.83
高瓦纸	1.54	13.66	1.45	20.66	0.55	25.23
其他纸	1.56	26.94	1.87	35.00	0.66	26.16
纸箱	4.21	7.10	4.91	7.94	2.35	9.14
其他业务	0.29	13.68	0.32	-0.14	0.06	17.55
合计	26.29	15.03	34.51	13.98	14.51	14.39

资料来源：公司提供

2. 原材料与能源采购

公司原材料主要为废纸和木浆，目前公司生产成本中，以废纸和少量木浆为主的原材料约占 63.55%，而包括电及蒸汽在内的能源成本约占 18.26%，其他成本合计占比约为 18.19%（见下表）。

表 4 公司生产成本构成

项目	占比
原材料	63.55%
电	10.52%
蒸汽	7.74%
折旧	6.36%
人工	3.36%
其他化工材料及配件	8.47%

资料来源：公司提供。

废纸及木浆采购

公司生产所需的废纸及少量木浆，合计占生产总成本的 63.55%，其中废纸作为主要原材料，在原料消耗总量中占比约为 96.50%。

随着公司产能的逐年提升，原材料消耗量也持续增加，2011 年共消耗木浆 4.11 万吨，废纸 97.58 万吨，废纸中通过国内渠道采购的约

占 45%，进口废纸约占 55%。与国内多数箱板纸企业进口美国废纸（简称“美废”）不同，公司进口废纸主要以价格相对低廉的日本废纸（简称“日废”）为主。目前，公司是国内唯一一家能够规模化使用日废的高档箱板纸生产企业，由于近年美废与日废的价差在 5%~20% 左右，公司较同业企业在原材采购方面具有一定的成本优势。公司全资子公司上海景兴实业投资有限公司以开展国内废纸收购业务，以保障原材料供应；公司拥有自营进出口权，可以自行进口国外废纸。公司已与多家供应商建立起了稳定的合作关系，公司原材料供应较有保障。

表 5 公司原材料采购情况（单位：万吨，元/吨）

项 目		2010 年	2011 年	2012 年 1-6 月
进口废纸	数量	43.73	41.76	25.06
	采购均价	1670.64	1835.92	1567.80
国内废纸	数量	50.87	53.89	24.66
	采购均价	1478.61	1712.48	1457.62
木浆	数量	3.75	3.91	1.83
	采购均价	4466.14	4583.10	3930.86

资料来源：公司提供

2011年，虽然造纸行业景气度有所下行，但国内造纸企业产能仍然维持着较大规模，全球范围内废纸及纸浆价格震荡上行，整体呈现上涨的趋势，2012年1~6月，主要原材料价格有所回调。同时，下游用纸需求增长有限，公司主要产品价格难以实现与原材料的同步增长，盈利能力有所降低。2011年全年，公司整体毛利率水平较2010年降低了1.05个百分点，达到13.98%。2012年上半年，毛利率回升至14.39%，仍未达到2010年水平。

总体看，原材料价格是影响包括公司在内的众多造纸企业稳定经营和盈利能力的重要因素，鉴于规模化使用日废为原料，公司在同业中具有一定的成本优势。未来，公司将进一步完善国内废纸收购网络的布局，压缩中间环节，以加强原料成本的控制，扩展利润空间，增强公司盈利能力。

电力及能源采购

公司电力供应全部来自华东电网，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。公司生产所需蒸汽由平湖热电厂供应，公司产能全部利用时耗汽量约为185万吨，平湖热电厂每年260万吨的生产能力完全可以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。

跟踪期内，公司平均电价有所上涨，公司部分厂区电量由平湖热电厂直供。

表6 公司能源采购情况

项 目		采购量(千瓦时, 吨)	价格(元/千瓦 时, 元/吨)
2010年	电力	43436.58	0.54
	蒸汽	137.11	121.71
2011年	电力	48334.05	0.53
	蒸汽	147.44	135.40
2012年 1-6月	电力	22664.83	0.58
	蒸汽	66.27	135.40

资料来源：公司提供

总体看，公司生产所需的电力和蒸汽供应正常，价格有所上涨。未来，预计资源（煤炭）价格仍将存在上涨压力，蒸汽、电力存在进一步提价的可能，但鉴于能源价格在公司成本构成中占比较小，对公司生产经营的影响有限。

3. 生产销售

截至2012年6月底，公司拥有117万吨包装纸的生产能力，其中牛皮箱板纸产能64万吨，白面牛卡纸25万吨，高强瓦楞原纸20万吨，其他纸品8万吨，另有年产4.35亿平方米的纸箱和彩印包装箱的生产能力。

随着产能的扩大，公司各主要纸品的产量稳步增长，2011年，公司产能利用率为80.86%，2012年上半年，公司产能利用率为75.68%。公司产能利用率处于适宜水平。

表7 公司主要产品产量

原纸产品(万吨)	2010年	2011年	2012年 1-6月
牛皮箱板纸	61.28	68.71	33.92
白面牛卡纸	3.00	11.75	5.58
高强度瓦楞原纸	8.16	6.58	2.52
其他纸及纸制品	7.03	7.57	2.25
原纸合计产量	79.47	94.61	44.27
当年原纸产能	96.16	117.00	117.00
纸箱产量(万平方米)	14929.30	16644.91	8217.37
当年纸箱产能 (万平方米)	43500.00	43500.00	43500.00

