

信用等级公告

联合[2012] 068 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。



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 2012 年 1 月 20 日至 2013 年 1 月 19 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。



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: 2012 年 1 月 20 日

财务数据

项目	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 9 月
资产总额(亿元)	40.03	37.91	43.98	55.46
所有者权益(亿元)	17.14	17.86	19.22	29.51
长期债务(亿元)	5.28	3.52	2.36	1.50
全部债务(亿元)	20.21	17.34	21.29	20.93
营业收入(亿元)	20.55	19.36	26.29	26.27
利润总额(亿元)	-2.54	0.18	1.49	1.52
EBITDA(亿元)	0.07	2.52	3.96	--
营业利润率(%)	7.09	13.09	14.92	14.07
净资产收益率(%)	-15.12	1.01	7.09	--
资产负债率(%)	57.19	52.89	56.29	46.79
全部债务资本化比率(%)	54.12	49.27	52.55	41.50
流动比率(%)	103.17	83.00	78.50	120.92
全部债务/EBITDA(倍)	308.28	6.88	5.38	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.05	2.52	3.85	--

注: 公司 2011 年三季度财务数据未经审计。

分析师

高利鹏 赵杰
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, 在区域销售、技术水平、环保处理等方面具备一定的优势。近年来, 宏观经济波动中增长, 下游需求旺盛, 箱板纸行业运行环境好转。公司新增 25 吨产能建成投产, 公司产销规模和整体竞争实力得到提升, 盈利水平稳定。同时, 联合资信也关注到行业产能持续扩大, 市场竞争激烈以及材料价格上涨等因素对公司经营及财务状况带来的不利影响; 拟投资项目规模较大, 也将给公司造成一定的筹资压力。

未来, 随着公司新增产能逐步达产, 产品结构进一步优化, 盈利能力有望稳定提升, 联合资信对公司的评级展望为稳定。

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. 公司治理结构完善, 管理体系健全, 运营效率较高。
4. 近年来, 随着产能增加, 公司产销量显著增长, 盈利能力有所改善。
5. 公司于 2011 年 6 月非公开增发 15497.55 万股普通股, 资产负债率明显下降, 资本结构得以显著优化。

关注

1. 造纸行业周期性较强, 市场竞争较为激烈。

2. 近年来，原材料价格的持续增长压缩了公司盈利空间，公司面临一定的成本控制压力。
3. 公司有息债务以短期债务为主，债务结构有待改善。

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。2011年6月21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2011年9月底,公司注册资本54697.55万元,第一大股东朱在龙持有16.26%的股份,为公司实际控制人(见表1)。

表1 截至2011年9月底公司前十名股东

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
江苏瑞华投资发展有限公司	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
上海哲熙投资管理合伙企业	1.44
泰康人寿传统-普通保险产品(019L-CT001深)	0.73

资料来源:公司提供

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2010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2010年底,公司资产总额为439770.69万元,所有者权益192212.47万元(其中少数股东权益8431.98万元);2010年

公司实现营业收入262917.67万元,利润总额为14903.64万元。

截至2011年9月底,公司资产总额为554609.70万元,所有者权益为295116.44万元(其中少数股东权益为9734.68万元);2011年1~9月,公司实现营业收入262718.77万元,实现利润总额15185.60万元。

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。

本世纪初,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

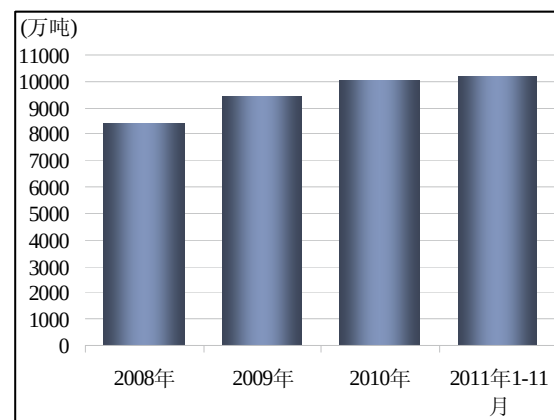
300 万吨和 700 万吨,到 2005 年则到达了创纪录的 1200 万吨(来自 wind 资讯数据),受此影响行业内需求缺口及进口规模也开始逐步缩小,国内纸及纸板的进口量也从 2002 年的 633 万吨减少至 2006 年的 436 万吨。产能的快速增长,尤其是 2005 年大量产能的集中投放使行业内供需关系迅速发生逆转,多个子行业出现供过于求的压力,业内企业的平均毛利率也从 2003 年 16.07%下滑至 2005 年的 13.17%。

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,但三季度业内企业整体经营形势仍好于 2009 年。

根据中国造纸协会统计,2010 年,中国纸及纸板产量达到 9270 万吨,全国规模以上企业纸及纸板工业总产值由 2622 亿元增至 5850 亿元,增长 123.1%,年均增长 17.4%。纸及纸板利税总额由 225 亿元增至 500 亿元,增长 122.2%,年均增长 17.3%。作为最大的纸及纸板生产国和消费国,中国的纸及纸板自给率达到 96%。来自 WIND 资讯的数据显示,在 2010 年 10035.70 万吨产量的基础上,2011 年 1~11 月,中国机制纸及纸板产量达到 10172.63 万吨,再次创出新高。

图1 2008年~2011年11月中国机制纸及纸板累计产量



资料来源: wind资讯

表 2 2010~2011 年中国机制纸及纸板季度产销量

季度	销量(万吨)	产量(万吨)	产销率(%)
1Q2010	2240.50	2284.60	98.07
2Q2010	2545.40	2642.10	96.34
3Q2010	2476.20	2412.23	102.65
4Q2010	2716.70	2696.77	100.74
1Q2011	2380.30	2479.60	96.00
2Q2011	2861.20	2935.70	97.46
3Q2011	2816.10	2891.40	97.40

