

信用等级公告

联合[2010] 543 号

联合资信评估有限公司通过对浙江景兴纸业股份有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

浙江景兴纸业股份有限公司
主体长期信用等级为
 A^{+}

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年十二月一日



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、浙江景兴纸业股份有限公司主体长期信用等级自 2010 年 12 月 1 日至 2011 年 11 月 30 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一零年十二月一日



浙江景兴纸业股份有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果: A⁺
评级展望: 稳定
评级时间: 2010 年 12 月 1 日

财务数据

项目	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 9 月
资产总额(亿元)	36.65	40.03	37.91	42.89
所有者权益(亿元)	19.36	17.14	17.86	18.69
长期债务(亿元)	6.79	5.28	3.52	2.60
全部债务(亿元)	15.01	20.21	17.34	20.53
营业收入(亿元)	11.30	20.55	19.36	18.61
利润总额(亿元)	0.93	-2.54	0.18	0.96
EBITDA(亿元)	2.53	0.07	2.52	--
营业利润率(%)	18.60	7.09	13.09	14.46
净资产收益率(%)	4.29	-15.12	1.01	--
资产负债率(%)	47.18	57.19	52.89	56.43
全部债务资本化比率(%)	43.68	54.12	49.27	52.35
流动比率(%)	183.79	103.17	83.00	78.84
全部债务/EBITDA(倍)	5.94	308.28	6.88	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.11	0.05	2.52	--

注: 公司从 2007 年开始执行《企业会计准则(2006)》; 2010 年 1~9 月财务数据未经审计。

分析师

吕明远 王 健
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

联合资信评估有限公司(简称“联合资信”)对浙江景兴纸业股份有限公司(简称“公司”)的评级反映了公司作为长三角地区大型的箱板纸生产企业,在生产规模、区域销售、技术水平、环保处理等方面的优势;同时联合资信也关注到造纸行业产能持续扩大导致市场竞争加剧以及原材料价格大幅波动等因素对公司经营及财务状况带来的不利影响。

近两年,造纸行业景气度波动较大,公司盈利状况受到影响。从 2009 年四季度开始,随着宏观经济企稳,公司盈利水平呈现回升趋势;未来新增产能的逐步释放将进一步提升公司产销规模和整体竞争实力,联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 公司地处中国经济发达的长江三角洲地区,贴近主要的纸品消费市场和原料市场,区位优势显著。
2. 公司产能规模大、生产工艺先进、环保处理水平高,一定程度降低了生产成本,主营业务在区域市场具备较强竞争实力。
3. 作为深圳证券交易所上市公司,公司治理结构完善,管理体系健全,运营效率较高。

关注

1. 造纸属完全竞争行业,行业产能持续扩张,市场竞争加剧。
2. 近几年,原材料价格波动幅度较大,加大公司成本控制压力。
3. 公司有息债务以短期债务为主,债务结构有待改善。
4. 公司未来资本支出规模较大,存在一定对外融资压力。

一、主体概况

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。截至2009年底,公司总股本(注册资本)39200万元,第一大股东朱在龙持有21.42%的股份,为公司实际控制人(见表1)。

表1 截至2009年底公司股权结构

股东名称	持股比例(%)
朱在龙	21.42
上海九龙山股份有限公司	6.72
日本制纸株式会社	2.74
日本纸张纸浆商事株式会社	2.74
平湖市曹桥乡集体资产经营公司	1.99
平湖市电力实业总公司	1.49

资料来源:公司年报

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92万吨包装纸的生产能力。截至2009年底,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)。

截至2009年底,公司资产总额为379097.90万元,所有者权益178576.30万元(其中少数股东权益7341.63万元);2009年公司实现营业收入193648.57万元,利润总额为1813.46万元。

截至2010年9月底,公司资产总额为428936.76万元,所有者权益为186894.93万元(其中少数股东权益为8026.98万元);2010年1~9月,公司实现营业收入186148.81万元,实现利润总额9567.71万元。

公司注册地址:浙江省平湖市曹桥镇;法定代表人:朱在龙。

二、行业分析

1. 行业现状

造纸工业属于成长性基础原材料工业,在产品总产量中,80%以上作为生产资料用于新闻出版、印刷、商品包装等领域,其他20%用于人们的日常生活消费。造纸工业关联度大,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一定的拉动作用,最显著的特点是资本密集和资源约束。造纸工业是衡量一个国家文明和现代化程度的标尺,环保政策和循环经济是推动纸业技术研发的主要因素,目前在美国、加拿大、日本、芬兰、瑞典等发达国家,造纸工业已成为其国民经济的支柱产业之一。

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,目前已成为全球纸品的产销大国,造纸总产量仅次于美国,已经跃居世界第2位,根据中国造纸协会的统计,2000~2008年,纸及纸板生产量增长161.64%,年均增长12.76%;纸及纸板消费量增长121.96%,年均增长10.48%;根据Wind资讯数据显示,2009年中国机制纸及纸板产量9388.70万吨,同比增长13.94%;销量9292.10万吨,同比增长16.44%。自2000年以来的高速发展中,国内造纸行业经历了供不应求,产能快速提升,供给过剩以及2008年外围市场影响大幅波动等多个阶段,行业内供求关系几经逆转,业内企业的盈利状况也受到显著影响。

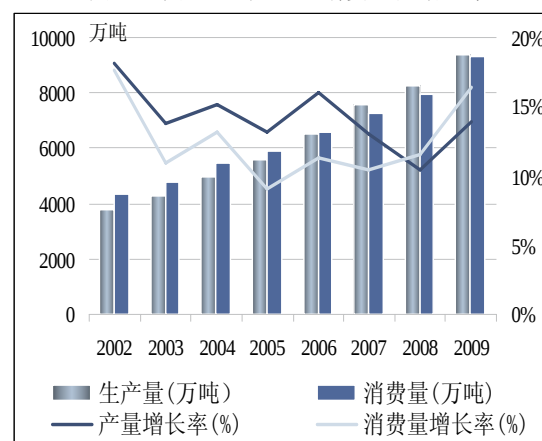
2000年~2002年,在行业进入景气周期的初期,下游需求快速增长,行业内固定资产投资高速增长,但受建设周期限制,新增产能投放速度相对较缓,行业内供需缺口和进口量始终保持在历史高位。行业内供不应求的状况也使业内企业的盈利状况持续改善,根据wind

资讯相关数据,2002 年国内机制纸及纸板制造企业的毛利率达到 17.33%,为近 10 年的最高水平。2003 年开始行业内产能进入快速投放阶段,2003 年和 2004 年行业新增产能规模分别为 300 万吨和 700 万吨,到 2005 年则到达了创纪录的 1200 万吨(来自 wind 资讯数据),受此影响行业内需求缺口及进口规模也开始逐步缩小,国内纸及纸板的进口量也从 2002 年的 633 万吨减少至 2006 年的 436 万吨。产能的快速增长,尤其是 2005 年天量产能的集中投放使行业内供需关系迅速发生逆转,多个子行业出现供过于求的压力,业内企业的平均毛利率也从 2003 年 16.07%下滑至 2005 年的 13.17%。

2006~2007 年,受供过于求压力的影响,行业产能投放规模有所回落,分别为 960 万吨和 780 万吨,但仍保持在较高水平,相应行业平均毛利率小幅回升至 2007 年的 13.80%。2008 年上半年,造纸行业下游需求保持较快增长,同期行业内新增产能有限并加大了淘汰落后产能力度,市场整体供需状况有所改善,各细分纸品价格均有不同程度的提高,行业整体收入规模和利润规模均有不同程度增长;但进入 2008 年下半年,由于受全球金融危机的影响以及造纸行业的终端客户出于减少库存的压力,行业整体供需关系再次恶化,从 8 月份开始行业内出现量价齐跌的局面,全年行业平均毛利率下滑至近 10 年最低的 12.59%,业内企业出现大面积亏损。2009 年前三季度,国内纸品市场出现阶段性反弹,但整体走势依然低迷。从四季度开始受益于宏观经济的企稳复苏,下游需求快速恢复,国内纸品市场供需关系开始逐步改善,全年行业平均毛利水平回升至 13.40%,但受上半年经营状况不佳影响,行业内规模以上企业仍有超过 20%发生亏损,累计亏损额度超过 35 亿元(国家统计局数据)。进入 2010 年,下游市场用纸需求增速仍保持在相对高位,行业内产能利用率进一步提高,至一季度末多种主要纸品的价格均接近历史

峰值水平,行业整体的盈利水平得到进一步恢复。随着下游需求的回升,造纸企业主要原材料废纸、木浆的价格也被顺势推高,并在二季度重新站到了历史高位。由于原料价格上升过快,下游企业在短期无法承受原纸价格持续上涨带来的经营压力,加之全球经济一些不确定因素的出现,使得行业内需求旺盛的情况在二季度起开始有所降温,而快速推高的原材料价格,也在一定程度上压缩了的业内企业的盈利空间,企业经营业绩在全年呈现前高后低的态势,但前三季度业内企业整体经营形势仍好于 2009 年。

