

跟踪评级公告

联合[2017]548号

浙江景兴纸业股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对浙江景兴纸业股份有限公司主体长期信用状况和发行的“12 景兴债”公司债券进行跟踪评级，确定：

浙江景兴纸业股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

浙江景兴纸业股份有限公司发行的“12 景兴债”公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年 五月 廿一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

浙江景兴纸业股份有限公司 公司债券 2017 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果: AA

上次评级结果: AA

债项信用等级

评级展望: 稳定

评级展望: 稳定

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
12 景兴债	7.5 亿元	7 年	AA	AA	2016.5.27

跟踪评级时间: 2017 年 5 月 31 日

主要财务数据:

项目	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总额 (亿元)	57.18	56.90	57.61
所有者权益 (亿元)	30.10	33.56	34.94
长期债务 (亿元)	9.41	8.63	8.63
全部债务 (亿元)	23.02	17.75	17.11
营业收入 (亿元)	29.54	36.81	9.74
净利润 (亿元)	0.02	3.15	1.43
EBITDA (亿元)	3.25	6.72	--
经营性净现金流 (亿元)	2.18	5.56	-2.52
营业利润率 (%)	12.65	12.86	24.09
净资产收益率 (%)	0.07	9.90	4.16
资产负债率 (%)	47.36	41.02	39.36
全部债务资本化比率 (%)	43.33	34.59	32.88
流动比率 (倍)	1.22	1.47	1.62
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.14	0.38	0.09
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.24	5.75	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.43	0.90	--

注: 1、本报告中, 部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 2、关于币种除特别说明外, 均指人民币; 3、2017 年一季度财务数据未经审计, 相关指标未年化; 4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

浙江景兴纸业股份有限公司 (以下简称“公司”或“景兴纸业”) 作为国内大型包装纸板生产企业之一, 在产能规模、节能减排等方面仍具有一定优势; 2016 年, 公司生活用纸产品线完工投产, 并受益于造纸行业景气度回升, 公司各类产品产销量保持增长, 营业收入和净利润同比大幅提升, 债务负担进一步降低。同时联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 也关注到公司生活用纸成品业务仍处于亏损状态、部分业务产能利用率较低, 投资收益和营业外收入对利润总额贡献较大以及收入实现质量一般等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

未来随着公司高强度瓦楞纸和生活用纸新增产能逐步释放并被市场消化, 将有利于公司丰富产品线、平滑公司产品高度集中的风险, 公司未来收入规模和盈利能力有望进一步提升。

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

优势

1. 受益于造纸包装行业景气度回升和纸品价格上涨, 2016 年公司主营产品产销量均有所增长, 营业收入较上年有所提升。

2. 2016 年, 公司 1.0 亿 m²/年高档瓦楞纸板项目以及 6.8 万吨/年绿色环保生活用纸项目正式投产, 有利于丰富公司产品线、平滑公司产品高度集中的风险。

3. 公司债务负担进一步减轻, 债务结构趋于合理。

关注

1. 2016 年, 公司主要原材料废纸采购均价有所上升, 不利于公司生产成本的控制。

2. 公司生活用纸成品业务的生产经营未形成规模效应，仍处于亏损状态；部分业务产能利用率处于较低水平。

3. 2016 年，公司取得盈利主要依赖于投资收益和营业外收入，主营业务盈利能力仍偏弱。

分析师

高 鹏

电话：010-85172818

邮箱：gaop@unitedratings.com.cn

唐玉丽

电话：010-85172818

邮箱：tangyl@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC
大厦 12 层

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

浙江景兴纸业股份有限公司（以下简称“公司”或“景兴纸业”）前身是浙江平湖市第二造纸厂，隶属于平湖市曹桥乡集体资产经营中心。1996年，经浙江省计划与经济委员会、浙江省经济体制改革委员会浙计经企[1996]30号文批准，浙江平湖市第二造纸厂进行整体改组并更名为浙江景兴纸业集团有限公司，注册资本7,800万元。后历经改组、产权界定、股权转让，2001年9月，经浙江省人民政府上市工作领导小组批准（浙上市[2001]61号），浙江景兴纸业集团有限公司整体变更为浙江景兴纸业股份有限公司，注册资本为15,000万元。

2006年8月，经中国证监会证监发行字[2006]62号文批准，公司在深圳证券交易所发行人民币普通股8,000万股，并于2006年9月15日在深圳证券交易所挂牌交易（股票简称“景兴纸业”，股票代码：002067），发行完成后，公司总股本变更为23,000万元。后经送股、非公开增发、公积金转股，截至2017年3月底，公司总股本为109,395.10万元。公司实际控制人为第一大股东朱在龙先生，持股16.29%，公司股权结构相对分散。

公司经营范围较上年未发生变化。

目前公司设有审计部、行政部、财务部、造纸事业部、管理部、人力资源部、供应部、销售部、风险管理部、生活用纸事业部、工程项目部和品管部 12 个职能部门。截至 2016 年底，公司拥有全资及控股子公司 11 家，2016 年公司新设浙江景兴创业投资有限公司（以下简称“景兴创投”），同时清算浙江景特彩包装有限公司（以下简称“浙江景特”）。截至 2016 年底，公司拥有在职员工 2,096 人，较上年底减少 295 人。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 56.90 亿元，负债合计 23.34 亿元，所有者权益（含少数股东权益）33.56 亿元，其中归属于母公司所有者权益 32.82 亿元。2016 年，公司实现营业收入 36.81 亿元，净利润（含少数股东损益）3.15 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 3.19 亿元；经营活动产生的现金流量净额 5.56 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.84 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 57.61 元，负债合计 22.67 亿元，所有者权益（含少数股东权益）34.94 亿元，其中归属于母公司所有者权益 34.11 亿元。2017 年一季度，公司实现营业收入 9.74 亿元，净利润（含少数股东损益）1.43 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 1.30 亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.52 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.26 亿元。

公司注册地址：浙江省平湖市曹桥街道；法定代表人：朱在龙。

二、债券发行情况及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2012]815 号文核准，公司于 2012 年 10 月 26 日发行 7.50 亿元公司债券，期限为 7 年，发行票面利率为 7.38%，附第 5 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权，发行价格为每张人民币 100 元。本次债券按年付息、到期一次还本，利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。该债券的付息日为 2012 年至 2019 年每年 10 月 25 日，到期日为 2019 年 10 月 25 日。本次债券于 2012 年 12 月 8 日在深圳证券交易所上市，证券代码为“112121.SZ”，证券简称“12 景兴债”。本次债券的募集资金在扣除发行费用后，已全部用于偿还银行借款，与募集说明书使用用途一致。