资料来源: wind资讯

2011年1~9月,国内纸及纸板产量累计8306.70万吨,同比增长13.19%。2011年1~9月,累计消费8057.60万吨,同比增长10.95%。跟踪期内,中国机制纸及纸板产销率维持在96%以上。

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。

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,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。

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。

2. 行业关注

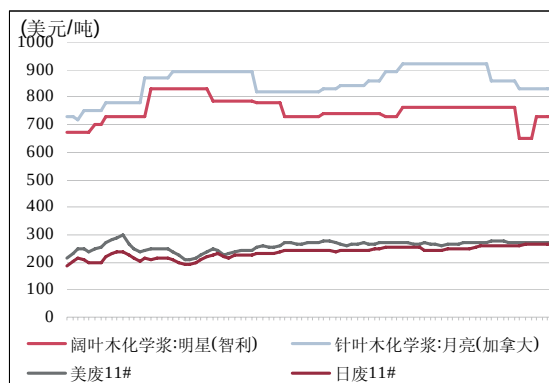
原材料

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。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,2009年全国纸浆消耗总量达到7360万吨,且行业整体呈现供不应求的特征,大量依赖进口,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。2010年,中国纸浆消耗总量8461万吨,同比上年增长6.03%,其中进口废纸2435万吨,实际消耗量2615万吨;进口木浆1137万吨,扣除溶解浆96万吨,实际消耗量1151万吨。

由于造纸行业对原料的强劲需求推动木浆、废纸等价格波动攀升,2011年第二、三季度,进口阔叶木浆及针叶木浆价格均高位运行,分别达到760美元/吨和920美元/吨,进入第四季度后显著回调;废纸价格增长较为温和,但在跟踪期内也保持增长态势,美废11#和日废11#价格在2011年9月达到阶段高点,分

别为273美元/吨和264美元/吨，第四季度开始出现回调。2011年1~10月，中国累计进口纸浆1175.67万吨，用汇98.73亿美元，较上年同期分别增长28.42%和39.35%；累计进口废纸2200.13万吨，用汇56.67亿美元，较上年同期分别增长10.20%和31.25%。

图2 2010~2011年9月主要原材料价格走势



资料来源：wind资讯

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提高，都将有助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。

今后，随着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。根据相关数据分析，截至2011年9月底，中国规模以上造纸及纸制品企业达6858家；2011年1-9月，造纸及纸制品行业实现主营业务收入达8555.05亿元，同比增长25.76%，利润总额达418.00亿元，同比增长8.05%。

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

造纸产业政策方面，继2010年5月工业和信息化部向各地方政府下达包括造纸在内的18个行业淘汰落后产能的目标任务后，《国务院关于印发“十二五”节能减排综合性工作方案的通知》（国发[2011]26号）中，再一次下达了“十二五”期间各地区的节能降耗目标。作为传统的污染能耗行业，造纸业要在“十二五”期间取得更好发展，必须要在环保、节能、降耗等方面加大投入，切实按照可持续发展的要

求，实现行业的根本性转变。

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。

2012年1月9日，国家发改委、工信部、国家林业局发布《造纸业“十二五”规划》，根据规划：2015年，预计全国纸及纸板消费量11470万吨，比2010年年均增长4.6%；纸及纸板总产能为13000万吨左右，总产量达到11600万吨，年均增长4.6%；2015年木浆、非木浆、废纸浆比重由2010年22.0%、15.3%、62.7%调整为24.3%、11.7%、64.0%，其中，国内废纸浆比重由38.0%提高到41.0%，国产木浆比重由8.4%提高到10.3%；在产业集中度方面，2015年，年产100万吨以上大型综合性制浆造纸企业集团达到20余家，其中若干企业的销售额进入全球纸业排名100强。

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。

2010年以来，造纸行业认真贯彻执行国家“关于进一步加强淘汰落后产能工作的通知”和环保部《制浆造纸工业水污染物排放标准（GB3544—2008）》等一系列相关政策与法规，相关企业重组力度大，落后产能淘汰目标基本完成，节能减排成效较为明显。同时，由于国内经济企稳回升，消费市场景气度恢复，

带动纸及纸板的需求增加。造纸行业克服了原料、资源价格上涨和外贸摩擦增多等困难，在市场需求拉动下，全行业在前期恢复性增长的基础上，生产量和消费量保持了平稳增长，产业结构日趋优化、经济效益有所提高，推进了国内造纸工业进一步向资源节约、环境友好、可持续绿色方向的发展。

根据国家公布的造纸业“十二五”规划，计划“十二五”期间，中国淘汰落后造纸产能1000万吨以上。

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2011年9月底，公司具有年产117万吨高档包装纸的生产能力。

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人，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，48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。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。

公司总经理王志明先生，大专学历。曾任公司营销部经理、副总经理，2010年10月起任公司董事（2011年12月13日，戈海华因工作原因辞去公司总经理职务，12月14日，王志明先生任公司总经理）。

截至2011年9月底，公司员工总数1395人。按学历构成划分，大专及以上学历占16.85%，高中中专学历占33.55%，初中及以下人员占49.60%；按岗位划分，生产人员占62.01%，技术人员占19.06%，销售人员占4.08%，行政人员占13.62%，财务人员占

1.23%。

总体看，公司核心管理人员为公司创建参与人或股东，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性。公司是目前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。2011 年，公司被浙江省科技厅认定为高新技术企业，享受企业所得税优惠。

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。

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、白面牛皮卡纸、高强度瓦楞纸和纸箱等。随着2010年11月公司新增25万吨生产线的投入使用，截至目前，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。

