

跟踪评级公告

联合[2018]584 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贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的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公开发行的“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：

二零一八年 五 月 二十四日

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 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA

评级展望：稳定

上次评级结果：AA

评级展望：稳定

债项信用等级

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	7.07 亿元	7 年	AA	AA	2017.5.31

跟踪评级时间：2018 年 5 月 24 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	56.90	62.99	62.16
所有者权益（亿元）	33.56	39.79	40.93
长期债务（亿元）	8.63	7.66	7.66
全部债务（亿元）	17.75	16.36	15.35
营业收入（亿元）	36.81	53.60	13.11
净利润（亿元）	3.15	6.92	1.11
EBITDA（亿元）	6.72	11.39	--
经营性净现金流（亿元）	5.56	-0.10	1.16
营业利润率（%）	12.86	18.84	11.76
净资产收益率（%）	9.90	18.88	2.74
资产负债率（%）	41.02	36.83	34.16
全部债务资本化比率（%）	34.59	29.14	27.27
流动比率（倍）	1.47	1.85	2.07
EBITDA 全部债务比（倍）	0.38	0.70	--
EBITDA 利息倍数（倍）	5.75	11.62	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.95	1.61	--

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、2018 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

跟踪期内，浙江景兴纸业股份有限公司（以下简称“公司”或“景兴纸业”）受益于造纸行业景气度回升，其各类产品销售收入明显增长，公司盈利能力和偿债能力大幅提升，整体债务负担较轻。同时联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到废纸价格波动性较大、公司生活用纸成品业务仍处于亏损状态以及部分业务产能利用率较低等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

未来随着公司持续实施节能改造，提高生产能效，并加大客户的开发力度，改进生活用纸的营销策略，公司未来收入规模和盈利能力有望保持稳定。

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，2017 年公司营业收入较上年有所提升，整体盈利水平较上年大幅提高。

2. 公司在节能环保等方面取得一定研究成果，公司享受增值税即征即退 50%的政策可持续性较强。

3. 跟踪期内，公司盈利能力和偿债能力得到大幅提升，整体债务负担进一步减轻，债务结构趋于合理。

关注

1. 受环保政策影响，2017 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传统零售网络有所萎缩，受原材料涨价影响，毛利率大幅降低，仍处于亏损状态；生活用纸和纸箱及纸板

业务产能利用率仍处于较低水平。

分析师

叶维武

电话: 010-85172818

邮箱: yeww@unitedratings.com.cn

范 琴

电话: 010-85172818

邮箱: fanq@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），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.SZ），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年底，公司总股本为112,845.10万元。公司实际控制人为第一大股东朱在龙先生，持股15.79%，公司股权结构相对分散。

2017年，公司经营范围及组织结构较上年未发生变化。

2017年，公司清算重庆景兴包装有限公司1家子公司。截至2017年底，公司拥有在职员工2,022人，较上年底减少74人。

截至2017年底，公司合并资产总额62.99亿元，负债合计23.20亿元，所有者权益（含少数股东权益）39.79亿元，其中归属于母公司所有者权益38.55亿元。2017年，公司实现营业收入53.60亿元，净利润（含少数股东损益）6.92亿元，其中归属于母公司所有者的净利润6.38亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.10亿元，现金及现金等价物净增加额0.41亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额62.16元，负债合计21.23亿元，所有者权益（含少数股东权益）40.93亿元，其中归属于母公司所有者权益39.63亿元。2018年1~3月，公司实现营业收入13.11亿元，净利润（含少数股东损益）1.11亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.03亿元；经营活动产生的现金流量净额1.16亿元，现金及现金等价物净增加额-1.78亿元。

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，2017年10月25日支付本期债券第五期利息5,535.00万元。

2017年10月25号，“12景兴债”回售有效申报数量为429,891张，回售金额为46,161,695.58元（含利息），剩余托管数量为7,070,109张，剩余债券金额7.07亿元。

三、行业分析

公司主要业务为原纸、纸箱及纸板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

2017年全球经济复苏缓慢，我国经济增长缓中趋稳，年度GDP较上年增长6.9%，我国经济平稳向好，随着供给侧的改革效应逐步显现，国民经济运行平稳，逐渐适应经济发展新常态，我国造纸行业经过近几年调整，供需结构已得到改善，行业景气度有较大幅度提升。2017年我国造纸及纸制品业实现主营业务收入15,203.00亿元，较上年增长13.60%，增速较上年提高7.10个百分点，利润总额达1,028.60亿元，较上年增长36.20%。从主要产品产量情况来看，我国机制纸及纸板产量为12,542.01万吨，较上年增长3.10%。从区域分布情况来看，我国机制纸和纸板产量主要集中在山东、广东、浙江、江苏、河南等地区，2017年，其中，广东省机制纸及纸板产量为2,177.74万吨，较上年同期增长2.36%，是全国机制纸及纸板产量最高的地区。