公司已于 2013 年 10 月 25 日支付本次债券第一期利息 5,535.00 万元；2014 年 10 月 24 日支付本次债券第二期利息 5,535.00 万元；2015 年 10 月 26 日支付本次债券第三期利息 5,535.00 万元；2016 年 10 月 25 日支付本期债券第四期利息 5,535.00 万元，下一次付息时间为 2017 年 10 月 25 日。

三、行业分析

公司主要业务为原纸、纸箱及纸版和生活用纸的生产销售，属于造纸、纸基包装行业。

1. 行业概况

从国家统计局数据看，2016 年全国纸浆造纸及纸制品全行业主营业务收入为 1.47 万亿元，同比增长 5.49%，利润总额 844.10 亿元，同比增长 13.39%，增速较上年同期有所提高，行业景气度明显提升。

从 2016 年产量及销量来看，机制纸及纸板累计产量为 12,319.22 万吨，累计同比增长 3.10%；机制纸及纸板累计销量为 12,105.27 万吨，同比增长 3.35%，产销率保持稳定，机制纸及纸板库存较年初减少 13.40%。从区域构成来看，山东机制纸及纸板产量占全国总产量的 17.62%，达到 2,170.38 万吨，超越广东省成为全国机制纸及纸板产量最高的地区，广东机制纸及纸板产量达到 2,127.52 万吨，同比增长 2.37%。从产能来看，随着 2016 年行业逐渐复苏，龙头企业被抑制的投资意愿重新抬头，扩产计划纷纷出台，据公开资料搜集，仅 2017 年国内将新增至少 475 万吨瓦楞纸、箱板纸产能，新建产能的释放能否被有效消化仍有待观察，或对未来市场一定形成压力。

2. 行业上下游

造纸行业上游直接原材料为纸浆，通常分为木浆、废纸浆和非木浆。目前国内造纸行业原料供给对进口依赖程度较高，且价格与国际市场联动性强。近年来我国木浆进口量呈波动上升态势，2016 年木浆总进口量达到 2,038.20 万吨，同比增长 16.40%，其中漂针木浆进口量上升至 803.77 万吨，漂阔木浆进口量上升至 833.65 万吨。纸浆价格方面，近年来国际纸浆价格波动下降，以阔叶木化学浆为例，外商平均报价由 2016 年初的 598.00 美元/吨降至 2017 年 2 月末的 514.00 美元/吨，延续波动下降态势；而国内自 2016 年初，由于化工原料、物流等成本上升，以青岛阔叶木化学浆国内均价为例，其均价由 2015 年底的 4,450.00 元/吨涨至 2017 年 2 月初的 4,950.00 元/吨。

从下游市场行情来看，在 2016 年行业内供给侧调整不断深化，环保压力提升使得落后产能陆续退出市场，行业集中度进一步提升，优势制造企业定价权提高，加之国内原纸价格上涨、人民币汇率变动等综合因素影响下，2016 年下半年后，主要纸品价格开始上涨，其中包装纸中的白卡纸出厂价由 2016 年初的 5,231 元/吨升至 2017 年 2 月末的 5,801 元/吨；文化用纸中的铜版纸价格由 2016 年初的 4,904 元/吨升至年底的 5,395 元/吨；文化用纸中的双胶纸出厂价由 2015 年初的 5,605 元/吨升至 2017 年 2 月底 5,814 元/吨。包装纸及文化用纸等各类纸张价格均出现不同程度的上涨。

总体看，造纸行业 2016 年产销量均有不同程度的上涨；进口纸浆价格有所下降，国内纸浆及主要纸品价格有所上涨，行业内集中度进一步提升，行业景气度有所提高，有利于造纸企业盈利能力的提升。

3. 行业发展

从行业发展趋势来看，国际、国内环境充满复杂性和不确定性，国内经济运行处在寻求新平衡的过程中，根据国内造纸行业生产、造纸行业原料供应等因素分析，未来几年国内造纸行业和市场总体趋势为：

（1）优化产品结构，开发深加工纸产品

以单一产品结构为主的造纸行业企业需要进一步优化产品结构，逐步延伸产业链，以避免日趋

激烈的同质化竞争。同时企业将加快新技术开发和应用，开发深加工纸质产品，以应对市场变化，增强竞争力。

（2）环保压力不断提升，加速淘汰落后产能

据工信部数据，2015 年全国共淘汰 167 万吨落后和过剩造纸产能，供给侧改革效果明显。此外，国家不断加大对造纸等高耗能、高排放行业的监管要求与核查力度。据环保部《控制污染物排放许可制实施方案》要求，2017 年 7 月 1 日起造纸企业必须持有排污许可证方可生产，更多中小造纸企业可能会因为排污不达标而被停限产。不断加大的环保压力将使生产企业在废水治理等方面的投入和运行成本将进一步增加，但也有利于规模优势大、生产质量水平高的造纸龙头企业，有利于行业集中度进一步提升。

（3）运输及能源成本提升，企业成本控制压力加大

2016 年 9 月，交通运输新规实施全面严禁双排车辆运输车进入高速公路，这使得纸品企业原料运输成本增加，上涨幅度达 20~30%，同时减缓纸品发货速度，间接影响进口木浆市场有效放量。同时 2016 年煤价持续走高，带动动力及能源成本提升，进一步加剧造纸企业成本压力。若生产成本上涨幅度过大，成本压力不能及时转嫁给下游，则将影响造纸企业的盈利能力。

总体来看，基于经济、市场、产能和政策等因素，企业将面临优化产品结构、产品创新转型和成本控制压力增大等挑战，企业需要快速应对市场变化，并不断增强自身竞争优势。

四、管理分析

2016 年，公司主要管理制度较上年未发生变化。

2016 年 9 月，由于个人原因，公司独立董事聂荣坤先生提出辞职，股东大会聘任金赞芳继任此职务。2017 年 1 月，因个人原因，罗跃丰辞去公司副总经理职务。

总体看，2016 年，公司高管及核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

受造纸包装行业景气度回升，纸品价格不断上涨的影响，2016 年，公司实现营业收入 36.81 亿元，同比增长 24.61%；同时，公司减持部分浙江莎普爱思药业股份有限公司（以下简称“莎普爱思”）股份，获得 2.37 亿元投资收益，使得公司 2016 年营业利润达到 2.54 亿元，较去年增加 2.86 亿元；实现净利润 3.15 亿元，同比增加 3.13 亿元。公司主营业务仍为原纸、纸箱及纸版和生活用纸的生产及销售，2016 年公司主营业务收入为 36.65 亿元，同比增长 24.52%，占营业收入比重为 99.57%，主营业务突出。

