

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
跟踪评级报告



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.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2022)100279】

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

景兴转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/AA/2022 年 6 月 10 日

前次跟踪: AA/稳定/AA/2021 年 6 月 9 日

首次评级: AA/稳定/AA/2020 年 1 月 13 日

主要财务数据及指标

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	3.10	13.89	11.07	10.87
刚性债务	1.69	13.83	11.51	12.22
所有者权益	39.25	42.80	48.89	49.36
经营性现金净流入量	8.35	3.02	2.69	0.77
合并口径数据及指标:				
总资产	56.60	72.92	79.40	79.16
总负债	11.32	23.76	23.25	22.26
刚性债务	7.19	18.36	16.70	17.24
所有者权益	45.28	49.16	56.15	56.91
营业收入	52.51	48.75	62.25	14.60
净利润	2.03	3.32	4.68	0.84
经营性现金净流入量	12.61	6.17	2.49	1.03
EBITDA	5.42	6.66	7.62	—
资产负债率[%]	20.01	32.58	29.28	28.12
权益资本与刚性债务 比率[%]	630.17	267.77	336.18	330.02
流动比率[%]	209.65	288.32	292.73	284.15
现金比率[%]	119.26	189.92	183.95	178.93
利息保障倍数[倍]	3.90	8.64	18.07	—
净资产收益率[%]	4.58	7.02	8.89	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	80.70	52.49	20.41	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	66.36	-4.55	-9.56	—
EBITDA/利息支出[倍]	7.14	13.80	27.35	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.48	0.52	0.43	—

注:根据景兴纸业经审计的 2019-2021 年及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

翁斯喆 wsz@shxsj.com

黄梦姣 hmj@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

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对浙江景兴纸业股份有限公司(简称景兴纸业、发行人、该公司或公司)公开发行 A 股可转换公司债券的跟踪评级反映了 2021 年以来景兴纸业在主业所处行业环境、主业盈利能力等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在原材料保障及价格、生活用纸经营、海外项目投资、可转债转股、安全生产和环保及内部管理方面继续面临压力。

主要优势:

- **主业所处市场区位条件良好。**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;且所处长三角地区是国内箱板纸主要消费市场之一,公司业务发展所处市场环境良好。
- **主业盈利能力增强。**跟踪期内,受益于纸品价格上涨和产品销量上升,景兴纸业营业收入持续增长,2021 年主业盈利能力明显增强。
- **财务结构较稳健。**跟踪期内,景兴纸业资产负债率受益于经营积累和景兴转债的部分转股而降至更低的水平,且公司货币资金较充裕,融资渠道较畅通,可为债务偿付提供基本保障。

主要风险:

- **原材料保障及价格波动风险。**我国自 2021 年起全面禁止废纸进口,加上全球新冠疫情推动木浆、废纸、纸浆板等造纸主要原材料及运输价格快速上涨,景兴纸业生产持续面临原材料保障及价格波动风险。受产品价格回落及纸浆价格大幅度上涨影响,公司 2022 年第一季度业绩大幅下滑。
- **生活用纸经营压力。**景兴纸业生活用纸仍以原纸销售为主,毛利水平较低,经营压力较大。公司在建生活用纸项目未来产能释放后,或面临较大市场拓展压力。

- **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及汇率风险等，项目产出效果也有待检验。
- **可转债未转股风险。**景兴转债存续规模相对较大，若不能顺利转股，将增加景兴纸业的债务压力。
- **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

通过对景兴纸业发行的景兴转债主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期公司债还本付息安全性仍很高，并维持本期公司债 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

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照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（简称“景兴转债”）的跟踪评级安排，本评级机构根据景兴纸业提供的经审计的 2021 年财务报表、未经审计的 2022 年第一季度财务报表及相关经营数据，对景兴纸业的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