从上游原材料供应来看，造纸业的主要原材料是纸浆和废纸，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。2017年，我国纸浆进口量为2,372万吨，较上年增长12.60%；进口金额为153.42亿美元，较上年增长25.30%。2017年，我国废纸进口量为2,572万吨，较上年下降9.80%；进口金额达58.75亿美元，较上年增长17.80%。受“禁废令”和排污许可证等政策实施影响，2017年，废纸进口总体呈现量减价升的趋势。

从国际废纸的价格走势看，2016年以来，美废受周期旺季和美国造纸结构变化影响率先提价，进口废纸价格处于上涨态势。2017年外废价格出现大幅波动，3月份开始，价格出现下跌，4月起价格继续回升，受禁废令影响，美废、欧废和日废均出现下跌，8月起价格继续回升走高，截至2017年底，外废价格平均160美元/吨。

从国内废纸价格走势来看，2016年前三季度整体较平稳，受美废价格提升影响，四季度起国废价格随之上涨；2017年8月中旬，环保部发布的新版《进口废物管理目录》中，将未经分拣的废纸从限制进口调整为禁止进口，由于废纸进口周期大概为3个月左右，国内造纸企业基于原材料备货需求，抢占国废份额推高了价格上涨；2017年6月以来，受“禁废令”影响，国废价格出现大幅度上涨，已达到了自2012年以来的最高价格，国废与美废、欧废、日废价格出现分化。废纸浆为箱板纸和瓦楞纸等包装用纸的主要原料，受该类纸种需求支撑的影响，国内各企业开始争夺国废份额，将进一步推高国废价格。

纸品价格方面，受益于供给侧结构性改革、环保政策加码以及造纸行业去产能加速等因素影响，2017年以来，行业内已迎来数轮提价，行业内盈利能力继续改善，集中度和景气度大幅提升。2017年，国内主要纸品价格依旧呈上升趋势，且有较大幅度提高。具体来看，包装纸中的白卡纸出厂价由2016年底的6,400元/吨升至2018年初的7,425元/吨；文化用纸中的铜版纸价格有2016年底的5,925元/吨升至2017年底的7,625元/吨；文化用纸中的双胶纸由2016年底的6,000元/吨升至2017年底的7,700元/吨。

从行业政策来看，2017年8月31日，环境保护部在京召开座谈会，贯彻落实《京津冀及周边地区2017-2018年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》（以下简称“攻坚方案”）及六个配套方案。2017年9月1日，新一轮环保强化督查正式启动，本轮强化督查将派出100多督查组，将从2017年9月1日至2018年3月29日，进行为期7个月的督查，督查范围覆盖京津冀及周边28个地区。（2017年10月底前，纳入2017年度淘汰清单中的4.4万台燃煤锅炉全部“清零”。2017年

11月1日起，不达标或未达到相关排放要求的燃煤锅炉，一律停产改造。)

2017年8月中旬，环保部发布的新版《进口废物管理目录》2017中，将未经分拣的废纸从限制进口调整为禁止进口。禁废令使得造纸企业开始面临原材料危机，转向国内废纸份额的争夺。同时国内废纸回收体系不健全，回收率较低，目前不能满足外废供应缺口，这很大程度上推高了原材料价格的上升，进而带动了纸品价格的上涨。

从行业竞争来看，受益于供给侧改革和更严厉的环保政策的实施，中小企业落后产能不断出清。截至2017年底，造纸和纸制品规模以上企业数为6,681家，较2016年底同期减少了23家，行业集中度进一步提升。

总体看，2017年，受益于供给侧改革成果显现、环保要求提高和需求旺盛等因素影响，国内造纸行业供需结构和收入得到明显改善，产销量小幅上涨，主要产品价格大幅上行，行业景气度较高。未来行业内资源优势明显并且满足环保要求的大型企业具备较强的竞争优势，有望获得较好的发展。

2. 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，国内经济运行处在供给侧两端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) 产品结构保持稳定，集中度进一步提升

随着供给侧改革及更严厉的环保政策的实施，预计未来造纸行业生产量和需求量仍将保持稳定，行业集中度将进一步提升；环保趋严不断推高企业生产成本，特别是“禁废令”的颁布，未来废纸价格仍将维持高位，各类纸品价格将得到支撑。

(2) 减排政策和管理力度加大，企业环保成本大幅提高

随着国家和地方对废水废气的排放标准不断提高，水、电等资源价格的上调，相关企业都存在潜在的环保风险和成本压力。通过征收环保税、环保督查常态化以及排污许可证制度等环保政策，生产企业在三废治理方面的投入和运行成本将进一步增加。随着淘汰落后产能的力度继续加大，有望进一步加速行业内企业分化和深度调整。

总体看，未来造纸企业将面临产品结构优化、产品创新转型、原材料成本控制和环保成本提高等多因素挑战，行业内企业分化和结构调整或将加速。

四、管理分析

跟踪期内，公司主要管理制度及公司董事、监事及高管构成较上年未发生变化。

总体看，跟踪期内，公司高管及核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作良好。

五、经营分析

1. 经营概况

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，受造纸行业景气度回升，纸品价格不断上涨的影响，2017年，公司实现营业收入53.60亿元，较上年增长45.60%；公司实现净利润6.92亿元，较上年增长119.64%；2017年，公司主营业务收入为53.46亿元，较上年增长45.87%，占营业收入比重为99.75%，主营业务突出。