2010年，公司原纸和纸箱的收入占比分别在82.86%和16.02%，其他业务占比小，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和高强度瓦楞纸占公司销售收入总额的70%以上，是公司主导产品。

2010年以来，由于国内经济形势的好转和出口的复苏，下游需求上升显著，并推高了主要原材料废纸、木浆的价格，在多种因素作用下，国内箱板纸行业运行环境较上年出现较大变化，整体而言，对业内企业取得良好经营业绩提供了较为有利的外部条件。金融危机之后，行业产能扩张的趋势得到抑制，而环保政策和淘汰落后产能的力度未见减弱，行业供给增速有所减缓。尽管原材料价格的上涨导致了一定程度的市场起伏，但整体来看，公司所处箱板纸行业景气度良好，公司生产经营所依赖的宏观基本面及市场环境总体较为宽松有利。

2011年国内纸张市场受产能集中投放，同时市场需求受经济下行拖累，纸价从二季度起持续下跌，随着国内货币政策的放松及国内经济的企稳，纸价有所回升。2011年全球木浆供给回升态势得到延续，但对于木浆的需求上升，同时受石油价格影响，国际木浆价格仍将在高位震荡。

2010年，公司包装原纸和纸箱纸板等主要产品的销售价格和销售量同步走高，主要经营指标均较上年有较大增幅，全年共实现营业收入262917.67万元，较2009年增长35.77%；实现营业利润12078.36万元，较2009年增长

1560.50%，实现利润总额 14903.64 万元，较 2009 年增长 721.83%。2011 年 1~9 月，公司实现营业收入 262718.77 万元，实现利润总额 15185.60 万元，分别为 2010 年全年水平的 99.92%和 101.89%，公司 20 万吨白面牛卡纸及 5 万吨技改项目于 2010 年第四季度投产，

对生产高强度瓦楞纸的浙江顶兴纸业有限公司的设备进行了技改，优化该生产线的产品结构，以适应市场的实际需求，新增产能对公司的利润贡献度显现，但是由于成本等因素，产品毛利率水平略有降低。

表 3 2008~2011 年 9 月公司营业收入构成

(单位: 亿元, %)

	2008 年		2009 年		2010 年		2011 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	13.43	6.80	12.51	15.58	17.89	15.97	14.71	13.25
白面牛卡纸	1.36	11.04	0.69	11.39	0.79	15.64	3.41	13.79
高瓦纸	2.08	4.84	1.83	5.97	1.54	13.66	1.32	16.42
其他纸	0.65	29.40	1.00	12.17	1.56	26.94	2.14	36.26
纸箱	2.73	4.24	3.16	8.65	4.21	7.10	4.63	6.89
其他业务	0.29	12.64	0.17	18.39	0.29	13.68	0.06	47.85
合计	20.55	7.34	19.36	13.24	26.29	15.03	26.27	14.31

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 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 4 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

公司生产所需的废纸及少量木浆，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%。

随着公司产能的逐年提升，原材料消耗量也持续增加，2010 年共消耗木浆 1.93 万吨，废纸 49.00 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已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。公司采购“日废”的渠道主要为日本 JP、王子通商、国际纸张浆、丰田通商，采购“美废”的渠道主要为斯默菲和美国潜利。木浆的采购渠道主要为福建青州浆厂。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	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 1-9 月
进口废纸	数量	30.76	37.01	43.73
	平均采购价格	1588.92	1068.70	1670.64
国内废纸	数量	39.34	39.31	50.87
	平均采购价格	1358.06	979.54	1478.61
木浆	数量	3.72	3.27	3.75
	平均采购价格	3940.82	3099.02	4466.14

资料来源: 公司提供。

2010 年，由于造纸行业景气度好转，国内造纸企业开工率已基本恢复至危机前水平，使

得国际国内造纸原料贸易旺盛，全球范围内废纸及纸浆价格全面上涨，年中虽有所回落波动，但整体呈现上扬趋势，2010 年全年，公司整体毛利率水平较 2009 年提高了 1.86 个百分点，达到 15.05%。2011 年 1~9 月，主要原材料价格继续上涨并维持高位运行。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同步增长，盈利能力进一步提升。

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，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 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。

公司平均电价保持稳定，由于公司部分厂区电量由平湖热电厂（互担保单位，非关联方）直供，整体的电价水平相对较低，具备一定的成本优势。

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)
2008 年	电力	34841.00
	蒸汽	101.82
2009 年	电力	33734.69
	蒸汽	88.11
2010 年	电力	43436.58
	蒸汽	137.11
2011 年 1-9 月	电力	38345.70
	蒸汽	113.23

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，采购价格水平较为稳定。未来，预计

资源（煤炭）价格不断上涨，蒸汽、电力存在提价的可能，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 2011 年 9 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，2009 年，公司产能利用率为 80%，较金融危机时已有所回升，2010 年，受 20 万吨白面牛卡纸项目投产影响，公司产能利用率进一步提高至 83%。新生产线于 2010 年 11 月正式投产，2010 年底即达到 68.12%的产能利用率。2011 年 1~9 月，设备经过深入磨合，产能逐步释放，其经济效益将随着纸机磨合和市场开拓过程的深入，得到进一步的发挥。

表 7 公司主要产品产量

原纸产品(万吨)	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 1-9 月
牛皮箱纸板	46.46	53.34	61.28	51.54
白面牛卡纸	3.77	2.24	3.00	9.30
高强度瓦楞原纸	10.09	12.58	8.16	5.08
其他纸及纸制品	4.20	5.67	7.03	6.19
原纸合计产量	64.52	73.83	79.47	72.11
当年原纸产能	85.00	92.00	96.16	117.00
纸箱产量(万平方米)	9972.68	12039.36	14929.30	11639.15
当年纸箱产能(万平方米)	35500	43500	43500	43500