图 1 中国纸品产量、消费量及增长率



资料来源:中国造纸协会及 wind 资讯

总体看,经过近年的高速发展,国内纸品市场已逐步过渡到总体供需平衡的状态,少数高端品种市场仍存在结构性的供需缺口,在部分子行业存在一定的产能过剩倾向,近期出台的加速关停行业落成产能相关政策将有助于改善行业供求关系,提升行业景气度。

包装纸子行业发展情况

按照纸品用途划分,造纸行业可以进一步细分为新闻纸、文化纸和包装纸等子行业,公司主导产品牛皮箱板纸、白卡纸和瓦楞纸均属包装纸。

包装纸包括白板纸、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。白板纸(含白底白板纸、灰底白板纸和涂布白卡纸)

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。箱纸板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。

包装纸（尤其是箱板纸）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，2002~2006年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。2006年之前中国箱板纸的消耗量一直超过生产量，由于供需缺口大，中国每年都需要大量进口高档箱板纸来弥补，2005年和2006年全国进口的箱板纸和瓦楞原纸总量均在200万吨左右。

行业长期以来供不应求的状况吸引了包括台资、日资等众多企业进入箱板纸和瓦楞纸行业，从2007年开始国内箱板原纸新增产能进入集中释放阶段，2007年和2008年国内箱板原纸新增产能分为在380万吨和225万吨以上，行业内的供给压力开始逐步增大。2008年下半年以来，国内宏观经济增速出现下滑、出口快速下降，造成与出口贸易和宏观经济具有高度相关性的工业包装用纸需求明显下滑，特别是出口导向纸种需求的迅速萎缩，包装原纸和造纸原料价格随之大幅下跌，行业长期供不应求的状况已经发生根本性逆转。2009年多数企业推迟了增产扩能计划，但由于需求疲软，前三季度行业整体走势仍低迷。从四季度开始，随着宏观经济刺激政策效应的显现，包装纸行业借助消费增长和出口复苏逐步走出低谷，主要纸品价格均出现明显上涨，行业整体的盈利状况大幅改善，进入2010年一季度行业依然保持向好走势，箱板纸等主要纸种价格接近历史高点，进入二季度随着原材料价格的上涨，业内企业的成本压力有所上升，但利润空间仍明显大于2009年全年平均水平。从6月末开始，废

纸、纸浆等原材料价格水平出现回落，业内企业的成本压力有所缓解，预计未来一段时期内在国内宏观经济增速放缓，行业加快淘汰落后产能的背景下，市场对纸浆等原料需求将有所缓和，纸浆价格进一步上行压力不大。

目前，国内的包装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。

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（香港上市公司），理文纸业（香港上市公司），景兴纸业，上海中隆纸业（台资企业），无锡荣成纸业和广东中山联合鸿业等，其中玖龙和理文是行业中绝对的龙头企业，截至2009年底的产能规模约为800万吨和300万吨；公司以92万吨产能居行业内第三位，其他企业产能规模均在80万吨以下，近几年晨鸣、山鹰、博汇等大型造纸企业也开始进入箱板纸行业，但目前产能规模相对较小。尽管目前，公司总体的产能规模与玖龙和理文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太仓玖龙85万吨产能和常州理文135万吨产能基本相当，在区域市场具有较强竞争力。

2. 行业关注

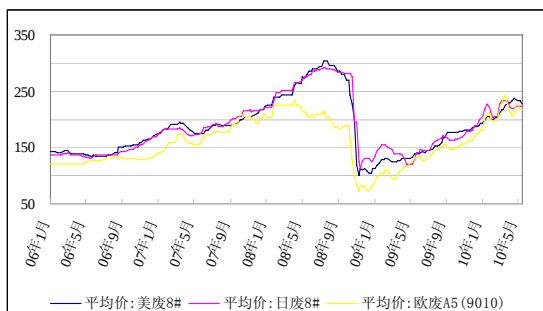
原材料

造纸工业属于原材料加工工业，原材料成本一般占造纸业成本的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。目前国际造纸工业纸浆结构中木浆占62.6%，废纸浆占34%，非木浆占3.4%。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，目前形成了以废纸浆为主的纸浆消费结构，2009年废纸浆占比约为60%，木浆和非木浆分别为22%和18%左右。公司主导产品的箱板纸和瓦楞纸的直接原料主要以废纸浆为主。

近年来由于造纸产能的迅速扩张，中国市场对纸浆的需求也出现快速增长，2006年全国纸浆消耗总量5992万吨，2009年达到7360万吨，且行业整体呈现供不应求的特征，大量依赖进口，2008年中国纸浆进口量952万吨，2009年进一步增加到1368万吨，进口主要以废纸浆和木浆为主，废纸43.6%依赖进口，木浆58.6%依赖进口。

图2 2006年以来国内主要进口废纸价格走势



资料来源：wind 资讯 单位：美元/吨

造纸行业资源束缚的特性决定了原材料的供应成为影响企业盈利和发展的最主要的因素。纯加工型的造纸企业对上游原材料供应商议价能力弱，其生产成本受原材料价格波动影响很大。2006年至2008年8月，国内主要进口废纸种及木浆价格涨幅均接近100%，使国内造纸企业成本压力大幅上升，而9月开始原料价格高位快速回落（见图2）也使业内企业的经营状况进一步恶化，大幅计提存货减值准备成为多数企业亏损的重要原因之一。2009

年随着行业产能利用率的回升，纸业主要原材料价格再一次进入上升通道，而受益于下游需求的快速回升，造纸企业能够将上涨成本实现较好的转嫁。

总体看，国内造纸行业原料供给对进口依赖程度高，且价格与国际市场联动性高。近几年原料市场波动使业内企业面临长期成本上涨压力的同时也加大了企业短期盈利波动的风险。而从公司主要原料废纸市场来看，中国纸品消耗量的增长，以及国内废纸回收利用率的不断提高，都将有助于提升国内市场的废纸的有效供给。

环境保护

造纸行业属于高污染行业，对环境影响程度大。根据国家环境保护总局数据，造纸行业是除化工以外的第二大排放源行业，每年的废水排放量占全国工业废水排放量15%以上。

为了治理造纸行业多年的粗放型增长和环境污染较重的问题。在政策层面上，国家多次提高造纸业的排放标准，并不断出台新的政策和措施，大力推进造纸业结构调整和清洁生产。

2007年6月，国务院发布了《节能减排综合性工作方案》，对造纸业明确提出减量化、再利用、资源化的要求，并规划“十一五”期间将淘汰落后产能650万吨。2007年10月，国家发改委又发布了国内首部造纸业规范指示文件《造纸产业发展政策》，确定提出，规模和环保成为造纸产业发展的重要指标，降低造纸业耗水，大大减少污染物排放。明确要求淘汰年产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、排放不达标的年产1万吨以下以废纸为原料的纸厂。到2007年12月底，国家还加大了对环境违法行为的执法检查力度。

2008年8月1日正式执行新《制浆造纸工业水污染物排放标准》，根据减排方案，2008年淘汰造纸落后产能106.5万吨，2009年淘汰50万吨产能，并加大执行国家产业政策和年度落

后产能淘汰计划的督促力度，促进造纸行业落后生产能力有序退出。

自2009年5月起，国内制浆造纸企业将执行新的污水排放标准，新标准的排放要求与原有标准相比大幅提高，并取消了对非木浆制浆造纸企业宽松的排放政策。

由于国家环保政策的趋严，造纸企业环保成本加大，不符合环保要求的中小纸厂将被淘汰，行业产能将逐渐向符合环保条件的大型造纸企业集中。

行业集中度和竞争格局

造纸产业是规模效益显著的行业，这一特征决定了造纸企业规模化是行业演进的必然趋势。当前，随着世界经济一体化进程的推进，造纸工业的竞争日益激烈，国际造纸企业向规模化方向发展的趋势已经开始显现，行业集中度越来越高。目前世界前20位造纸企业的产量已经占世界总量的40%以上。

中国造纸行业经过几十年的发展，已开始进入从分散经营向规模经营过渡的阶段。目前，国内制浆造纸企业仍呈现数量多、规模小的局面。根据国家统计局提供的2009年1~11月规模以上造纸生产企业的相关数据分析，2009年国有及国有控股企业有80家，占2.17%；“三资”企业有418家，占11.34%；集体及其他企业有3188家占86.49%。在造纸企业主营业务收入总额中，国有及国有控股企业占12.43%；“三资”企业占29.38%；集体及其他企业占58.19%。

目前，国内大多数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进一步加剧。

最近几年，造纸行业出现两极分化的发展趋势：一大批纸业公司深陷困境的同时，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。

《造纸产业发展政策》在支持国内企业通过兼并、联合、重组和扩建等形式形成大型企业突出、中小企业比例合理的产业组织结构的同时，避免行业垄断，规定单一企业（集团）单一纸种国内市场占有率超过35%，不得再申请核准或备案该纸种建设项目；单一企业（集团）纸及纸板总生产能力超过当年国内市场消费总量的20%，不得再申请核准或备案制浆造纸项目。

未来，中国造纸工业的发展将逐步实现以木纤维、废纸为主，非木纤维为辅的多元化原料结构目标，同时要与环境协调发展，充分考虑纤维资源、水资源、环境容量、市场需求、交通运输等条件，实现“由北向南”调整，形成合理的产业新布局。