从主营业务各板块收入来看，2017年，公司原纸收入44.88亿元，较上年增长46.96%，主要系受

废纸原料等成本上涨的推动，公司大幅度提高产品售价所致，原纸收入占主营业务收入83.94%，较上年上升0.62个百分点，仍是公司收入的主要来源；纸箱及纸板收入4.91亿元，较上年增长42.52%，主要系产品价格快速增长所致，纸箱及纸板占主营业务收入9.18%，较上年变化不大；生活用纸收入3.68亿元，较上年增长37.67%，主要系生活用纸中原纸销售量增长所致，生活用纸收入占主营业务收入的6.88%，较上年下降0.41个百分点。

表 1 2016~2017 年公司主营业务收入及成本情况（单位：万元，%）

项目	2016 年			2017 年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
原纸	305,378.16	83.32	14.71	448,785.30	83.94	22.12
纸箱及纸板	34,420.21	9.39	10.90	49,053.99	9.18	12.82
生活用纸	26,720.71	7.29	8.12	36,785.23	6.88	2.37
合计	366,519.08	100.00	13.87	534,624.51	100.00	19.91

资料来源：公司年报

从毛利率来看，受公司产品价格提升影响，2017年，公司原纸产品毛利率上升7.41个百分点至22.12%；纸箱及纸板毛利率小幅变动，由10.90%上升至12.82%；受木浆价格上涨，且公司在生活用纸市场话语权不足而无法通过提价来转移成本的影响，生活用纸毛利率由8.12%下降至2.37%。受益于原纸板块毛利率上升，公司综合毛利率上升至19.91%。

2018年1~3月，公司实现营业收入13.11亿元，较上年同期增长34.56%，主要系销量较上年同期增加所致；实现净利润1.11亿元，较上年同期下降22.41%，主要系在一季度生产过程中大量使用了价格较高的国内废纸，使得营业成本较上年同期增加所致。

总体看，2017年，公司收入规模继续增长，产品结构未发生重大变化；受益于原纸毛利率上升，公司综合毛利率有所上升。

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，2017年，占生产成本的平均比重为75%左右，较上年占比有所提升。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。

2017年，公司原纸产量增长，同时公司对主要原材料进行部分采购储备。从原材料采购量来看，由于环保部对进口废纸实施了更为严格的额度审批制度，废纸的进口量较上年下降，国内废纸采购量有所增长。具体来看，国内废纸采购量较上年增长18.11%至948,446.10吨；公司进口废纸采购量较上年下降7.92%至495,118.60吨，主要系美国废纸和日本废纸采购量下降所致；2017年，公司木浆采购量较上年增长12.45%至71,239.84吨。

从采购价格来看，受环保部对进口废纸实施了更为严格的额度审批制度影响，废纸的进口量较上年下降，使得原纸生产企业对国内废纸需求急剧增加，2017年国内外废纸价格一路攀升。具体来看，2017年，国内废纸平均采购价格较上年上升59.01%至2,110.02元/吨；进口废纸采购均价较上年上升36.05%至1,840.26元/吨。2017年，公司木浆采购价格上升24.10%至4,466.76元/吨。

表 2 2016~2017 年公司主要原材料采购情况（单位：吨，元/吨）

产品	项目	2016 年	2017 年
木浆	采购量	63,354.79	71,239.84
	采购均价	3,599.27	4,466.76
国内废纸	采购量	803,007.36	948,446.10
	采购均价	1,326.94	2,110.02
进口废纸	采购量	537,678.62	495,118.60
	采购均价	1,352.66	1,840.26

资料来源：公司提供

2017年，公司前五大原材料供应商采购金额占总采购金额的20.97%，较上年下降5.38个百分点，集中度一般。

从结算方式来看，2017年，由于国内废纸采购量增加，现金支付的比例较上年有所提升。

总体看，2017年，受环保政策影响，公司木浆及废纸采购均价有所上升，不利于公司控制生产成本；公司国内废纸采购量增长，国外废纸采购量下降，其总采购量受公司产量及采购备货影响而有所增长。

（2）产品生产

公司仍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，2017年，公司原纸产能为135万吨，较2016年未发生变化。从原纸产量上看，2017年，公司原纸产量为133.68万吨，较上年增长7.26%，主要系牛皮箱板纸产量增加所致。具体来看，牛皮箱板纸产量由于市场需求增长由上年的70.56万吨增加至80.34万吨，较上年增长13.86%；白面牛卡纸产量较上年增长1.80%至9.07万吨；高瓦纸产量较上年下降3.61%至32.53万吨；其他纸产量较上年变化不大。2017年，公司原纸产品整体产能利用率为99.02%，较2016年有所提升。

表 3 2016~2017 年公司原纸各产品产量情况（单位：万吨）

原纸产品	2016 年	2017 年
牛皮箱板纸	70.56	80.34
白面牛卡纸	8.91	9.07
高瓦纸	33.75	32.53
其他纸	11.41	11.74
合计	124.63	133.68