从主营业务各板块收入来看，2016 年公司原纸收入 30.54 亿元，同比增长 18.16%，主要系第四季度起受能源、运费、废纸原料等成本上涨的推动，包装原纸市场需求出现暂时性短期失衡，公司大幅度提高产品售价所致，原纸收入占主营业务收入 83.32%，较上年下降 4.48 个百分点，仍是公司收入的主要来源；纸箱及纸板收入 3.44 亿元，同比增长 16.60%，主要系 1 亿平方米技改项目投产，产能得到释放同时第四季度产品价格快速走高提升销售额所致，纸箱及纸板占主营业务收入 9.39%，较上年变化不大；生活用纸收入 2.67 亿元，同比增长 317.96%，主要系公司 6.8 万吨生活用纸项目中两条生产线于 2016 年投产使得产能得到释放，同时生活用纸中原纸及成品销售量大幅增长所致，生活用纸收入占主营业务收入的 7.29%，较上年提升 5.12 个百分点。

表 1 2015~2016 年公司主营业务收入及成本情况 (单位: 万元, %)

项目	2015 年			2016 年			收入变化
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	
原纸	258,441.66	87.80	13.55	305,378.16	83.32	14.71	18.16
纸箱及纸板	29,519.10	10.03	9.66	34,420.21	9.39	10.90	16.60
生活用纸	6,393.20	2.17	5.47	26,720.71	7.29	8.12	317.96
合计	294,353.96	100.00	12.98	366,519.08	100.00	13.87	24.52

资料来源: 公司年报

从毛利率来看, 受公司四季度产品价格提升影响, 2016年, 公司原纸产品毛利率小幅上升至 14.71%, 较上年上升 1.16 个百分点; 纸箱及纸板毛利率小幅变动, 由 9.66% 上升至 10.90%, 主要系四季度销售单价上升所致; 受益于上游原材料木浆价格较上年度小幅下降, 以及本年度生产销售规模更经济, 生活用纸毛利率由 5.47% 上升至 8.12%。由于公司主营业务各板块毛利率均出现小幅上升, 公司综合毛利率小幅上升至 13.87%。

2017 年一季度, 公司实现营业收入 9.74 亿元, 较上年同期增长 28.74%, 主要系原纸产品价格较上年同期有所上涨所致; 实现净利润 1.43 亿元, 较上年下降 11.90%, 主要是 2016 年一季度公司抛售部分莎普爱思股票形成的投资收益较多所致。

总体看, 公司收入规模继续增长, 产品结构未发生重大变化; 随着 2016 年产品价格的上涨, 各板块毛利率均有所增长, 综合毛利率小幅上升。

2. 运营情况

(1) 原材料采购

公司生产所需原材料主要为木浆和废纸, 占生产成本的平均比重为 65% 左右, 其中木浆采购中进口木浆占比约为 65%。原材料的供应量及供应价格受气候、国际政治局势以及国际市场供求关系的影响而波动。

从原材料采购量来看, 2016 年, 由于国内产品价格上涨, 客户对品质的要求有所提高, 公司进口废纸的用量上升, 国内废纸用量有所减少。具体来看, 国内废纸采购量较上年减少 3.03% 至 803,007.36 吨; 公司日本废纸采购量较上年有所增长, 采购量较上年增长 15.88% 至 196,068.19 吨, 美国废纸采购量较上年增长 31.19% 至 319,628.73 吨, 公司对欧洲废纸和澳洲废纸等质量相对不稳定的其他废纸减少采购, 因此其他废纸采购量较上年大幅减少 64.62% 至 21,981.70 吨。由于生活用纸两条新生产线投产, 公司增加木浆采购量, 2016 年公司木浆采购量较上年增长 14.57% 至 63,354.79 吨。

从采购价格来看, 木浆和废纸价格受市场价格变动影响较大。2016 年, 公司废纸采购价格较上年均有所不同程度的上升, 具体来看, 国内废纸平均采购价格较上年上升 12.75% 至 1,326.94 元/吨; 日本废纸平均采购价格较上年上升 14.27% 至 1,344.78 元/吨; 美国废纸平均采购价格较上年上升 3.32% 至 1,364.12 元/吨。2016 年, 公司木浆采购价格下降 7.60% 至 3,599.27 元/吨。

表 2 2015~2016 年公司主要原材料采购情况 (单位: 吨, 元/吨, %)

产品		项目 (单位)	2015 年	2016 年	同比增减
木浆		采购量	55,300.15	63,354.79	14.57
		采购均价	3,895.12	3,599.27	-7.60
废纸	国内废纸	采购量	828,087.52	803,007.36	-3.03
		采购均价	1,176.89	1,326.94	12.75

日本废纸	采购量	169,199.83	196,068.19	15.88
	采购均价	1,292.28	1,344.78	4.06
美国废纸	采购量	243,638.88	319,628.73	31.19
	采购均价	1,320.29	1,364.12	3.32
其他	采购量	62,125.57	21,981.70	-64.62
	采购均价	1,241.35	1,256.34	1.21

资料来源：公司提供

2016年公司原材料采购结算方式较上年变化不大，进口原料以信用证结算方式为主，国内废纸以现金和票据结算相结合方式；公司前五大原材料供应商采购金额占总采购金额的26.35%，较上年下降4.58个百分点，集中度一般。

总体看，随着2016年公司生产经营规模的扩大，公司木浆及废纸采购量均有所提升；受市场价格变动影响，木浆采购均价有所下降，废纸采购均价呈上升趋势。

（2）产品生产

公司主要采取以销定产和组合生产的生产模式。在每个生产年度开始前，公司根据历史销售情况以及与主要客户所签订销售的合同，预测市场情况，确定公司年度经营目标，形成初步生产计划和安排，并在客户下达具体订单时，根据订单组织生产。

从原纸产能上看，2016年公司原纸产能为135万吨，较2015年减少10万吨，主要系公司2016年通过PM12改造项目对牛皮箱板纸生产线进行技术改造，改造后由原生产的高克重转为低克重板纸所致。从原纸产量上看，2016年公司原纸产量为124.63万吨，较上年增长12.50%，主要系高瓦纸产量增加所致。具体来看，牛皮箱板纸产量为70.56万吨，较上年变化不大；白面牛卡纸由于市场需求增加产量较上年增长17.23%至8.91万吨；高瓦纸产量较上年增加60.79%至33.75万吨，主要系于2015年6月底正式投产的年产30万吨高强度瓦楞原纸生产线产能得到充分释放所致。2016年，公司原纸产品整体产能利用率为92.32%，较2015年有所提升。

表 3 2015~2016 年公司原纸各产品产量情况（单位：万吨）

原纸产品	2015 年	2016 年
牛皮箱板纸	71.06	70.56
白面牛卡纸	7.60	8.91
高瓦纸	20.99	33.75
其他纸	11.13	11.41
合计	110.78	124.63