3. 行业政策

造纸产业发展政策

2007年10月国家发改委根据经济体制改革的要求，结合相关法律法规，制定了《造纸产业发展政策》。《造纸产业发展政策》旨在推动造纸产业结构升级，其主要内容包括：

（1）政策目标。到2010年，纸及纸板新增产能2650万吨，淘汰现有落后产能650万吨，有效产能达到9000万吨。到2010年实现造纸产业吨产品平均取水量由2005年103立方米降至80立方米、综合平均能耗（标煤）由2005年1.38吨降至1.10吨、污染物（COD）排放总量由2005年160万吨减到140万吨。

（2）产业布局。造纸产业发展总体布局应“由北向南”调整，形成合理的产业新布局。长江以南是造纸产业发展的重点地区，要以林纸一体化工程建设为主，加快发展制浆造纸产业。长江以北是造纸产业优化调整地区，重点调整原料结构、减少企业数量、提高生产集中度。东北地区原则上不再布局新的制浆造纸企业；西北地区严格控制扩大产能。重点环境保

护地区、严重缺水地区、大城市市区，不再布局制浆造纸项目，禁止严重缺水地区建设灌溉型造纸林基地。

(3) 纤维原料。充分利用国内外两种资源，提高木浆比重、扩大废纸回收利用、合理利用非木浆，逐步形成以木纤维、废纸为主、非木纤维为辅的造纸原料结构。到2010年，木浆、废纸浆、非木浆结构达到26%、56%、18%。加快推进林纸一体化工程建设，大力发展木浆，鼓励利用木材采伐剩余物、木材加工剩余物、进口木材和木片等生产木浆，合理进口国外木浆。到2010年，力争实现建设造纸林基地500万公顷、新增木浆生产能力645万吨的目标。

(4) 环境保护。严格执行《环境保护法》、《水污染防治法》、《环境影响评价法》、《清洁生产促进法》等法律法规，坚持预防为主、综合治理的方针，增强造纸行业的环境保护意识和造纸企业的社会责任感，健全环境监管机制，加大环境保护执法力度，完善污染治理措施，适时修订《造纸产业水污染物排放标准》，严格控制污染物排放，建设环境友好型造纸产业。

(5) 组织结构。鼓励国内企业通过兼并、联合、重组和扩建等形式，发展10家左右100万吨至300万吨具有先进水平的制浆造纸企业，发展若干家年产300万吨以上跨地区、跨部门、跨所有制的、具有国际竞争力的大型制浆造纸企业集团。

(6) 行业准入。新建、扩建制浆项目单条生产线起始规模要求达到：化学木浆年产30万吨、化学机械木浆年产10万吨、化学竹浆年产10万吨、非木浆年产5万吨；新建、扩建造纸项目单条生产线起始规模要求达到：新闻纸年产30万吨、文化用纸年产10万吨、箱纸板和白板纸年产30万吨、其他纸板项目年产10万吨。薄页纸、特种纸及纸板项目以及现有生产线的改造不受规模准入条件限制；单一企业（集团）单一纸种国内市场占有率超过35%，

不得再申请核准或备案该纸种建设项目；单一企业（集团）纸及纸板总生产能力超过当年国内市场消费总量的20%，不得再申请核准或备案制浆造纸项目；新建项目吨产品在COD排放量、取水量和综合能耗（标煤）等方面要达到先进水平。

轻工业调整和振兴规划

2009年5月18日《轻工业调整和振兴规划》（以下简称“振兴规划”）主要就淘汰落后产能和优化产业结构等方面提出新的政策要求。

(1) 淘汰落后产能。振兴规划提出：到2011年，造纸行业COD排放比2007年减少10万吨，废水排放比2007年减少9亿吨；淘汰年产3.4万吨以下草浆生产装置和年产1.7万吨以下化学制浆生产线，关闭排放不达标、年产1万吨以下以废纸为原料的造纸厂，共淘汰落后制浆造纸产能200万吨以上。

(2) 调整产品结构。振兴规划提出：继续实施《全国林纸一体化工程建设“十五”及2010年专项规划》，加快重点项目建设，新增木浆220万吨、竹浆30万吨产能，提高国产木浆的比重，推动林纸一体化发展；支持企业收储纸浆及纸。

加速淘汰落后产能

2010年5月27日，为确保完成“十一五”节能减排目标，工业和信息化部向各地方政府下达2010年包括炼铁、炼钢、焦炭、造纸等18个行业在内的淘汰落后产能目标任务，要求各地尽快将任务分解到地市县和企业，确保这些落后产能在第三季度前全部关停，并将造纸行业的淘汰目标从之前的53万吨提高至432万吨。2010年8月5日，工业和信息化部对涉及的18个行业淘汰落后产能企业名单予以公告，确保列入名单企业的落后产能在2010年9月底前关停。本次涉及关停落后产能的造纸企业主要分布在河南、陕西等地，产品主要涉及印刷纸、包装纸和草浆等。

总的来看，造纸产业是与国民经济和社会事业发展关系密切的基础原材料产业，是具有

可持续发展特点的重要产业。近年来中国经济持续快速的发展为中国造纸工业发展提供有力支撑，行业整体实现了快速增长，但在产能快速扩张的同时也出现一定过剩倾向，特别是2008年下半年国内外宏观经济变化导致下游需求萎缩和产品价格回落，造纸行业整体景气度下滑，业内企业盈利状况呈现恶化趋势。为扭转这一局势，国家有关部门在严格执行节能减排和加强环境保护前提下，出台了一系列与造纸行业相关的产业振兴规划，得益于此行业整体的景气度也有所回升。从更长期的角度看，作为国民经济的基础原材料工业，在目前国内造纸工业人均消费纸量远低于发达国家水平的背景下，造纸行业仍具有较好的增长空间，同时目前行业集中度低、原料进口依存度大、环境影响大的现状将促使造纸企业进行较大规模地整合，未来行业内资源优势明显，行业整合能力强的大型企业有望获得较好的发展。

三、基础素质分析

1. 企业规模

公司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、白面牛皮卡纸、高强度瓦楞纸和纸箱等，截至2009年底，公司具有年产92万吨高档包装纸的生产能力，此外公司年产20万吨白面牛卡纸项目于2010年11月正式投产。

目前公司产能在全国同类生产企业中居第三位。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”。公司主导产品低定量、高强度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”，

公司生产的“景兴”牌牛皮箱板纸被中国品牌发展促进委员会授予“中国驰名商标”称号。

2. 人员素质

公司现有高级管理人员10人，均具有大专以上学历，大多具有在公司任职多年的工作经历，其中多位管理人员为公司创始参与者，具备丰富的行业经历和较高的专业水平。

公司董事长朱在龙先生，47岁，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科长、副厂长，1996起任浙江景兴纸业集团有限公司党委书记、董事长兼总经理。2001年成为公司第一大股东（实际控制人），并任公司董事长至今。朱在龙先生先后获得“中国当代优秀包装企业家”、“全国优秀乡镇企业家”等称号；现任中国包装联合会副会长，浙江省平湖市人大常委，浙江省包装技术协会副会长，嘉兴市工商联总会副会长。

公司总经理戈海华先生，46岁，大专学历，经济师。曾任浙江平湖市第二造纸厂生产科长、副厂长，浙江景兴纸业集团有限公司常务副总经理，自2001年起任公司总经理至今。戈海华先生先后获得“平湖市第四批有突出贡献优秀专业人才”、“嘉兴市科技带头人”和“浙江省造纸行业安全生产先进工作者”等荣誉称号。

截至2009年底，公司员工总数1419人。按学历构成划分，大专及以上学历占32.06%，高中中专学历占49.12%，初中及以下人员占18.82%；按岗位划分，生产人员占67.51%，技术人员占17.76%，销售人员占4.02%，行政人员占9.73%，财务人员占0.98%。

总体看，公司核心管理人员为公司创建参与者或股东，具备良好的行业背景；公司员工整体素质符合生产型企业的特点。

3. 技术水平

公司生产线主要从日本、美国和芬兰等国

家引进，设备先进，自动化程度高，目前公司吨纸消耗水平、产品质量稳定性居行业前列；废纸处理、纸板抄造、生产过程自控和造纸化学品等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；公司同时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、可控中高压光机技术、叠网成型技术等。

公司与日方股东建立了稳定的技术合作关系，在快速消化吸收日方造纸企业在废纸处理、纸板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，由此也使公司在原料废纸的选择上具有更大灵活度。目前，公司是国内唯一可规模化使用成本较美废低廉但抄造难度较大的日本废纸作为原料的箱板纸企业。

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，技术体系完善，研发条件齐全；公司与浙江造纸研究所、浙江省造纸工业学校和南京林学院等院所进行了广泛的合作，并与公司外方股东建立起了稳定的技术合作关系。