截至本评级报告出具日，该公司存续期内债券情况如图表 1 所示。2020 年 8 月，公司发行本金为 12.80 亿元的景兴转债，转股期为 2021 年 3 月 4 日至 2026 年 8 月 30 日，目前转股价格为 3.40 元/股，截至 2022 年 3 月末已累计转股数量为 8,273.87 万股，剩余可转债余额为 9.99 亿元。

图表 1. 截至 2022 年 3 月末，公司存续期内债券情况

债项名称	发行金额 (亿元)	余额 (亿元)	期限 (年)	当前利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
景兴转债	12.80	9.99	6	0.50	2020 年 8 月 31 日	正常付息

资料来源：Wind

景兴转债主要投资于马来西亚年产 80 万吨废纸浆板项目，项目预计总投资 14.52 亿元，建设周期 2 年。因新冠肺炎疫情影响，2020 年 10 月 2 日该项目最终取得在马来西亚投资关键性政府审批批复（即环保批复），在获得所有建设许可后于 2020 年 11 月正式动工，预计 2022 年 12 月正式建成，较原计划有所延迟。截至 2022 年 3 月末，已完成投资额 10.72 亿元，其中景兴转债募集资金已使用 9.56 亿元。该项目投产后将有利于保证公司生产原料供给。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全

球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实

基础。

2022年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

（2）行业因素

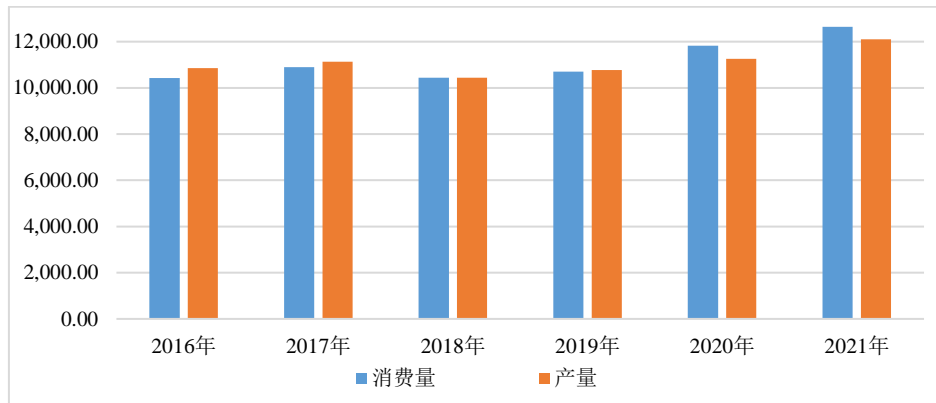
造纸行业属周期性行业，行业景气度与宏观经济走势较一致。经过前期快速发展，我国已成为世界造纸大国。但过快发展导致行业出现结构性和阶段性产能过剩，行业仍面临一定的落后产能出清和调整压力。2021年，随着国内疫情逐渐得到控制，纸品需求恢复，造纸业景气度有所提升。包装用纸主要原材料为废纸，2021年起我国正式禁止废纸进口，一定程度上推动原材料价格上涨，加上物流、能源等成本上升，包装用纸价格呈现波动上涨态势。2022年以来，废纸等原材料价格仍处于较高水平，造纸行业面临一定的成本控制压力。

A. 行业概况

造纸业的周期性变动与宏观经济走势较为一致。2021年，随着国内疫情逐渐得到控制，纸品需求恢复，造纸业景气度有所提升，全年产量及销量均实现增长，且原材料、运输及能源等成本上涨推动原纸价格上升，全年行业收入及盈利能力同比均有所提升。2022年以来，国内疫情多点散发，需求较为疲软，而原材料价格持续处于高位，纸企盈利能力明显弱化。2021年及2022年第一季度，我国造纸及纸制品业实现主营业务收入分别为15,006.00亿元和3,571.00亿元，分别同比增长14.74%和4.50%；实现利润总额分别为884.80亿元和125.60亿元，分别同比增长6.90%和下降49.30%。