资料来源：公司提供

为减轻公司产品高度集中于工业包装用纸这一周期性行业给公司带来的经营风险，公司近年来不断投资建设绿色环保生活用纸原纸生产及其配套后加工项目。从产能上看，2016年末公司生活用纸原纸产能为6.80万吨/年，较上年末增加6.00万吨/年，主要系两条生产能力分别为3万吨/年的生活用纸原纸流水线分别于2016年3月和2016年5月投产所致。截至2016年底，公司6.80万吨生活用纸项目建设实施的3条生产流水线已全部投入正常运行，2016年公司生活用纸成品原纸产量4.41万吨，较上年增加3.47万吨；库存量0.23万吨，较上年下降11.54%，主要系公司生活用纸原纸销售较上年大幅增加且部分用于加工生活用纸成品所致。2016年，由于生活用纸新产线投放使得产能大幅提升，公司生活用纸原纸产能利用率较上年大幅下降52.65个百分点至64.85%，产能利用率一般；公司有卷筒卫生纸、软抽面巾纸、手帕纸等生活用纸成品产能200万箱/年，2016年生活用纸成品产量为89.58万

箱，较上年提升25.43%，主要系公司增加生活用纸终端产品的OEM加工订单，为“妮飘”等品牌提供委托加工服务所致；库存量为22.93万箱，较上年增长5.23%，产能利用率为44.79%，较上年有所提升，但产能利用率仍较低。

公司纸箱及板纸业务目前主要由平湖市景兴包装材料有限公司、南京景兴纸业有限公司、重庆景兴包装有限公司3家控股子公司负责运营。从生产情况来看，截至2016年底，公司纸箱及板纸业务拥有37,000.00万平方米/年纸箱（纸板）的生产能力，较上年增长15.63%，主要系年产1亿平米的BHC线于2016年投产且当年公司子公司浙江景特彩包装有限公司（以下简称“浙江景特”）注销，原有产能减少所致；由于公司新增产能的释放，2016年纸箱及板纸产量12,059.39万平方米，较上年增长20.84%；库存量为153.10万平方米，较上年增长57.90%，主要系公司纸箱重点客户天猫、娃哈哈等增大备库量所致；产能利用率为32.59%，产能利用率较低。

总体看，2016年公司各板块产量均较上年有所提升，随着6.8万吨/年生活用纸项目和1亿平米的BHC线全部投产，公司产品线得到进一步完善，但生活用纸及纸箱及板纸业务产能利用率仍有待提升。

（3）产品销售

公司主要依托于经济发达的长三角地区客户资源，通过直销模式获取订单。随着行业景气度的回升，2016年，公司共计实现原纸销量122.82万吨，同比增长12.61%，除牛皮箱板纸销量小幅下降外，其他产品销量均出现上升。2016年，原纸各产品产销率均在100%以上，维持在较高水平，同时库存量较上年下降56.84%至2.21万吨。从销售价格情况来看，受四季度公司产品提价影响，公司产品均价较上年均有所提升。公司在江浙沪区域市场竞争力较强，江浙沪三地销售额占公司主营业务收入的88.83%，区域集中度进一步上升，面临一定的区域集中风险。

表4 2015~2016年公司原纸各产品销售情况（单位：万吨，元/吨）

项目	2015年			2016年		
	销量	销售均价	产销率	销量	销售均价	产销率
牛皮箱板纸	70.90	2,456.30	99.77	69.45	2,590.13	102.55
白面牛卡纸	7.87	2,953.23	103.55	9.32	3,035.18	106.32
高瓦纸	19.44	2,209.99	92.63	32.47	2,377.57	100.80
其他纸	10.86	1,665.48	97.56	11.58	1,727.59	101.45
合计	109.07	--	--	122.82	--	--

资料来源：公司提供

公司为避免生活用纸新增产能释放后对公司整体经营业绩产生负面影响，减少销售压力，对生活用纸业务采取了较为谨慎的销售策略，即以生活用纸原纸销售为主，自主“品萱”终端生活用纸成品销售为辅的策略。2016年，公司生活用纸原纸实现销量3.69万吨，较上年增加3.38万吨，实现销售收入2.14亿元，较上年增长1,057.81%，主要系2016年生活用纸原纸新生产线投产，产量大幅提升的同时公司加大对生活用纸原纸的销售力度所致，生活用纸原纸产销率由上年的32.98%提升至83.67%，2015年度产销率较低主要系为确保生活用纸成品加工而储备一定量的生活用纸原纸库存所致，而2016年新生产线投产同时生活用纸原纸储备库存充足，因此公司加大对外销售力度使得产销率大幅提升。生活用纸原纸的下游客户主要有两家，分别是苏州旨品贸易有限公司（以下简称“旨品贸易”）和2016年新增的苏州亚青贸易有限公司（以下简称“亚青贸易”），2016年度公司对旨品贸易的销售额为1.8亿元，占原纸销售总额的84.54%，对亚青贸易的销售额为0.33亿元，占原纸销售总额的15.43%，客户集中度高。

2016 年公司生活用纸成品实现销量 90.29 万箱，较上年增长 45.54%，实现销售收入 0.53 亿元，较上年增长 17.05%，销售收入增幅小于销量增幅主要系 2016 年公司 OEM 的订单占比增加，成品包装材料由客户自己提供，销售价格相对较低所致。产销率为 100.79%，较上年有所提升。从传统销售渠道方面看，2016 年公司的“品萱”系列生活用纸零售网络由 2015 年的 9 家连锁零售商的 1,200 家门店调整为 22 家连锁零售商的 1,092 家门店，零售网络有所萎缩。在电商销售渠道拓展方面，2016 年公司“品萱”生活用纸在天猫和飞牛两大电商系统分别实现销量 1.11 万箱和 0.81 万箱，同比增长 100.00%和 29.28%。

2016 年，公司纸箱及纸板业务随着 2016 年行业景气度的提升，实现销量 11,805.60 万平方米，较上年增长 18.95%，产销率为 97.90%，维持在较高水平；实现收入 3.44 亿元，较上年增长 16.60%。公司包装业务主要客户包括平湖三鑫纸塑有限公司、浙江心怡科技供应链管理有限公司苏州分公司、上海华银日用品有限公司、浙江心怡科技供应链管理有限公司上海奉贤分公司、上海蕴怡包装制品有限公司等，前五名包装业务销售额为 4,664.01 万元，较 2015 年增长 130.87%，占总销售额的 13.55%，集中度较低。

2016 年公司销售结算方式以银行承兑汇票为主，其中银行承兑汇票占比为 68.34%，现金支付比例为 31.66%；公司前五大客户销售金额占总销售金额的 12.44%，较上年提升 1.99 个百分点，集中度一般。

总体来看，随着行业景气度的回升，2016 年公司各板块产品销量均有所提升，产销率维持在较高水平。

3. 环保与节能减排

公司继续加强在清洁生产、资源循环及节能减排方面的研究，推进各种节能降耗技术及废水处理技术运用。通过技术改进，2016 年公司平均吨纸污水排放量为 3.64 吨，较上年有所下降，远低于行业平均的纸污水排放量 10~12 吨；单位产品能耗为 198kg 标煤/t 纸，较上年小幅下降；平均资源产出率为 1.06t/t 纸，绝干纤维原料产出率为 1.09t/t 纸，达到国家清洁生产一级指标要求。