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，公司良好的区位优势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。

表 8 2010 年公司国内区域市场情况

区域市场	营业收入（万元）	较上年增减（%）
浙江地区	101843.55	49.44
上海地区	53867.30	21.24
江苏地区	40545.60	20.38
其他地区	63729.88	39.50
合计	259986.33	35.45

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	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1-9 月
箱纸 板	销量	46.27	52.07	59.69
	平均 售价	3001.00	2403.00	3156.00
瓦楞 纸	销量	10.29	9.20	8.14
	平均 售价	2630.00	1988.00	2557.00
白面 牛卡	销量	3.78	2.31	2.16
	平均 售价	3730.00	3013.00	3754.00
纸箱	销量	9664.00	13077.00	15046.22
	平均 售价	2.77	2.42	2.80

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。

资料来源：公司提供。

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，受市场需求拉动，公司主要产品平均售价均有所提高，且销量稳定上升，公司生产销售状况良好。

4. 经营效率

2008~2010年，公司收入规模年均复合增长13.12%，增幅稳定。公司销售债权周转次数分别为3.70、3.35和3.67次，略有波动，但整体较为稳定，受益于收入增长，2010年，公司存货周转次数与总资产周转次数分别为6.23次与0.64次，均较2009年有所提高。

总体看，公司整体经营效率一般。

5. 未来发展

公司的发展战略是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：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，丰富公司产品结构，在环保高端生活用纸领域做大做强，增强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。

为了平衡公司箱板纸业务受经济周期性变化导致业绩波动，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。

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 万吨瓦楞芯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，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。

表10 公司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
				2011	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	14501	24168	48336	9667	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)09550号	自筹 3576 万元 募集 93095 万元
年产 30 万吨高强度瓦楞原纸项目	2 年	2014 年上半年	57857	-	5786	28929	17357	待审批阶段	自筹 22857 万元 贷款 35000 万元

资料来源：公司提供

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2008~2010 年财务报表经天健会计师事务所审计，均具有标准无保留意见的审计结论。公司 2011 年三季度报表未经审计。

截至2010年底，公司资产总额为439770.69万元，所有者权益192212.47万元（其中少数股东权益8431.98万元）；2010年公司实现营业收入262917.67万元，利润总额为14903.64万元。

截至2011年9月底，公司资产总额为554609.70万元，所有者权益为295116.44万元（其中少数股东权益为9734.68万元）；2011年1~9月，公司实现营业收入262718.77万元，实现利润总额15185.60万元。

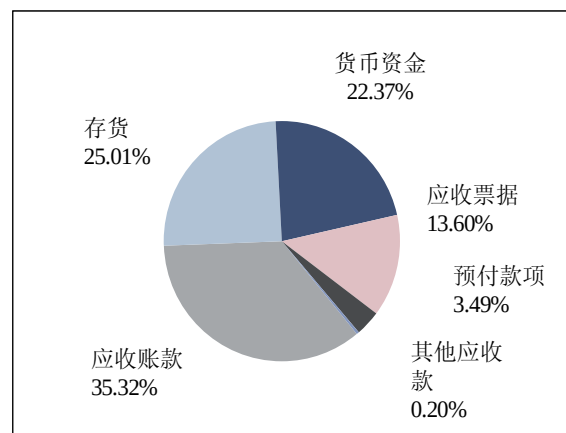
2. 资产质量

2008~2010年公司资产总额年均复合增长4.82%；资产结构中流动资产占比上升，非流动资产占比有所下降。截至2010年底，公司资产总额439770.69万元，其中流动资产占

39.96%，非流动资产占60.04%。

2008~2010年，公司流动资产年均复合减少1.59%，主要以货币资金、应收账款和存货为主。截至2010年底，公司流动资产175737.63万元，同比增长28.29%，主要是公司销售增加导致的应收票据与应收账款的增长，以及原材料存货增加所致。

图3 2010年底公司流动资产构成



资料来源：公司提供

由于项目建设资金的投入，2008~2010

年，公司货币资金年均复合减少32.78%。截至2010年底，公司货币资金为39311.78万元，同比减少15.01%，主要为银行存款（占比85.88%）和保证金存款（占比13.41%）。

2008~2010年，公司应收票据年均复合增长15.72%。截至2010年底，公司应收票据为23902.54万元，同比增长91.66%，主要为收入增长相应引起票据结算增加，银行承兑汇票（占比76.64%）和商业承兑汇票（占比23.36%）。

2008~2010年，公司应收账款年均复合增长23.68%。截至2010年底，由于20万吨白面牛卡纸及5万吨技改项目投产，销售收入增加，公司应收账款为62078.34万元，同比增长38.82%，主要为下游客户所欠货款。从账龄上分析，3个月以内的占91.14%，4个月~1年的占6.02%，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，2010年底对应收账款计提的坏账准备余额共计1177.64万元，计提比例1.86%。

2008~2010年，公司存货年均复合增长24.14%。2010年，公司存货较上年增长58.11%，为项目投产后所需储备增加和产品库存增加所致，账面净额为43953.33万元，其中原材料占54.78%，库存商品占45.19%。公司计提跌价准备140.41万元，计提比例0.32%。

（2）非流动资产

2008~2010年，公司非流动资产年均复合增长9.85%。截至2010年底，公司非流动资产为264033.06万元，同比增长9.06%，主要来自固定资产的增加。公司非流动资产以长期股权投资、固定资产、在建工程 and 无形资产为主。