资料来源：公司提供

公司实行以销定产的经营模式，鉴于物流成本的限制，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。公司地处长三角中心，主要客户资源集中于周边江浙沪地区。作为国内包装纸板的主要消费市场之一，浙江、上海、江苏三省市消化了公司近年来70%以上的产品，是公司高档包装箱板纸的主要目标市场，公司良好的区位环境为其开拓市场提

供了便利条件，较短的销售半径也很大程度上节约了物流运输成本。由于公司产能规模的扩大，在长三角传统市场保持增长的同时，其他地区市场也实现了更大幅度的销售收入增长。

表 8 2011 年公司国内区域市场销售情况

区域市场	营业收入（万元）	较上年增减（%）
浙江地区	134152.54	31.72
江苏地区	50920.22	25.59
上海地区	60980.97	13.21
其他地区	95857.25	50.41
合计	341910.99	31.51

资料来源：公司提供

公司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。公司重视品牌建设和服务意识，倡导客户价值、与客户共成长的理念，在产品品质稳定性、交货及时性以及售后服务方面具有良好的口碑，拥有长期和稳定的客户群体。公司根据市场供求关系的变化，及时调整产量和产品价格，依据对销售区域内市场需求和客户订货习惯的了解和经验对常用规格的纸品备货较为齐全充足，除特殊品种外，公司订单的交货期一般为2-15天。公司根据月度产品销售价格、数量、回款、售后服务等各种指标对销售队伍进行考评以及相关激励。

表 9 公司主要产品销售情况

项 目	2010 年	2011 年	2012 年 1-6 月
箱纸板	销量	59.69	66.06
	平均售价	3156	3254
瓦楞纸	销量	8.14	6.06
	平均售价	2557	3935
白面牛卡	销量	2.16	10.73
	平均售价	3754	2799

纸箱	销量	15046.22	16044.65	8232.58
	平均售价	2.80	3.06	2.93

资料来源：公司提供。

注：销量单位，除纸箱为万平方米外，其他均为万吨；售价单位，除纸箱为元/平方米外，其他均为元/吨。

跟踪期内，在产能扩大的同时，市场需求并未出现显著增长，公司主要产品平均售价各有起伏，进入 2012 年，主要产品售价明显回落。总体看，公司生产销售状况正常。

4. 未来发展

未来，公司仍将以造纸业务为发展核心，不断扩大主业规模，提升公司竞争力，适时向上下游行业扩展。公司发展目标是通过资本、管理的社会化、多元化及国际化，通过改造和新建相结合，以新建为主的方式实现生产能力扩张和生产技术升级的目标；坚持以环保建设与生产建设同步协调，经济效益与社会效益同步提高；充分发挥所在区域的综合优势，适度延伸公司产业链条，将公司打造成为行业内绿色造纸的先行企业。

由于公司从事的箱板纸行业受外部经济影响较大，为平衡经济周期性给公司经营业绩带来的波动，公司生活用纸项目按计划稳步推进。2012 年，公司将一方面稳步推进项目建设，力争早日投产；另一方面将加大力度推动市场营销，发挥新项目的带动作用，加快公司转型步伐。公司抵御经济周期的能力；发挥自身环保和再生原料优势，拓展绿色环保再生纸品种，坚持绿色造纸理念，提高资源综合利用效率。优化现有产品种类，增加白面牛卡、低克重高强瓦楞纸等品种的比重；发挥公司自身优势，保持现有箱板纸类产品的规模 and 市场份额。

公司未来三年重大投资项目包括年产 6.8 万吨绿色环保再生生活用纸项目和年产 30 万吨高强度瓦楞原纸项目。

表10 公司未来三年主要投资建设项目情况

项目名称	建设期	预计投产时间	总投资(万元)	各年投资额(万元)			审批情况	资金来源
				2012	2013	2014		
年产6.8万吨绿色环保再生生活用纸项目	2年	2013年中期	96671	15000	30000	51671	完成审批, 平经贸投资备(2009)35号, 嘉环建函[2010]187号, 平湖国用(2010)第09550号	募集资金93095万元、自筹3576万元
年产30万吨高强度瓦楞原纸项目	2年	2014年上半年	57857		21822	36035	环评中, 已取得“平经技备【2010】105号”、“平经技延期【2011】6号”	银贷35000万元、自筹22857万元

资料来源: 公司提供

公司于2011年6月非公开发行154975500股人民币普通股, 募集资金总额95000万元, 扣除发行费用后募集资金净额为93095万元, 募集资金于2011年6月22日到位。募投项目建成后将使公司具备6.8万吨左右的绿色环保生活用纸产品的生产能力, 公司的主营业务将扩展到生活用纸的生产和销售, 有利于平滑公司产品高度集中于周期性行业的风险。年产6.8万吨高档生活用纸项目将使公司业务进入生活用纸领域。目前, 国内高端生活用纸市场存在一定供给缺口, 该项目的建成将有助于改善公司产品结构, 增强公司的盈利能力。联合资信关注到, 尽管生活用纸市场周期性较弱, 项目建成后将一定程度上平抑公司盈利波动的情况, 但生活用纸属于快速消费品领域, 市场方面对品牌和渠道建设要求较高, 项目投产之初, 公司将面临一定的市场开拓压力。