公司设计日处理能力为 7,000m³ 的尾水深度处理工程，可实现吨纸排水量比原来降低 40% 以上。截至 2017 年 3 月底，废水深度处理后总共节约废水排放量 472.40 万吨，有效缓解公司总量排放压力，该技术的推广应用，推进了造纸行业节能减排工作的开展，从而有效缓解造纸行业高水耗、重污染的发展现状。

2016 年，公司持续建设总处理规模 1.8 万吨/日（回用水量 1.0 万吨/日，产水率 56%）的中水回用工程，主要包括深度处理设施建设、现有设施改造及配套设施完善三部分内容，分两期项目建设完成，一期项目建设规模 5,000m³/天，于 2014 年 11 月份建成投运，二期项目建设规模 5,000m³/天，于 2016 年 6 月份建成投运。截至 2016 年底，该项目总投入 9,444.36 万元，已全部投入正常运行状态。目前回用规模为 10,000m³/天，公司的吨纸耗水量由 2015 年的 5.21 吨降至 4.81 吨，吨纸废水排放量降至 3.64 吨，年节水 254 万吨，减少 COD 排放 304.88 吨，年节省运行成本约 120 万元，节约排污权交易费 609.60 万元。公司一直重视对水资源的节约及重复利用，各子公司的水重复利用率都在 90% 以上。

公司一直致力于产品的节能降耗工作。截止到 2016 年底，公司完成建设 9.20 万平方米的屋顶光伏发电设备，装机功率 6,000KW，2016 年已发电 1,633 万千瓦时。同时，公司计划到 2017 年 6 月底前引进 11 台 7,636KW，节电率在 30% 以上的高效透平风机置换原有的水环式真空泵功率，全部更换后可节电量 2,100 万度/年。整个置换节能项目预计更换 17 台高效透平风机，预计投入金额 3,100 万元，资金全部由公司自筹解决。

总体来看，公司重视节能减排及环保工作，平均吨纸污水排放量低于行业平均水平。公司投入建设中水回用工程，在节能降耗方面进行技改，有效节约成本，提高清洁生产能力，公司环保优势有望提升。

4. 技术研发情况

2016 年，公司技术研发投入基本稳定，研发投入 9,465.01 万元，约占营业收入比例为 2.57%，研发人员数量 233 人，较上年增加 24 人。

2016 年，公司研发项目共计 15 项，实现科技成果转化 11 项；申请 6 项发明专利，4 项实用新型专利；获得 1 项实用新型专利授权。

公司继续通过自我研发、消化吸收新技术等方法提升新产品开发能力及技术水平。2016 年，公司开发了防潮型瓦楞原纸、高强度烟箱专用瓦楞原纸、循环烟箱专用箱板纸等 3 个新产品，环保型低定量高强白面牛卡纸获得 2016 年度嘉兴市科技进步三等奖；废纸造纸废水厌氧反应器前端除钙技术研究及示范项目列入 2016 年度平湖市科技计划项目。

总体来看，公司技术研发投入基本稳定，能有力支撑公司业务发展。

5. 重大事项

2017年3月，经公司第五届二十四次董事会审议同意，公司与代表平湖市人民政府曹桥街道的平湖市曹桥金地开发有限公司（以下简称“金地开发公司”）就公司老厂宗地编号为18-16-11-1的土地使用权及该宗地上相关房产搬迁补偿事宜达成一致，并签订《搬迁补偿协议》。根据协议约定，上述土地使用权及地上建筑物相关的搬迁补偿款为8,408.00万元，金地开发公司在上述土地拍卖款付清之日起30日内支付搬迁补偿款。由于该宗地块及宗地块上的房屋位于公司老厂区，已处于闲置状态，公司全部生产设备及产能均建于新厂区，实施搬迁不会影响公司的产能规模和生产经营。根据公司财务部门初步测算，本次交易全部完成后，预计产生的利润为4,500万元左右，会对公司业绩产生重大影响。

总体看，本次厂房搬迁不会对公司正常生产经营产生影响，但会对公司2017年业绩产生重大影响。但由于金地公司将在土地以商业用地拍卖成交且收到款项后才会将搬迁补偿款支付给公司，搬迁补偿款项的收回时间存在一定不确定性；联合评级将持续关注该事项进展情况。

6. 经营关注

（1）新建产能集中释放的风险

2016 年公司所处行业有所复苏，龙头企业被抑制的投资意愿重新抬头，扩产计划纷纷出台；同时由于国家大力推进节能减排，加大了落后产能的淘汰力度，国内新建替代产能朝着大机台自动化规模化的方向发展，新建单机台的产能均在 30 万吨以上，新建产能的释放或对市场形成压力，给未来的供求关系和产品价格的走势带来不确定性。

（2）原料供应及价格波动的风险

公司生产所需要的原材料为废纸和木浆，原材料占生产成本的平均比重为 65%左右。原料的供应及供应价格受气候、国际政治局势以及国际市场供求关系的影响而波动，原料供应及价格的稳定性将直接影响公司的正常生产及制造成本，从而影响公司经营业绩。

（3）公司产品结构及销售区域集中风险

公司产品结构目前仍以工业用纸为主，盈利模式较为单一，易受经济周期影响；且公司主要依

托于长三角地区客户资源，江浙沪三地销售额占公司主营业务收入的 88.83%，存在一定销售区域集中风险。

（4）生活用纸板块亏损风险

由于公司本年度对生活用纸业务采取以生活用纸原纸销售为主，自主“品萱”终端生活用纸产品销售为辅的策略，未对“品萱”系列产品投入广告营销，因此 2016 年度生活用纸成品产能利用率仍较低，虽然 2016 年生活用纸成品业务毛利率已由负转正，但仍亏损 465.39 万元。

7. 未来发展

2016 年，受益于造纸行业周期上升阶段，公司整体经营环境得到明显改善。未来公司将积极调整改善主营业务以面对新经济新常态下市场变化，并通过对外投资实现的投资收益进一步促使公司良性发展。

在原纸方面，2017 年，公司将积极推进管理精细化，形成对市场供求变化反应灵敏的库存及发货管理体系。同时继续优化产品结构，完善产品规格，努力提升公司产品附加值。

在生活用纸方面，2017 年生活用纸业务的销售依然以原纸销售为主，终端生活用纸产品在传统渠道上将重点布局特通、居家外渠道。同时公司将争取更多的 OEM 订单，加强与知名生活用纸品牌的深度合作，努力提升生活用纸后加工产能的利用率。