我国造纸行业发展速度较快，纸及纸板产销量长期位居世界首位。2021年全国纸及纸板生产量为12,105万吨，同比增长4.60%，消费量为12,648万吨，同比增长6.94%。从细分产品来看，当年除新闻纸、涂布纸和未涂布纸产量下降外，其余产品均有不同程度增长；瓦楞原纸、箱纸板、白板纸仍占据主要生产地位，占比分别为22.18%、23.17%和12.60%。根据中国轻工业信息中心数据，2022年1-3月，我国机制纸及纸板产量为3,340万吨，同比增长2.4%。

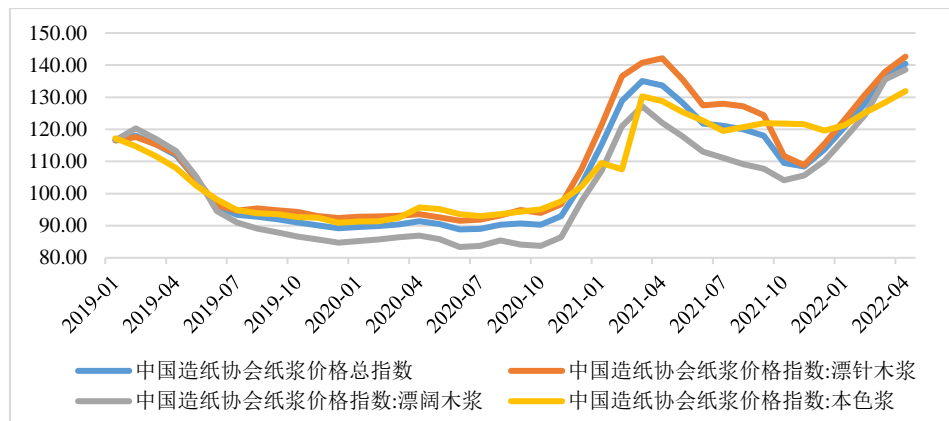
图表 2. 我国纸及纸板产销量情况（万吨）



资料来源：Wind，新世纪评级整理

木浆为造纸主要原材料，一般占生产成本的 50%-60%。受制于全球林木资源不均影响，以巴西、加拿大、美国和印尼等林木资源丰富的国家掌握了主要的木浆产能。我国大型造纸企业多采购进口木浆，因而国际木浆价格波动对企业经营业绩影响较大。目前全球木浆主要消费地区为中国、西欧及北美，2021 年以来木浆价格整体呈波动上涨趋势，2021 年第一季度国际浆厂开工情况受到疫情影响较大，叠加国内纸业需求反弹，浆价快速上升，第二至第三季度随着造纸需求回落，巴西 280 万吨阔叶浆产能投放等，浆价进入下行通道，2021 年四季度起国际浆价快速上涨。中长期看，考虑到原材料的资源稀缺属性，预计木浆价格具备一定支撑。