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，公司于2016年建设完成了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，2017年，公司生活用纸原纸产能为6.80万吨/年，较上年未发生变化。2017年，随着生活用纸原纸销量的增长，公司生活用纸原纸产量5.51万吨，较上年增长24.94%；库存量0.26万吨，较上年增长13.04%；2017年，公司生活用纸原纸产能利用率由上年的64.85%上升至81.03%，产能利用率大幅提升。此外，公司卷筒卫生纸、软抽面巾纸、手帕纸等生活用纸成品产能200万箱/年，较上年未发生变化；2017年生活用纸成品产量为70.00万箱，较上年下降21.86%，主要系2017年木浆价格一直处于高位，且公司由于生活用纸市场话语权不足而无法通过提价来转移成本，公司生产成本居高不下，因此公司主动销售库存所

致；库存量为15.16万箱，较上年下降33.89%，产能利用率为35.00%，较上年有所下降，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2家控股子公司负责运营。从生产情况来看，截至2017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，较上年未发生变化；随着纸箱及板纸销量的提升，2017年，纸箱及板纸产量12,803.54万平方米，较上年增长6.17%；库存量为160.50万平方米，较上年增长4.83%；产能利用率为34.60%，产能利用率仍较低。

总体看，2017年，公司原纸、纸箱及纸板和生活用纸原纸产量较上年有所提升，生活用纸成品产量较上年下降，生活用纸和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，2017年，公司共计实现原纸销量124.11万吨，较上年增长1.05%；除牛皮箱板纸销量较上年增长6.64%以外，其他原纸产品销量较上年均有所下降，主要系公司产能有限，而牛皮箱板纸的客户需求较为稳定，公司倾向于牛皮箱板纸的生产与销售所致。2017年，原纸各产品产销率均较上年有所下降，但仍维持在较高水平，同时库存量较上年上升165.61%至5.87万吨。从销售价格情况来看，受公司产品提价影响，公司各产品销售均价较上年均有40%以上的提升。公司江浙沪三地销售额占公司主营业务收入的91.04%，区域集中度进一步上升，面临一定的区域集中风险。

表4 2016~2017年公司原纸各产品销售情况（单位：万吨，元/吨，%）

项目	2016年			2017年		
	销量	销售均价	产销率	销量	销售均价	产销率
牛皮箱板纸	69.45	2,590.13	98.43	74.06	3,734.04	92.18
白面牛卡纸	9.32	3,035.18	104.60	8.69	4,328.31	95.81
高瓦纸	32.47	2,377.57	96.21	29.97	3,462.39	92.13
其他纸	11.58	1,727.59	101.49	11.39	2,709.72	97.02
合计	122.82	--	--	124.11	--	--

资料来源：公司提供

公司生活用纸的生产销售以原纸销售为主，终端生活用纸成品以重建销售渠道和产品开发为主。2017年，公司生活用纸原纸实现销量4.93万吨，较上年增长33.60%，主要系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83.67%提升至89.47%。生活用纸原纸的下游客客户主要有两家，分别是苏州旨品贸易有限公司（以下简称“旨品贸易”）和苏州亚青贸易有限公司（以下简称“亚青贸易”），2017年度公司对旨品贸易的销售额为2.41亿元，占生活用纸原纸销售总额的75.85%，对亚青贸易的销售额为0.77亿元，占生活用纸原纸销售总额的24.15%，客户集中度高。

2017年，公司生活用纸成品实现销量79.44万箱，较上年下降12.02%，主要系下游经销门店数量减少，同时公司销售策略以生活用纸原纸销售为主所致；产销率为113.49%，较上年有所提升。从传统销售渠道方面看，2017年，公司“品萱”系列生活用纸成品的零售传统渠道基本维持2016年的22家连锁零售系统，但各渠道中门店数量有所减少，传统零售网络有所萎缩，2017年下半年，公司调整了渠道策略，更多地转向了电商和非传统流通渠道的布建。

2017年，公司纸箱及纸板销量随着行业景气度的提升而增加，实现销量12,595.75万平方米，较上年增长6.69%，产销率为98.38%，维持在较高水平；公司纸箱及纸板主要客户包括无锡市博尔森包装制品有限公司、平湖三鑫纸塑有限公司、弓箭玻璃器皿（中国）有限公司、上海华银日用品

有限公司、上海和黄白猫有限公司等,前五名包装业务销售额为 1.07 亿元,较 2016 年增长 103.63%,占公司总销售额的 1.99%,集中度较上年下降 11.56 个百分点,集中度低。

总体看,2017 年,公司原纸产品销量变化不大,各产品销售价格均较上年大幅上涨,原纸产销率较上年有所下降;生活用纸成品原纸销量较上年出现大幅增长。

3. 环保与节能减排

公司是首批获得全国唯一编码排污许可证的 19 家企业之一,在环保装备、环保技术及环保标准执行方面有着明显的优势。通过工艺改进,公司目前平均吨纸污水排放量为 4~5 吨,远低于行业 60 吨的平均水平。生产废水的最终排放,主要通过嘉兴市联合污水处理网进行集中处理,管网排放的优势避免了公司因环保达标的争议而影响正常的生产经营。由于管网系统的规模优势,所收取的排污费用低于行业一般公司自主的污水处理日常运营费用,较低的固定资产投资和运营费用使公司在环保方面具有一定成本优势。

