

上海新世纪资信评估投资服务有限公司信用评审委员会

## 信用评级结果通知书

编号：2020—债评—0014

浙江景兴纸业股份有限公司：

经过本评级机构信用评级委员会评审，确定贵公司主体信用等级为 AA 级，评级展望为“稳定”，浙江景兴纸业股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券信用等级为 AA 级。

特此通知。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2020 年 1 月 7 日

浙江景兴纸业股份有限公司  
公开发行 A 股可转换公司债券  
**信用评级报告**

 上海新世纪资信评估投资服务有限公司  
*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

## 概述

编号:【新世纪债评(2020)010051】

评级对象: 浙江景兴纸业股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券

主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA

计划发行: 不超过 12.80 亿元

本期发行: 不超过 12.80 亿元

存续期限: 6 年

增级安排: 无

评级时间: 2020 年 1 月 13 日

发行目的: 全部用于马来西亚年产 80 万吨废纸浆板项目

偿还方式: 每年付息一次, 到期归还所有未转股的可转换公司债券本金和最后一年利息

### 主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 前三季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	1.66	2.25	2.07	4.90
刚性债务	13.72	11.92	11.16	10.26
所有者权益	31.30	35.26	38.08	38.82
经营性现金净流入量	2.96	0.38	3.09	7.02
合并口径数据及指标:				
总资产	56.90	62.99	63.79	63.88
总负债	23.34	23.20	20.21	18.95
刚性债务	17.87	16.48	15.50	14.70
所有者权益	33.56	39.79	43.58	44.93
营业收入	36.81	53.60	59.38	38.89
净利润	3.15	6.92	3.58	1.60
经营性现金净流入量	5.56	-0.04	4.29	10.87
EBITDA	6.72	11.39	7.37	-
资产负债率[%]	41.02	36.83	31.68	29.66
权益资本与刚性债务 比率[%]	187.85	241.51	281.20	305.73
流动比率[%]	147.39	184.72	151.61	170.49
现金比率[%]	82.33	117.07	95.64	98.27
利息保障倍数[倍]	3.89	9.18	5.25	-
净资产收益率[%]	9.90	18.88	8.58	-
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	34.52	-0.24	24.16	-
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	22.10	9.95	17.32	-
EBITDA/利息支出[倍]	5.75	11.62	7.78	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.33	0.66	0.46	-

注: 根据景兴纸业经审计的 2016-2018 年及未经审计的 2019 年前三季度财务数据整理、计算。其中 2017 年财务数据采用 2018 年审计报告经追溯调整的期初数。

### 分析师

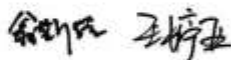
翁斯皓 wsz@shxsj.com

王婷亚 wty@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com



### 评级观点

#### 主要优势:

- 主业所处行业外部环境良好。国家环保政策趋紧及淘汰落后产能有利于加速造纸业的优胜劣汰和资产整合, 为环保资质健全、具有规模产能的造纸企业提供更大的发展空间。
- 主业区域竞争力较强。景兴纸业为国内箱板纸行业的知名企业之一, 市场认可度较高, 且公司所处长三角经济发达地区, 是国内箱板纸主要消费市场之一, 为公司业务发展提供良好的市场环境, 主营业务在区域市场具有较强的竞争力。
- 财务弹性较好。近年来, 景兴纸业债务规模持续下降, 目前负债经营程度低, 且公司现金流情况较好, 融资渠道较为畅通, 可为债务偿付提供基本保障。

#### 主要风险:

- 行业波动风险。造纸行业属于周期性行业, 受到宏观经济波动的影响较大。近年来造纸行业供求出现阶段性失衡现象, 给造纸行业的经营业绩及利润水平的稳定性带来较大的负面影响。
- 抗风险能力较弱。景兴纸业业务规模偏小, 行业景气度波动对公司经营业绩影响较大, 2019 年前三季度, 公司主要产品价格下降, 盈利能力有所弱化, 其他收益占营业利润比重大, 公司整体抗风险能力较弱。
- 海外项目投资风险。景兴纸业在马来西亚投资项目金额较大, 未来债务压力或有所上升。此外, 公司海外投资还面临一定的地缘政治风险, 且未来项目产出效果也有待检验。

- 生活用纸经营压力。景兴纸业生活用纸主要以原纸销售为主，毛利水平较低，自有品牌“品萱”系列产品销量逐年下降，公司生活用纸业务面临一定的生产经营压力。
- 环保压力及安全生产风险。虽然景兴纸业目前的环保水平高于国家标准，但仍存在未来环保政策要求从严而产生的经营风险。此外，造纸企业生产过程中的原材料多为易燃物品，公司将持续面临安全生产风险。

### ➤ 未来展望

通过对景兴纸业及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本次债券还本付息安全性高，并给予本次债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司





## 浙江景兴纸业股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券

# 信用评级报告

## 概况

### 1. 发行人概况

浙江景兴纸业股份有限公司（简称“景兴纸业”、“该公司”或“公司”）前身为平湖市第二造纸厂，是于 1984 年 7 月成立的乡镇集体企业。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，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（简称“景兴集团”），同年 11 月 1 日，景兴集团在平湖市工商行政管理局登记注册成立，注册资本 7800 万元，法定代表人为朱在龙。此后，公司经过改组、产权界定及多次股权转让，2001 年 9 月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，公司整体变更为股份有限公司，并更名为现名，注册资本 15000 万元，股东人数共 6 位自然人及机构，朱在龙持有公司 41% 的股权，为第一大股东。2006 年 8 月，经中国证监会发行字[2006]62 号文核准，公司采用网下向询价对象询价配售和网上资金申购定价发行相结合的方式，在深交所首次公开发行不超过 8000 万股人民币普通股股票（股票代码：002067.SZ），公司股本增至 23000 万元，第一大股东朱在龙持有公司 26.74% 的股份。此后，公司经多次资本公积转增股本、公开及非公开发行，截至 2019 年 9 月末，公司总股本增至 111120.10 万元，公司第一大股东朱在龙持股 16.04%，为公司实际控制人。

该公司主要从事工业包装原纸、纸箱纸板和各类生活用纸的生产和销售。截至 2019 年 9 月末，公司造纸年产能 141.80 万吨。

### 2. 债项概况

#### （1）债券条款

经 2019 年 12 月 20 日举行的 2019 年第二次临时股东大会表决同意，该公司拟发行总额不超过 12.80 亿元的可转换公司债券，本次发行规模不超过 12.80 亿元，发行期限 6 年。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称：	浙江景兴纸业股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券
总发行规模：	不超过 12.80 亿元人民币
本期发行规模：	不超过 12.80 亿元人民币

本次债券期限:	6年
债券利率:	本次发行的A股可转换公司债券票面年利率的确定方式及每一年度的最终利率水平, 提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐人(主承销商)协商确定
付息方式:	<p>本次可转换公司债券采用每年付息一次的付息方式, 计息起始日为可转换公司债券发行首日, 可转换公司债券持有人所获得利息收入的应付税项由可转换公司债券持有人负担</p> <p>付息日: 每年的付息日为本次可转换公司债券发行首日起每满一年的当日, 如该日为法定节假日或休息日, 则顺延至下一个工作日, 顺延期间不另付息。每相邻的两个付息日之间为一个计息年度</p> <p>付息债权登记日: 每年的付息债权登记日为每年付息日的前一交易日, 公司将在每年付息日之后的五个交易日内支付当年利息。在付息债权登记日前(包括付息债权登记日)转换成公司股票的可转换公司债券, 公司不再向其持有人支付本计息年度及以后计息年度的利息</p>
转换标的:	该公司A股股票(002067.SZ)
转股期限:	本次发行的可转换公司债券转股期自可转换公司债券发行结束之日起满6个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止
初始转股价格确定:	<p>本次发行的可转换公司债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前20个交易日公司A股股票交易均价(若在该20个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形, 则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算)和前1个交易日公司A股股票交易均价, 具体初始转股价格由股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构(主承销商)协商确定。</p> <p>前20个交易日公司股票交易均价=前20个交易日公司股票交易总额/该20个交易日公司股票交易总量; 前1个交易日公司股票交易均价=前1个交易日公司股票交易总额/该日公司股票交易总量</p>
赎回条款:	<p><b>到期赎回条款</b></p> <p>在本次发行的可转换公司债券期满后5个交易日内, 公司将赎回全部未转股的可转换公司债券, 具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构(主承销商)协商确定。</p> <p><b>有条件赎回条款</b></p> <p>在本次发行可转换公司债券的转股期内, 如果本公司A股股票连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%(含130%), 经相关监管部门批准(如需), 公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。若在上述交易日内发生过因除权、除息等引起公司转股价格调整的情形, 则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算, 在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。</p>
回售条款:	<p><b>有条件回售条款</b></p> <p>在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度, 如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的80%时, 可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生送红股、转增股本、增发新股(不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本)、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形, 则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算, 在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况, 则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。</p> <p>最后两个计息年度可转换公司债券持有人可在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次, 若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的, 该计息年度不能再行使回售权, 可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。</p> <p><b>附加回售条款</b></p> <p>若公司本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化, 该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的, 可转换公司债券持有人享有一次回售的权利, 可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。可转换公司债券持有人在附加回售条件满足后, 可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售, 该次附加回售申报期内不实施回售的, 不能再行使附加回售权。</p>



增级安排:	无
-------	---

资料来源：景兴纸业

该公司已发行债券/债务融资工具情况具体如下：

图表 2. 公司已发行债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
12 景兴债	7.50	7	7.38	2012-10-25	已到期兑付
12 景兴 CP001	3	1	7.98	2012-03-16	已到期兑付
11 景兴 CP01	4	1	6.55	2011-01-14	已到期兑付

资料来源：Wind

## (2) 募集资金用途

该公司本次公开发行可转债募集资金将全部用于马来西亚年产 80 万吨废纸浆板项目建设。若本次实际募集资金少于募投项目拟投入金额，公司董事会将根据项目的实际需求，适当调整项目的募集资金投入顺序和金额。在本次发行募集资金到位之前，公司对项目以自筹资金先行投入的，对先行投入部分，将在本次发行募集资金到位之后予以全额置换。

图表 3. 本次债券募集资金拟投资项目概况

项目名称	批准机关(文号)	总投资 (亿元)	拟使用募集资金 (亿元)
马来西亚年产 80 万吨废纸浆板项目	第 N3300201900108 号	14.52	12.80

资料来源：景兴纸业

根据《浙江景兴纸业股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券募集资金使用可行性分析报告》，该公司计划在马来西亚建设年产 80 万吨浆板项目，建设内容为两条年产 40 万吨废纸浆板生产线及配套设施，建设周期 2 年，投产后第一年生产负荷达到设计能力的 80%，第二年生产负荷达到设计能力的 100%。一期项目预算投资总额为 14.52 亿元，建设主体为公司全资子公司景兴控股(马)有限公司。目前公司已取得了境外投资证第 N3300201900108 号《企业境外投资证书》，以及浙发改境外备字[2019]7 号《浙江省发展和改革委员会关于境外投资项目备案通知书》，对浙江景兴纸业股份有限公司在马来西亚新设景兴控股(马)有限公司新建年产 140 万吨浆纸项目予以备案。

该项目建设目的系解决公司进口原材料短缺、国产原材料价格高等问题。公司通过海外投资建厂向上游延伸产业链，以此获得一定的成本优势，增强公司整体抗风险能力。经该公司提供的中国轻工业长沙工程有限公司编制的可行性研究报告测算，该项目实施后所得税后财务内部收益率为 15.99%，静态回收期为 7.48 年。