2008~2010年，公司长期股权投资年均复合增长72.01%。截至2010年底，公司长期股权投资5017.78万元，同比增长215.52%，主要为新增对莎普爱思公司投资3034.66万元所致。

2008~2010年，公司固定资产年均复合增长17.81%。截至2010年底，公司固定资产净额为239479.79万元，同比增长39.84%，其中房屋建筑物占23.91%，专用设备占69.79%，建筑物

占4.49%。另外，已有账面价值88306.82万元的固定资产用于借款担保。

2008~2010年，公司在建工程年均复合减少67.29%。2010年公司在建工程较上年减少93.94%，主要为20万吨及5万吨技改项目投产转固定资产所致。截至2010年底，公司在建工程3209.33万元，主要为8000万平米包装箱项目及其他零星工程。2010年底公司无形资产15522.97万元，主要是土地使用权，占86.50%。

截至2011年9月底，公司流动资产295524.50万元，以货币资金、应收票据、应收账款、存货为主。货币资金较2010年底大幅增长109.90%，主要是由于非公开发行筹集的6.8万吨绿色环保生活用纸项目资金到位所致（实际募集93095.93万元）；应收票据较上年底增加了248.65%，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加了1.46%，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35.35%，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。

截至2011年9月底，公司非流动资产259085.20万元，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. 负债及所有者权益

（1）负债

2008~2010年，公司负债总额年均复合增长3.99%。截至2010年底，公司负债总额为247558.22万元，同比增长23.46%；流动负债占比有所增加，非流动负债占比有所下降。2010年底流动负债占90.43%，非流动负债占9.57%。

2008~2010年，公司流动负债年均复合增长12.82%。2010年，由于短期借款的大幅增加，拉动公司流动负债较上年增长35.64%。2010年

底公司流动负债223870.00万元，其中短期借款占比76.13%。截至2010年底，公司短期借款170434.20万元，同比增长43.44%。

2008~2010年，公司应付票据年均复合增长40.74%。截至2010年，公司应付票据8379.15万元，同比增长199.26%，主要是部分货款采用票据结算期末未到期所致。

2008~2010年，公司应付账款年均复合增长20.52%。截至2010年底，公司应付账款为25935.94万元，同比增长37.05%，主要为应付货款，占比94.08%。

截至2010年底，公司应交税费为-3354.81万元，较上年大幅减少，主要为本年公司募投项目设备可抵扣进项税增加所致；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。

2008~2010年，公司一年内到期的非流动负债年均复合减少27.75%。截至2010年底，公司一年内到期的非流动负债为10521.90万元，同比减少36.52%，为本期归还到期借款所致。

2008~2010年，公司非流动负债年均复合减少33.17%。2010年，公司非流动负债较上年减少-33.21%，主要为长期借款减少所致，截至2010年底非流动负债为23688.22万元，其中长期借款占99.52%。

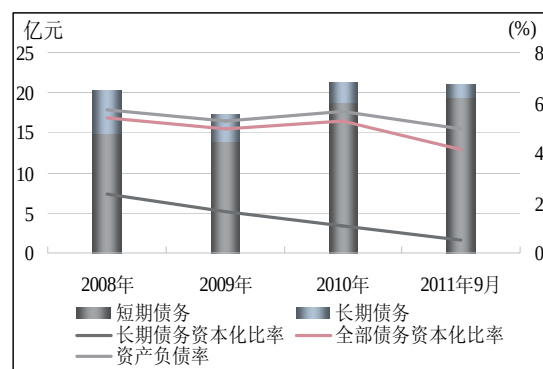
整体看，公司负债呈增长态势，短期借款占负债总额的比重较大，非流动负债不断增长，非流动资产占比减少。随着公司经营规模的扩大，资金需求增加，预计公司债务规模将进一步增长。

由于公司项目建设及新增产能流动资金需求，增加了短期银行借款，债务规模有所上升。截至2010年底，公司债务总额为212909.67万元，其中短期债务占88.93%，长期债务占11.07%，债务结构有待改善。

2008~2010年，公司有息债务规模增长，整体的负债水平和债务负担有所增加。截至2010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56.29%、

52.55%和10.92%，整体负债水平较上年末小幅上升，债务负担有所加重。与同行业相比，公司的负债水平低于行业平均水平（根据国家统计局数据，截至2010年11月国内造纸行业资产负债率为58.66%）。

图4 2008~2011年9月公司负债情况



资料来源：公司提供

截至2011年9月底，公司债务总额209325.48万元，其中短期债务和长期债务占比分别为92.84%和7.16%，公司有息债务仍以短期债务为主，且占比有所上升。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，为46.79%，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41.50%和4.83%。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。随着公司项目投产和在建项目的不断推进，流动资金需求增加，预计公司债务规模仍将会有所增长。

（2）所有者权益

2008~2010年，公司所有者权益年均复合增长5.91%。2010年，公司所有者权益较上年增长7.64%，主要由于公司2010年末分配利润的大幅增加，同比增长788.32%。截至2010年底，公司所有者权益合计为192212.47万元。归属于母公司的所有者权益中，股本和资本公积分别占21.33%和70.82%，所有者权益稳定性较好。

截至2011年9月底，公司所有者权益合计为295116.44万元。归属于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19.17%、72.80%、1.46%、6.58%。由于公司2011年6月非公开增发15497.55万股普通股，股本增加导致实收资本较上年底增长39.53%；股本溢价导致资本公积较上年底大幅增长59.62%；公司利润总额不断增长，未分配利润较2010年底大幅增长82.84%。