图表 3. 我国纸浆价格指数变化情况（点）

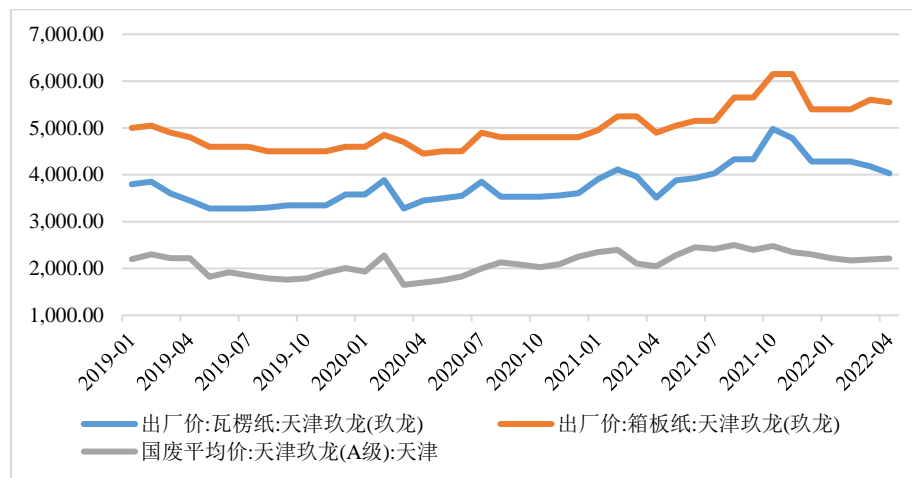


数据来源：Wind，新世纪评级整理

废纸方面，受制于废纸回收体系不完整以及造纸用林木资源工业的不足，我国废纸长期依靠进口。近年来，由于我国废纸进口标准提高、外废审批难度加大，废纸净进口量明显减少，2019-2020 年分别为 1,036 万吨和 689 万吨，同比分别下降 39.17%和 33.49%，2021 年全面禁止进口废纸。为解决原材料问题，造纸企业一方面加强国内废纸回收利用，另一方面增加废纸浆进口、增加木浆使用，大型造纸企业还通过海外产能布局部分弥补原料缺口。2021 年全国废纸回收总量 6,491 万吨，同比增长 18.17%，废纸回收率 51.3%。价格方面，2021 年以来，由于外废进口禁止政策的影响，国废价格维持高位波动。

包装纸根据主要原材料的不同，产品一般分为废纸系包装纸和木浆系包装纸。其中废纸系包装纸以箱板纸、瓦楞纸为代表，木浆系包装纸以白卡纸为代表。该公司主要生产废纸系包装原纸。根据中国造纸业协会的统计，2021年我国箱板纸生产量 2,805 万吨，同比增长 14.96%，消费量 2,977 万吨，同比增长 7.24%；瓦楞原纸生产量 2,685 万吨，同比增长 12.34%，消费量 2,977 万吨，同比增长 7.24%。价格方面，2021 年随着原材料、物流、能源价格上涨，瓦楞纸和包装纸整体处于高位，之后由于国内散发疫情导致需求下降，纸价有所下降，预计未来由于废纸原料紧张局面短期内较难改善，而线上购物的发展导致包装纸需求规模继续扩大，废纸系包装纸价格仍有一定支撑。

图表 4. 2019 年以来国内废纸、箱板纸和瓦楞纸价格情况（元/吨）



数据来源：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。

2021 年我国正式禁止废纸进口。2021 年 1 月，商务部发布《再生资源绿色分拣中心建设管理规范》规范经营再生资源绿色分拣中心，增加分拣中心对城市低值可回收物分拣的处置功能。2021 年 11 月，工信部发布《废纸加工行业规范条件》以引导废纸加工行业高质量发展，提升废纸集约化加工水平，要求废纸利用率不低于 95%，废纸洁净率不低于 98%，该规范条件于 2022 年 1 月 1 日起正式实施。为解决进口原材料短缺、国产原材料价格高等问题，该公司已在马来西亚建厂生产再生纤维浆，通过向上游延伸产业链获得一定的成本优势，增强公司整体抗风险能力。

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，产品同质化严重，行业竞争激烈。我国造纸行业相对分散、企业规模整体偏小，根据国家统计局数据，2021 年全国规模以上纸制品生产企业 4,278 家，生产量 7,739 万吨。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 2021 年年度报告公布的重点造纸企业产量前 30 位数据看，该公司 2021 年造纸产量为 153.78 万吨，位列第 19 位，较 2020 年下降 1 位。

图表 5. 行业内核心样本企业基本数据概览（2021 年/末，万吨，亿元，%）

核心样本	核心经营指标（产品或业务类别）			核心财务数据（合并口径）			
	产量	营业收入	毛利率	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
金光纸业	—	972.70	20.70	2,465.46	64.64	63.68	142.28
晨鸣纸业	纸：550	330.20	23.61	828.41	72.78	20.90	85.82
太阳纸业	纸：536 浆：246.97	319.97	17.37	427.37	55.98	29.67	49.29
景兴纸业	纸：153.78	62.25	14.91	79.40	29.28	4.68	2.49
山鹰纸业	纸：602.13	330.33	12.19	519.94	64.81	15.54	19.69