综上，公司具有一定的技术实力，非专利技术的应用使公司产品质量得到改善，并节约了原料、能源消耗，有利于实现有效的成本控制。

4. 环境保护

公司生产过程中无化学制浆的过程，车间外排废水的污染程度较低。公司现已建有规模为 2.5 万立方米/天的污水处理站，能够满足生产的需要。

近年公司对废水处理中心进行技术改造，采用了先进的处置技术并增加了新的处置设备，改造后出水 $COD \leq 100mg/l$ 。2007 年公司与浙江大学共同开展“造纸废水微排放集成技

术研究与示范”课题研究，目得到浙江省科技厅财政资助，项目主要致力于降低造纸企业吨纸排水量。公司的造纸原料和工艺决定了公司不存在黑液污染问题，同时在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方面的技术优势进一步降低了公司废水排放量，目前公司吨纸平均废水排放量约为 6 吨，远低于 60 吨的行业平均水平。公司污水经处理达标后排入嘉兴市污水管网，由于管网系统的规模优势，所收取的排污费用低于行业内企业自主的污水处理日常运营费用。

2009 年，公司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，能够基本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。

公司 2002 年通过 ISO14001 环境体系认证和省级废纸造纸行业的清洁生产试点审计，2005 年被浙江省经济贸易委员会认定为“浙江省循环经济试点企业”。

总体看，得益于在生产工艺、排污处理技术和设备方面的优势，公司排污量及单位废水污染物含量均低于行业平均水平，且排污系统运行成本低，未来面临的环境治理压力小。

四、管理体制

1. 治理结构

公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》和《公司章程》等法律法规或文件的要求，设立了股东大会、董事会、监事会和公司管理机构。股东大会是公司的最高权力机构，决定公司的经营方针和投资计划，审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案等。

公司董事会由 13 名董事组成，其中独立董事 5 人。公司董事会按照《董事会议事规则》进行运作，负责决定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算和决算方案等；独立董事根据相关规定，参加公司董事会和股

东大会，并对公司对外担保、关联交易等重大事项发表独立意见。

经理层为公司的执行机构，设总经理 1 人，副总经理若干人，负责组织实施董事会决议、公司年度计划和投资计划等。经理层成员的聘任或解聘由公司董事会决定。

公司监事会由 3 名监事组成，其中一名由职工代表出任。监事会人员及结构符合国家法律、法规和《公司章程》规定。

总体看，公司股权结构分散，股东间能形成有效制衡，且作为上市公司治理结构完善，并在日常经营过程中能有效运作。

2. 内部控制

为规范公司运作，防范经营过程中可能存在的风险，公司先后制定和修订了《企业标准规范化管理实施大纲》等公司治理文件，将 ISO 管理体系同企业目标、绩效、成本、环保、品控予以全面整合，依据业务流程和岗位职能，设计内部管理制度和手册标准。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 11 个模块，建立起规范的决策管理系统，健全了管理规章制度。

公司根据《公司法》、《深圳证券交易所股票上市规则》和《公司章程》等相关规定，结合对子公司管理的具体情况，制定了《子公司管理制度》，以加强内部管理控制，规范子公司的授权和管理，同时明确了下属公司对外投资、融资、担保等方面的权限，以及信息披露的责任和义务。

总体看，公司治理结构较为完善，内部管理制度较为健全。

五、生产经营

1. 经营现状

公司主营业务突出，是专业的包装纸板原纸及纸箱生产企业，近三年原纸和纸箱的收入占比分别保持在 84%和 15%左右，其他业务占

比小。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，其中牛皮箱板纸为公司的主导产品，近三年收入占比均保持在 60%以上。

2007~2009 年，在行业内产能集中释放，原材料价格大幅上涨，下游需求显著回落等多重因素作用下，国内箱板纸行业运行环境发生较大变化，企业盈利状况受到显著影响，公司运行状况也出现大幅波动。2007 年，公司 45 万吨牛皮箱板纸项目于 10 月投产，全年公司营业收入较上年小幅增长，但行业新增产能的释放使公司主导产品价格出现下滑，公司营业利润率较上年出现小幅下降。2008 年，随着新投纸机逐步达产，公司收入规模大幅扩张，同比增幅达到 81.77%。但受原料价格上涨和需求回落等因素影响，造纸企业的盈利状况受到明显冲击，行业内出现大面积亏损，公司营业利润率也下滑至近几年的最低水平，全年出现亏损。2009 年上半年，需求疲软的状况一直持续，下半年开始随着国内宏观经济以外需状况改善，下游用纸需求也开始快速恢复，全年公司原纸及纸箱产销量同比增幅均超过 5%，但由于产品价格的回落全年营业收入同比减少 5.75%，共实现营业收入 19.36 亿元，同时受益于原料价格回落以及行业主要产商的限产保价政策，公司盈利能力有所恢复，全年营业利润扭亏为盈。进入 2010 年，下游市场用纸需求增速仍保持在相对高位，行业内产能利用率进一步提高，至一季度末箱板纸市场主要纸品的价格均接近历史峰值水平；进入二季度，公司成本压力有所上升，但得益于产品售价的回升，公司前三季度整体经营形势仍好于 2009 年。2010 年 1~9 月，公司实现营业收入 18.61 亿元，同比增长 33.33%；实现利润总额 0.96 亿元，较上年同期增加了 0.91 亿元，其中三季度当季实现营业收入 7.44 亿元，利润总额 0.19 亿元。

表 2 2007~2010 年 9 月公司营业收入构成（单位：亿元，%）

	2007 年		2008 年		2009 年		2010 年 1-9 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
牛皮箱板纸	7.06	21.29	13.43	6.80	12.51	15.58	12.65	16.05
白面牛卡纸	0.96	19.36	1.36	11.04	0.69	11.39	0.60	15.35
高瓦纸	0.31	45.04	2.08	4.84	1.83	5.97	1.10	10.50
其他纸	1.04	14.20	0.65	29.40	1.00	12.17	0.98	20.62
原纸小计	9.37	21.10	17.53	7.74	16.04	14.09	15.33	15.92
纸箱	1.74	9.37	2.73	4.24	3.16	8.65	3.07	7.94
其他业务	0.19	19.40	0.29	12.64	0.17	18.39	0.21	13.59
合计	11.30	19.27	20.54	7.34	19.36	13.24	18.61	14.58

资料来源：公司提供

2. 原材料与能源采购

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 65%，包括电及蒸汽在内的能源成本约占 20%，其他成本合计占比约为 15%（见下表）。

表 3 公司生产成本构成

项目	占比
原材料	65%
电	12%
蒸汽	8%
折旧	8%
人工	3.8%
其他化工材料及配件	3.2%

资料来源：公司提供。

废纸及木浆采购

公司生产所需原材料主要为废纸及少量木浆，合计占生产总成本的 65%以上，其中废纸作为主要原材料在原料消耗总量中占比约为 95%。

近几年，随着产能的逐年提升，公司原材料消耗量也逐年增加，2009 年共消耗木浆 3.27 万吨，废纸 76.32 万吨，废纸中通过国内渠道采购的约占 55%，进口废纸约占 45%。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，近三年美废与日废的价差在 5%~20%间波动，公司相较同业在原材料采购方面均有一定成本优势。为了保障原材料供应，公司成立了上海景兴实业投资有限公司以开展国内废纸收购业务；同时公司拥有自营进出

口权，可以自行进口国外废纸。另外，市场上可供选择的原材料供应商较多，根据 2007~2009 年公司前十大原材料供应商情况分析，公司已经与多家供应商建立起了稳定的合作关系公司原材料供应具有保障性。

表 4 公司原材料采购情况（单位：万吨，元/吨）

项 目		2007 年	2008 年	2009 年	10 年 1-9 月
进口废纸	数量	17.57	30.76	37.01	30.71
	平均采购价格	1364.24	1588.92	1068.70	1630.36
国内废纸	数量	26.24	39.34	39.31	38.59
	平均采购价格	1310.64	1358.06	979.54	1428.99
木浆	数量	2.51	3.72	3.27	2.53
	平均采购价格	4403.48	3940.82	3099.02	4425.19

资料来源：公司提供。

2006 年以来，受市场供求关系影响，国际国内市场废纸价格不断上涨，至 2008 年三季度初累计上涨幅度超过 60%，但由于行业内产能的快速增加，原料成本无法有效传导，公司成本压力不断加大，盈利状况受到显著影响。2008 年四季度开始，废纸价格快速回落，2009 年全年均保持在相对低位运行，公司成本压力得到舒缓，盈利状况也从 2009 年四季度开始逐步恢复。进入 2010 年，全球范围内废纸及纸浆价格呈现全面上涨趋势，但受益于下游用纸需求的快速增长，公司主要产品价格与原材料实现同步增长，盈利能力得以进一步恢复。从 6 月末开始，随着国内宏观经济增速放缓，下游纸品需求快速增长的势头也趋于缓和，纸浆和废纸等主要原材料价格也开始出现回落。

总体看，与行业内多数企业一样，目前原材料价格成为影响公司稳定经营和盈利状况的重要因素，但由于能够规模化的使用日废为原料，公司在同业中仍具有一定比较优势。未来，公司计划通过完善国内废纸收购网络的布局，压缩采购中间环节等手段进一步加强原料成本的控制。

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，未发生因电力供应短缺影响生产的状况。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 75 万吨，平湖热电厂每年 260 万吨的生产能力可以完全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。