## (3) 信用增进安排

本次债券未安排信用增级。

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2019年以来，美国发起的全球贸易摩擦、中东等热点地缘政治冲突仍对全球经济增长形成较大下行压力，我国经济增长面临的外部环境更加复杂化，输入性风险上升。全球经济增长承压，多国央行的货币政策相继宽松。为对冲压力，我国持续加大逆周期调节力度，短期内经济增长有望保持在目标区间内运行。为缓释输入性风险和提高经济增长质量，我国对外开放水平进一步提高、供给侧结构性改革不断深化，经济基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。

2019年以来，美国发起的全球贸易摩擦、中东等热点地缘政治冲突仍对全球经济增长形成较大下行压力，多国制造业景气度降至荣枯线以下，我国经济增长面临的外部环境更加复杂化，输入性风险上升。在全球经济增长压力明显上升的环境下，美欧等多国央行纷纷降息应对，全球性货币政策宽松周期开启。在主要发达经济体中，美国经济增速由高位回落，美联储降息以应对就业及物价的潜在压力，美国的关税加征行为对其自身经济及全球经济的负面影响已有所显现；欧盟经济增长放缓，欧洲央行降息并重启资产购买计划，英国脱欧、意大利债务问题等联盟内部风险是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济低迷，货币政策持续保持宽松状态，消费税的上调将进一步加大经济增长压力。除中国外的金砖国家悉数降息以缓解经济增长压力，其中印度经济增速大幅回落，以刺激房地产和外贸为代表的保增长政策效果有待观察；俄罗斯经济持续低速增长，同时面临来自美国的贸易冲突和经济制裁的双重挑战；巴西经济复苏缓慢，失业率居高不下；南非经济虽有所恢复，但市场信心依旧不佳。

我国就业情况总体稳定、物价水平受猪肉价格影响涨幅有所扩大，经济增长压力加大且增速放缓至目标区间底部附近。我国消费新业态增长仍较快，汽车零售持续低迷拖累整体消费增长，促进消费增长政策的成效有待释放；在地产融资收紧及土地购置负增长影响下房地产投资增长放缓，贸易争端前景不确定及需求不足导致制造业投资不振，地方政府专项债资金加速投放及可作为重大项目资本金使用的政策拉动基建投资增速回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双承压，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响，但随外贸区域结构的不断调整而影响程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；随着减税降费逐步落地，工业企业经营效益近期有所改善但较上年相比仍放缓，存在经营风险上升的可能。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的背景下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化，住房租赁市场迎来发展机遇期，促进房地产市场



平稳健康发展的长效机制正在形成。我国区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

为缓释输入性风险、对冲国内经济增长压力，我国供给侧结构性改革持续深入推进，各类宏观政策逆周期调节力度不断加码，协同合力确保经济的稳定运行。积极的财政政策加力提效，减税降费力度大且在逐步落实，促进了经济的稳定增长和经济结构的调整；地方政府债券发行进一步提速且使用加快，专项债券对基建补短板及重大项目建设发挥重要作用；地方政府隐性债务问责及防控机制更加完善，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，政府债务风险总体可控。稳健的货币政策松紧适度，央行降准力度加大，在保持市场流动性合理充裕的同时疏通货币政策传导渠道，更多地通过完善 LPR 形成机制等改革措施来降低实体经济融资成本。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，适时适度调整监管节奏和力度，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线；影子银行、非标融资收缩节奏放缓但方向未变，实体融资增长保持在合理水平，债券市场违约风险明显改善。人民币兑美元汇率“破 7”是中美贸易摩擦过程中市场预期及事件冲击的共同结果，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

同时，我国自由贸易试验区扩容，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，我国对外开放力度加大且节奏加快，为经济高质量发展提供了重要动力。人民币跨境结算量仍保持较快增长，在越来越多的主要经济体国债进入“负利率”及合格境外投资者投资额度限制取消的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019 年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长压力加大，但在逆周期调节力度加码的对冲下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧结构性改革的进一步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

## (2) 行业因素

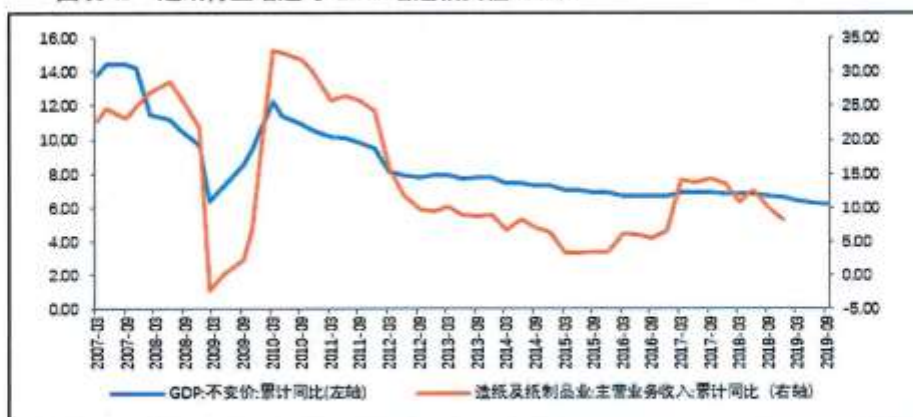
造纸行业为强周期行业，其运行与宏观经济发展状况息息相关，行业景气度与宏观经济周期的波动较为同步。随着宏观经济增速下行，2018 年以来造纸行业景气度下行趋势明显，纸及纸板产销量出现近年来首次下滑。2019 年在需求无明显改善的情况下，供需博弈增加，价格持续处于波动状态。此外，

长期来看，原材料价格在低位徘徊后仍有上涨动力，若纸价无法同步上涨，企业经营压力将进一步增大。

### A. 行业概况

我国造纸业与宏观经济存在一定的相关性，宏观环境的变化会对行业整体景气程度产生一定的影响。造纸业的周期性变动与宏观经济趋势较为一致，在周期的波峰和波谷出现时间方面存在一定的重合性。2018 年以来，我国宏观经济下行、需求不振，对造纸业产生一定冲击，同时原材料供给收紧等因素叠加，导致造纸行业产销量 5 年来首次出现下滑，经济效益与上年同比亦有所下降，而行业内通过供给侧结构性改革、控制新增产能等措施，基本维持了造纸行业的整体运行平稳。2018 年，我国造纸及纸制品业实现主营业务收入 13727.90 亿元，同比增长 8.30%；利润总额 766.40 亿元，同比减少 8.50%。2019 年 1-9 月，造纸及纸制品业实现营业收入 9775.40 亿元，同比下降 3.60%，其中 4-9 月连续为负，行业景气度下行趋势明显。

图表 4. 造纸行业增速与 GDP 增速相关性 (%)



资料来源：Wind，新世纪评级整理

我国造纸业经过前期快速扩张，纸及纸板产销量已位居世界首位。2009-2018 年，我国纸及纸板生产量由 8390.94 万吨增长至 10435 万吨，年均增长率 2.12%；消费量由 8155.40 万吨增长至 10439 万吨，年均增长率 2.22%。其中，2018 年我国纸及纸板生产量同比减少 6.24%；消费量同比减少 4.20%，为近年来首次出现下滑。从细分产品看，除生活用纸及特种纸，其余纸种生产量同比均发生下滑；除生活用纸、特种纸及未涂布印刷书写纸，其余纸种消费量均发生下滑。在宏观经济下行时，下游需求乏力，造纸业大部分产品产销量出现下滑。



图表 5. 我国纸及纸板产销量情况（万吨）

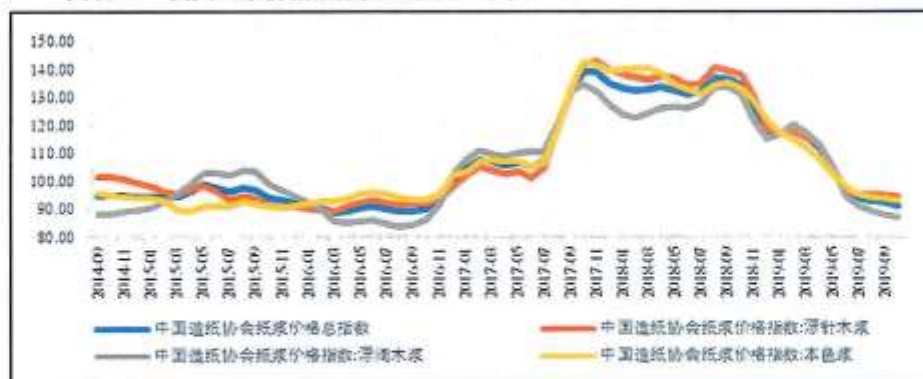


资料来源：Wind，新世纪评级整理

我国造纸业原材料成本较高，一般原材料成本在纸张制造平均成本中占比超过 65%。造纸业的原材料以纸浆为主，纸浆按其原料不同又分为木浆、废纸浆和非木浆，我国已经初步形成以木纤维、废纸为主，非木纤维为辅的造纸原料结构，2018 年上述三种纸浆消耗量占比分别为 35%、58%和 7%。受制于我国林木及纤维资源短缺的现状，行业内企业原材料自给能力普遍偏弱，对外依存度很高，原料价格与国际市场联动性强。根据造纸行业协会资料，2018 年我国进口木浆占木浆消耗总量的 65.58%，而国产木浆的原材料木片的很大比例也需从国外采购；废纸浆方面，受多项政策对于废纸进口的约束，我国对进口废纸浆依存度有所下降，目前国内废纸浆质量整体低于进口废纸，但价格一般高于进口废纸。

我国木浆价格自 2016 年第四季度至 2017 年前三季度快速上涨，2017 年第四季度起维持了大约一年的高位震荡。2018 年第四季度以来，随着下游造纸行业需求下滑、纸价下跌，下游纸制品企业及贸易商采取去库存策略，造纸企业库存升高，对木浆的需求阶段性减少，因此纸浆价格呈不断下降趋势。目前纸浆价格已下降至近年来较低水平。短期来看，在纸价承压情况下，浆价较难快速反弹；但长期来看，考虑到原材料的资源稀缺属性，全球木浆行业集中度有所提高以及国内造纸行业新增产能可控等因素，预计木浆价格低位徘徊一段时间后仍可能向上调整。

图表 6. 我国纸浆价格指数变化情况（单位：%）

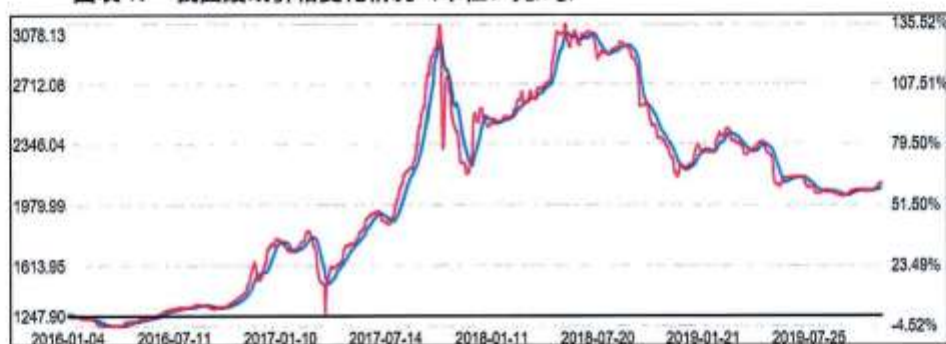


资料来源：Wind，新世纪评级整理



废纸方面，由于我国废纸进口标准提高、外废审批难度加大，同时国内废纸回收体系暂不完善以及环保督查等多方面原因，2017年废纸价格快速上涨，2017年末至2018年初，随着大型企业加大已批复进口废纸额度的使用，以及木浆价格的调整，废纸价格有所下修，随后又进入上升期，但是2018年9月以来废纸价格进入新一轮下修期，此次价格下降与木浆价格下跌时间及趋势类似。