瓦楞原纸是包装纸箱生产制造过程中的中间原料, 起到提高纸箱抗压强度和缓冲强度的作用, 配套用于各类纸箱的瓦楞芯层用纸, 公司30万吨高强度瓦楞原纸项目建成后将会进一步丰富公司产品线, 增强公司对现有牛皮箱板纸客户的配套能力, 实现一定协同效应, 同时也会在一定程度上增强公司的纸箱加工能力。

未来, 公司项目投资的长期资金将主要依靠银行借款解决, 新增流动资金需求将主要来源于短期融资券募集资金, 以及公司的经营现金流结余; 对于项目投资的长期资本, 公司采用增发募集资金等筹资渠道。

总体看, 公司投资项目主要围绕纸制品产业进行, 侧重产业链延伸以及产品结构的优化,

有助于增强公司的整体竞争实力, 但公司拟投资规模较大, 存在一定的资金压力。

八、财务分析

公司提供的2010~2011年财务报表经天健会计师事务所审计, 均出具了标准无保留意见的审计结论。公司2012年1~6月报表未经审计。

截至2011年底, 公司资产总额为546221.18万元, 所有者权益296112.96万元(其中少数股东权益10628.32万元); 2011年公司实现营业收入345139.39万元, 利润总额为14273.53万元。

截至2012年6月底, 公司资产总额为531425.84万元, 所有者权益为299744.96万元(其中少数股东权益为10769.37万元); 2012年1~6月, 公司实现营业收入145137.51万元, 实现利润总额3873.46万元。

1. 盈利能力

随着公司产销规模的增加, 2010~2011年, 公司收入规模大幅增长31.27%; 2011年公司产品产销量均有所提升, 部分产品平均价格较上年同期相比略有提高, 2011年共实现营业收入345139.39万元。

在2010年, 整个行业借助消费及出口复苏走出低谷, 公司全年营业利润不断回升, 营业利润率上升至14.92%。2011年, 主要原材料的价格震荡走高, 虽然销售价格有所提高, 但下游包装行业对成本提高的接受能力有限, 其成本不能完全转嫁到产品销售价格上, 此外, 2011

年第四季度市场销售低迷，造成价格下跌，对公司第四季度的经营业绩造成较大程度影响。因此，2011年度，公司虽然营业收入有所增长，但营业利润率下降到13.70%。

2011年，由于业务增加和销售规模增长，公司销售费用较2010年上升7.98%，由于研发费用列支，导致管理费用同比上升66.03%；同期，财务费用有所上升，同比增长24.65%。

2011年，公司实现营业利润13130.84万元，同比增长8.71%。但在2011年受原材料成本上涨和市场波动的影响，公司盈利指标出现一定的回落，2011年净资产收益率和总资本收益率分别为4.69%和2.74%。

2012年1~6月，造纸行业景气度下滑，行业内面临着产能过剩和需求低迷的双重压力，公司产品销量及售价均出现下滑。同期，公司实现营业收入145137.51万元，营业利润率达到14.14%，较2011年略有提升；实现利润总额3873.46万元，为2011年全年水平的27.14%。

跟踪期内，造纸行业景气度下行，公司整体保持了相对稳定的经营态势，2012年上半年，下游需求严重萎缩，公司销售规模有所下滑。整体看，公司盈利能力有所下降。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2010~2011年，受收入规模变化影响，公司销售商品、提供劳务收到现金和经营活动产生的现金流入量呈增长趋势，2011年分别为377380.45万元和385961.51万元，同期公司现金收入比也小幅上升，分别为107.27%和109.34%。2010~2011年，公司经营活动产生的现金流净额大幅上升，分别为4522.05万元和11512.93万元。2011年公司经营活动产生的现金流量净额较上一年增长154.60%，经营活动获取现金能力有所增强，主要原因为公司贴现部分应收票据改善了现金流。

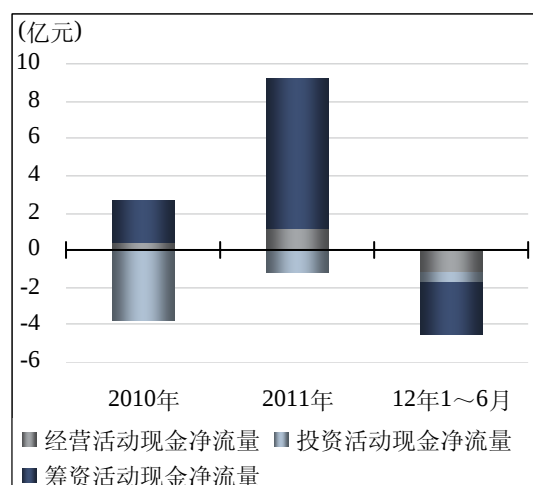
从投资活动来看，2010~2011年，公司投资活动现金流入量相对较小，2011年为483.94

万元，同比下降64.96%；投资活动现金流出主要是购建固定资产、无形资产和投资所支付的现金，随着20万吨白面牛卡纸及5万吨技改项目、1800mm覆膜彩印纸箱项目的建成，以及8000万平方米包装项目的完工，公司购建固定资产支付的现金呈下降趋势；2010~2011年公司投资活动产生的现金流量净额均为负值，2011年为-11337.22万元，投资活动现金流规模减小。