在包装纸箱方面，公司将进一步提高新建成的高速纸箱流水线产能利用率，研究由电子商务促进下纸箱由单一运输功能向销售功能转变的市场发展趋势，开发符合消费升级趋势的纸箱新品，争取更多高端纸箱客户，扩大产品在电子商务领域的市场份额。

在对外投资方面，2017 年，公司将继续减持莎普爱思股权，减持所获得的资金将主要用于公司的对外投资。2017 年，公司将通过股权投资或设立产业基金等形式，参与重点关注行业的投资，项目选择上继续倾向大健康、节能环保、先进装备制造等领域，并适度关注和参与互联网模式下的创新业态。同时加强对已投出项目的投后管理，尽可能降低和消除投资风险，努力实现投资项目的保值增值。

总体来看，公司的经营思路务实稳健，发展战略清晰可行。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016 年度合并财务报表已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见；2017 年一季度财务数据未经审计。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。2016 年，公司新设景兴创投公司，新纳入合并报表范围；同时清算浙江景特，减少合并单位 1 家，主营业务未发生变化，相关会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 56.90 亿元，负债合计 23.34 亿元，所有者权益（含少数股东权益）33.56 亿元，其中归属于母公司所有者权益 32.82 亿元。2016 年公司实现营业收入 36.81 亿元，净利润（含少数股东损益）3.15 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.19 亿元；经营活动产生的现金流量净额 5.56 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.84 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 57.61 元，负债合计 22.67 亿元，所有者权益（含少数股东权益）34.94 亿元，其中归属于母公司所有者权益 34.11 亿元。2017 年一季度公司实现营业收入 9.74 亿元，净利润（含少数股东损益）1.43 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.30 亿元；经

营活动产生的现金流量净额-2.52 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.26 亿元。

2. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产合计 56.90 亿元，较年初减少 0.49%；其中流动资产占比 37.90%，非流动资产占比为 62.10%，较年初变化不大，公司资产结构仍以非流动资产为主。

(1) 流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产合计 21.57 亿元，较年初变化不大，以货币资金（占比 13.02%）、应收票据（占比 42.84%）、应收账款（占比 19.46%）、存货（占比 12.49%）和其他流动资产（占比 11.45%）为主。

截至 2016 年底，公司货币资金余额 2.81 亿元，较年初减少 23.51%，主要系随着 6.8 万吨生活用纸项目完工，原来银行账户中的项目募集资金结余部分 3.61 亿元经股东大会决议永久性补充流动资金所致。公司货币资金中使用受限资金 220.00 万元，主要为保证金。

截至 2016 年底，公司应收票据为 9.24 亿元，较年初增长 16.71%，主要系四季度下游客户采用票据结算方式增长所致，其中已质押的应收票据为 0.29 亿元，公司应收票据全部为银行承兑汇票。

截至 2016 年底，公司应收账款为 4.20 亿元，较年初减少 18.82%，主要系四季度公司产品供不应求，收款账期缩短且采用银行承兑汇票结算方式增多所致，公司累计计提坏账准备 0.18 亿元，计提比例为 4.10%，公司应收账款账面余额账龄在 1 年以内的占比为 94.41%，账龄较短；应收账款前五大欠款方合计占比为 12.76%，集中度不高。

截至 2016 年底，公司存货为 2.69 亿元，较年初减少 32.66%，主要系四季度起产品供不应求，库存大幅下降所致；存货主要由原材料（占比 66.76%）和库存商品（占比 33.23%）构成，公司对库存商品计提跌价准备 332.20 万元，计提比例为 1.22%。

公司其他流动资产主要是公司投资的理财产品。截至 2016 年底，公司其他流动资产为 2.47 亿元，较年初增加 1.95 亿元，主要系公司投资交通银行理财产品等增加所致。

(2) 非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产合计 35.34 亿元，较年初变化不大。公司非流动资产以长期股权投资（占比 7.65%）、固定资产（占比 83.22%）和无形资产（占比 5.24%）为主。

截至 2016 年底，公司长期股权投资余额 2.70 亿元，较年初增长 14.04%，主要系公司新增对嘉兴禾驰教育投资有限公司和浙江加财互联网金融信息服务有限公司的投资以及在权益法下确认的莎普爱思和艾特克控股集团股份有限公司（以下简称“艾特克”）投资收益增加所致。长期股权投资中受限金额为 0.79 亿元，主要系借款质押所致。

截至 2016 年底，公司固定资产为 29.41 亿元，较年初增长 15.84%，主要系公司 6.8 万吨生活用纸项目、年产 1.0 亿 m 高档瓦楞纸板项目及 PM12 改造项目等在建项目完工转入所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占比 24.49%）、构筑物（占比 6.47%）、专用设备（占比 66.62%）、运输工具（占比 1.69%）和其他设备（占比 0.72%）构成。截至 2016 年底，公司固定资产累计计提折旧 10.07 亿元，计提减值准备 0.17 亿元，固定资产成新率为 71.12%，成新率一般。公司固定资产中尚有账面价值 2.25 亿元房屋及建筑物产权证在办理中，固定资产受限金额为 9.68 亿元，占比 32.91%，占比比较高，主要系借款质押所致。

截至 2016 年底，公司无形资产为 1.85 亿元，较年初减少 9.76%，主要系公司部分土地使用权转入投资性房地产且子公司浙江景特清算注销，其“一种包装箱盒彩印复合纸板的制作方法”的专利权被处置所致。无形资产中受限金额为 0.98 亿元，主要系借款抵押所致。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额为 57.61 亿元，较年初小幅增长 1.24%，其中非流动资产占比 60.74%，非流动资产占比较年初小幅下降。

总体看，2016 年公司资产规模较年初变化不大，资产结构仍以非流动资产为主，其中固定资产占比较大，受限比例较高，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

(1) 负债

截至 2016 年底，公司负债合计 23.34 亿元，较年初减少 13.81%，主要系流动负债减少所致。公司流动负债占比由 2015 年底的 64.89% 下降至 2016 年底的 62.69%，负债结构仍以流动负债为主。

截至 2016 年底，公司流动负债合计 14.63 亿元，较年初减少 16.73%，主要系短期借款减少所致。公司流动负债构成以短期借款（占比 56.73%）、应付账款（占比 18.42%）、其他应付款（占比 9.09%）、应交税费（占比 5.13%）和一年内到期的非流动负债（占比 5.59%）为主。

截至 2016 年底，公司短期借款 8.30 亿元，较年初减少 34.81%，主要系公司偿还部分银行质押借款、抵押借款及保证借款所致，公司短期借款由质押借款（占比 18.91%）、抵押借款（占比 19.15%）、保证借款（占比 14.27%）、信用借款（占比 38.76%）和抵押及保证借款（占比 8.90%）构成。