图表 7. 我国废纸价格变化情况（单位：元/吨）



资料来源：卓创资讯，新世纪评级整理

箱板纸和瓦楞纸为普遍的包装用纸，受消费品市场景气度影响较大，同时也会受到环保政策及环保意识增强等因素的影响。2018年，随着我国宏观经济增速下行压力加大，前期价格大幅上涨过程中积聚的库存消化，以及全社会环保意识的进一步提升，包装纸产销量出现下滑，包装纸行业经营承压。根据中国造纸业协会的统计，2018年我国箱板纸生产量2145万吨，较上年同比减少10.06%，消费量2345万吨，较上年同比减少4.57%；瓦楞纸生产量2105万吨，较上年同比减少9.85%，消费量2213万吨，较上年同比减少7.64%。价格方面，2016年第四季度以来，供给侧改革效果逐步显现，部分环保不达标、产能规模小的纸企淘汰出局，瓦楞纸和箱板纸市场出现暂时性供需失衡，叠加废纸价格快速上涨，2017年瓦楞纸和箱板纸价格持续走高，达到历史高点。但随着新增产能释放及废纸价格下修，2018年瓦楞纸和箱板纸价格经过短期高位波动之后逐步进入下行通道。进入2019年，年初受春节假期影响，市场恢复正常后经历两轮提价，纸价小幅回升，但随着原材料废纸价格逐步回落，瓦楞纸和箱板纸上涨动力不足，且下游需求不振，纸价走低。2019年下半年，瓦楞纸和箱板纸迎来传统旺季，中秋节、国庆节及“双十一”等需求带动下游积极备货，加之北方地区大气污染力度加强，部分纸企陆续停机限产，开工率下滑明显，9月以后瓦楞纸和箱板纸价格开始有所回升。

图表 8. 近几年国内箱板纸、瓦楞纸价格变化情况（元/吨）



资料来源：Wind，新世纪评级整理

## B. 政策环境

造纸业属于高耗能、高污染行业，对原材料、水、煤炭、电力的消耗较大，是我国污染较严重的行业之一。根据环保部统计，目前造纸工业废水排放量占全国工业废水排放总量的 20%左右，排放废水中化学需氧量（COD）占全国工业 COD 排放总量的 20%-25%。针对行业发展面临的资源、能源和环境问题，我国政府在政策上大力支持产业结构调整，鼓励行业由传统造纸工业向可持续发展的现代造纸工业转变。

2017 年以来我国造纸行业政策密集出台，整体上仍然延续了淘汰落后产能和环保政策趋严的政策走向，有利于中小企业产能继续出清，并为大型造纸企业发展带来空间。落后产能淘汰方面，根据《中国造纸协会关于造纸工业“十三五”发展的意见》，“十三五”期间，我国将继续淘汰现有落后造纸产能约 800 万吨。环保政策方面，2017 年 1 月，国家环境保护部印发《关于开展火电、造纸行业和京津冀试点城市高架源排污许可管理工作的通知》，要求在 2017 年 6 月 30 日前，完成造纸行业企业排污许可证申请与核发，2017 年 7 月 1 日起，造纸企业应持证排污，建立自行监测、信息公开、记录台账和定期报告制度。2018 年 1 月，环保部发布《排污许可管理办法（试行）》（环境保护部令第 48 号），规定了排污许可证核发程序等内容，并细化了环保部门、排污单位和第三方机构的法律责任。2018 年 6 月，生态环境部按照《排污许可管理办法（试行）》相关规定，对火电、造纸行业企业排污许可证执行报告工作督办，并对外公布未提交执行报告的企业清单，其中包含造纸企业 559 家。上述各项政策及后续进展表明我国环保监督及管理方面的趋势不变，造纸行业仍将面临落后产能不断出清及日益严格的环保要求。

外废政策方面，国家多项政策从进口废纸标准、企业资质、质量审查等多方面对废纸进口进行约束，外废管控日趋严格。2017 年 7 月，国务院办公厅公布《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》，规定 2017 年年底以前，禁止进口生活来源废塑料、未经分拣的废纸以及纺织废料、钒渣等品种，同时提倡发展循环经济，到 2020 年，将国内固体废物回收量由 2015 年的 2.46 亿吨提高到 3.5 亿吨。2017 年 12 月，环保部相继发布《进口废纸环境保护管理规定》和《进口可用作原料的固体废物环境保护控制标准》，



前者要求进口废纸企业规模大于 5 万吨/年，后者将进口废纸含杂率上限标准降至 0.5%。2018 年 5 月，海关总署发布《关于对进口美国废物原料实施风险预警监管措施的通知》要求对美废 100% 开箱检查。6 月国务院发布《关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》，提出全面禁止洋垃圾入境，大幅减少固体废物进口种类和数量，力争 2020 年底前基本实现固体废物零进口。8 月，受中美贸易摩擦影响，我国宣布对废纸浆加征 20% 关税，所有进口废纸加征 25% 关税。2017-2018 年末及 2019 年 9 月末，我国外废审批额度分别为 2810 万吨、1815 万吨和 1029 万吨，预计 2020 年外废审批额度将继续减少。

### C. 竞争格局/态势

造纸行业属于传统行业，各企业在原材料、生产设备和工艺等方面差别不大，导致产品同质化严重，行业竞争激烈。我国造纸行业仍相对分散、企业规模整体偏小，2018 年全国纸及纸板生产企业约 2700 家，其中年产超百万吨造纸企业仅有 21 家。由于造纸业具有规模效益显著特征，规模大小对政策监管与支持、成本控制、议价能力、资源利用、污染治理、技术研发等方面产生较大影响。近年来我国实施供给侧改革，不断加大造纸行业淘汰落后产能的力度。加之行业新建、扩建产能准入门槛的提升，以及国家环保政策的加强，中小企业环保成本提升，经营压力增大，大型企业资本实力强，技术装备先进，迎来较好的发展空间。根据中国造纸协会数据，2014~2018 年我国造纸行业 CR30 分别为 52.4%、52.9%、56.5%、59.0% 和 60.6%，行业集中度持续上升。

图表 9. 行业内核心样本企业基本数据概览（2018 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标（产品或服务类别）				核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	毛利率	产能（万吨/年）	产量（万吨/年）	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
山鹰纸业	243.67	23.05	纸：406	纸：475.38	390.91	62.30	34.37	32.48
太阳纸业	217.68	23.45	纸：412 浆：170	纸：300.58 浆：162.44	299.21	57.23	22.42	44.78
博汇纸业	83.39	16.04	纸：200 浆：80	纸：167.01 浆：-	184.88	72.21	2.56	10.73
景兴纸业	59.38	12.61	纸：141.80	纸：138.72	63.79	31.68	3.58	4.29
亚洲浆纸业	85.28	16.96	纸：150	纸：190.26	176.09	58.91	4.59	27.05

资料来源：新世纪评级整理

### D. 风险关注

(1) 原材料价格波动对造纸企业形成的成本控制压力加大；(2) 环保政策趋严，造纸企业将面临更大的经营压力；(3) 人民币持续贬值加大造纸企业汇率风险压力，同时产生的汇兑损失或将侵蚀利润空间。



## 2. 业务运营

该公司主要从事包装纸的生产经营，近三年营业收入保持增长，但原材料价格持续攀升及期间费用不断增加，公司经营成本不断上升，利润空间受到挤压；2019年前三季度，受主要产品价格下降影响，公司收入下降幅度大于成本，盈利能力有所弱化，其他收益占营业利润比重大。为解决原材料供应问题、缓解经营压力，公司计划在马来西亚投资建设年产80万吨废纸浆板项目，未来投产后或可一定程度上降低生产成本，但短期内公司将面临一定的资本性支出压力。

该公司主要从事于包装原纸、纸箱及纸板的生产、销售，截至2019年9月末拥有包装原纸产能135万吨/年，纸箱及纸板产能1.95亿平方米。为增加产品种类，公司于2011年投资建设生活用纸生产线，并于2016年正式投产，截至2019年9月末生活用纸产能6.8万吨/年。

该公司营业收入主要来自包装原纸，近几年占营业收入比重的80%以上；纸箱及纸板、生活用纸业务收入规模相对较小。2016-2018年，公司营业收入分别为36.81亿元、53.60亿元和59.38亿元；同期毛利率分别为13.85%、19.95%和12.61%。其中2017年公司营业收入及毛利率均大幅增长，主要原因是包装纸细分行业景气度较高，纸价大幅提升所致；2018年原材料价格大幅上涨，但下游需求有所回落，公司产品利润空间受到挤压，导致综合毛利率大幅下滑。2019年前三季度，公司营业收入38.89亿元，同比减少12.18%；同期综合毛利率9.97%，同比减少4.11个百分点。

图表 10. 公司主业基本情况

主营业务	行业归属	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式
包装原纸	造纸	华东	横向规模化/纵向一体化

资料来源：景兴纸业

### (1) 主业运营状况/竞争地位

图表 11. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务		2016年度	2017年度	2018年	2019年前三季度
营业收入合计		36.81	53.60	59.38	38.89
其中：(1) 包装原纸	金额	30.54	44.88	50.58	32.71
	占比	82.96	83.73	85.19	84.11
(2) 纸箱及纸板	金额	3.44	4.91	4.88	3.58
	占比	9.35	9.15	8.22	9.20
(3) 生活用纸	金额	2.67	3.68	3.77	2.50
	占比	7.26	6.86	6.36	6.42
综合毛利率(%)		13.85	19.95	12.61	9.97
其中：包装原纸(%)		14.71	22.12	13.27	9.75

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年	2019 年前三季度
纸箱及纸板 (%)	10.90	12.82	10.84	11.70
生活用纸 (%)	8.12	2.37	5.67	9.44

资料来源：景兴纸业

此外，该公司每年销售原材料、废纸等获得少量其他收入，2016-2018 年及 2019 年前三季度收入分别为 0.16 亿元、0.13 亿元、0.14 亿元和 0.10 亿元，规模很小。

#### A. 包装原纸

该公司造纸生产基地全部在浙江省平湖市。近几年公司包装原纸产能规模较为稳定，截至 2019 年 9 月年末拥有 6 条生产线，合计产能 135 万吨/年。公司造纸生产关键技术及设备均从国外引进，自动化程度高且产品质量稳定，处于国内先进水平。公司采用以销定产和组合生产相结合的生产模式，根据上年度销售情况及销售订单制定初步的年度生产计划，并按客户下达的具体订单组织生产，近三年尽管产能利用率有所波动，但一直处于较高水平。

图表 12. 公司包装原纸产能及产能利用率变化趋势

项目		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-9 月
包装纸原纸	产能 (万吨/年)	135.00	135.00	135.00	135.00
	产量 (万吨)	124.63	133.68	133.53	103.05
	产能利用率 (%)	92.32	99.02	98.91	101.78