2007~2009 年，公司平均电价相对保持稳定，2009 年略有下降主要是受峰谷电量分配影响。由于公司部分厂区电量由平湖热电厂直供，整体的电价水平相对较低。

表 5 公司能源采购情况

项 目	采购量（万吨）	价格（元/千瓦时，元/吨）
2007 年	电力	17974.58
	蒸汽	48.09
2008 年	电力	34841.00
	蒸汽	101.82
2009 年	电力	33734.69
	蒸汽	88.11
2010 年 1-9 月	电力	20863.25
	蒸汽	96.92

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，价格水平相对稳定。

3. 生产销售

截至 2009 年底公司拥有 92 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 5 万吨，高强瓦楞原纸 20 万吨，其他纸品 3 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。

2007 年之前公司产品生产主要依赖于本

部 32 万吨生产能力，2007 年 10 月下属公司 45 万吨牛皮箱板纸生产线投产（下表合计产能统计中，公司以投产时间对当年新增产能进行折算）；2008 年公司通过收购方式新增 15 万吨高强瓦楞原纸生产能力。近几年，随着产能的逐步提升，公司各主要纸品的产量也呈现稳步增长趋势，2008 年受需求下滑影响，公司产能利用率处于较低水平为 75%，2009 年回升至 80%，未来随着下游需求进一步增长，公司产能利用率有望进一步提升。目前公司总生产能力中包括多条年产 3~5 万吨的中小纸机，可根据市场需求和订单情况进行合理调配和安排生产计划，并能够实现灵活转产。

表 6 公司主要产品产量

原纸产品（万吨）	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 1-9 月
牛皮箱板纸	28.86	46.46	53.34	44.30
白面牛皮卡纸	3.06	3.77	2.24	1.47
高强度瓦楞原纸	2.15	10.09	12.58	6.10
其他纸及纸制品	4.23	4.20	5.67	4.34
原纸合计产量	38.30	64.52	73.83	56.21
当年原纸产能	53	85.00	92.00	92.00
纸箱产量（万平方米）	6431.14	9972.68	12039.36	12608
当年纸箱产能（万平方米）	16000	35500	43500	43500

资料来源：公司提供

另外，公司利用增发募集资金建设的年产 20 万吨白面牛卡纸项目于 2010 年 11 月 1 日正式建成投产，配套的单机多纸种及增产 5 万吨技改项目也有望在 2010 年内投产。

公司主要经营模式为以销定产，依托于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。公司十分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均有良好口碑，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，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。

公司根据每月的产品销售价格、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。

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，长三角地区是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，2007~2009 年公司产品的 70% 以上均集中在浙江、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。

表 7 公司主要产品销售情况

项 目		2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 1-9 月
箱板纸	销量	23.11	46.27	52.07	40.77
	平均售价	3056.00	3001.00	2403.00	3102.43
瓦楞纸	销量	1.72	10.29	9.20	4.50
	平均售价	1818.00	2630.00	1988.00	2447.08
白面牛卡	销量	3.03	3.78	2.31	1.62
	平均售价	3167.00	3730.00	3013.00	3673.44
纸箱	销量	6348.00	9664.00	13077.00	11294.66
	平均售价	2.74	2.77	2.42	2.72

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/平米外，其他均为元/吨。

在销售风险控制方面，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。

总体看，公司生产销售状况良好，优越的地理位置为产品销售提供了市场空间。

4. 经营效率

2007~2009 年，由于项目建设资金和新增流动资金需求主要来自 2007 年 A 股增发的募集资金，公司资产规模相对保持稳定，年均增长 1.71%。同期内，受 2008 年经营亏损影响，公司所有者权益小幅减少 3.95%。2008 年，受益于产量增长，公司收入规模大幅增长 81.78%，2009 年受产品价格回落影响，营业收入同比减少 5.75%。

2007 年由于 45 万吨牛皮箱板纸项目投产时间较短，效益未能充分发挥，公司总资产周转次数处于较低水平为 0.31 次，2008 和 2009 年受益于收入增长分别为 0.54 次和 0.50 次。2007 年公司存货周转次数为 3.46 次，2008 年开始为应对市场波动风险，公司压缩存货规模，周转次数提升至 6.94 次，2009 年小幅回落至 5.97 次。2007~2009 年，受收入规模影响，公司销售债权周转次数有所波动，2009 年为 3.35 次。

总体看，公司整体经营效率较低。

5. 未来发展

未来，公司的发展重点主要集中在两方面，一是通过加强成本控制，持续的技术改造，组织效率的优化等手段进一步提高存量资产的运行效率和盈利能力；二是依托新建项目及部分生产线的改造实现产品结构的优化以及产业链延伸。

未来，公司将继续坚持绿色造纸的理念，提高资源综合利用，通过技术、研发方面的持续投入进一步的降低吨纸的能耗和排放量。同时也将加强对原材料成本的控制，努力把握原料市场变化节奏，随时掌握价格信息，加强供应部门和仓储部门以及财务部门的有效沟通，进行科学管理原料库存，严格控制采购时点和数量；并进一步完善国内废纸的收购网络，同时也在欧洲、澳大利亚等地区开发新的采购渠道，尽可能的增强原材料供应保障及成本控制力度。

为了增加整体竞争实力，降低经营风险，

公司计划以平湖、南京和重庆纸箱生产能力为依托继续拓展传统包装纸箱业务，并以地区需求为导向积极发展覆膜彩印包装业务，以实现对下游产业的有效延伸。

造纸行业属于资本密集型行业，规模经济效益显著，为进一步巩固市场地位，在产能扩张方面公司仍将保持一定节奏，但将更多的侧重产品结构的优化以及差异化的发展。公司利用定向增发募集资金所建设的 25 万吨多纸种生产线项目中的 20 万吨产能已建成投产，剩余部分也计划于 2010 年内正式投产。公司计划在未来三年内投资 30 万吨瓦楞芯纸项目（见表 8），瓦楞原纸是包装纸箱生产制造中的中间原料，起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，该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。未来三年内，公司重要的投资项目还包括年产 6.8 万吨高档生活用纸项目（见表 8）。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以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。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本期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，公司有意向考虑增发募集资金等筹资渠道，但还需充分考虑届时资本市场状况的变化。

表 8 公司主要投资项目情况（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			2010 年投资 额	2011 年投资 额	2012 年投资 额
				募集	贷款	自筹			
年产 6.8 万吨高档生活用纸项目	2	2012 年	96295	96295			5000	57777	33518
30 万吨瓦楞芯纸项目	2.5	2013 年	60000		40000	20000		8000	35000

资料来源：公司提供。

总体看，未来公司的投资项目将主要围绕纸制品产业进行，并重点侧重产业链延伸以及产品结构的优化，有助于进一步增强公司的竞争实力，但未来三年，公司整体的投资规模较大，将存在一定资金压力，同时大规模的债权融资也会加重公司债务负担。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2007 年财务报表经安永大华会计师事务所审计，2008~2009 年财务报表经天健会计师事务所审计（原名浙江天健东方会计师事务所），均具有标准无保留意见的审计结论。公司自 2007 年起执行新会计准则，2010 年 1~9

月报表未经审计。

截至 2009 年底，公司合并资产总额为 379097.90 万元，所有者权益 178576.30 万元（其中少数股东权益 7341.63 万元）；2009 年公司实现营业收入 193648.57 万元，利润总额为 1813.46 万元。

截至 2010 年 9 月底，公司资产总额为 428936.76 万元，所有者权益为 186894.93 万元（其中少数股东权益为 8026.98 万元）；2010 年 1~9 月，公司实现营业收入 186148.81 万元，实现利润总额 9567.71 万元。

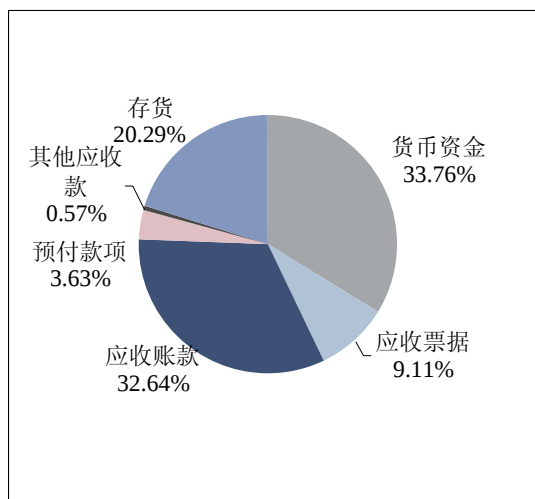
2. 资产质量

2007~2009 年公司资产总额年均复合增长 1.71%；资产结构中流动资产占比逐年下降，非流动资产占比逐年上升。截至 2009 年底，公司资产总额 379097.90 万元，其中流动资产占 36.14%，非流动资产占 63.86%。

(1) 流动资产

2007~2009 年公司流动资产复合增长 -15.66%，减少原因主要是公司增加项目建设的资金投入导致货币资金减少。截至 2009 年底，公司流动资产为 136989.21 万元，主要以货币资金、应收账款和存货为主，流动资产各项构成见图 3。