2017 年,公司开展研发项目 27 项,其中 1 项国家重大专项(造纸废水深度处理回用与资源化利用升级改造技术研究与工程示范),1 项平湖市科技项目(废纸造纸废水厌氧反应器前端除钙技术),新开展研发项目 20 项,完成科研成果转化 16 项。2017 年,公司完成循环烟箱专用箱板纸、循环烟箱专用瓦楞原纸、本色烟用包装牛卡纸、防潮型瓦楞原纸四个新产品鉴定工作。公司“环保型白面牛卡纸”获得 2017 年平湖市科技进步一等奖,“环保型低克重高强度瓦楞原纸”获得 2017 年度嘉兴市科技进步二等奖。

总体看,公司重视节能减排及环保工作,在相关方面取得一定研究成果,公司环保优势明显。

4. 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,本公司与平湖市曹桥金地开发有限公司(以下简称“平湖开发”)签订《搬迁补偿协议》,对本公司老厂宗地编号为 18-16-11-1 的土地使用权及地上建筑物进行拆迁。按协议平湖开发应支付上述相关的搬迁补偿款为 8,408.00 万元。截至 2017 年 12 月 31 日,公司已收到搬迁补偿款,相关搬迁事项已完成。

总体看,本次厂房搬迁未对公司正常生产经营产生影响,对公司 2017 年利润产生一定影响。

5. 对外投资

经公司 2017 年第三次临时股东大会批准,公司全资子公司上海景兴实业投资有限公司(以下简称“上海景兴公司”)于 2017 年 10 月出资 3,000 万元认缴宣城正海资本创业投资基金(有限合伙) 15% 基金份额,成为其有限合伙人(LP)。宣城正海基金于 2017 年 10 月 19 日完成工商变更登记。

经公司 2017 年第四次临时股东大会批准,上海景兴公司认购 5,000 万元上海金浦并购股权投资基金合伙企业(有限合伙)的基金份额,成其有限合伙人(LP),2018 年 2 月上海景兴公司根据基金认购协议缴付第一期 1,500 万元出资额。截至目前,该基金相关工商变更程序已完成。

经公司 2017 年第三次临时股东大会批准,上海景兴公司下属全资子公司浙江景兴创业投资有限公司(以下简称“景兴创投公司”)于 2017 年 12 月出资 2,850 万元参与翔宇药业股份有限公司的非公开增发。本次增发完成后,景兴创投公司持有该公司 300 万股股份,占其总股本的 1.56%,截至目前,本次增发的工商变更手续尚未完成。

总体看,2017 年,公司通过上海景兴公司投资认购产业基金等形式进行对外投资,联合评级将持续关注上述投资项目的收益情况。

6. 经营关注

（1）政策变动风险

近年来，随着人民群众对环境要求的不断提升，国家在对造纸行业监管、政策的引导等方面也发生一些变化。行业政策的变化将对公司发展战略、经营策略等方面产生较大的影响，从而增加公司未来经营的不确定性。

（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 75%左右。2017 年，原材料的供应价格受环保政策特别是进口废纸额度的审批、国际政治局势以及国际市场供求关系的影响而有所上升，并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 91.04%，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仍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，同时木浆价格上涨，而公司在生活用纸市场话语权不足而无法通过提价来转移成本的影响，因此 2017 年度生活用纸成品毛利率大幅降低，销量有所下降，产能利用率仍较低，毛利润亏损-171.48 万元。

7. 未来发展

2017 年，受益于造纸行业周期回升，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。

工业用纸业务方面，公司加强市场预判，把握机遇降低风险；实施节能改造，提高生产效率；坚持清洁制造，实现绿色发展；2018 年，公司将从行业内并购、向外设立生产基地，上游原料供应等多维度研究公司未来增长模式。

包装纸箱业务，2018 年，公司将加强拓展市场的主动性和新产品开发，以创新的销售策略，开发更多优质的大客户；同时公司将提升设备特别是后道设备的 AI 智能化率，强化产品质量管控，实施客户数据的动态管理，对订单进行全流程跟踪，加大优质客户的开发力度，优化产品和客户结构，进一步提升产能利用率和产品毛利。

生活用纸方面，公司确立电商模式下生活用纸终端产品营销策略，围绕消费需求开发产品，建立完善针对电子商务的仓储物流管理模式，降低物流成本。

对外投资方面，公司将完善投资管理；密切跟踪已投资项目和企业的经营情况，继续促进被投资企业的规范运作，关注其所处行业变化趋势，对行业出现重大风险，或已触发回购条件的企业或项目做出理性判断，及时做好止损的应对措施。