从筹资活动来看，2010~2011年，公司筹资活动现金流入、流出分别以取得借款和偿还债务支付的现金为主，筹资活动现金流量净额分别为22281.91万元和81363.03万元。2011年筹资活动现金流量净额较上年增长265.15%，主要为公司报告期内非公开发行的募集资金和发行短期融资券所获资金到位，使得筹资活动现金流规模增大。

2012年1~6月，由于营业收入减少，公司销售商品和提供劳务收到的现金、经营活动现金流入量分别为148330.50万元和149701.16万元，经营活动产生的现金流量净额为-11442.09万元。公司投资活动产生的现金流量净流出为-5716.06万元。由于偿还债务支付的现金和筹资活动现金流出有所增加，2012年上半年筹资活动产生的现金流量净额为-28075.01万元。

图3 2010~2012年6月公司现金流情况



资料来源：根据公司年报整理

总体看, 2010~2011年, 公司产销规模扩大, 有利于公司经营活动现金流入的增长, 但行业景气度有所下行, 特别是2012年上半年以来, 下游需求的相对乏力, 对公司经营活动获现能力构成一定不利影响, 公司经营活动现金流净额由正转负。

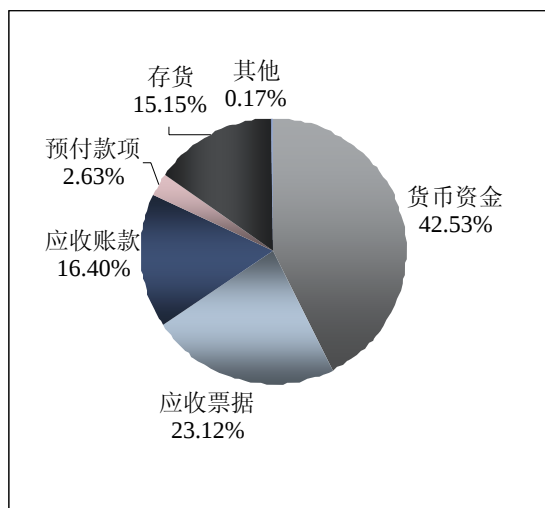
3. 资本及债务结构

2010~2011年, 公司资产总额增长24.21%; 资产构成中流动资产占比上升, 非流动资产占比有所下降。截至2011年底, 公司资产总额546221.18万元, 其中流动资产占52.67%, 非流动资产占47.33%。

(1) 流动资产

2010~2011年, 公司流动资产增长63.72%, 主要是公司销售增加导致的货币资金、应收票据与的增长, 以及原材料存货增加。截至2011年底, 公司流动资产为287716.30万元, 主要以货币资金、应收票据、应收账款和存货为主。

图4 2011年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司年报整理

2010~2011年, 由于增发新股, 公司货币资金增长211.26%, 2011年底为122362.15万元, 主要为银行存款(占94.61%)和保证金存款(占5.39%)。

2010~2011年, 公司应收票据增长178.34%, 主要为收入增长相应引起票据结算增

加, 2011年底为66530.56万元, 系银行承兑汇票(占95.05%)和商业承兑汇票(占4.95%)。

2010~2011年, 公司应收账款减少23.97%, 2011年底为47198.02万元, 主要为下游客户所欠货款。从账龄上分析, 3个月以内的占90.73%, 4个月~1年的占5.58%, 应收账款账龄结构良好; 公司对应收账款按照单项金额重大或信用风险特征计提坏账准备, 2011年底对应收账款计提的坏账准备余额共计1165.57万元, 计提比例2.41%。

2010~2011年, 公司存货减少0.82%, 2011年底账面净额为43594.88万元, 其中原材料占51.17%, 库存商品占48.81%。公司计提跌价准备195.45万元, 计提比例0.45%。

截至2012年6月底, 公司流动资产276678.40万元, 以货币资金、应收票据、应收账款、存货为主。货币资金为76483.50万元, 较2011年底减少37.49%; 应收票据较上年底增长了18.15%, 主要是以银行承兑汇票结算货款的增加; 应收账款较上年底增长7.36%; 存货增长34.18%, 主要是上半年原材料价格下跌, 公司加大了原材料采购。此外, 原材料采购增加, 也使其今年上半年预付款项增长51.06%。

整体看, 公司流动资产以货币资金、应收账款和存货为主, 整体流动性尚可。

(2) 非流动资产

2010~2011年, 公司非流动资产小幅下降2.09%, 主要来自固定资产的减少。截至2011年底, 公司非流动资产为258504.88万元, 以长期股权投资、固定资产、在建工程和无形资产为主。

2010~2011年, 公司长期股权投资增长35.70%, 截至2011年底, 长期股权投资6808.93万元, 主要为新增对莎普爱思公司投资和康泰贷款公司增加投资所致。

2010~2011年, 公司固定资产小幅减少3.64%, 截至2011年底, 固定资产净额为230764.81万元, 其中房屋及建筑物占25.37%, 专用设备占68.53%, 建筑物占4.30%。另外, 已