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）新冠疫情等因素影响下经济增长放缓对纸品需求及原材料供应的短期冲击。

2. 业务运营

该公司主要从事包装纸的生产经营。得益于包装原纸销量上升以及价格上涨，公司 2021 年营业收入和利润同比大幅增长，但 2022 年以来，受纸价回落且纸浆价格大幅度上涨影响，公司营业收入在产销规模增大背景下有所增长，但盈利下滑明显。公司目前在建及拟建项目投资规模较大，多以债务融资方式筹资建设，后续或面临一定的资金平衡压力及新增产能释放压力。

该公司主要从事包装原纸、纸箱及纸板的生产和销售。2021 年，由于公司主要产品量价齐升使得营业收入同比增长 27.70%至 62.25 亿元；2022 年第一季度，主要由于包装原纸销量增加，公司实现营业收入 14.60 亿元，同比增长 11.97%。

图表 6. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式
包装原纸	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 7. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务		2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一 季度	2021 年第一 季度
营业收入合计		52.51	48.75	62.25	14.60	13.04
其中：(1) 包装原纸	金额	43.93	40.45	53.10	12.40	10.97
	占比	83.65	82.98	85.31	84.95	84.17
(2) 纸箱及纸板	金额	4.90	5.18	5.79	1.27	1.43
	占比	9.34	10.64	9.30	8.73	11.01
(3) 生活用纸	金额	3.50	2.95	3.15	0.83	0.59
	占比	6.67	6.04	5.05	5.69	4.55
综合毛利率（%）		10.97	12.78	14.91	5.89	18.45
其中：包装原纸（%）		10.72	13.38	16.20	5.84	19.99
纸箱及纸板（%）		11.19	7.08	5.26	5.12	6.17
生活用纸（%）		11.72	12.90	8.76	5.87	18.53

资料来源：景兴纸业

收入构成来看，2021 年该公司包装原纸、纸箱及纸板、生活用纸收入占比分别为 85.31%、9.30%和 5.05%，包装原纸仍为主要收入来源；毛利率方面，同年上述三种产品毛利率分别为 16.20%、5.26%和 8.76%，分别同比增加 2.82 个百分点、减少 1.82 个百分点和减少 4.14 个百分点。包装原纸为纸箱及纸板的原材料，2021 年包装原纸销售价格上涨使得毛利率同比增长，并导致纸箱及纸板毛利率同比下降。2022 年第一季度，主要由于纸浆等原材料成本上升幅度明显，公司各类产品毛利率同比均较大幅度下降，其中包装原纸和生活用纸受影响较大。

此外，该公司每年销售原材料、废纸等获得少量其他收入，近年来占营业收入的比重均不超过 1%。

A. 包装原纸

该公司造纸生产基地全部在浙江省平湖市，跟踪期产能未发生变化。截至 2022 年 3 月末拥有 7 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。2021 年及 2022 年第一季度，公司产能利用率分别为 110.11%和 109.96%。2021 年，国内经济在疫情后实现较好恢复，包装原纸国内需求和出口均实现增长，公司开机率一直保持较高水平，全年产量和产能利用率有所提升。

图表 8. 公司包装原纸产能及产能利用率变化趋势

项目		2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一 季度	2021 年第一 季度
包装纸原纸	产能（万吨/年）	135.00	135.00	135.00	135.00	135.00
	产量（万吨）	138.54	129.95	148.65	37.11	37.06
	产能利用率（%）	102.62	96.26	110.11	109.96	109.81