总体看，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 2017 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；2018 年一季度财务数据未经审计。公司依照财政部发布的《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》（财会[2017]13 号）、《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会[2017]30 号）的规定对公司会计政策进行变更。本次会计政策调整仅对公司财务报表项目列示产生影响。2017 年，公司清算合并单位 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 2017 年底，公司合并资产总额 62.99 亿元，负债合计 23.20 亿元，所有者权益（含少数股东权益）39.79 亿元，其中归属于母公司所有者权益 38.55 亿元。2017 年，公司实现营业收入 53.60 亿元，净利润（含少数股东损益）6.92 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 6.38 亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.10 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.41 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 62.16 元，负债合计 21.23 亿元，所有者权益（含少数股东权益）40.93 亿元，其中归属于母公司所有者权益 39.63 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 13.11 亿元，净利润（含少数股东损益）1.11 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.03 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.16 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.78 亿元。

2. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产合计 62.99 亿元，较年初增长 10.69%；其中流动资产占比 45.19%，非流动资产占比为 54.81%，流动资产占比较年初上升 7.28 个百分点，公司资产结构仍以非流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产合计 28.46 亿元，较年初增长 31.96%，以货币资金（占比 11.30%）、应收票据（占比 52.08%）、应收账款（占比 19.46%）和存货（占比 16.57%）为主。

截至 2017 年底，公司货币资金余额 3.22 亿元，较年初增长 14.61%，主要系生产经营规模的扩大所致，主要由银行存款构成（占比 99.15%）。公司货币资金中使用受限资金 200.00 万元，主要为保证金。

截至 2017 年底，公司应收票据为 14.82 亿元，较年初增长 60.41%，主要系下游客户采用票据结算增长所致，其中已质押的应收票据为 0.21 亿元，公司应收票据全部为银行承兑汇票。

截至 2017 年底，公司应收账款为 5.54 亿元，较年初增长 31.97%，主要系销售规模扩大所致，公司累计计提坏账准备 0.28 亿元，计提比例为 4.74%，公司应收账款中账龄在 1 年以内的占比为 95.69%，账龄较短；应收账款前五大欠款方合计占比为 12.53%，集中度不高。

截至 2017 年底，公司存货为 4.72 亿元，较年初增长 75.05%，主要系年初原材料和产成品的库存量都较低，年末原材料和成品库存数量增加所致；存货主要由原材料（占比 51.10%）和库存商品（占比 48.89%）构成，公司对库存商品计提跌价准备 529.57 万元，计提比例为 1.11%。废纸价格波动较大，公司存货存在一定跌价风险。

（2）非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 34.53 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 8.79%）、固定资产（占比 79.65%）和无形资产（占比 5.36%）为主。

截至 2017 年底，公司长期股权投资 3.03 亿元，较年初增长 12.22%，主要系公司新增对宣城正海基金的投资，且平湖市民间融资服务中心有限公司核算方式调整转入长期股权投资所致，以及在权益法下确认的莎普爱思的投资收益增加所致。

截至 2017 年底，公司固定资产为 27.50 亿元，较年初下降 6.49%。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占比 25.07%）、构筑物（占比 6.41%）、专用设备（占比 66.20%）构成。截至 2017 年底，公司固定资产累计计提折旧 12.17 亿元，计提减值准备 0.05 亿元，固定资产成新率为 71.98%，成新率尚可。公司固定资产中尚有账面价值 0.23 亿元房屋及建筑物产权证在办理中，固定资产受限金额为 8.79 亿元，占比 31.97%，受限比例较高，主要系借款抵押所致。

截至 2017 年底，公司无形资产为 1.85 亿元，较年初变化不大。

截至 2017 年底，公司受限资产 10.26 亿元，占总资产的比例为 16.30%，受限比例一般。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额为 62.16 亿元，较年初小幅下降 1.31%，其中流动资产占比 44.68%，非流动资产占比 55.32%，占比较年初变化不大。

总体看，2017 年底，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，受限比例一般，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

截至 2017 年底，公司负债合计 23.20 亿元，较年初变化不大。公司流动负债占比由 2016 年底的 62.69% 上升至 66.42%，负债结构仍以流动负债为主。

截至 2017 年底，公司流动负债合计 15.41 亿元，较年初增长 5.30%，主要系应交税费及其他应付款增加所致。公司流动负债构成以短期借款（占比 52.84%）、应付账款（占比 14.69%）、其他应付款（占比 14.11%）和应交税费（占比 10.48%）为主。

截至 2017 年底，公司短期借款 8.14 亿元，较年初变化不大，公司短期借款由质押借款（占比 5.88%）、抵押借款（占比 9.83%）、保证借款（占比 18.03%）、信用借款（占比 26.96%）和抵押及保证借款（占比 39.30%）构成。

截至 2017 年底，应付账款 2.26 亿元，较年初下降 16.05%，主要系进口废纸采购量较上年同期有所下降所致。

截至 2017 年底，公司其他应付款 2.17 亿元，较年初增长 63.41%，主要系应付限制性股票增加所致；公司其他应付款由运输及仓储费（占比 10.99%）、工程及设备款（占比 17.10%）、质保金及押金（占比 6.46%）、限制性股票（占比 53.32%）、水电汽等动力费（占比 2.89%）和其他（占比 9.24%）构成。