4. 盈利能力

随着市场需求的恢复以及公司产量增加，2008~2010年，公司营业收入年均复合增长13.12%。2010年，公司收入规模较上年大幅增长35.77%；产品产销量均有所提升，产品平均价格较上年同期相比有所回升，2010年共实现营业收入262917.67万元。截至2010年底，公司投资收益1007.18万元，较上年同比大幅增长4422.90%，主要为对沙普爱思公司与康泰贷款公司长期股权投资收益的增加；同期，公司营业外收入大幅增长154.78%，为3044.68万元，主要为政府补助增加以及部分外债取得豁免所致，2010年浙江日纸公司（现名为浙江顶兴公司）与日本制纸株式会社签订的有关免除借款本息的协议，浙江顶兴公司将有关免除的借款本息计入债务重组利得。

2009年四季度开始，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，销售规模增长，全年营业利润率不断回升，主营业务盈利能力有所恢复。2010年，公司营业利润率上升至14.92%。

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，总体而言，期间费用呈下降趋势。2010年，由于业务增加和销售规模增长，公司销售费用、管理费用分别较上年上升14.39%和14.29%；同时，公司短期借款大幅增加，借款利率上升及存款利息收入下降，导致财务费用有所上升，同比增长17.95%。

受益于营业利润率的回升以及有效的期间费用控制，公司盈利能力不断回升，2010年全年实现营业利润12078.36万元，同比增长1560.50%。受利润规模影响公司盈利指标也出现较大幅度回升，2010年净资产收益率和总资产收益率分别为7.09%和5.91%。

2011年1~9月，包装纸行业景气度回升态势持续，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262718.77万元，营业利润率达到14.07%，较2010年略有下滑；实现利润总额15185.60万元，超过2010年全年水平，整体盈利能力有望进一步恢复。

总体看，受行业整体走势向好影响，以及下游需求的快速回升，公司销售规模不断增长，盈利能力逐步恢复，随着新增产能的逐步释放，公司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，2008~2010年，公司流动比率、速动比率下滑，截至2010年底，上述指标分别为78.50%和58.87%，较上年出现较大幅度下降，主要原因为货币资金减少，同时短期借款、应付账款的增加导致流动负债的大幅上升；截至2011年9月底，上述指标分别为120.92%和96.58%，大幅回升，主要为非公开发行股票导致的货币资金增加以及应收票据的增长。2008~2010年，经营现金流流动负债比波动较大，2010年为2.20%，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。总体看，公司短期偿债能力有所提高。

2008~2010年，受利润规模不断增长影响，公司EBITDA规模和长期偿债指标也出现上升，2010年公司EBITDA保护利息倍数和全部债务/EBITDA倍数分别为3.85倍和5.38倍。总体看，盈利能力的好转拉动了公司长期偿债能

力的改善，毛利率水平和产能规模的提升，有助于带动公司盈利水平的增长，公司的整体偿债能力适宜。

截至2011年9月底，公司对外担保余额为14400万元，占当期净资产的4.88%。被担保方分别是平湖热电厂（公司主要的热电供应商），占对外担保余额的85.42%，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13.58%，上述两家公司均是公司的互保单位。截至2011年9月底，被担保单位生产经营状况正常。

截至2011年9月底，公司在各银行共获得授信总额为31.05亿元，尚有10.97亿元授信额度未使用。公司间接融资渠道通畅。同时，公司是国内A股上市公司，直接融资渠道畅通。

七、综合评价

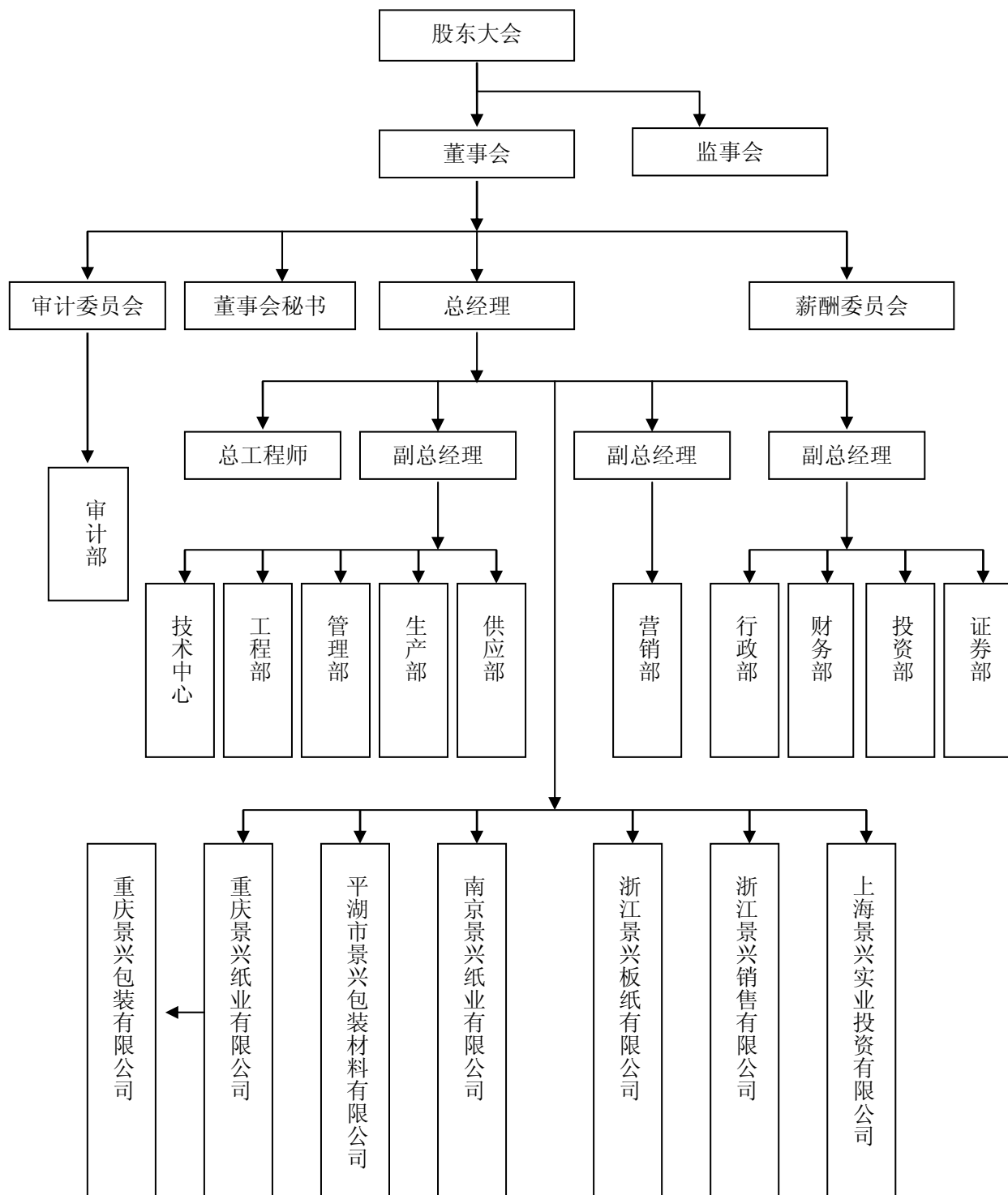
近年来，受国内外宏观经济影响，造纸行业景气度相应波动。2010年起，随着下游市场需求的恢复，带动了业内企业收入水平的提高。