资料来源：景兴纸业

该公司主要生产原料包括木浆、废纸、各类化学辅料等，其中废纸及木浆占生产成本比重的 65% 左右，上述原材料价格波动对公司生产成本控制产生一定影响。从采购情况来看，近几年随着“限废令”的颁布实施，公司进口废纸采购量逐年减少，国产废纸取而代之，但因后者纤维品质较低，公司为保证产品品质需添加适量木浆及添加剂，因此国产废纸及木浆采购量均逐年增长。价格方面，由于废纸供需长期失衡，2017-2018 年废纸价格快速攀升，且国产废纸价格增速高于进口废纸，对公司生产成本产生较大影响；2019 年前三季度废纸价格有所回落。此外，考虑到目前政策下未来进口废纸量的进一步下降以及公司马来西亚再生纤维浆产能建设期需 2 年时间，为应对这 2 年的原材料供应短缺问题，2019 年公司开始向海外造纸企业采购半成品再生纤维浆（废纸浆，暂不征税），2019 年前三季度采购量 0.71 万吨，采购价格 2,627.38 元/吨。预计随着其他造纸企业大规模寻找原材料替代品，再生纤维浆价格或将会有所提升。

图表 13. 公司包装原纸原材料采购情况

原材料	项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-9 月
木浆	采购量 (万吨)	0.73	1.13	3.08	1.02
	采购价格 (元/吨)	3,698.04	4,633.63	5,719.68	4,291.69
	采购金额 (亿元)	0.27	0.52	1.76	0.44



原材料	项目	2016年	2017年	2018年	2019年1-9月
国产废纸	采购量(万吨)	80.30	94.84	105.36	88.68
	采购价格(元/吨)	1,326.94	2,110.02	2,675.77	2,124.71
	采购金额(亿元)	10.66	20.01	28.19	18.84
进口废纸	采购量(万吨)	53.77	49.51	34.26	15.18
	采购价格(元/吨)	1,352.66	1,840.26	2,004.26	1,898.63
	采购金额(亿元)	7.27	9.11	6.87	2.88
再生纤维浆	采购量(万吨)	-	-	-	0.71
	采购价格(元/吨)	-	-	-	2,627.38
	采购金额(亿元)	-	-	-	0.19

资料来源：景兴纸业

该公司以自主采购和经销商采购相结合的采购模式，目前国产废纸主要采购自嘉兴、苏州、昆山和无锡等周边地区的废纸打包厂家，并与多家供应商建立了稳定的供应关系，但随着进口废纸逐渐减少，国产废纸供应压力将有所加大；进口废纸主要来自美国和日本，采购渠道主要通过贸易公司进口；再生纤维浆主要来自中国台湾、韩国和加拿大等造纸企业。结算方面，公司国产废纸付款方式为票据或现款，结算比例取决于合同约定；进口废纸、木浆及再生纤维浆均以 60-90 天信用证进行结算，结算货币以美元为主。公司根据汇率变化情况进行远期结汇和汇率锁定等控制汇兑损益，但由于单笔信用证金额不大，实际操作次数较少。公司无自备热电厂，电能采购自华东电网，蒸汽则全部由平湖弘欣热电有限公司（简称“弘欣热电公司”）供应。

该公司所处长三角经济发达地区，是国内包装纸主要消费市场之一，为公司业务发展提供良好的市场环境。公司主要通过直销模式获取订单，2016-2018 年公司包装原纸销量分别为 122.82 万吨、124.11 万吨和 128.42 万吨。由于运输成本问题，包装纸具有较为明显的销售半径，故公司的主要销售区域集中在浙江、上海和江苏地区，上述地区销售收入合计占比超过 80%。产品售价方面，受主要原材料废纸价格上涨及运输成本增加等影响，2016-2018 年公司包装原纸价格持续上涨；2018 年 9 月以来废纸价格逐步下修，公司包装原纸价格有所回落。

图表 14. 公司包装纸销售情况（万元）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1-9月	
包装原纸	销量(万吨)	122.82	124.11	128.42	99.24
	销售单价(元/吨)	2,486.42	3,616.04	3,939.09	3,296.01
	产销率(%)	98.55	92.84	96.18	96.31

资料来源：景兴纸业

结算方面，该公司与包装原纸下游客户结算账期为月结，即当月发货、当月开票，货款下月收回，收款方式包括现款和商业票据，公司根据客户的付款方式决定销售价格，一般采用现款结算的客户按当月出厂价结算，一个月期限的票据付款方式的每吨加价 20 元，以此类推，最高差异 120 元/吨。



## B. 纸箱及纸板业务

该公司纸箱及纸板现由子公司平湖市景兴包装材料有限公司和南京景兴纸业股份有限公司负责生产运营。2016-2018年，公司纸箱及纸板年产能分别为2.20亿平方米、3.70亿平方米和3.70亿平方米。其中2016年公司新增纸箱及纸板产能1.50亿平方米；2019年7月，公司出售一条年产能为1.75亿平方米的生产线。截至2019年9月末，公司纸箱及纸板拥有2条生产线，合计年产能为1.95亿平方米。产能利用率方面，由于纸箱及纸板生产线不同于造纸生产线，纸箱及纸板均由人工操作生产，且工作时长相对较短，因此产能利用率较低，2016-2018年及2019年前三季度分别为54.82%、34.60%、32.61%和40.73%。

该公司纸箱及纸板可根据客户需求定制生产三层、五层、七层等不同品种的产品，其生产所需的原材料约60%为公司自产包装原纸，可一定程度上降低采购成本。从产销情况来看，公司纸箱及纸板实行以销定产策略，因此产销率一直处于较高水平。价格方面，由于箱板纸及纸板成本中原材料占比约75%，因此包装原纸价格的变动对纸箱及纸板产生较大影响。公司纸箱及纸板的主要客户为天猫和娃哈哈等，结算方式分为现款和票据两种，各占70%和30%左右，账期一般在45天。

图表 15. 公司产能及产能利用率变化趋势

项目		2016年	2017年	2018年	2019年1-9月
纸箱及纸板	产能(万平方米/年)	22,000.00	37,000.00	37,000.00	23,375.00 <sup>1</sup>
	产量(万平方米)	12,059.39	12,803.54	12,064.01	9,520.44
	产能利用率(%)	54.82	34.60	32.61	40.73
	产销率(%)	97.90	98.38	98.15	98.93
	销售单价(元/m <sup>2</sup> )	2.92	3.89	4.12	3.80

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理。

## C. 生活用纸

该公司生活用纸业务规模较小，2018年占营业收入比重6.36%。2011年公司投资建设生活用纸项目，该项目涉及3条生活用纸原纸生产线和200万箱成品纸后加工设备，合计生活用纸原纸产能6.8万吨，其中0.8万吨/年生产线和200万箱成品纸后加工设备于2014年第三季度正式投产，其余2条3万吨/年生产线分别于2016年3月和5月投产，此后公司再未新增生活用纸产能。截至2019年9月末产能为6.8万吨/年。2016-2018年，公司产能利用率分别为64.58%、81.03%和76.32%，目前产能利用率水平尚可；同期成品纸产能利用率分别为44.79%、35.00%和29.34%，逐年下降，主要是公司成品纸销量减少所致。此外，公司还为“妮飘”和“洁云”等品牌提供来料加工服务，但规模不大（2018年占比约为20%）。

<sup>1</sup> 2019年前三季度产能根据出售前/后实际年产能计算所得。

图表 16. 公司生活用纸产能及产能利用率变化趋势

项目		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-9 月
生活用纸原纸	产能(万吨/年)	6.80	6.80	6.80	6.80
	产量(万吨)	4.41	5.51	5.19	3.69
	产能利用率(%)	64.85	81.03	76.32	72.35
生活用纸成品纸	产能(万箱/年)	200.00	200.00	200.00	200.00
	产量(万箱)	89.58	70.00	58.68	57.21
	产能利用率(%)	44.79	35.00	29.34	38.14

资料来源：景兴纸业

该公司生活用纸主要以原纸销售为主，自有品牌知名度低，产品利润率较低。2016-2018 年公司生活用纸原纸销量分别为 3.69 万吨、4.93 万吨和 4.62 万吨；同期产销率分别为 83.67%、89.47%和 89.02%。公司生活用纸原纸主要下游客户为苏州旨品贸易有限公司（简称“旨品贸易”），2018 年公司与旨品贸易之间的销售额达 4.93 亿元，占公司原纸销售总额比重的 77%左右，集中度高。成品纸方面，公司成品纸主要在电商平台销售，但由于竞争激烈，近三年公司产品销量逐年下降，分别为 90.29 万箱、79.44 万箱和 59.48 万箱。为增强产品竞争力，2018 年公司加大产品开发力度，新增高端生活用纸产品，当年研发投入 2.06 亿元，同比增长 44.80%。价格方面，近几年公司生活用纸价格随原材料价格上涨逐年提升。结算方式来看，公司给予客户一定额度的信用金额，应收款超过信用金额，支付货款后再给予发货，收款方式包括现款和商业票据，结算比例分别约为 70%和 30%。

图表 17. 公司生活用纸销售情况

项目		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-9 月
生活用纸原纸	销量(万吨)	3.69	4.93	4.62	3.04
	销售单价(元/吨)	5,800.23	6,428.21	7,207.45	6,750.19
	产销率(%)	83.67	89.47	89.02	82.41
生活用纸成品纸	销量(万箱)	90.29	79.44	59.48	59.34
	销售单价(元/箱)	58.91	63.90	74.86	74.74
	产销率(%)	100.79	113.49	101.36	103.72

资料来源：景兴纸业

环保方面，该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、技术及标准执行方面具有优势。目前，公司平均吨纸污水排放量为 4-5 吨，远低于《制浆造纸工业水污染物排放标准》（GB3544-2008）要求的吨纸排放量水平。公司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。未来随着国家实施节能减排和淘汰落后产能工作力度的加大，以及对造纸企业污染物排放新标准的实施，公司的环保优势将有所显现。



## (2) 盈利性

图表 18. 公司盈利来源结构



资料来源：根据景兴纸业所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

2016-2018 年，该公司营业收入分别为 36.81 亿元、53.60 亿元和 59.38 亿元；同期营业毛利分别为 5.10 亿元、10.69 亿元和 7.49 亿元。其中 2018 年因原材料价格大幅上涨，导致公司产品利润受到挤压，营业毛利有所减少；2019 年前三季度，公司营业收入及营业毛利分别为 38.89 亿元和 3.88 亿元，分别同比减少 12.18% 和 37.82%。

图表 19. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年前三季度
营业收入合计 (亿元)	36.81	53.60	59.38	38.89
毛利 (亿元)	5.10	10.69	7.49	3.88
其中：包装原纸 (亿元)	4.49	9.93	6.71	3.19
纸箱及纸板 (亿元)	0.38	0.63	0.53	0.42
生活用纸 (亿元)	0.22	0.09	0.21	0.24
期间费用率 (%)	12.62	9.68	9.71	9.85
其中：财务费用率 (%)	3.40	1.72	1.74	1.57
全年利息支出总额 (亿元)	1.12	0.98	0.94	0.65
其中：资本化利息数额 (亿元)	0.04	-	-	-