图 3 截至 2009 年底公司流动资产构成



资料来源：公司提供

2007~2009 年公司货币资金年均减少 31.78%，2009 年底为 46252.73 万元，主要为银行存款（占比 93.95%）和保证金存款（占比 5.62%）。

2007~2009 年公司应收票据年均增长 3.15%，2009 年底为 12471.59 万元，系银行承兑汇票和商业承兑汇票。

2007~2009 年公司应收账款年均增长 4.69%，2009 年底为 44718.45 万元，主要为下游客户所欠货款。其中 3 个月以内的占 87.46%，4 个月~1 年的占 9.11%，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，2009 年底对应收账款计提的坏账准备余额为 981.94 万元，平均计提比例 2.15%。

2007~2009 年公司其他应收款年均增长 4.62%，2009 年底账面净额为 773.39 万元，其中 3 个月以内的占 40.93%，4 个月~1 年的占 17.43%，3 年以上的占比 33.82%。公司对账龄在 3 年以上的应收账款全额计提坏账准备，平均计提比例为 36.42%，计提较为充分。

2007~2009 年公司存货年均复合增长 2.70%，2009 年底账面净额为 27799.37 万元，其中原材料占 66.70%，库存商品占 33.28%。公司计提跌价准备 60.62 万元。

截至 2010 年 9 月底，公司流动资产 170374.23 万元，仍以货币资金、应收账款、存货为主。货币资金较 2009 年底减少 21.57%，主要是由于 2010 年公司募集资金项目建设增加支出所致；应收账款较上年底增加了 34.01%，主要是由于期内产品销售价格比上年同期均有一定程度提高。存货增加了 51.88%，主要是原材料价格上涨以生产规模扩大后，导致库存产品及原材料成本上升所致。

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

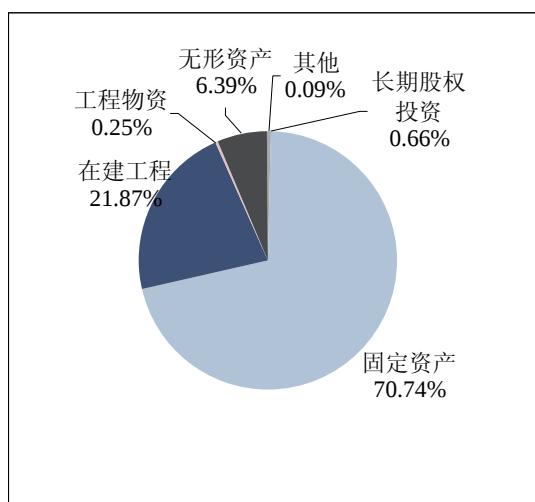
2007~2009 年公司非流动资产年均增长率为 17.99%，主要来自在建工程的增加。截至 2009 年底，公司非流动资产为 242108.69 万元，以固定资产、在建工程 and 无形资产为主，具体构成比例见图 4。

2007~2009 年公司固定资产年均增长 8.85%，截至 2009 年底，固定资产净额 171257.69 万元，其中房屋建筑物占 27.54%，平均成新率 85.88%；专用设备占 68.47%，平均成新率 76.58%。另外，已有账面价值 101547.95 万元的固定资产用于借款担保。

2007~2009 年公司在建工程年均增长 70.36%，主要来自 20 万吨白面牛卡技改项目。2009 年底公司在建工程 52951.95 万元，主要

为白面牛卡技改项目，2009年由在建工程转入固定资产10119.92万元。截至2009年底，公司工程物资新增598.26万元，系专用设备。2009年底公司无形资产15473.72万元，主要是土地使用权，占86.50%。

图4 截至2009年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2010年9月底，公司非流动资产258562.53万元，较上年末增长6.80%，主要是20万吨项目工程及增产5万吨技改项目增加支出，导致在建工程的增长，其他科目变化不大。

总体上，公司资产以非流动资产为主，符合行业经营特点；固定资产成新率高，公司整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

(1) 所有者权益

2007~2009年公司所有者权益年均增长-3.95%，主要由于公司2008年亏损，导致未分配利润为负。2009年底公司所有者权益合计为178576.30万元。归属于母公司的所有者权益中，股本和资本公积分别占22.50%和74.62%，所有者权益稳定性较好。

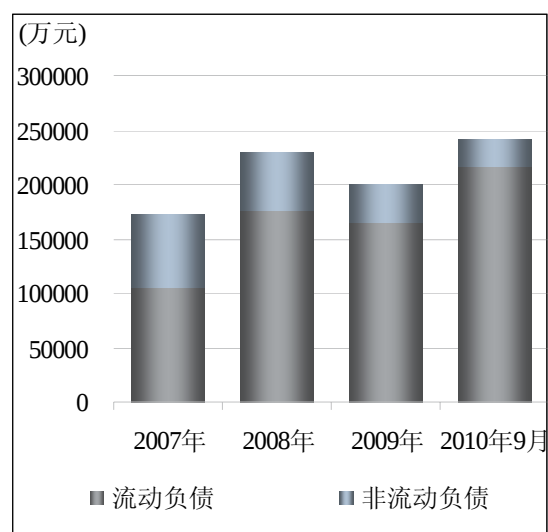
截至2010年9月底，公司所有者权益合计为186894.93万元。归属母公司的所有者权益中，实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润分别占比21.92%、72.77%、1.97%、3.34%。

由于期内实现盈利，未分配利润较2009年底大幅增长。

(2) 负债

2007~2009年公司负债总额年均增长7.69%，2009年底为205521.61万元；流动负债占比逐年增加，非流动负债占比逐年下降。2009年底流动负债占82.31%，非流动负债占17.69%。

图5 公司负债构成情况



资料来源：公司财务报表

2007~2009年由于短期借款和一年内到期的非流动负债增加，使公司流动负债年均增长25.51%。2009年底公司流动负债165052.28万元，其中短期借款占比71.99%。

2007~2009年公司应付账款年均增长39.49%，截至2009年底，公司应付账款为18924.57万元，主要为应付货款，占比90.41%。

截至2009年底，公司应缴税费为-505.83万元，较上年大幅减少，主要由于2009年1月1日实施增值税转型，公司在期内进行的新建及技改等固定资产投入，使得可抵扣的进项税增加；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。

2007~2009年，公司其他应付款年均增长-21.64%，截至2009年底，其他应付款为

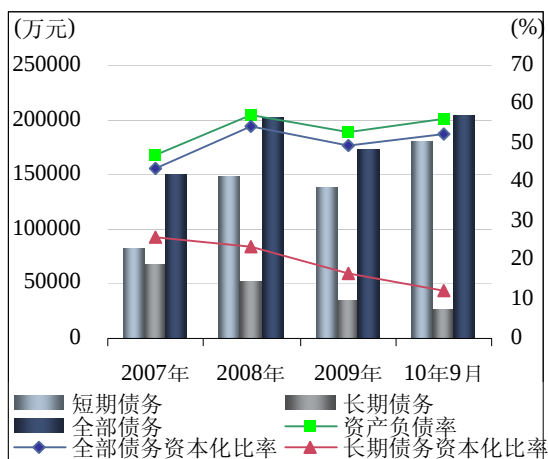
5886.16 万元，主要是应付的运费、仓储费、工程项目及设备款等。

截至 2009 年底，公司一年内到期的非流动负债为 16575.33 万元，系将到期的长期借款。

2007~2009 年，公司非流动负债年均增长 -27.84%，主要为长期借款减少所致，2009 年底非流动负债为 35469.33 万元，其中长期借款占 99.31%。

2007~2009 年，公司项目建设及新增产能流动资金需求主要依靠 2007 年 A 增发资金解决，债务规模波动相对较缓，2008 年有所上升主要是受收购浙江日纸纸业，合并范围变化的影响。截至 2009 年底，公司总债务为 173421.21 万元，其中短期债务占 79.69%，长期债务占 20.31%，债务结构有待改善。

图 6 2007~2010 年 9 月公司负债情况



资料来源：公司提供

2007~2009 年，公司整体的负债水平和债务负担出现一定波动，2008 年债务负担有所上升一定程度是受合并范围变化和当期亏损，权益减少所致。截至 2009 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 49.27% 和 52.89%，整体的负债水平略低于行业均值（根据国家统计局数据，截至 2009 年 11 月底国内造纸行业平均资产负债率为 58.69%）。

截至 2010 年 9 月底，公司负债合计 242041.83 万元，较 2009 年底增长 20.71%，主

要来自短期借款的增加。截至 2010 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 56.43%、52.35% 和 12.19%，整体负债水平较上年末小幅上升，债务负担有所加重。

4. 盈利能力

2008 年受益于产量增加，公司收入规模大幅增长 81.78%；2009 年公司产品产销量均有所提升，但由于前三季度市场需求持续低迷的影响，公司产品平均价格低于上年同期，营业收入同比减少 5.75%，2009 年共实现营业收入 193648.57 万元。