作为国内主要的箱板纸生产企业，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，随着新增25吨产能的建成投产，公司产销规模和整体竞争实力得到提升，盈利水平稳定。同时，作为上市公司，治理结构较为完善，内部管理制度健全。

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。随着公司项目投产和在建项目的不断推进，流动资金需求增加。

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	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动资产：					
货币资金	87012.03	46252.73	39311.78	-32.78	82514.56
应收票据	17848.72	12471.59	23902.54	15.72	83337.15
应收账款	40581.16	44718.45	62078.34	23.68	62984.48
预付款项	6055.95	4973.68	6137.09	0.67	6716.11
其他应收款	1435.54	773.39	354.55	-50.30	479.92
存货	28521.30	27799.37	43953.33	24.14	59492.27
流动资产合计	181454.70	136989.21	175737.63	-1.59	295524.50
非流动资产：					
长期股权投资	1695.97	1590.31	5017.78	72.01	6401.34
固定资产	172534.43	171257.69	239479.79	17.81	229622.80
在建工程	29998.89	52951.95	3209.33	-67.29	4199.65
工程物资		598.26	514.52		514.52
无形资产	13622.99	15473.72	15522.97	6.75	18073.23
商誉	713.37	78.97	78.97	-66.73	78.97
长期待摊费用	201.79	147.41	83.33	-35.74	68.33
递延所得税资产	47.55	10.38	126.36	63.02	126.36
非流动资产合计	218814.99	242108.69	264033.06	9.85	259085.20
资产总计	400269.69	379097.90	439770.69	4.82	554609.70

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	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动负债：					
短期借款	124968.75	118820.75	170434.20	16.78	131201.73
交易性金融负债			72.49		67.84
应付票据	4230.00	2800.00	8379.15	40.74	12136.43
应付账款	17857.30	18924.57	25935.94	20.52	39240.39
预收款项	628.55	1429.71	1360.22	47.11	1761.51
应付职工薪酬	267.13	830.15	1416.79	130.30	1587.76
应交税费	430.56	-505.83	-3354.81		1049.34
应付利息	431.85	291.43	352.49	-9.65	
其他应付款	6903.68	5886.16	8751.61	12.59	6147.91
一年内到期的非流动负债	20155.85	16575.33	10521.90	-27.75	10452.27
其他流动负债	5.50				40545.62
流动负债合计	175879.18	165052.28	223870.00	12.82	244390.03
非流动负债：					
长期借款	52784.36	35225.12	23574.42	-33.17	14989.43
递延所得税负债	249.88	244.21	113.80	-32.52	113.80
非流动负债合计	53034.24	35469.33	23688.22	-33.17	15103.23
负债合计	228913.42	200521.61	247558.22	3.99	259493.26
所有者权益：					
实收资本(或股本)	39200.00	39200.00	39200.00		54697.55
资本公积	130533.39	129995.53	130154.56	-0.15	207752.94
盈余公积	3189.39	3530.74	4158.86	14.19	4158.86
未分配利润	-4339.06	-1491.61	10267.07		18772.41
归属于母公司权益合计	168583.73	171234.66	183780.49	4.41	285381.76
少数股东权益	2772.54	7341.63	8431.98	74.39	9734.68
所有者权益合计	171356.28	178576.30	192212.47	5.91	295116.44
负债和所有者权益总计	400269.69	379097.90	439770.69	4.82	554609.70

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1~9 月
一、营业收入	205465.85	193648.57	262917.67	13.12	262718.77
减: 营业成本	190379.80	168013.52	223392.94	8.32	225111.43
营业税金及附加	523.10	281.71	308.28	-23.23	648.01
销售费用	10303.76	9564.91	10941.31	3.05	9444.86
管理费用	8295.24	6294.24	7193.48	-6.88	5346.00
财务费用	11941.67	8173.72	9641.30	-10.15	8682.86
资产减值损失	9716.52	615.35	296.67	-82.53	-9.48
加: 公允价值变动收益			-72.49		4.65
投资收益	-9.29	22.27	1007.18		1270.46
二、营业利润	-25703.52	727.39	12078.36		14770.23
加: 营业外收入	374.74	1195.04	3044.68	185.04	449.29
减: 营业外支出	85.79	108.97	219.40	59.92	33.92
三、利润总额	-25414.57	1813.46	14903.64		15185.60
减: 所得税费用	497.14	5.12	1267.46	59.67	1457.56
四、净利润	-25911.71	1808.35	13636.18		13728.04
其中: 归属于母公司的净利润	-20811.24	3188.80	12386.80		12425.34
少数股东损益	-5100.47	-1380.46	1249.38		1302.70