有账面价值101509.03万元的固定资产用于借款担保。

2010~2011年,公司在建工程增长74.68%,主要为6.8万吨生活用纸项目和其他零星工程投资所致。2011年底公司在建工程5606.03万元。2011年底公司无形资产15106.93万元,主要是土地使用权,占88.84%。

截至2012年6月底,公司非流动资产254747.44万元,较上年末略有降低,主要是上半年折旧导致固定资产的减少,其他科目变化不大。

整体上,公司资产以非流动资产为主,符合行业经营特点,非公开发行股票后货币资金充足,公司整体资产质量较好。

(3) 所有者权益

2010~2011年,公司所有者权益增长54.06%,主要由于公司2011年6月定向增发股份使股本和资本公积大幅增加,此外未分配利润增加也是原因之一。2011年底公司所有者权益合计为296112.96万元。归属于母公司的所有者权益中,股本和资本公积分别占19.16%和72.77%,所有者权益稳定性较好。

截至2012年6月底,公司所有者权益合计为299744.96万元。归属母公司的所有者权益中,实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润分别占18.93%、71.89%、1.63%、7.55%。公司利润总额不断增长,未分配利润较2011年底增长19.04%。

(4) 负债

2010~2011年,公司负债总额小幅增长1.03%,截至2011年底为250108.22万元;流动负债占比逐年增长,非流动负债占比逐年下降。2011年底流动负债占94.90%,非流动负债占5.10%。

2010~2011年,由于在2011年发行4亿元短期融资券,拉动公司流动负债增长6.02%。2011年底公司流动负债237348.75万元,其中短期借款占60.89%。截至2011年底,公司短期借款144510.66万元,同比降低15.21%。

截至2011年,公司应付票据3414.60万元,全部为银行承兑汇票,同比减少59.25%。

2010~2011年,公司应付账款增长3.96%,截至2011年底,公司应付账款为26961.75万元,主要为应付货款,占95.35%。

2010~2011年,由于销售增加,预收款项增长97.06%,达到2680.40万元。

2010~2011年,应付利息增长321.39%,2011年底为1485.35万,主要为公司发行的短期融资券所需支付的利息。

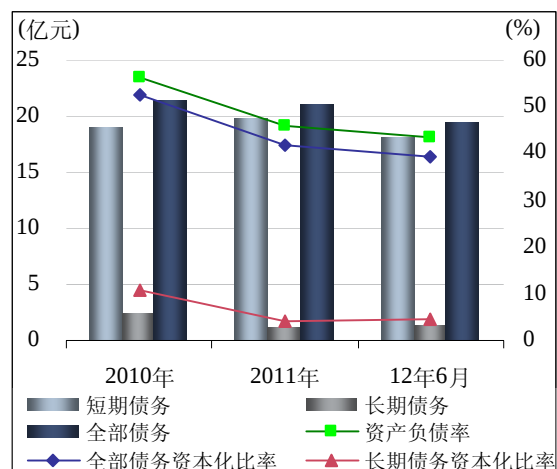
2010~2011年,其他应付款同比减少49.85%,主要为装运费、动力及水电费、质保金、押金等支出大幅减少,2011年底其他应付款总额为4384.47万元。

截至2011年底,公司一年内到期的非流动负债为10438.23万元,同比减少0.80%。

2010~2011年,公司非流动负债减少-46.14%,主要为长期借款减少所致,2011年底非流动负债为12759.46万元,其中长期借款占99.57%。

整体看,公司负债呈增长态势,短期借款占负债总额的比重较大,非流动负债有所减少,非流动资产占比减少。随着公司经营规模的扩大,资金需求增长,预计公司债务规模有可能进一步增长。

图5 2010~2012年6月公司负债情况



资料来源：根据公司年报整理

2010~2011年,由于公司项目建设及新增

产能流动资金需求，增加了债券融资规模，债务总规模有所上升。截至2011年底，公司债务总额为211111.99万元，其中短期债务占93.98%，长期债务占6.02%，债务结构有待改善。

2010~2011年，公司有息债务规模缩小，整体的负债水平和债务负担有所减轻。截至2011年底，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45.79%、41.62%和4.11%，整体负债水平较上年末小幅下降，债务负担有所减轻。

截至2012年6月底，公司债务总额195412.11万元，其中短期债务和长期债务占比分别为93.00%和7.00%，公司有息债务以短期债务为主，占比有所下降。公司于2011年6月非公开发行股票募集资金，导致资产负债率降低，与同类主要公司相比处于较低水平；公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率也有所下降，分别为39.46%和4.36%。总体看，债务负担有所减轻。

总体看，公司资产规模保持稳定增长，债务负担相对较轻，短期债务占债务总额的比重较大，债务结构有待改善。非公开增发股票后货币资金充足，公司整体资产质量较好，债务负担适宜。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2010~2011年，公司流动比率、速动比率大幅上升，截至2011年底，上述指标分别为121.22%和102.85%，主要原因为流动资产大幅增加，同时流动负债的变化不大。2010~2011年，经营现金流动负债比有所提高，2011年为4.85%。截至2012年6月底，公司流动比率上升至126.94%，速动比率小幅下降，为100.10%。整体看，公司短期偿债能力适宜。