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理。

2016-2018 年，该公司期间费用分别为 4.64 亿元、5.19 亿元和 5.76 亿元，逐年增长，主要原因是公司为增强产品市场竞争力，增加了新产品的技术研发和生产，使得研发支出增加所致；同期公司期间费用率分别为 12.62%、9.68% 和 9.71%。2018 年，公司销售费用、财务费用、管理费用（含研发费用）分别为 1.49 亿元、1.03 亿元、3.24 亿元。其中销售费用主要为运输费、仓储费，占销售费用总额的 77% 左右，其余为销售人员薪酬及商场促销费等；管理费用主要是管理人员薪酬及研发费用等，随着研发支出不断加大，公司管理费用逐年增长；财务费用主要为融资产生的利息支出，随公司融资规模变化而波动。整体看，逐年增长的期间费用一定程度压缩了公司的利润空间。2019 年前三

季度，公司期间费用及期间费用率分别为 3.83 亿元和 9.85%，同比变化均不大。

图表 20. 影响公司盈利的其他关键因素分析

影响公司盈利的其他关键因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 前三季度
投资净收益（亿元）	2.71	0.36	0.05	0.32
其中：权益法核算的长期股权投资收益（亿元）	0.36	0.21	-0.10	0.18
处置长期股权投资产生的投资收益（亿元）	2.35	0.13	0.11	0.05
其他收益（亿元）	-	2.33	3.06	1.76
营业外收入（亿元）	1.25	0.01	0.00	0.00

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理。

该公司主业盈利能力较弱，利润主要来自政府补助产生的其他收益和营业外收入，投资收益等非经常性损益对公司利润贡献有限。2016-2018 年及 2019 年前三季度，投资收益分别为 2.71 亿元、0.36 亿元、0.05 亿元和 0.32 亿元，其中 2016 年金额较大主要是减持莎普爱思 700 万股股票获得 2.35 亿元投资收益。2016-2018 年及 2019 年前三季度，公司其他收益和营业外收入合计分别为 1.25 亿元、2.34 亿元、3.06 亿元和 1.76 亿元，其中 2017 年起根据会计准则修订要求将政府补助从“营业外收入”重分类至“其他收益”，公司获得的政府补助主要是获得的增值税即征即退 50% 款项<sup>2</sup>，2017-2018 年及 2019 年前三季度分别为 2.33 亿元、3.06 亿元和 1.76 亿元，目前看可持续性较强。整体看，由于主要产品价格下降，公司利润空间进一步压缩，2019 年前三季度经营业绩压力加大，其他收益占营业利润比重大。

2016-2018 年，该公司利润总额分别为 3.43 亿元、8.02 亿元和 4.02 亿元；同期净利润分别为 3.15 亿元、6.92 亿元和 3.58 亿元。2019 年前三季度，公司利润总额和净利润分别为 1.65 亿元和 1.60 亿元，分别同比减少 61.70% 和 57.93%。

### （3）运营规划/经营战略

该公司发展战略围绕政府出台的“限废令”相关政策，现阶段整体战略目标为在推动公司内生性增长的同时，向上游延伸产业链，推进海外原料与产能基地建设，实现公司上下游协同、跨国经营的发展模式，创造公司长期的可持续发展能力。为此，公司已在马来西亚投资建设年产 140 万吨废纸浆板项目，其中一期项目建设年产 80 万吨浆板，预计投资额为 14.52 亿元，建设周期 2 年，未来完工投产后，预计可降低公司生产成本、改善原材料供应紧缺问题。该项目二期工程暂无计划，将根据一期工程建设和公司资金情况而定。截至

<sup>2</sup> 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。



2019年9月末，公司对该项目一期投资规模尚小。此外公司PM10施胶机改造项目主要是对现有生产线进行技改，提高产品质量，不涉及产能变化。

图表 21. 截至 2019 年 9 月末公司重要在建项目情况

项目名称	总投资	设计年产能 (万吨)	截至 2019 年 9 末 已投资金额	未来三年投资计划		
				2019 年 10-12 月	2020 年	2021 年
PM10 施胶机改造项目	1.00	-	0.31	0.69	-	-
马来西亚年产 80 万吨废纸浆项目	14.52	浆板 80 万吨	-	-	10.89	2.90
合计	15.52	浆板 80 万吨	0.31	0.69	10.89	2.90

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理。

## 管理

### 1. 产权关系与公司治理

该公司经过改组、产权界定及多次股权转让后，现为民营上市公司，股权结构较为分散。公司按照上市公司的要求实施公司治理，目前法人治理结构较健全，且高管团队近年来基本保持稳定，为公司战略规划的有效执行和持续稳定运作提供了较好的保障。

#### (1) 产权关系

该公司前身为平湖市第二造纸厂，后经过改组、产权界定及多次股权转让，但公司法定代表人一直为朱在龙。截至 2019 年 9 月末，朱在龙持有公司 16.04% 的股权，为公司第一大股东及实际控制人。目前公司无其他持股比例超过 5% 的股东，股权结构较为分散。公司产权状况详见附录一。

截至 2019 年 9 月末，该公司股东朱在龙持有公司股份数量 1.78 亿股，累计质押股份数量 0.84 亿股，占其所持股份的比例 47.14%。

#### (2) 主要关联方及关联交易

该公司与关联方购销商品规模一直很小，资金往来风险很低。2018 年公司向联营企业浙江治丞智能机械科技有限公司采购生产设备仅 1.60 万元；向平湖市民间融资服务中心有限公司销售生活用纸仅 0.51 万元。

#### (3) 公司治理

该公司依照《公司法》、《证券法》等法律法规的要求，不断完善法人治理结构，建立健全各项管理职能，促进公司规范运作。公司设有股东大会、董事会和监事会，并在《公司章程》中就股东权利与义务、董事会和监事会的人员组成、职责权限及议事规则等作出了明确的规定，其中董事会由 9 名董事组成，设董事长 1 人，董事长负责主持股东大会和董事会授予的其他职权；监事会由

3名监事组成，设主席1人，负责检查公司财务，并对董事会编制的公司定期报告进行审核。公司董事会下设战略委员会、薪酬与考核委员会、审计委员会、提名委员会，为董事会决策提供专业支持。公司设总经理1名，由董事会聘任或解聘，负责主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作。公司高管团队具有较为丰富的产业经营和管理经验，且近年来高管团队基本保持稳定，为公司战略规划的有效执行和持续稳定运作提供了较好的保障。

## 2. 运营管理

### (1) 管理架构/模式

该公司根据自身经营业务需要设立了工业用纸事业部、生活用纸事业部、管理部、供应部、销售部、人力资源部、财务部及审计部等部门，能够满足现阶段经营及发展需要，并在原材料采购、生产、销售、对外担保及财务管理等方面建立了较为详细的管理制度。公司组织架构详见附录二。

### (2) 经营决策机制与风险控制

关联交易方面，该公司制定了《关联交易决策制度》，规定公司关联交易需遵循商业原则，关联交易价格原则上不应偏离市场独立第三方的价格或收费的标准；对外担保方面，公司通过《公司章程》、《对外担保制度》等相关制度对担保审批权限、风险评估、担保执行监控、披露流程等相关经营活动进行规范，严格控制担保风险。

控股子公司管理方面，该公司建立了《子公司管理制度》，对控制子公司统一财务政策和人力资源规划，经营管理上采取计划管理和授权管理相结合的方式，并建立了严格的目标经营责任制；统一内部控制制度、对外担保制度、投资管理制度等重大制度的授权和审批流程；定期向母公司报送财务及经营报表、对其重大事项进行管理，以提高公司整体运作效率和抵抗风险能力。

### (3) 投融资及日常资金管理

财务管理方面，该公司财务部按照国家相关法规制定会计政策及各项制度，组织公司会计生活及财务管理工作，按照证监会及交易所的要求组织完成上市公司的信息披露工作，对财务报告及时性、真实性、准确性和完整性负责；按照国家融资政策及公司经营的需要合理地筹集资金，优化融资结构，降低资金成本，维护良好的融资渠道和资源；合理分配和运用资金，提高资金使用效率。

投资管理方面，该公司制定了《风险投资管理制度》，规定投资额超过5,000万元（除股票及其衍生品投资、基金投资、期货投资以外）的风险投资，经董事会审议通过后还应提交股东大会审议。规定公司董事长为风险投资管



理的第一责任人，在董事会或股东大会授权范围内签署风险投资相关的协议、合同。公司董事会秘书作为风险投资项目运作和处置的直接责任人，具体负责风险投资项目的运作和处置，并履行相关的信息披露义务。

#### (4) 不良行为记录

根据公开市场及该公司提供的资料显示，近三年，该公司未发生欠息欠贷事件，存续债券付息正常；未发生重大工商、质量、安全事故。近三年，公司不存在重大诉讼事件。

图表 22. 公司不良行为记录列表（近三年，截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2020.1.2	未提供	无	无	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2019.12.30	无	正常	无	不涉及
诉讼	公司年报及公开信息	2019.12.30	无	无	不涉及	不涉及
工商	公司年报及公开信息	2019.12.30	无	无	不涉及	不涉及
质量	公司年报及公开信息	2019.12.30	无	无	不涉及	不涉及
安全	公司年报及公开信息	2019.12.30	无	无	不涉及	不涉及

资料来源：根据景兴纸业所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

## 财务

该公司债务规模逐年下降，目前负债经营程度低，但债务期限结构有待优化。公司经营性净现金流情况较好，可为债务偿付提供基本保障。

### 1. 数据与调整

天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2016 年至 2018 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则》及其补充规定。公司 2019 年前三季度财务报表未经审计。本评级报告 2017 年财务数据采用 2018 年审计报告经追溯调整的期初数，2018 年数据按照变更前的财务报表格式列示<sup>3</sup>。

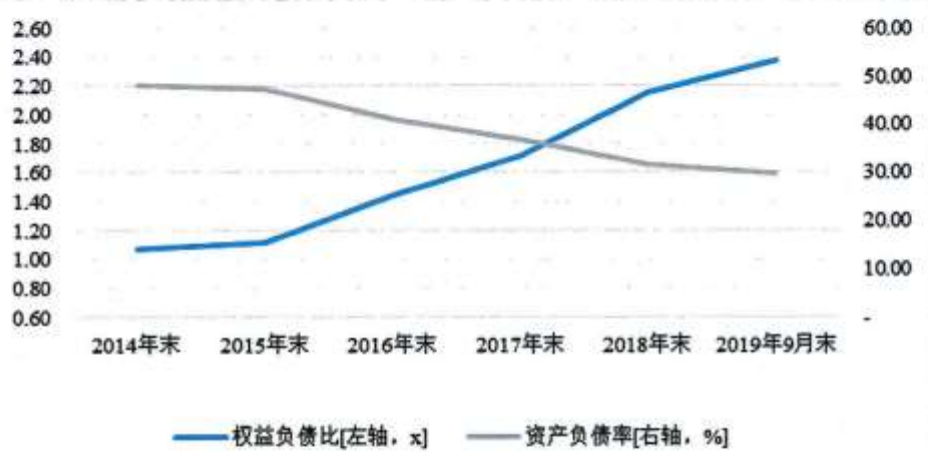
近三年，该公司因清算、出售处置 3 家下属企业，新设 1 家，截至 2018 年末公司合并范围共计 9 家企业，上述企业规模均较小，合并范围变动对公司财务影响有限。

<sup>3</sup> 具体变动为，按 2018 年审计报告附注及企业提供明细信息，将 2018 年末公司“应收票据及应收账款”科目分别填列至“应收票据”和“应收账款”两个科目；将“其他应收款”科目分别填列至“应收利息”、“应收股利”和“其他应收款”三个科目；将“应付票据及应付账款”科目分别填列至“应付票据”和“应付账款”两个科目；将“其他应付款”科目分别填列至“应付利息”、“应付股利”和“其他应付款”三个科目；以及将 2018 年公司“研发费用”与“管理费用”合并成“管理费用”。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 23. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据景兴纸业所提供数据绘制。