截至 2017 年底，公司应交税费合计 1.62 亿元，较年初增长 115.24%，主要系应交增值税和企业所得税增长所致。

截至 2017 年底，公司非流动负债合计 7.79 亿元，较年初下降 10.56%，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 7.57%）和应付债券（占比 90.76%）为主。

截至 2017 年底，长期借款余额 0.59 亿元，全部为抵押借款，较年初下降 48.70%，主要系偿还部分银行借款所致，长期借款偿还期限集中在 2019 年。

截至 2017 年底，公司应付债券余额 7.07 亿元，较年初下降 5.43%，全部为 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 2017 年底，随着公司银行借款的减少，公司全部债务减少 7.80% 至 16.36

亿元，其中长期债务减少 11.20%至 7.66 亿元，占比 46.81%；短期债务减少 4.58%至 8.70 亿元，占比 53.19%；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 4.19 个百分点、5.45 个百分点和 4.30 个百分点至 36.83%、29.14%和 16.14%，整体债务负担有所减轻。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额 21.23 亿元，较年初下降 8.47%，负债结构较年初变动不大，仍以流动负债为主；截至 2018 年 3 月底，公司全部债务 15.35 亿元，较年初下降 6.22%，主要系短期债务减少所致；其中短期债务 7.69 亿元，长期债务 7.66 亿元，长短期债务规模较为平均；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均小幅下降，分别为 34.16%、27.27%和 15.77%，债务负担进一步减轻。

总体看，2017 年底，公司负债规模较年初变化不大，仍以流动负债为主，整体债务负担较轻。

（2）所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计为 39.79 亿元，较年初增长 18.56%，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 38.55 亿元，占所有者权益合计的 96.89%。归属于母公司所有者权益中，股本占 29.27%，资本公积占 43.60%，盈余公积占 3.00%，未分配利润占 27.13%，未分配利润占比有所提升。公司 95.71%的资本公积为资本溢价（股本溢价），股本和资本公积占比比较高，所有者权益结构的稳定性较好。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计为 40.93 亿元，较年初增长 2.86%，所有者权益构成较年初变化不大。

总体看，2017 年底，公司所有者权益规模有所增长，股本和资本公积占比较高，权益稳定性较好。

4. 盈利能力

由于造纸包装行业景气度回升，纸品价格不断上涨，2017 年公司实现营业收入 53.60 亿元，较上年增长 45.60%，公司实现净利润 6.92 亿元，较上年增长 119.64%；其中，归属于母公司所有者净利润 6.38 亿元，较上年增长 100.14%。

期间费用方面，2017 年公司期间费用 5.19 亿元，较上年增长 11.70%。其中，销售费用 1.67 亿元，较上年增长 13.81%，主要系运输仓储费及销售职工薪酬较上年增加所致；管理费用 2.59 亿元，较上年增长 35.05%，主要系技术开发费增加及 2017 年公司实施股权激励，新增股权激励费用所致；财务费用 0.92 亿元，较上年下降 26.56%，主要系有息债务规模下降所致。2017 年，公司费用收入比为 9.68%，较上年下降 2.94 个百分点，费用控制能力较强。

从利润构成来看，2017 年，公司实现投资收益 0.36 亿元，较上年下降 86.71%，主要系公司 2016 年减持莎普爱思 700 万股股份获得 2.37 亿元投资收益所致。截至 2017 年底，公司仍持有该公司 23,828,620 股股份，占其股本比例为 9.60%。2017 年投资收益占营业利润比重为 4.50%，投资收益对公司营业利润贡献一般；2017 年，公司其他收益 2.33 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。2017 年，公司其他收益占营业利润的比重为 29.04%，其他收益对营业利润有一定贡献。

从盈利指标来看，2017 年，公司净利润大幅提升，净资产收益率较上年上升 8.98 个百分点至

18.88%；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 6.52 个百分点和 7.03 个百分点至 14.71%和 15.01%。整体看，公司盈利能力较上年有所提升。

2018年1~3月，公司实现营业收入13.11亿元，较上年同期增长34.56%，主要系销量较上年同期增加所致；实现净利润1.11亿元，较上年同期下降22.41%，主要系在一季度生产过程中大量使用了价格较高的国内废纸，使得营业成本较上年同期增加所致。

总体来看，2017 年，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，其他收益对营业利润有较大贡献，公司整体盈利能力较上年有所提高。

5. 现金流

从经营活动看，2017 年，公司经营活动现金流入 43.78 亿元，较上年增长 37.82%，主要系公司纸品价格上涨，销售收入增加所致；经营现金流出 43.88 亿元，较上年增长 67.44%，主要系纸品原材料价格大幅上涨，同时公司本年度增加部分原材料及库存商品备货所致；受上述因素影响，2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额为-0.10 亿元，较上年增加流出 5.66 亿元，主要系进口废纸应付账款金额下降，而国内废纸以现金结算为主且公司增加部分备货使得经营性现金流出较多所致。2017 年，公司现金收入比由 2016 年 81.91%下降至 76.61%，主要系本年度公司采用票据结算方式收款增加所致。