附件 4 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 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	241904.04	228532.36	282021.13	7.97	259103.38
收到的税费返还	293.05	890.40	351.87	9.58	231.29
收到其他与经营活动有关的现金	4047.93	7833.92	5611.28	17.74	1346.10
经营活动现金流入小计	246245.03	237256.68	287984.27	8.14	260680.77
购买商品、接受劳务支付的现金	211551.19	178576.48	248151.40	8.31	252488.30
支付给职工以及为职工支付的现金	6862.26	7561.29	9916.17	20.21	8430.51
支付的各项税费	11704.74	6421.93	8695.66	-13.81	7042.26
支付其他与经营活动有关的现金	16931.31	15458.86	16698.99	-0.69	9551.77
经营活动现金流出小计	247049.50	208018.57	283462.22	7.12	277512.83
经营活动产生的现金流量净额	-804.47	29238.11	4522.05		-16832.06
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金		127.94			
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	152.69	259.36	70.97	-31.82	
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	26.18	4630.00			
投资活动现金流入小计	178.88	5017.30	1380.97	177.85	357.57
购建固定资产、无形资产等支付的现金	35486.37	38753.36	36267.51	1.09	8598.43
投资支付的现金	1655.05	1495.15	2386.50	20.08	470.67
取得子公司等支付的现金净额	1157.72				
支付其他与投资活动有关的现金	4630.00				
投资活动现金流出小计	42929.14	40248.51	38654.01	-5.11	9069.10
投资活动产生的现金流量净额	-42750.27	-35231.21	-37273.04	-6.63	-8711.53
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	568.72	6606.82			93095.93
取得借款收到的现金	391643.33	252934.61	248338.17	-20.37	204828.59
发行债券收到的现金					40000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	573.29	1506.05	1250.00	47.66	
筹资活动现金流入小计	392785.34	261047.48	249588.17	-20.29	337924.52
偿还债务支付的现金	354724.23	280211.10	214356.35	-22.26	254617.14
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	13410.50	10150.36	10949.90	-9.64	12619.98
支付其他与筹资活动有关的现金	610.00	1250.00	2000.00	81.07	542.99
筹资活动现金流出小计	368744.73	291611.46	227306.26	-21.49	267780.10
筹资活动产生的现金流量净额	24040.61	-30563.97	22281.91	-3.73	70144.42
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	126.33	49.01	-75.53		-128.74
五、现金及现金等价物净增加额	-19387.79	-36508.07	-10544.61	-26.25	44472.09
加: 期初现金及现金等价物余额	98314.76	78926.96	42418.90	-34.31	31874.29
六、期末现金及现金等价物余额	78926.96	42418.90	31874.29	-36.45	76346.39

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	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	-25911.71	1808.35	13636.18	
加: 资产减值准备	9716.52	615.35	296.67	-82.53
固定资产折旧及其他	12560.13	12867.45	13828.98	4.93
无形资产摊销	240.33	431.83	520.04	47.10
长期待摊费用摊销	77.23	110.29	64.08	-8.91
处置固定资产、无形资产等损失	-8.87	37.90	2.10	
固定资产报废损失	42.34		192.80	113.39
公允价值变动损失			72.49	
财务费用	12025.34	9919.43	10927.46	-4.67
投资损失	9.29	-22.27	-1007.18	
递延所得税资产减少	125.92	37.17	-115.97	
递延所得税负债增加	-5.67	-5.67	-130.41	379.52
存货的减少	-10751.33	6726.10	-11742.88	4.51
经营性应收项目的减少	-4680.44	-4553.32	-31925.30	161.17
经营性应付项目的增加	5756.45	1265.50	9902.98	31.16
其他				
经营活动产生的现金流量净额	-804.47	29238.11	4522.05	
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	78926.96	42418.90	31874.29	-36.45
减: 现金的期初余额	98414.76	78926.96	42418.90	-34.31
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	-19487.79	-36508.07	-10544.61	-26.25

附件 6 主要计算指标

项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	3.70	3.35	3.67	--
存货周转次数(次)	6.94	5.97	6.23	--
总资产周转次数(次)	0.54	0.50	0.64	--
现金收入比(%)	117.73	118.01	107.27	98.62
盈利能力				
营业利润率(%)	7.09	13.09	14.92	14.07
总资本收益率(%)	-3.41	3.35	5.91	--
净资产收益率(%)	-15.12	1.01	7.09	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	23.55	16.48	10.92	4.83
全部债务资本化比率(%)	54.12	49.27	52.55	41.50
资产负债率(%)	57.19	52.89	56.29	46.79
偿债能力				
流动比率(%)	103.17	83.00	78.50	120.92
速动比率(%)	86.95	66.15	58.87	96.58
经营现金流动负债比(%)	-0.46	17.71	2.02	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.05	2.52	3.85	--
全部债务/EBITDA(倍)	308.28	6.88	5.38	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.22	-0.03	-0.15	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-3.30	-0.60	-3.18	--

注：公司 2011 年三季度财务数据未经审计。

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
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跟踪评级资料，导致联合资信无法进行全面分析并判定信用等级，联合资信有权撤销信用等级。

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。