2016-2018 年末及 2019 年 9 月末，该公司负债总额分别为 23.34 亿元、23.20 亿元、20.21 亿元和 18.95 亿元；同期末资产负债率分别为 41.02%、36.83%、31.68%和 29.66%，负债总额及负债经营程度均逐年下降。未来随着马来西亚 80 万吨废纸浆板项目持续推进，预计债务规模将有所扩大。

权益方面，2016-2018 年末及 2019 年 9 月末该公司所有者权益分别为 33.56 亿元、39.79 亿元、43.58 亿元和 44.93 亿元，主要由股本、资本公积和未分配利润构成，近年来增长主要依靠主业积累的未分配利润带动；同期末，公司未分配利润分别为 5.30 亿元、10.46 亿元、13.00 亿元和 14.30 亿元。分红方面，2016-2018 年，公司现金分红数量分别为 0.77 亿元、0.56 亿元和 0.22 亿元，占当年合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比例分别为 24.02%、8.84%和 6.63%。

### (2) 债务结构

图表 24. 公司债务结构及核心债务





核心债务	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 9 月末
刚性债务 (亿元)	24.73	23.15	17.87	16.48	15.50	14.70
应付账款 (亿元)	1.94	1.96	2.70	2.26	2.43	2.16
其他应付款 (亿元)	0.89	1.29	1.33	2.17	0.93	0.74
刚性债务占比 (%)	88.26	85.46	76.54	71.02	76.68	77.55
应付账款占比 (%)	6.91	7.25	11.55	9.76	12.01	11.42
其他应付款占比 (%)	3.18	4.76	5.70	9.37	4.61	3.91

资料来源：根据景兴纸业所提供数据绘制。

2016-2018 年末及 2019 年 9 月末，该公司长短期债务比分别为 59.51%、50.55%、0.73%和 0.80%，其中 2018 年末“12 景兴债”转入一年内到期非流动负债（2019 年 10 月 25 日已到期兑付），公司债务期限快速向短期集中，债务结构有待优化。

具体构成来看，该公司债务主要有刚性债务、其他应付款和应付账款构成，2018 年末分别为 15.50 亿元、0.93 亿元和 2.43 亿元，分别较上年末减少 5.95%、57.18%和增长 7.24%。其中应付账款主要是公司应付供应商的原材料采购款及备品备件及设备款，2018 年末分别为 2.34 亿元和 0.09 亿元；其他应付款包括未付工程及设备款、质保金及押金等。2019 年 9 月末，公司债务结构较年初变化不大。

### （3）刚性债务

图表 25. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 9 月末
短期刚性债务合计	14.59	13.73	9.24	8.81	15.50	14.70
其中：短期借款	13.99	12.74	8.30	8.14	7.73	7.12
一年内到期非流动负债	0.26	0.82	0.82	0.56	7.66	7.07
应付票据	0.19	0.04	-	-	-	-
其他短期刚性债务	0.14	0.13	0.12	0.11	0.11	0.50
中长期刚性债务合计	10.15	9.41	8.63	7.66	-	-
其中：长期借款	2.73	1.97	1.15	0.59	-	-
应付债券	7.41	7.45	7.48	7.07	-	-
综合融资成本 (年化, %)	5.08	5.36	5.53	5.75	5.97	5.84

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算。

2016-2018 年末及 2019 年 9 月末，该公司刚性债务分别为 17.87 亿元、16.48 亿元、15.50 亿元和 14.70 亿元，逐年小幅减少，但自 2018 年中长期刚性债务均转入一年以内，2018 年及 2019 年 9 月末公司全部刚性债务为短期，面临一定的即期债务偿付压力。

具体构成看，2018 年末该公司刚性债务主要由短期借款和一年内到期的

非流动性负债构成，余额分别为 7.73 亿元和 7.66 亿元。公司短期借款方式主要是信用借款、保证借款和抵押借款，比例分别为 50.49%、21.72%、22.65%，其余为质押、抵押及保证借款。其中公司为担保人的抵、质押借款的抵押物为固定资产及无形资产等；保证借款担保人为股东朱在龙及弘欣热电公司等。公司一年到期的非流动性负债主要是“12 景兴债”（7.07 亿元），已于 2019 年 10 月 25 日到期兑付。融资成本方面，近三年公司融资成本区间为 5.53%-5.97%，整体水平尚可。

图表 26. 公司 2019 年 9 月末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构

综合融资成本或利率区间/到期年份	1 年以内
3%以内	0.09
3%-4% (不含 4%)	-
4%-5% (不含 5%)	6.23
5%-6% (不含 6%)	0.71
6%-7% (不含 7%)	0.10
7%及以上	7.07
合计	14.19

资料来源：景兴纸业

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

图表 27. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年前 三季度
营业周期 (天)	123.31	121.66	84.98	64.68	68.82	-
营业收入现金率 (%)	122.06	71.50	81.91	76.61	88.37	109.83
业务现金收支净额 (亿元)	5.75	3.82	7.20	1.70	6.17	12.10
其他因素现金收支净额 (亿元)	-1.14	-1.64	-1.64	-1.73	-1.88	-1.23
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	4.61	2.18	5.56	-0.04	4.29	10.87
EBITDA (亿元)	3.06	3.25	6.72	11.39	7.37	-
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.14	0.14	0.33	0.66	0.46	-
EBITDA/全部利息支出 (倍)	2.23	2.24	5.75	11.62	7.78	-

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2016-2018 年，该公司营业周期分别为 84.98 天、64.68 天和 68.82 天；同期营业收入现金率分别为 81.91%、76.61%和 88.37%，现金回笼情况一般且呈现一定波动，主要是公司以票据结算方式较多所致。公司经营活动主要是商品购销活动相关的现金流，此外公司因支付经营相关的往来款及期间费用等每年有一定规模的其他与经营活动有关的现金流出。2016-2018 年及 2019



年前三季度，公司经营性净现金流分别为 5.56 亿元、-0.04 亿元、4.29 亿元和 10.87 亿元，其中 2017 年因原材料价格大幅上涨，公司购买商品、接受劳务支付的现金同比增长 74.62%，增速高于销售商品收到的现金，导致当年经营性净现金流为负；2019 年前三季度经营性净现金流同比大幅增加 8.78 亿元，主要是本期购买商品、接受劳务支付的现金以及支付的税费减少等综合影响所致。

该公司 EBITDA 呈现波动，2016-2018 年分别为 6.72 亿元、11.39 亿元和 7.37 亿元，相对公司较低的债务融资规模，EBITDA 对刚性债务及利息支出的覆盖程度较好。

## (2) 投资环节

图表 28. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年前三季度
回收投资与投资支付净流入额	0.06	-0.55	2.51	-0.72	-0.04	-0.10
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-8.12	-1.02	-0.55	0.60	-0.12	-0.36
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.04	-0.43	-1.94	2.54	-0.37	-3.47
其中：理财产品投资回收与支付净额	-	-0.50	-1.94	2.47	-0.37	-3.47
投资环节产生的现金流量净额	-8.02	-1.99	0.01	2.35	-0.53	-3.93

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理。

近年来，该公司投资活动主要是投资理财和股权投资方面，公司其他与投资活动有关的现金支出及流入规模较大。2016-2018 年公司投资性现金净流量分别为 0.01 亿元、2.35 亿元和 -0.53 亿元，其中 2017 年流入金额较大主要与理财产品购买赎回变动有关。2019 年前三季度，公司投资性现金净流量为 -3.93 亿元，净流出额同比增加 2.29 亿元，主要是本期理财产品赎回较上年同期减少较多所致。未来，随着马来西亚 80 万吨废纸浆板项目建设推进，公司将面临一定的资本性支出压力。

## (3) 筹资环节

图表 29. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年前三季度
权益类净融资额	-	-	-	1.16	-	-
债务类净融资额	5.40	-1.53	-	-	-1.02	-1.01
其中：现金利息支出	1.33	1.45	1.14	0.95	0.93	0.26
筹资环节产生的现金流量净额	4.07	-2.98	-6.32	-1.95	-3.10	-1.49

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理。

该公司筹资活动主要是资金的筹措与偿付，主要通过银行借款满足经营及投资性活动的需要。此外公司分配股利及利息支出每年亦产生一定的筹资

活动现金流出，公司近几年整体筹资性现金净流量为负。2016-2018 年及 2019 年前三季度筹资性现金净流量分别为-6.32 亿元、-1.95 亿元、-3.10 亿元和-1.49 亿元。

#### 4. 资产质量

图表 30. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 9 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	24.08	21.44	21.57	28.46	30.42	32.05
	41.44	37.49	37.90	45.19	47.69	50.17
其中：货币资金（亿元）	6.70	3.67	2.81	3.22	3.82	9.23
应收票据（亿元）	7.15	7.92	9.24	14.82	15.37	8.37
应收款项（亿元）	5.02	5.17	4.20	5.54	5.15	4.48
存货（亿元）	4.26	4.00	2.69	4.72	5.51	4.56
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	34.03	35.75	35.34	34.53	33.37	31.83
	58.56	62.51	62.10	54.81	52.31	49.83
其中：固定资产（亿元）	21.79	25.38	29.41	27.50	26.44	24.91
长期股权投资（亿元）	1.50	2.37	2.70	3.03	2.77	2.89
无形资产（亿元）	2.02	2.05	1.85	1.85	1.81	1.77
期末全部受限资产账面金额（亿元）	14.58	17.60	11.75	10.26	10.26	2.13
期末抵押融资余额（亿元）	7.60	7.36	5.87	5.63	2.74	1.41
受限资产账面余额/总资产（%）	25.09	30.78	20.65	16.29	16.08	3.33

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理。

2016-2018 年末及 2019 年 9 月末，该公司资产总额分别为 56.90 亿元、62.99 亿元、63.79 亿元和 63.88 亿元。由于公司为生产型制造企业，非流动资产占比较高，2018 年末占比为 52.31%。

该公司非流动资产主要由固定资产、长期股权投资和无形资产构成，2018 年末分别为 26.44 亿元、2.77 亿元和 1.81 亿元。其中固定资产主要包括生产所用的机器设备、房屋建筑物等，较上年末变化不大；长期股权投资主要是公司投资持有的莎普爱思、艾特克等公司的股权，较上年末减少 8.67%，原因是公司减持莎普爱思部分股权所致<sup>4</sup>；无形资产主要是土地使用权，较上年末变化不大。2019 年 9 月末，公司非流动资产较年初相比无重大变化。

该公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款和存货构成，2018 年末分别为 3.82 亿元、15.37 亿元、5.15 亿元和 5.51 亿元。其中货币资金较年初增加 18.63%，公司不存在使用受限的货币资金；公司应收票据均为银行承兑汇票，以背书转让为主，年末因借款质押形成的受限余额 0.61 亿元；公司应收账款为下游客户货款，较上年末变化不大，公司账龄为一年内的应收账款占比超过 95%，按信用风险特征组合计提坏账准备 0.15 亿元；公司存货