2007~2009 年，受原材料和成本价格的变化影响公司营业利率出现大幅波动。2007 年公司营业利润率为 18.60%，较以往年度基本持平。2008 年上半年，受新增产能集中释放影响，公司主要产品价格未能跟随原料大幅上涨而提价，四季度开始金融危机影响使行业供求关系进一步恶化，公司主导产品价格快速下跌，并接近历史最低水平，全年公司营业利润率下滑至 7.09%，为自上市以来的最低水平。2009 年前三季度，受市场疲软的影响，公司原材料价格和产品价格均处于低位运行，成本压力有所缓解，但毛利未见明显恢复；四季度开始，行业借助消费及出口复苏走出低谷，公司产品售价逐步提升，全年营业利润率回升 13.09%，主营业务盈利能力有所恢复。

近几年，为应对主营业务经营压力，公司加强内部管理，严控期间费用，使得 2009 年销售费用、管理费用分别较上年下降 7.17% 和 24.12%；同期公司将部分增发募集的项目建设资金变更为流动资金，银行短期借款相应减少，使得财务费用下降 31.55%。

2007~2009 年，受行业整体走势影响，公司利润出现大幅波动，2007 年公司实现利润总额 9314.73 万元；2008 年营业利润率大幅下降使公司出现经营亏损，同时因原材料价格下跌大幅计提的减值准备进一步放大公司亏损额度，

2008年公司营业利润为-25703.52万元；2009年受益于四季度营业利润率的回升以及有效的期间费用控制，公司盈利能力有所恢复，全年实现营业利润727.39万元，实现扭亏为盈。2007~2009年，受利润规模影响公司盈利指标也出现较大波动，2009年净资产收益率和总资产收益率分别为1.01%和3.35%。

2010年1~9月，包装纸行业景气度回升态势得以持续，公司产品销量及售价也得以进一步提升。同期，公司实现营业收入186148.81万元，营业利润率达到14.46%，较2009年有所提升；实现利润总额9567.71万元，已超过2007年全年水平，整体盈利能力进一步恢复。

总体看，2007~2009年受行业整体走势影响，公司盈利状况出现大幅波动，但从2009年四季度开始随着下游需求的快速回升，公司盈利能力逐步恢复，随着新增产能的逐步释放，公司的收入规模有望进一步提升。作为长三角地区箱板纸龙头企业，公司在生产规模，运营管理和原材料成本方面具有一定优势，在同业中具有相对较强的盈利能力。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2007~2009年公司流动比率、速动比率呈逐年下滑趋势。截至2009年底，上述指标分别为83.00%和66.15%，较上年出现明显下降，主要原因为2009年公司募集资金项目的投入引起货币资金的减少；同时受行业景气度下降影响，2009年原材料采购量价以及产品售价均较上年度下降，期末应收票据、预付款、库存等流动资产较上年下降。2007~2009年，公司经营现金流动负债比大幅改善，2009年为17.71%。截至2010年9月底，公司流动比率、速动比率分别为78.84%和59.30%，较2009年底均有下降。截至2010年9月底，公司流动资产中现金类资产56317.14万元，为流动负债的0.26倍。2010年新投产生产线增加了公司营运资金需求，因此面临一定资金压力，但考虑到公司获得较大授信支持，具备一定短期资金周转能力，有利于支撑短期偿

债能力。

2007~2009年，受利润规模变化影响，公司EBITDA规模和长期偿债指标也出现大幅波动，2007年公司EBITDA保护利息倍数和全部债务/EBITDA倍数分别为2.11倍和5.94倍，2008年则明显恶化，2009年随着盈利水平的改善分别恢复为2.52倍和6.88倍。总体看，近几年盈利状况波动对公司长期偿债能力构成不利影响，未来随着毛利率水平和产能规模的提升，将有助带动公司盈利水平的增长，公司的长期偿债指标也将逐步改善和提升。

截至2010年9月底，公司对外担保余额为23308万元，占净资产的12.47%。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35.64%；平湖热电厂（公司主要的热电供应商），占64.36%，其中浙江晨光电缆股份有限公司是公司的互保单位。

七、综合评价

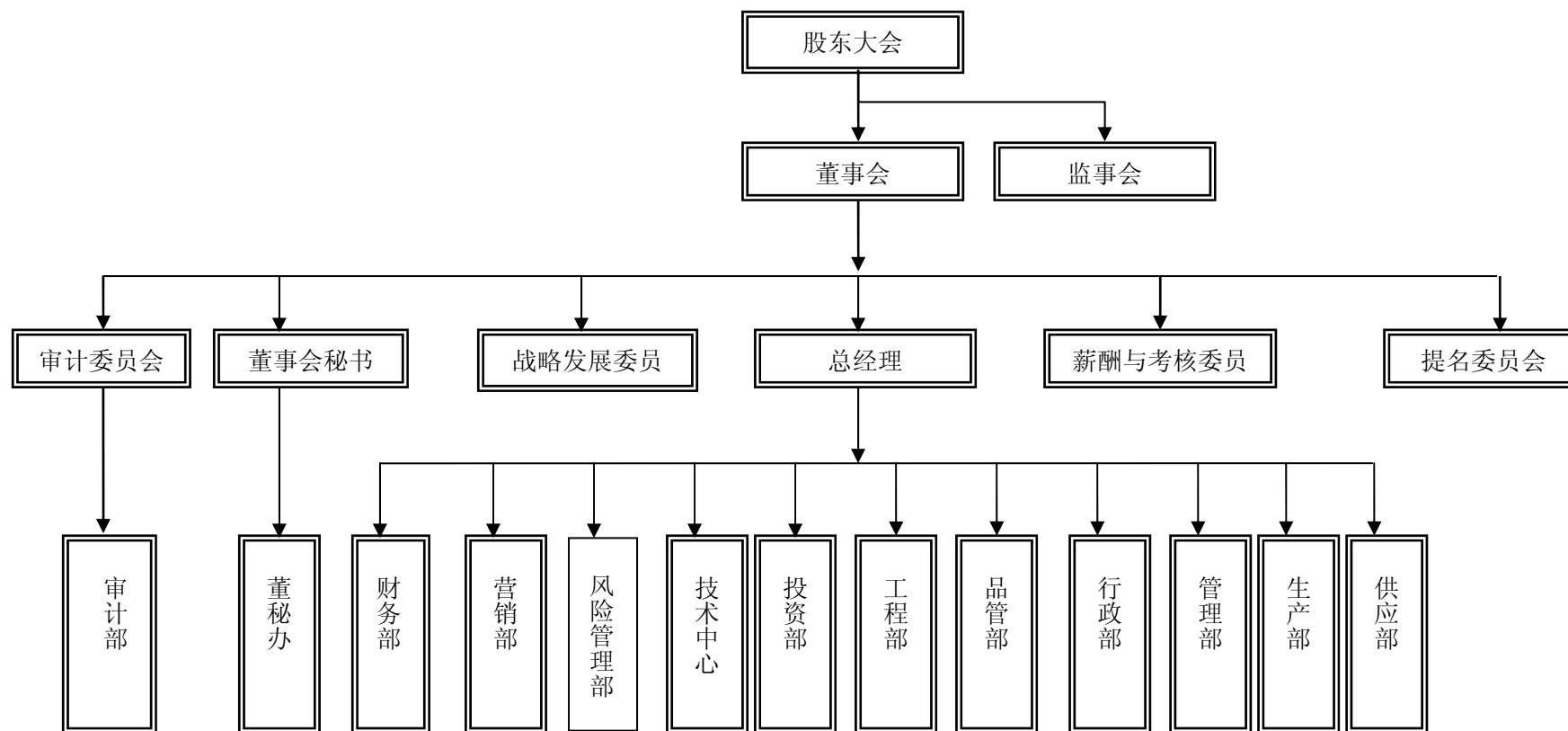
近两年，受国内外宏观经济波动影响，造纸行业景气度持续低位运行。2009年四季度开始，随着宏观经济的逐步复苏，带动了业内企业盈利能力的恢复。

作为国内第三大箱板纸生产企业，公司在区域市场中地位突出，具备良好的规模经济优势，且临近国内主要的纸品消费市场和废纸原料市场，区位优势显著。公司生产工艺先进、环保处理水平高，且有一定的成本优势，同时作为深圳证券交易所上市公司，治理结构完善，内部管理制度健全，整体的运行效率较高。

近年来，公司资产规模保持稳定，债务负担相对较轻，收入规模波动增长，整体盈利水平受行业走势影响出现较大幅度波动，但公司2010年以来盈利水平已得到明显恢复。未来加快淘汰落成产能所带动的行业供求关系的改善以及新建项目的投产，均有望进一步提升公司的收入规模和盈利水平，公司整体的偿债能力也有望得到增强。