受益于增发，公司现金类资产较为充裕。截至2012年6月底，公司现金类资产为15.51亿元，为存续期内短期融资券“12景兴CP001”的5.17倍。公司现金类资产充裕，对存续期债

券的保障能力较强。

2011年公司经营活动现金流入量较大，为38.60亿元，是“12景兴CP001”的12.87倍，公司经营活动产生的现金流入量对存续期债券具有良好的覆盖能力。2011年，公司经营活动产生的现金流量净额为1.15亿元，为“12景兴CP001”的0.38倍，经营活动现金净流量对存续期短期融资券覆盖能力尚可。

2011年公司EBITDA保护利息倍数和全部债务/EBITDA倍数分别为3.23倍和4.55倍。总体看，公司长期偿债能力一般。

公司与多家商业银行建立了良好的合作关系。截至2012年6月底，公司共获得贷款授信额度31.31亿元，未使用额度为11.60亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司为深圳证券交易所上市公司，直接融资渠道畅通。

截至2012年6月底，公司对外担保余额为18716.80万元，占净资产的6.24%。被担保方分别是浙江晨光电缆股份有限公司（全国电力电缆十强企业），占对外担保余额的28.94%；平湖热电厂（公司主要的热电供应商），占对外担保余额的71.06%，其中浙江晨光电缆股份有限公司是公司的互保单位。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信息报告（报告编号为：B-201210046894），截至2012年10月23日，公司无未结清和已结清不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

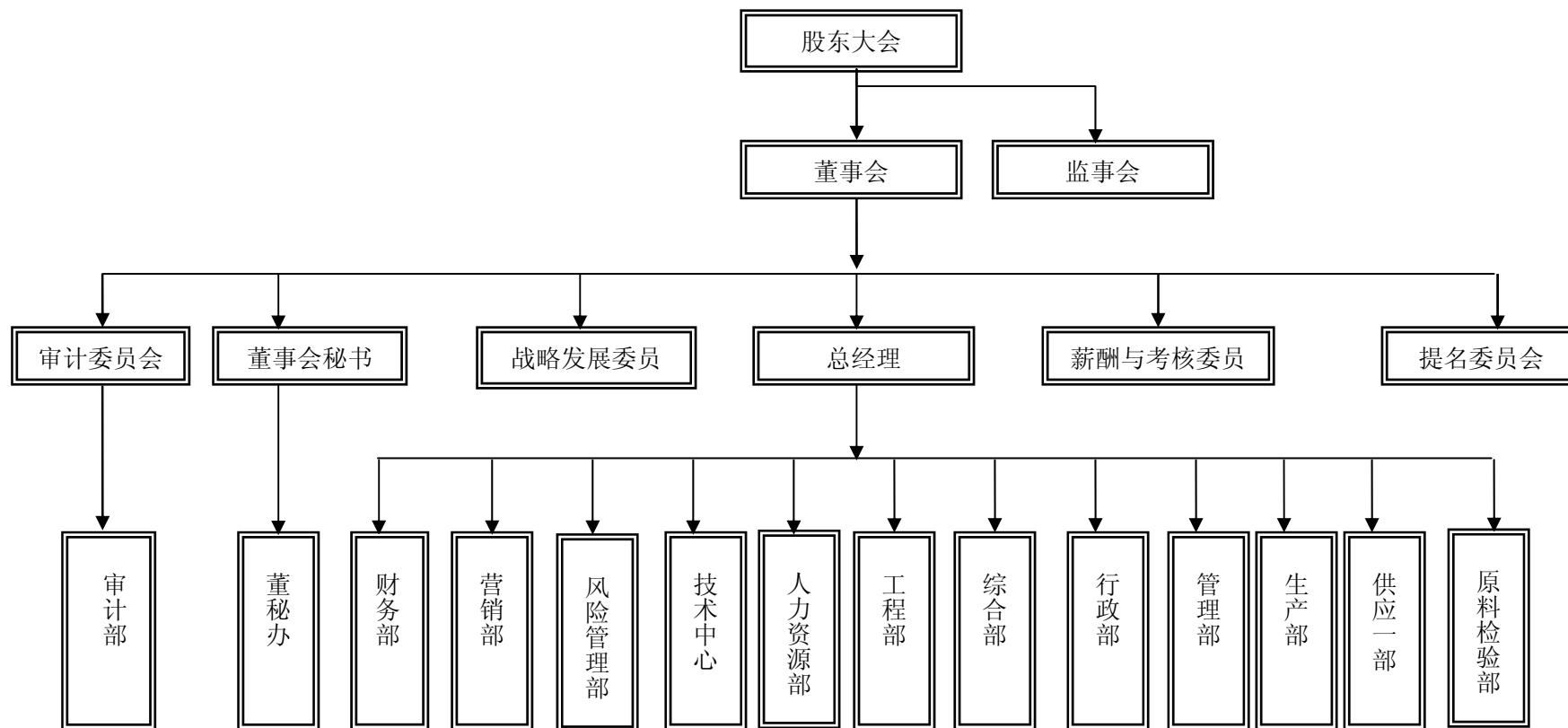
6. 抗风险能力

跟踪期内，受宏观经济影响，公司所处行业下游需求持续低迷，同时行业产能过剩，公司盈利能力有所下降。但公司经营现金流入规模较大，现金类资产较为充足，同时公司通过定向增发股票，改善了财务状况，增强了公司偿债能力和抗风险能力。