<sup>4</sup> 截至 2019 年 9 月末，该公司持有莎普爱思股份 28,235,531 股，占莎普爱思总股本的 8.75%，均为流通股。



主要包括原材料和库存商品,占比分别约 56%和 43%,较上年末增长 16.79%,公司按账面余额计提坏账准备 0.04 亿元。2019 年 9 月末,公司货币资金较年初大幅增加 5.41 亿元至 9.23 亿元,系主要是公司销售商品收到的现金增加以及库存票据到期进账且公司为了归还 10 月到期的公司债增加了现金储备所致;同期末应收票据及应收账款分别较年初减少 45.55%及 13.12%;公司其他流动资产较年初增加 3.45 亿元,主要是购买理财产品增加所致。

2016-2018 年末及 2019 年 9 月末,该公司受限资产分别为 11.75 亿元、10.26 亿元、10.26 亿元和 2.13 亿元,目前公司受限资产规模较小,对公司后续融资及债务偿付的影响不大。

图表 31. 截至 2019 年 9 月末公司受限资产情况 (万元)

科目	金额	受限原因
应收票据	4,000.00	借款质押
固定资产	13,036.45	借款抵押
无形资产	4,300.77	借款抵押
合计	21,337.22	-

资料来源:根据景兴纸业所提供数据整理。

## 5. 流动性/短期因素

图表 32. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 9 月末
流动比率 (%)	134.95	121.99	147.39	184.72	151.61	170.49
速动比率 (%)	109.48	98.74	128.25	153.73	124.04	143.32
现金比率 (%)	76.40	64.90	82.33	117.07	95.64	98.27

资料来源:根据景兴纸业所提供数据整理。

该公司流动负债规模较小,整体资产流动性一直较好。2018 年末公司流动比率、速动比率及现金比率分别为 151.61%、124.04%和 95.64%。

## 6. 表外事项

截至 2018 年末,该公司不存在因重大诉讼形成的或有负债。

截至 2018 年末,该公司对弘欣热电公司提供债务担保产生的对外担保余额 1.34 亿元;弘欣热电公司为公司提供担保余额 1.68 亿元。公司对外担保金额较小,或有损失风险相对可控。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

该公司主业集中在本部,2018 年末母公司总资产 53.98 亿元,净资产 38.08 亿元,债务主要集中在本部,年末刚性债务 11.16 亿元;2018 年母公司实现营业收入 41.26 元,净利润 2.57 亿元,主要为政府补助;同年母公司经营活动产生的现金流量净额为 3.09 亿元。

## 外部支持因素

### 金融机构支持

截至 2019 年 9 月末，该公司共获得授信总额 35.31 亿元，其中已使用授信额度 11.23 亿元，剩余额度 24.08 亿元。

图表 33. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	放贷余额	利率区间	附加条件/增信措施
全部 (亿元)	35.31	24.08	4.35%-6.096%	担保、抵押
其中：国家政策性金融机构 (亿元)	1.30	-	4.35%-4.535%	担保、抵押
工农中建交五大商业银行 (亿元)	18.55	12.58	4.35%-4.785%	担保、抵押
其中：大型国有金融机构占比 (%)	52.53	52.24	-	-

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理（截至 2019 年 9 月 30 日）。

## 债项信用分析

### 1. 本次债券特定条款

本次债券设置赎回条款：(1)、到期赎回条款：在本次发行的可转换公司债券期满后 5 个交易日内，该公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定；(2)、有条件赎回条款：在本次发行可转换公司债券的转股期内，如果公司 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），经相关监管部门批准（如需），公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。若在上述交易日内发生过因除权、除息等引起公司转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。此外，当本次发行的可转换公司债券未转股的票面总金额不足人民币 3,000 万元时，公司有权按面值加当期应计利息的价格赎回全部未转股的可转换公司债券。

回售条款：(1)、有条件回售条款：在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果该公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 80%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日



起重新计算。最后两个计息年度可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。

(2)、附加回售条款：若公司本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。可转换公司债券持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不能再行使附加回售权。

## 2. 增信措施及效果

本次债券未安排有担保、资产抵质押等增信措施。

## 3. 其他偿付保障措施

### (1) 主业竞争优势

该公司自成立以来主要经营箱板纸的生产，目前已成为国内箱板纸行业的知名企业之一，市场认可度较高，且公司所处长三角经济发达地区，是国内箱板纸主要消费市场之一，为公司业务发展提供良好的市场环境，主营业务在区域市场具有较强的竞争力。2016-2018 年公司营业收入分别为 36.81 亿元、53.60 亿元和 59.38 亿元；利润总额分别为 3.43 亿元、8.02 亿元和 4.02 亿元。

### (2) 融资渠道畅通

作为深交所上市公司，该公司外部融资渠道较畅通，在必要时可通过资本市场融资获得资金。另外，公司银行信用良好，在未结清信贷中无不良记录，与各相关商业银行良好的合作关系为公司未来发展提供了融资便利。截至 2019 年 9 月末，公司未使用的银行授信额度 24.08 亿元。

## 评级结论

该公司为民营上市公司，是国内箱板纸知名企业之一，实际控制人为朱在龙先生。公司按照上市公司的要求实施公司治理，目前法人治理结构较健全，且高管团队近年来基本保持稳定，为公司战略规划的有效执行和持续稳定运作提供了较好的保障。

该公司主要从事包装纸的生产经营，近三年营业收入保持增长，但原材料价格持续攀升及期间费用不断增加，公司经营成本不断上升，利润空间受

到挤压；2019年前三季度，受主要产品价格下降影响，公司收入下降幅度大于成本，盈利能力有所弱化，其他收益占营业利润比重大。为解决原材料供应问题、缓解经营压力，公司计划在马来西亚投资建设年产80万吨废纸浆板项目，未来投产后或可一定程度上降低生产成本，但短期内公司将面临一定的资本性支出压力。财务方面，公司债务规模逐年下降，目前负债经营程度低，但债务期限结构有待优化。公司经营净现金流情况较好，可为债务偿付提供基本保障。



## 跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次可转换公司债券存续期（本次可转换公司债券发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具，且不晚于每一会计年度结束之日起 6 个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

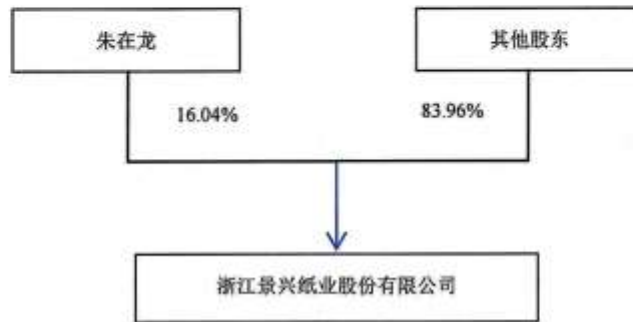
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

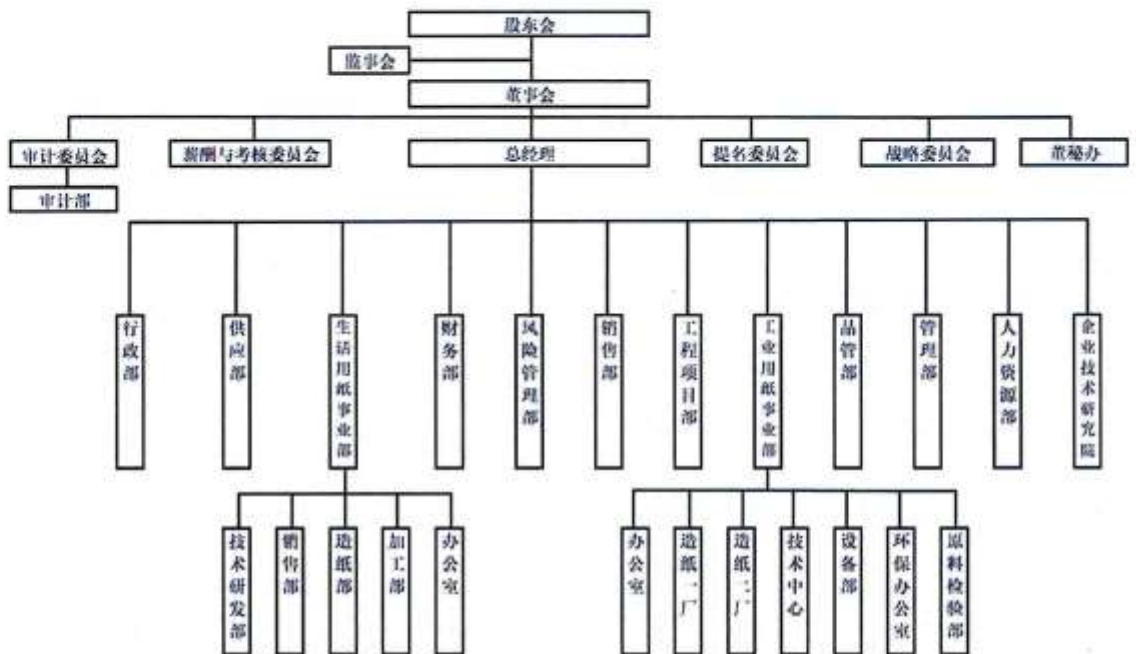
### 公司与实际控制人关系图



注：根据景兴纸业提供的资料绘制（截至 2019 年 9 月末）。

附录二：

### 公司组织结构图



注：根据景兴纸业提供的资料绘制（截至 2019 年 9 月末）。



附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2018年(末)主要财务数据(亿元)				备注	
					刚性债务余额(亿元)	所有者权益(亿元)	营业收入(亿元)	净利润(亿元)		经营环节现金流量(亿元)
浙江景兴纸业股份有限公司	景兴纸业	本级	—	纸制品产销	11.16	38.08	41.26	2.57	3.09	
浙江景兴板纸有限公司	景兴板纸	核心子公司	75.00	高档纸、纸板等产销	1.83	6.01	15.03	0.90	1.48	
平湖市景兴包装材料有限公司	平湖景包	核心子公司	100.00	纸箱、纸板等产销	1.34	1.33	3.92	0.19	0.34	
南京景兴纸业有限公司	南京景兴	核心子公司	100.00	纸制品产销等	0.40	0.23	1.17	-0.01	-0.00	
上海景兴实业投资有限公司	上海景兴	核心子公司	100.00	实业投资; 投资咨询等	-	3.44	-	-0.17	-0.10	

注：根据景兴纸业 2018 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

## 附录四：

## 主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年	2019年 前三季度
资产总额 [亿元]	56.90	62.99	63.79	63.88
货币资金 [亿元]	2.81	3.22	3.82	9.23
刚性债务[亿元]	17.87	16.48	15.50	14.70
所有者权益 [亿元]	33.56	39.79	43.58	44.93
营业收入[亿元]	36.81	53.60	59.38	38.89
净利润 [亿元]	3.15	6.92	3.58	1.60
EBITDA[亿元]	6.72	11.39	7.37	—
经营性现金净流入量[亿元]	5.56	-0.04	4.29	10.87
投资性现金净流入量[亿元]	0.01	2.35	-0.53	-3.93
资产负债率[%]	41.02	36.83	31.68	29.66
权益资本与刚性债务比率[%]	187.85	241.51	281.20	305.73
流动比率[%]	147.39	184.72	151.61	170.49
现金比率[%]	82.33	117.07	95.64	98.27
利息保障倍数[倍]	3.89	9.18	5.25	—
担保比率[%]	4.46	5.18	4.91	4.51
营业周期[天]	84.98	64.68	68.82	-
毛利率[%]	13.85	19.95	12.61	9.97
营业利润率[%]	6.90	14.95	6.80	4.30
总资产报酬率[%]	7.98	15.01	7.84	—
净资产收益率[%]	9.90	18.88	8.58	—
净资产收益率*[%]	10.26	17.88	8.31	—
营业收入现金率[%]	81.91	76.61	88.37	109.83
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	34.52	-0.24	24.16	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	22.10	9.95	17.32	—
EBITDA/利息支出[倍]	5.75	11.62	7.78	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.33	0.66	0.46	—