投资活动方面，2017 年，公司投资活动现金流入 19.81 亿元，较上年增长 16.66%，主要系公司赎回部分理财产品导致所致；投资活动现金流出 17.40 亿元，较上年变化不大；受上述因素影响，2017 年，公司投资活动产生的现金流量净额为 2.41 亿元，较上年增加流入 2.40 亿元。

筹资活动方面，2017 年，公司筹资活动现金流入 15.72 亿元，较上年下降 10.19%，主要系本期借款减少所致；筹资活动现金流出 17.68 亿元，较上年减少 25.82%，主要系偿还债务规模下降所致；受以上因素影响，2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净流出-1.95 亿元，流出规模较上年减少 4.37 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流净额为 1.16 亿元；投资活动现金流净额为-1.84 亿元，较上年同期增加流出 3.87 亿元，主要系购买理财产品增加所致；筹资活动现金流净额为-1.13 亿元，较上年同期减少 47.94%，主要系借款减少所致。

总体看，2017 年，由于增加废纸备货，公司经营活动现金流量净额由正转负，投资活动产生的现金流量净额流入有所增加，外部筹资压力较小。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.85 倍和 1.54 倍，均较年初小幅上升；2017 年，公司现金短期债务比由 2016 年的 1.32 倍上升至 2.07 倍，现金类资产对短期债务覆盖能力较强，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2017 年，公司 EBITDA 由 2016 年的 6.72 亿元上升至 11.39 亿元，主要系利润总额增长所致；公司 EBITDA 由折旧（占比 20.37%）、摊销（占比 0.59%）、计入财务费用的利息支出（占比 8.61%）和利润总额（占比 70.43%）构成，利润总额占比有较大提升；EBITDA 利息倍数由 2016 年的 5.75 倍上升至 11.62 倍，利息保障能力大幅提升；EBITDA 全部债务比由 2016 年的 0.38 倍上升至 0.70 倍，EBITDA 对公司全部债务的保障能力较强，公司长期偿债能力较强。

截至 2017 年底，公司对外担保余额 2.06 亿元，占净资产的 5.18%，占比较低。被担保企业为艾特克控股集团股份有限公司（以下简称“艾特克控股”）（0.80 亿元）、平湖弘欣热电有限公司（以

下简称“平湖热电公司”）（1.14 亿元）、浙江治丞智能机械科技有限公司（以下简称“治丞机械”）（0.12 亿元）；其中，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 2017 年实现净利润 1,043.27 万元，平湖热电公司 2017 年实现净利润 7,203.38 万元，治丞机械 2017 年实现净利润-436.50 万元，公司存在一定或有负债风险。

截至 2017 年底，公司无重大（涉案金额超过 500 万以上）涉诉事项。

截至 2017 年底，公司及控股子公司共获银行授信 35.23 亿元，其中未使用额度 15.89 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 2018 年 4 月 3 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2018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15.45亿元，约为“12景兴债”本金（7.07亿元）的2.19倍，公司现金类资产对本次债券的覆盖程度较高；净资产40.93亿元，约为本次债券本金（7.07亿元）的5.79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，2017年，公司EBITDA为11.39亿元，约为本次债券本金（7.07亿元）的1.61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2017年经营活动产生的现金流入43.78亿元，约为债券本金（7.07亿元）的6.19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，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、节能环保等方面仍具有一定优势；2017 年，公司受益于造纸行业景气度回升，公司各类产品销售收入大幅提升，公司盈利能力有所提升，债务负担进一步降低。同时联合评级也关注到公司原材料废纸采购均价有所上升、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，其他收益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。

未来随着公司持续实施节能改造，提高生产能效，并加大客户的开发力度，改进生活用纸的营销策略，公司未来收入规模和盈利能力有望保持稳定。

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	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	56.90	62.99	62.16
所有者权益（亿元）	33.56	39.79	40.93
短期债务（亿元）	9.12	8.70	7.69
长期债务（亿元）	8.63	7.66	7.66
全部债务（亿元）	17.75	16.36	15.35
营业收入（亿元）	36.81	53.60	13.11
净利润（亿元）	3.15	6.92	1.11
EBITDA（亿元）	6.72	11.39	--
经营性净现金流（亿元）	5.56	-0.10	1.16
应收账款周转次数（次）	7.65	10.52	--
存货周转次数（次）	9.37	11.45	--
总资产周转次数（次）	0.65	0.89	0.21
现金收入比率（%）	81.91	76.61	108.26
总资本收益率（%）	8.19	14.71	--
总资产报酬率（%）	7.98	15.01	--
净资产收益率（%）	9.90	18.88	2.74
营业利润率（%）	12.86	18.84	11.76
费用收入比（%）	12.62	9.68	8.05
资产负债率（%）	41.02	36.83	34.16
全部债务资本化比率（%）	34.59	29.14	27.27
长期债务资本化比率（%）	20.45	16.14	15.77
EBITDA 利息倍数（倍）	5.75	11.62	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.38	0.70	--
流动比率（倍）	1.47	1.85	2.07
速动比率（倍）	1.29	1.54	1.67
现金短期债务比（倍）	1.32	2.07	2.01
经营现金流动负债比率（%）	37.99	-0.65	8.64
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.95	1.61	--

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、2018 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	
总资产收益率	(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。