截至 2016 年底，应付账款 2.70 亿元，较年初增长 37.22%，主要系公司四季度应付原材料采购增加所致。

截至 2016 年底，公司其他应付款 1.33 亿元，较年初增长 3.14%；公司其他应付款主要由运输及仓储费（占比 16.33%）、工程及设备款（占比 56.71%）、质保金及押金（占比 8.79%）、水电汽等动力费（占比 6.47%）和其他（占比 11.59%）构成。前五名其他应付款金额为 0.48 亿元，占总额的 36.09%，集中度一般。

截至 2016 年底，公司应交税费合计 0.75 亿元，较年初增长 193.29%，主要系应交增值税和企业所得税增长所致。

截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债合计 0.82 亿元，较年初变化不大，主要系一年内到期的长期借款。

截至 2016 年底，公司非流动负债合计 8.71 亿元，较年初减少 8.40%，主要系长期借款大幅减少所致；公司非流动负债以长期借款（占比 13.20%）和应付债券（占比 85.85%）为主。

截至 2016 年底，长期借款余额 1.15 亿元，较年初减少 41.59%，主要系偿还部分银行抵押借款及保证借款所致，长期借款偿还期限集中在 2018 年和 2019 年，分别是 0.56 亿元和 0.59 亿元。

截至 2016 年底，公司应付债券余额 7.48 亿元，较年初增长 0.42%，主要为公司于 2012 年发行的规模为 7.5 亿元“12 景兴债”（期限 7 年），随着债券到期临近，公司将面临一定集中偿付压力。

从全部债务来看，截至 2016 年底，随着公司在建项目规模的大幅下降，银行贷款有所减少，公司全部债务减少 22.90% 至 17.75 亿元，其中长期债务减少 8.37% 至 8.63 亿元，占比 48.61%；短期债务减少 32.95% 至 9.12 亿元，占比 51.39%。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较年初分别下降 6.34 个百分点、8.74 个百分点和 3.38 个百分点至 41.02%、34.59% 和 20.45%，整体债务负担有所减轻。

截至 2017 年 3 月底，公司负债总额 22.67 亿元，较年初小幅减少 2.87%，负债结构较年初变动不大，仍以流动负债为主；截至 2017 年 3 月底，公司全部债务 17.11 亿元，较上年末下降 3.57%，其中短期债务 8.48 亿元，长期债务 8.63 亿元，长短期债务规模较为平均，债务结构进一步优化；资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率较年初均小幅下降，分别为 39.36%、32.88%

和 19.82%，债务负担进一步下降。

总体看，公司负债仍以流动负债为主，债务负担有所减轻，债务结构趋于合理。

（2）所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计为 33.56 亿元，较年初增长 11.50%，主要系未分配利润大幅增长所致。其中归属于母公司所有者权益 32.82 亿元，占所有者权益合计的 97.79%。归属于母公司所有者权益中，股本占 33.33%，资本公积占 48.38%，盈余公积占 2.13%，未分配利润占 16.16%，未分配利润占比有所提升。公司资本公积中 96.20%为资本溢价（股本溢价），股本和资本公积占比较高，所有者权益结构的稳定性较好。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计为 34.94 亿元，较年初增长 4.10%，所有者权益构成较年初变化不大。

总体看，2016 年公司所有者权益规模有所增长，权益构成变化不大，权益稳定性较好。

4. 盈利能力

2016 年下半年起，造纸包装行业景气度回升，纸品价格不断上涨，2016 年公司实现营业收入 36.81 亿元，同比增长 24.61%，公司实现净利润 3.15 亿元，较上年增加 3.13 亿元；其中，归属于母公司所有者净利润 3.19 亿元，同比增加 3.07 亿元。

期间费用方面，2016 年公司期间费用 4.64 亿元，同比增长 5.00%。其中，销售费用 1.47 亿元，同比增长 14.85%，主要系职工薪酬及商场促消费较上年增加所致；管理费用 1.92 亿元，同比增长 18.52%，主要系技术开发费及职工薪酬较上年同期增加所致；财务费用 1.25 亿元，同比下降 17.68%，主要系公司汇兑损失及利息支出较上年减少所致。2016 年，公司费用收入比为 12.62%，同比小幅下降，期间费用对利润侵蚀仍显著，费用控制能力有待提升。

从利润构成来看，公司利润总额主要来自于投资收益和营业外收入。2016 年，公司实现投资收益 2.71 亿元，较上年增加 2.35 亿元，主要系公司减持莎普爱思 700 万股股份获得 2.37 亿元收益所致。截至 2016 年底，公司仍持有该公司 1,750 万股股份，占比 9.87%，长期股权投资期末余额 1.57 亿元。2016 年投资收益占营业利润比重为 106.74%，投资收益对公司营业利润贡献较大；2016 年，公司营业外收入 1.25 亿元，较上年增加 0.89 亿元，主要系公司受增值税即征即退 50%的优惠政策影响，收到增值税退税较上年增加所致。依据财税（2015）78 号文件《关于印发资源综合利用产品增值税优惠目录的通知》规定，公司符合《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》中 3.8 条规定（利用废纸进行纸的生产和制造，且废纸利用率达到 70%以上、废水排放符合《制浆造纸工业水污染物排放标准》（GB3544-2008）规定的技术要求；公司符合《制浆造纸行业清洁生产评价指标体系》规定的技术要求且通过 ISO9000、ISO14000 认证），公司享受增值税即征即退 50%的政策可持续性较强。2016 年，公司营业外收入占利润总额的比重为 36.59%，营业外收入对利润总额有较大贡献。

从盈利指标来看，2016 年，公司净利润大幅提升，净资产收益率较上年上升 9.83 个百分点至 9.90%；随着利润总额的提升且全部债务有所下降，公司总资本收益率和总资产报酬率较上年分别上升 5.80 个百分点和 5.74 个百分点至 8.19%和 7.98%。整体看，公司盈利能力较上年有所提升。

2017 年一季度，公司实现营业收入 9.74 亿元，较上年同期增长 28.74%；实现净利润 1.43 亿元，较上年同期减少 11.90%，主要系上年一季度公司出售联营企业股票形成的投资收益较多所致。

总体来看，受益于造纸包装行业景气度回升，纸品价格上涨，公司营业收入较上年有所增加，主营业务亏损减少；由于公司投资收益及营业外收入的大幅提升，公司整体盈利水平较上年有所提高，但主营业务盈利能力仍偏弱。

5. 现金流

从经营活动看，2016 年，公司经营活动现金流入 31.77 亿元，同比增长 42.02%，主要系公司纸品价格上涨，销售收入增加且应收账款回款较多所致；经营现金流出 26.21 亿元，同比增长 29.79%；受以上因素影响，2016 年公司经营活动产生的现金流量净额为 5.56 亿元，同比增长 155.42%。2016 年，公司现金收入比由 2015 年的 71.50% 上升至 81.91%，公司收入实现质量仍一般。