注：表中数据依据景兴纸业经审计的2016~2018年度及未经审计的2019年前三季度财务数据整理、计算。其中2017年财务数据采用2018年审计报告经追溯调整的期初数。

## 指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/[(报告期营业收入/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2)]+365/[(报告期营业成本/(期初存货余额+期末存货余额)/2)]
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销



**附录五：**

### 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

注：除AAA、CCC及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性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券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：除AAA级、CCC级以下等级外，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。

## 评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、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。

本评级机构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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

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。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于2014年6月）
- 《造纸行业信用评级方法》（发布于2018年4月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。





# 营业执照

统一社会信用代码 91310110132206721U

证照编号 10000000201608180124

名称 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

类型 有限责任公司(国内合资)

住所 上海市杨浦区控江路 1555 号 A 座 103 室 K-22

法定代表人 朱荣恩

注册资本 人民币 3000.0000 万元整

成立日期 1992 年 7 月 30 日

营业期限 1992 年 7 月 30 日至 不约定期限

经营范围 资信服务, 企业资产委托管理, 债券评估, 为投资者提供投资咨询及信息服务, 为发行者提供投资咨询服务。

【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关

2016年 08 月 18 日





# 营业执照

(副本)

统一社会信用代码 91310110132206721U

证照编号 10000000201608180125

名称 上海新世纪资信评估投资服务有限公司  
类型 有限责任公司(国内合资)  
住所 上海市杨浦区控江路 1555 号 A 座 103 室 K-22  
法定代表人 朱荣恩  
注册资本 人民币 3000.0000 万元整  
成立日期 1992 年 7 月 30 日  
营业期限 1992 年 7 月 30 日 至 不约定期限  
经营范围 资信服务, 企业资产委托管理, 债券评估, 为投资者提供投资咨询及信息服务, 为发行者提供投资咨询服务。  
【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】

## 年报提示

请于每年1月1日至6月30日  
申报年报, 逾期  
将列入经营异常名录



登记机关



2016 年 08 月 18 日



# 企业名称变更核准通知书

沪工商注名变核字第01200407260808号

上海新世纪投资服务有限公司

根据《企业名称登记管理规定》、《企业名称登记管理实施办法》等规定，同意变更企业名称为：

上海新世纪资信评估投资服务有限公司


该企业的注册资本为： 1000.0000 万元（人民币）

该企业名称保留期至2005年01月26日。在保留期内，企业名称不得用于经营活动，不得转让。经企业登记机关变更登记，颁发营业执照后企业名称正式生效。

经办人： 上海市工商行政管理局 上海市工商行政管理局  
浦东分局档案室 2004年07月27日  
材料证明章

附承诺书

- 许可企业名称：  
上海新世纪资产评估有限责任公司, 上海新世纪财务管理有限公司
- 注：1、变更核准的企业名称未到企业登记机关完成变更登记的，通知书规定的有效期满后自动失效。有正当理由，需延长变更核准名称有效期的，申请人应在有效期满前1个月内申请延期。有效期延长时间不超过6个月。
- 2、名称变更核准时不审查投资人资格和企业变更条件，投资人资格和企业变更条件在企业登记时审查，申请人不得以企业名称已核为由抗辩企业登记机关对投资人资格和企业变更条件的审查。企业登记机关也不得以企业名称已核为由不予审查就准予企业变更登记。
- 3、根据《企业名称登记管理规定》第五、二十五条规定：登记主管机关有权纠正已登记注册的不适宜的企业名称；两个以上的企业因已登记注册的企业名称相同或者近似而发生争议时，登记主管机关依照注册在先原则处理。
- 4、变更核准的企业名称中如果含有法律、行政法规规定需报经审批内容，该企业变更登记时，必须提交有关批准文件。如不能提交，不得以本通知核准的企业名称办理变更登记，应另行申请变更企业名称。
- 5、企业变更登记后，企业登记机关应将本通知书原件存入企业档案。

签收人： 

签收日期：2004年8月2日

# 中国人民银行文件

银发〔1997〕547号



## 关于中国诚信证券评估有限公司等机构 从事企业债券信用评级业务资格的通知

中国人民银行各省、自治区、直辖市分行，深圳经济特区分行：

为了加强企业债券资信评级工作，总行初步确定以下机构的企业债券资信评级资格：中国诚信证券评估有限公司、大公国际资信评估有限公司、深圳市资信评估公司、云南资信评估事务所、长城资信评估有限公司、上海远东资信评估公司、上海新世纪投资服务公司、辽宁省资信评估公司、福建省资信评级委员会。有关事项如下：

一、除中国人民银行总行认可具有企业债券资信评级

资格的机构外，其他机构所进行的企业债券信用评级人民银行不予承认。

二、企业债券发行前，必须经中国人民银行总行认可的企业资信评级机构进行信用评级。

三、取得企业债券资信评级资格的评级机构可以在全国范围内从事企业债券信用评级。任何地区和部门不得阻挠其开展工作。

四、总行将另行制定包括企业债券在内的证券评级业务的管理办法。

以上通知，请严格遵照执行。



主题词：金融市场管理 企业债券 信用评级 通知

抄送：中国诚信证券评估有限公司、大公国际资信评估有限责任公司  
内部发送：办公厅、非银行司、银行司、稽核局、条法司

打 字：刘 森 校 对：卢志斌 谢金荣  
中国人民银行办公厅

一九九七年十二月十七日印发



信息公开

新闻发布  
人民币

金融创新  
经理图库

货币政策  
国际交往

信贷政策  
人员招采

金融市场  
金融研究

金融稳定  
征信管理

银行会计  
反洗钱

支付体系  
工会工作

金融科技  
金融标准化

服务互动

公开目录  
办事指南

在线咨询  
下级中心

图文互播  
洗钱举报

音频视频  
网上调查

市营动态  
意见征集

网上展厅  
金融知识

报告下载  
关于我们

报刊年鉴  
网站导航

首页

2014年4月30日 星期三

当前位置: 首页 / 征信管理 / 信用评级 / 信用评级机构

搜索

登录

### 评级结果可以在银行间债券市场使用的评级机构名单

大公国际资信评估有限公司

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

联合资信评估有限公司

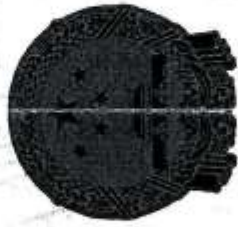
中诚信国际信用评级有限责任公司

东方金诚国际信用评估有限公司









中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证



公司名称：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：朱荣恩

注册地址：上海市杨浦区控江路1555号A座103室

编号：ZPJ003

中国证券监督管理委员会(公章)

2012年11月2日

# 中国保险监督管理委员会文件

保监发[2003]133号

## 关于增加认可企业债券信用评级机构的通知

各保险公司、保险资产管理公司：

根据《保险公司投资企业债券管理暂行办法》（保监发[2003]74号）第二条的有关规定，经研究决定，增加上海新世纪投资服务有限公司为保监会认可的信用评级机构。保险公司可以买卖经该公司评级在A+级以上的企业债券。

特此通知





## 关于认可7家信用评级机构能力备案的公告

发布时间: 2013-10-17 分享到: 【字体: 大 中 小】

保监公告〔2013〕9号

根据《中国保监会关于加强保险资金投资债券使用外部信用评级监管的通知》（保监发〔2013〕61号）的规定，中国保监会对下列7家信用评级机构能力认可的备案材料进行了评估，现予以公告。

具体名单如下（按公司名称字母顺序排列）：

- 东方金诚国际信用评级有限公司
- 联合信用评级有限公司
- 联合资信评估有限公司
- 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
- 中诚信国际信用评级有限责任公司
- 中诚信证券评估有限公司

上述信用评级机构承诺接受中国保监会的持续监管及行业协会的自律管理，配合中国保监会对相关信用评级业务的查询和检查，依规履行报告义务。

中国保险监督管理委员会

二〇一三年十月九日

## 中国保险监督管理委员会 信用评级机构信用能力认定申请表

报告单位 (加盖公章)	上海新世纪资信评估投资服务有限公司	
报告事项	评级机构信用能力认定可查	
报告日期	2013年8月25日	文件齐备日期
公司报告材料	材料清单	
	1. 书面报告	公司报送
	2. 承诺函	✓
	3. 组织架构及专业团队说明	✓
	4. 管理制度及信息系统说明	✓
	5. 运作情况说明	✓
	6. 证明文件	✓
	7. 报送材料电子文档光盘	✓
备注		

中国保监会资金运用  
备案章  
2013年10月9日第157号

注：文件齐备日期及备注栏，由中国保监会填写。



# 中国银行间市场交易商协会

## National Association of Financial Market Institutional Investors

地址: 北京市西城区金融大街甲9号金融街中心16层(100033)  
Address: 16/F, Financial Street Center, 9A Financial Street, Xicheng  
District, Beijing 100033, P.R. China  
电话/Tel: 86 10 66539000 传真/Fax: 86 10 66539100  
网址/Web: www.nafmii.org.cn

### 中国银行间市场交易商协会 2016年度会员会费缴纳通知

各常务理事会员单位:

协会2016年度会费收缴工作现已开始。根据《中国银行间市场交易商协会章程》、《中国银行间市场交易商协会会员管理规则》及第二届会员代表大会第二次会议相关决议(见附件1), 协会决定自2016年起对会费标准及会费收缴工作机制作适当调整。贵单位是协会金融机构常务理事会员, 会费标准由55万元/年调整为63万元/年。请于2016年4月30日前缴纳本年度会费陆拾叁万元整。缴费后请登录协会会员信息管理系统(<http://huiyuan.nafmii.org.cn>)填写会费缴纳回执。工作中如有疑问, 可参阅《会费缴纳常见问题》(见附件2)。

账户名称: 中国银行间市场交易商协会

开户银行: 招商银行北京金融街支行

账 号: 866580226510001

联系人: 吕晗冰 010-66538386

蔡阳子 010-66538379



附件：1. 第二届会员代表大会第二次会议决议

2. 会费缴纳常见问题

仅限评级项目使用

中国银行间市场交易商协会  
二〇一六年二月二十六日



# 全国性社会团费统一票据



数字指纹: 000E19C731A1A8B38E  
No 1600272492

国财 01403 电子票号: 1600272492 2016 年 08 月 03 日  
交款单位或个人: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

## 第二联 收据

项目编码	项目名称	单位	标准	数量	金额(元)
06001	会费		630,000 元	1	630,000.00
金额合计 (大写)					630,000.00



收款单位 (盖章): 上海新世纪资信评估投资服务有限公司  
收款人 (章): 管理员  
支票号: \_\_\_\_\_

签名: \_\_\_\_\_



# 中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名: 翁斯喆

性别: 女

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

编号: R0070216050002

证书取得日期 2016-05-28

发行机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司



本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期, 从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。



# 中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名: 王婷亚

性别: 女

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

编号: R0070215060002

证书取得日期: 2015-06-14

仅因于《浙江景兴纸业股份有限公司可转债公司债》



2018年11月19日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期, 从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。