总体看，公司主体信用风险较低。

附件 1 公司组织结构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 9 月
流动资产：					
货币资金	99369.24	87012.03	46252.73	-31.78	36274.21
应收票据	11722.51	17848.72	12471.59	3.15	20042.94
应收账款	40797.79	40581.16	44718.45	4.69	59925.34
预付款项	13620.36	6055.95	4973.68	-39.57	9583.56
其他应收款	706.58	1435.54	773.39	4.62	2325.57
存货	26356.23	28521.30	27799.37	2.70	42222.61
流动资产合计	192572.71	181454.70	136989.21	-15.66	170374.23
非流动资产：					
长期股权投资	205.26	1695.97	1590.31	178.35	3622.84
固定资产	144547.08	172534.43	171257.69	8.85	164078.05
在建工程	18245.52	29998.89	52951.95	70.36	76229.58
工程物资			598.26		756.00
无形资产	10577.78	13622.99	15473.72	20.95	13651.17
商誉	78.97	713.37	78.97		78.97
长期待摊费用	70.82	201.79	147.41	44.27	135.53
递延所得税资产	173.47	47.55	10.38	-75.53	10.38
非流动资产合计	173898.91	218814.99	242108.69	17.99	258562.53
资产总计	366471.62	400269.69	379097.90	1.71	428936.76

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	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 9 月
流动负债：					
短期借款	80414.80	124968.75	118820.75	21.56	161821.07
应付票据	1855.00	4230.00	2800.00	22.86	6999.74
应付账款	9725.49	17857.30	18924.57	39.49	31266.70
预收款项	1182.03	628.55	1429.71	9.98	1176.62
应付职工薪酬	38.16	267.13	830.15	366.41	1234.81
应交税费	1923.13	430.56	-505.83		-3640.33
应付利息	53.06	431.85	291.43	134.36	603.67
其他应付款	9585.52	6903.68	5886.16	-21.64	6086.65
一年内到期的非流动负债		20155.85	16575.33		10542.29
其他流动负债		5.50			
流动负债合计	104777.20	175879.18	165052.28	25.51	216091.21
非流动负债：					
长期借款	67870.12	52784.36	35225.12	-27.96	25950.62
递延所得税负债	255.55	249.88	244.21	-2.24	
非流动负债合计	68125.67	53034.24	35469.33	-27.84	25950.62
负债合计	172902.87	228913.42	200521.61	7.69	242041.83
所有者权益：					
实收资本(或股本)	39200.00	39200.00	39200.00		39200.00
资本公积	130551.73	130533.39	129995.53	-0.21	130154.56
盈余公积	3189.39	3189.39	3530.74	5.22	3530.74
未分配利润	16472.18	-4339.06	-1491.61		5982.64
归属于母公司权益合计	189413.30	168583.73	171234.66	-4.92	178867.94
少数股东权益	4155.44	2772.54	7341.63	32.92	8026.98
所有者权益合计	193568.75	171356.28	178576.30	-3.95	186894.93
负债和所有者权益总计	366471.62	400269.69	379097.90	1.71	428936.76

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1~9 月
一、营业收入	113028.17	205465.85	193648.57	30.89	186148.81
减: 营业成本	91251.55	190379.80	168013.52	35.69	159015.65
营业税金及附加	756.70	523.10	281.71	-38.98	209.27
销售费用	4706.10	10303.76	9564.91	42.56	7299.88
管理费用	3791.57	8295.24	6294.24	28.84	5022.76
财务费用	4108.68	11941.67	8173.72	41.05	7267.57
资产减值损失	-433.95	9716.52	615.35		56.05
加: 公允价值变动收益					
投资收益	-3.85	-9.29	22.27		12.38
二、营业利润	8843.67	-25703.52	727.39	-71.32	7290.02
加: 营业外收入	514.49	374.74	1195.04	52.41	2300.11
减: 营业外支出	43.79	85.79	108.97	57.75	22.42
三、利润总额	9314.37	-25414.57	1813.46	-55.88	9567.71
减: 所得税费用	1013.29	497.14	5.12	-92.89	1249.08
四、净利润	8301.08	-25911.71	1808.35	-53.33	8318.63
其中: 归属于母公司的净利润	8250.37	-20811.24	3188.80	-37.83	7474.25
少数股东损益	50.71	-5100.47	-1380.46		844.38

附件 4 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1~9 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	130805.02	241904.04	228532.36	32.18	220981.41
收到的税费返还	326.27	293.05	890.40	65.20	236.66
收到其他与经营活动有关的现金	326.35	4047.93	7833.92	389.95	4449.23
经营活动现金流入小计	131457.63	246245.03	237256.68	34.34	225667.30
购买商品、接受劳务支付的现金	137697.73	211551.19	178576.48	13.88	201209.94
支付给职工以及为职工支付的现金	3704.40	6862.26	7561.29	42.87	6697.30
支付的各项税费	7842.15	11704.74	6421.93	-9.51	6633.58
支付其他与经营活动有关的现金	7374.73	16931.31	15458.86	44.78	9911.59
经营活动现金流出小计	156619.01	247049.50	208018.57	15.25	224452.41
经营活动产生的现金流量净额	-25161.38	-804.47	29238.11		1214.89
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金			127.94		655.00
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	13.10	152.69	259.36	344.96	416.74
收到其他与投资活动有关的现金		26.18	4630.00		19080.01
投资活动现金流入小计	13.10	178.88	5017.30	1857.04	20151.75
购建固定资产、无形资产等支付的现金	78311.90	35486.37	38753.36	-29.65	31068.79
投资支付的现金	75.00	1655.05	1495.15	346.49	2386.50
取得子公司等支付的现金净额	800.00	1157.72		-100.00	
支付其他与投资活动有关的现金		4630.00			198.33
投资活动现金流出小计	79186.90	42929.14	40248.51	-28.71	33653.62
投资活动产生的现金流量净额	-79173.80	-42750.27	-35231.21	-33.29	-13501.87
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	120260.58	568.72	6606.82	-76.56	
取得借款收到的现金	236384.97	391643.33	252934.61	3.44	185924.53
收到其他与筹资活动有关的现金	179.21	573.29	1506.05	189.90	1250.00
筹资活动现金流入小计	356824.75	392785.34	261047.48	-14.47	187174.53
偿还债务支付的现金	167760.00	354724.23	280211.10	29.24	177999.19
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	12510.70	13410.50	10150.36	-9.93	7561.84
支付其他与筹资活动有关的现金		610.00	1250.00		400.00
筹资活动现金流出小计	180270.70	368744.73	291611.46	27.19	185961.04
筹资活动产生的现金流量净额	176554.05	24040.61	-30563.97		1213.50
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-253.02	126.33	49.01		-27.80
五、现金及现金等价物净增加额	71965.84	-19387.79	-36508.07		-11101.28
加: 期初现金及现金等价物余额	26348.92	98314.76	78926.96	73.07	42418.90
六、期末现金及现金等价物余额	98314.76	78926.96	42418.90	-34.31	31317.62

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	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	8301.08	-25911.71	1808.35	-53.33
加: 资产减值准备	-433.95	9716.52	615.35	
固定资产折旧及其他	7045.09	12560.13	12867.45	35.15
无形资产摊销	107.12	240.33	431.83	100.78
长期待摊费用摊销	4.88	77.23	110.29	375.20
处置固定资产、无形资产等损失	-2.22	-8.87	37.90	
固定资产报废损失		42.34		
公允价值变动损失				
财务费用	4490.58	12025.34	9919.43	48.63
投资损失	3.85	9.29	-22.27	
递延所得税资产减少	-98.28	125.92	37.17	
递延所得税负债增加		-5.67	-5.67	
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-10723.93	-10751.33	6726.10	
经营性应收项目的减少	-108583.92	-4680.44	-4553.32	-79.52
经营性应付项目的增加	74851.85	5756.45	1265.50	-87.00
其他	-123.53			-100.00
经营活动产生的现金流量净额	-25161.38	-804.47	29238.11	
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	98414.76	78926.96	42418.90	-34.35
减: 现金的期初余额	26348.92	98414.76	78926.96	73.07
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	72065.84	-19487.79	-36508.07	

附件 6 主要计算指标

项目	2007 年	2008 年	2009 年	平均值	2010 年 9 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	2.15	3.70	3.35	3.22	--
存货周转次数(次)	3.46	6.94	5.97	5.76	--
总资产周转次数(次)	0.31	0.54	0.50	0.47	--
盈利能力					
营业利润率(%)	18.60	7.09	13.09	12.39	14.46
总资本收益率(%)	4.97	-3.41	3.35	1.65	--
净资产收益率(%)	4.29	-15.12	1.01	-3.17	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	25.96	23.55	16.48	20.49	12.19
全部债务资本化比率(%)	43.68	54.12	49.27	49.61	52.35
资产负债率(%)	47.18	57.19	52.89	53.04	56.43
偿债能力					
流动比率(%)	183.79	103.17	83.00	109.21	78.84
速动比率(%)	158.64	86.95	66.15	90.89	59.30
经营现金流动负债比(%)	-24.01	-0.46	17.71	3.92	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.11	0.05	2.52	1.70	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.94	308.28	6.88	97.12	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.69	-0.22	-0.03	-0.22	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-11.87	-3.30	-0.60	-3.67	--

注：公司从 2007 年开始执行《企业会计准则（2006）》，2010 年 1~9 月数据未经审计。

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

联合资信评估有限公司关于 浙江景兴纸业股份有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在浙江景兴纸业股份有限公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

浙江景兴纸业股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。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，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信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，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

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，联合资信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。

在跟踪评级过程中，如浙江景兴纸业股份有限公司公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送浙江景兴纸业股份有限公司、主管部门、交易机构等。