投资活动方面，2016 年，公司投资活动现金流入 16.98 亿元，同比增长 97.81%，主要系公司赎回部分交行理财产品导致所致；投资活动现金流出 16.97 亿元，同比增长 60.41%，主要系公司购买部分交行理财产品所致；受以上因素影响，2016 年公司投资活动产生的现金流量净额为 0.01 亿元，由净流出变为净流入。

筹资活动方面，2016 年，公司筹资活动现金流入 17.51 亿元，同比减少 35.78%，主要系由于公司相关产能扩张项目投资基本完成使得本期借款减少所致；筹资活动现金流出 23.83 亿元，同比减少 21.19%，主要系偿付债务规模下降所致；受以上因素影响，2016 年公司筹资活动产生的现金流量净流出 6.32 亿元，同比增加 3.35 亿元。

2017 年一季度，公司经营活动现金流净额为-2.52 亿元，经营活动现金流净额为负主要系 2017 年一季度产品销售价格有所回落，且公司购买原材料支付的现金增加所致；投资活动现金流净额为 2.03 亿元，筹资活动现金流净额为-0.77 亿元。

总体来看，公司经营活动获得现金的能力有所提升，但收入实现质量一般；公司经营活动现金流能够满足对外投资需求，公司筹资压力较上年有所减轻。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2016 年底，由于公司短期借款规模的减少，公司流动比率和速动比率较年初有所上升，分别由年初 1.22 倍和 0.99 倍上升至 1.47 倍和 1.29 倍；现金短期债务比也有所上升，由 2015 年的 0.85 倍提升至 2016 年的 1.32 倍，现金类资产对短期债务覆盖能力较强；经营现金流流动负债比率由 2015 年的 12.39% 提升至 2016 年的 37.99%，整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2016 年公司 EBITDA 由 2015 年的 3.25 亿元上升至 6.72 亿元，主要系利润总额增长所致；公司 EBITDA 由折旧（占比 31.19%）、摊销（占比 1.10%）、计入财务费用的利息支出（占比 16.74%）和利润总额（占比 50.97%）构成，利润总额占比有较大提升；EBITDA 利息倍数由 2015 年的 2.24 倍上升至 5.75 倍，利息保障程度有所提升；EBITDA 全部债务比由 2015 年的 0.14 倍上升至 0.38 倍，EBITDA 对公司全部债务的保障能力较强。总体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2017 年 4 月底，公司对外担保余额 1.41 亿元，被担保企业为艾特克（0.81 亿元）、平湖热电厂（0.50 亿元）和浙江治丞智能机械科技有限公司（以下简称“治丞智能”）（0.10 亿元），公司与艾特克控股和平湖热电厂签有互保协议，目前两家企业经营正常，艾特克控股 2016 年实现净利润 2,316.53 万元，平湖热电厂 2016 年实现净利润 1,065.31 万元；治丞智能 2016 年实现净利润-1,202.99 万元，公司存在一定的或有负债风险。

截至 2016 年底，公司无重大涉诉事项。

截至 2016 年底，公司及控股子公司共获银行授信 33.11 亿元，其中未使用额度 13.51 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。公司为上市公司，直接融资渠道畅通。

根据人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1033048200025860H），截至 2017 年 4 月 17 日，公司未结清债务中无不良信息，已结清债务中有 3 笔欠息贷款，主要系银行系统升级导致显示出错

及公司出纳操作失误所致，公司过往债务履约情况良好。

总体看，公司短期偿债能力及长期偿债能力较上年均有所上升，整体偿债能力仍属很强。

七、本次公司债偿债能力分析

从资产情况来看，截至2017年3月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达11.72亿元，约为“12景兴债”本金（7.5亿元）的1.56倍，公司现金类资产对本次债券的覆盖程度较高；净资产34.94亿元，约为本次债券本金（7.5亿元）的4.66倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“12景兴债”的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2016年，公司EBITDA为6.72亿元，约为本次债券本金（7.5亿元）的0.90倍，公司EBITDA对本次债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2016年经营活动产生的现金流入31.77亿元，约为债券本金（7.5亿元）的4.24倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内大型包装纸板生产企业之一，在产能规模、节能减排等方面具有优势，在建项目的完工进一步丰富了公司的产品线，公司对“12景兴债”的偿还能力很强。

八、综合评价

浙江景兴纸业股份有限公司作为国内大型包装纸板生产企业之一，在产能规模、节能减排等方面仍具有一定优势；2016年，公司生活用纸产品线完工投产，并受益于造纸行业景气度回升，公司各类产品产销量保持增长，营业收入和净利润同比大幅提升，债务负担进一步降低。同时联合评级也关注到公司生活用纸成品业务仍处于亏损状态、部分业务产能利用率较低，投资收益和营业外收入对利润总额贡献较大以及收入实现质量一般等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

未来随着公司高强度瓦楞纸和生活用纸新增产能逐步释放并被市场消化，将有利于公司丰富产品线、平滑公司产品高度集中的风险，公司未来收入规模和盈利能力有望进一步提升。

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

附件1 浙江景兴纸业股份有限公司

主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额（亿元）	57.18	56.90	57.61
所有者权益（亿元）	30.10	33.56	34.94
短期债务（亿元）	13.61	9.12	8.48
长期债务（亿元）	9.41	8.63	8.63
全部债务（亿元）	23.02	17.75	17.11
营业收入（亿元）	29.54	36.81	9.74
净利润（亿元）	0.02	3.15	1.43
EBITDA（亿元）	3.25	6.72	--
经营性净现金流（亿元）	2.18	5.56	-2.52
应收账款周转次数(次)	5.63	7.65	--
存货周转次数（次）	6.17	9.37	--
总资产周转次数（次）	0.51	0.65	0.17
现金收入比率（%）	71.50	81.91	84.04
总资本收益率（%）	2.39	8.19	--
总资产报酬率（%）	2.24	7.98	--
净资产收益率（%）	0.07	9.90	4.16
营业利润率（%）	12.65	12.86	24.09
费用收入比（%）	14.97	12.62	11.32
资产负债率（%）	47.36	41.02	39.36
全部债务资本化比率（%）	43.33	34.59	32.88
长期债务资本化比率（%）	23.82	20.45	19.82
EBITDA 利息倍数（倍）	2.24	5.75	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.38	--
流动比率（倍）	1.22	1.47	1.62
速动比率（倍）	0.99	1.29	1.19
现金短期债务比（倍）	0.85	1.32	1.38
经营现金流动负债比率（%）	12.39	37.99	-18.08
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.43	0.90	--

注：1、本报告中，部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、关于币种除特别说明外，均指人民币；3、2017 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 2 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 ×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1] ×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 ×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] ×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 ×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入 ×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 ×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 ×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 ×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。