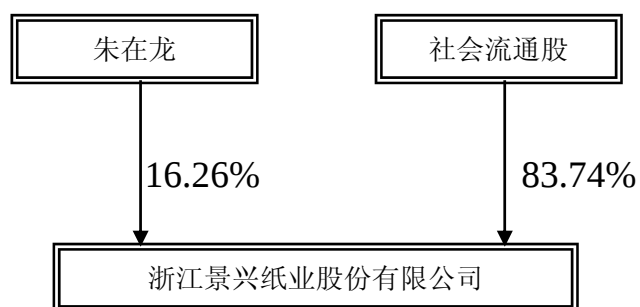
九、结论

综合考虑，联合资信维持公司A⁺的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“12景兴CP001” A-1的信用等级。

附件 1-1 公司组织结构图



附件 1-2 公司股权结构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 6 月
流动资产：					
货币资金	46252.73	39311.78	122362.15	62.65	76483.50
应收票据	12471.59	23902.54	66530.56	130.97	78606.25
应收账款	44718.45	62078.34	47198.02	2.74	50671.00
预付款项	4973.68	6137.09	7576.55	23.42	11445.36
其他应收款	773.39	354.55	454.15	-23.37	975.29
存货	27799.37	43953.33	43594.88	25.23	58497.00
流动资产合计	136989.21	175737.63	287716.30	44.92	276678.40
非流动资产：					
长期股权投资	1590.31	5017.78	6808.93	106.92	7776.63
固定资产	171257.69	239479.79	230764.81	16.08	221266.81
在建工程	52951.95	3209.33	5606.03	-67.46	10620.47
工程物资	598.26	514.52			
无形资产	15473.72	15522.97	15106.93	-1.19	14869.51
商誉	78.97	78.97	78.97		78.97
长期待摊费用	147.41	83.33	63.33	-34.45	53.33
递延所得税资产	10.38	126.36	75.87	170.32	81.71
非流动资产合计	242108.69	264033.06	258504.88	3.33	254747.44
资产总计	379097.90	439770.69	546221.18	20.04	531425.84

附件 2-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 6 月
流动负债：					
短期借款	118820.75	170434.20	144510.66	10.28	138068.84
交易性金融负债		72.49	43.53		19.96
应付票据	2800.00	8379.15	3414.60	10.43	9207.73
应付账款	18924.57	25935.94	26961.75	19.36	26953.63
预收款项	1429.71	1360.22	2680.40	36.92	1393.89
应付职工薪酬	830.15	1416.79	1168.67	18.65	1108.09
应交税费	-505.83	-3354.81	2256.68		1321.12
应付利息	291.43	352.49	1485.35	125.76	1059.98
其他应付款	5886.16	8751.61	4388.88	-13.65	4384.47
一年内到期的非流动负债	16575.33	10521.90	10438.23	-20.64	4444.47
其他流动负债			40000.00		30000.00
流动负债合计	165052.28	223870.00	237348.75	19.92	217962.18
非流动负债：					
长期借款	35225.12	23574.42	12704.97	-39.94	13671.11
递延所得税负债	244.21	113.80	54.49	-52.76	47.60
非流动负债合计	35469.33	23688.22	12759.46	-40.02	13718.70
负债合计	200521.61	247558.22	250108.22	11.68	231680.88
所有者权益：					
实收资本(或股本)	39200.00	39200.00	54697.55	18.12	54697.55
资本公积	129995.53	130154.56	207752.94	26.42	207752.94
盈余公积	3530.74	4158.86	4702.74	15.41	4702.74
未分配利润	-1491.61	10267.07	18331.41		21822.35
归属于母公司权益合计	171234.66	183780.49	285484.64	29.12	288975.59
少数股东权益	7341.63	8431.98	10628.32	20.32	10769.37
所有者权益合计	178576.30	192212.47	296112.96	28.77	299744.96
负债和所有者权益总计	379097.90	439770.69	546221.18	20.04	531425.84

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~6 月
一、营业收入	193648.57	262917.67	345139.39	33.50	145137.51
减: 营业成本	168013.52	223392.94	296884.54	32.93	124249.98
营业税金及附加	281.71	308.28	975.38	86.07	370.05
销售费用	9564.91	10941.31	11814.05	11.14	5470.13
管理费用	6294.24	7193.48	11943.35	37.75	6395.47
财务费用	8173.72	9641.30	12018.10	21.26	5863.22
资产减值损失	615.35	296.67	80.15	-63.91	126.32
加: 公允价值变动收益		-72.49	28.97		23.57
投资收益	22.27	1007.18	1678.05	768.07	928.10
二、营业利润	727.39	12078.36	13130.84	324.88	3614.01
加: 营业外收入	1195.04	3044.68	1181.76	-0.56	274.49
减: 营业外支出	108.97	219.40	39.08	-40.12	15.05
其中: 非流动资产处置损失	50.09	205.55	20.41	-36.17	13.40
三、利润总额	1813.46	14903.64	14273.53	180.55	3873.46
减: 所得税费用	5.12	1267.46	375.66	756.90	241.46
四、净利润	1808.35	13636.18	13897.86	177.23	3631.99
其中: 归属于母公司的净利润	3188.80	12386.80	12528.22	98.21	3490.94
少数股东损益	-1380.46	1249.38	1369.64		141.05

附件 4 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(%)	2012 年 1~6 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	228532.36	282021.13	377380.45	28.50	148330.50
收到的税费返还	890.40	351.87	321.42	-39.92	182.50
收到其他与经营活动有关的现金	7833.92	5611.28	8259.65	2.68	1188.16
经营活动现金流入小计	237256.68	287984.27	385961.51	27.54	149701.16
购买商品、接受劳务支付的现金	178576.48	248151.40	327169.34	35.35	139992.99
支付给职工以及为职工支付的现金	7561.29	9916.17	11373.65	22.65	6185.90
支付的各项税费	6421.93	8695.66	8263.79	13.44	4994.72
支付其他与经营活动有关的现金	15458.86	16698.99	27641.80	33.72	9969.63
经营活动现金流出小计	208018.57	283462.22	374448.57	34.17	161143.25
经营活动产生的现金流量净额	29238.11	4522.05	11512.93	-37.25	-11442.09
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	127.94		75.60	-23.13	
取得投资收益收到的现金			357.57		
处置固定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		1310.00			
收到其他与投资活动有关的现金	4630.00				
投资活动现金流入小计	5017.30	1380.97	483.94	-68.94	
购建固定资产、无形资产等支付的现金	38753.36	36267.51	11274.89	-46.06	5676.46
投资支付的现金	1495.15	2386.50	546.27	-39.55	39.60
取得子公司等支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	40248.51	38654.01	11821.16	-45.81	5716.06
投资活动产生的现金流量净额	-35231.21	-37273.04	-11337.23	-43.27	-5716.06
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	6606.82		93921.29	277.04	
取得借款收到的现金	252934.61	248338.17	272585.19	3.81	188579.22
发行债券收到的现金			39840.00		30000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	1506.05	1250.00	2000.00	15.24	
筹资活动现金流入小计	261047.48	249588.17	408346.48	25.07	218579.22
偿还债务支付的现金	280211.10	214356.35	308372.15	4.90	240201.90
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	10150.36	10949.90	15971.29	25.44	6332.34
支付其他与筹资活动有关的现金	1250.00	2000.00	2640.00	45.33	120.00
筹资活动现金流出小计	291611.46	227306.26	326983.44	5.89	246654.23
筹资活动产生的现金流量净额	-30563.97	22281.91	81363.03		-28075.01
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	49.01	-75.53	-210.92		15.58
五、现金及现金等价物净增加额	-36508.07	-10544.61	81327.82		-45217.58
加: 期初现金及现金等价物余额	78926.96	42418.90	31874.29	-36.45	117804.97
六、期末现金及现金等价物余额	42418.90	31874.29	113202.11	63.36	72587.39

附件 5 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	1808.35	13636.18	13897.86	177.23
加: 资产减值准备	615.35	296.67	80.15	-63.91
固定资产折旧及其他	12867.45	13828.98	17328.11	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、无形资产等损失	37.90	2.10	14.06	-39.10
固定资产报废损失		192.80		
公允价值变动损失		72.49	-28.97	
财务费用	9919.43	10927.46	13271.08	15.67
投资损失	-22.27	-1007.18	-1678.05	768.07
递延所得税资产减少	37.17	-115.97	50.48	16.55
递延所得税负债增加	-5.67	-130.41	-59.31	223.38
存货的减少	6726.10	-11742.88	-1299.11	
经营性应收项目的减少	-4553.32	-31925.30	-31142.85	161.53
经营性应付项目的增加	1265.50	9902.98	532.65	-35.12
其他				
经营活动产生的现金流量净额	29238.11	4522.05	11512.93	-37.25
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
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				
减: 现金的期初余额	78926.96	42418.90	31874.29	-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	-78926.96	-42418.90	-31874.29	-36.45

附件 6 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 6 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	3.39	3.67	3.46	--
存货周转次数(次)	6.04	6.23	6.78	--
总资产周转次数(次)	0.51	0.64	0.70	--
现金收入比(%)	118.01	107.27	109.34	102.20
盈利能力				
营业利润率(%)	13.09	14.92	13.70	14.14
总资本收益率(%)	0.51	3.37	2.74	--
净资产收益率(%)	1.01	7.09	4.69	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	16.48	10.92	4.11	4.36
全部债务资本化比率(%)	49.27	52.56	41.62	39.46
资产负债率(%)	52.89	56.29	45.79	43.60
偿债能力				
流动比率(%)	83.00	78.50	121.22	126.94
速动比率(%)	66.15	58.87	102.85	100.10
经营现金流动负债比(%)	17.71	2.02	4.85	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.50	3.85	3.23	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.85	5.38	4.55	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.03	-0.15	0.00	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-0.59	-3.18	0.01	--
现金偿债倍数(倍)	1.47	1.58	4.72	3.88
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	5.93	7.20	9.65	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.73	0.11	0.29	--

注：公司 2012 年上半年财务数据未经审计。

附件 7 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
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×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
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/利息支出
现金偿债倍数	现金类资产/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
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/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 8 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	含 义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 9 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息