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 72%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。2021 年开始，进口废纸额度全面取消，公司自 2019 年开始布局通过采购国产废纸、木浆以及向海外造纸企业采购废纸纤维浆（废纸浆，暂不征税）以满足生产需求，但由于进口废纸额度的全面取消导致相关企业对再生纤维浆需求大幅提升以及因新冠疫情导致国际物流运力不足等情况，使得再生纤维浆进口成本激增。整体看，2021 年以来主要原材料价格同比均有上升，2022 年第一季度，新冠肺炎疫情多地散发对物流造成一定影响，为满足公司生产需求，公司扩大国产废纸采购区域，造成当期国产废纸采购均价同比上升，未来在马来西亚 140 万吨浆纸项目投产后，预计原材料保障能力将明显增强。

图表 9. 公司包装原纸原材料采购情况

原材料	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一 季度	2021 年第一 季度
木浆	采购量（万吨）	7.44	6.84	6.98	1.63	1.30
	采购均价（元/吨）	4,087.39	3,506.37	4,305.26	4,703.18	3,730.05
	采购金额（亿元）	3.04	2.40	3.00	0.77	0.49
国产废纸	采购量（万吨）	119.79	116.62	132.82	29.64	32.64
	采购均价（元/吨）	2,114.06	2,046.65	2,382.65	2,508.60	2,324.86
	采购金额（亿元）	25.32	23.87	31.65	7.43	7.59
进口废纸	采购量（万吨）	18.57	11.22	—	—	—
	采购均价（元/吨）	1,813.12	1,397.46	—	—	—
	采购金额（亿元）	3.37	1.57	—	—	—
再生纤维浆	采购量（万吨）	2.40	5.87	10.33	2.47	1.17
	采购均价（元/吨）	2,694.48	2,573.74	3,318.21	3,101.88	2,634.44
	采购金额（亿元）	3.04	1.51	3.43	0.77	0.31

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江浙沪等周边地区厂家，并与多家供应商建立了稳定的供应关系；2021 年起进口废纸额度全面取消，2021 年及 2022 年第一季度公司再生纤维浆主要从东南亚和南亚采购。结算方面，公司国内废纸付款方式为现款；木浆及再生纤维浆主要以 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。

该公司产品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 90%。公司主要通过直销模式获取订单，2021 年及 2022 年第一季度，包装原纸销量分别为 139.09 万吨和 32.71 万吨，同比分别增长 12.76% 和 11.41%，销售均价分别为 3,817.80 元/吨和 3,790.93 元/吨，同比分别上涨 16.42% 和 1.42%。

图表 10. 公司包装原纸销售情况

项目		2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一 季度	2021 年第一 季度
包装原纸	销量（万吨）	134.19	123.35	139.09	32.71	29.36
	销售单价（元/吨）	3,273.38	3,279.38	3,817.80	3,790.93	3,737.82
	产销率（%）	96.86	94.92	93.57	88.14	79.21

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，次月中旬收回货款。跟踪期内，公司继续根据客户的付款方式、周转期及用量决定销售价格，一般采用月清现款结算的客户按出厂价结算，采用票据结算的客户以票据不同期限进行加价，原则上以一个月期限每吨加价 20 元的幅度递增。

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（简称“平湖景包”）和南京景兴纸业有限公司（简称“南京景兴”）负责生产运营。截至 2022 年 3 月末，公司纸箱及纸板年产能为 2.15 亿平方米，较上年无变化。2021 年及 2022 年第一季度，公司纸箱及纸板产量分别为 1.38 亿平方米和 0.30 亿平方米，产能利用率分别为 64.14% 和 55.24%，2022 年第一季度纸箱及纸板产量及产能利用率同比下降，其中南京景兴关停造成纸箱纸及纸板产量同比减少 373.08 万平方米，而平湖景包的主要客户集中在上海，3 月上海新冠肺炎疫情发生后，下游需求有所下降，造成其产量同比减少 234.45 万平方米。

该公司纸箱及纸板生产所需原材料约 60% 为自产包装原纸，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 77%，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娃哈哈和盛虹化纤等，结算方式分为现款和票据两种，各占 70% 和 30% 左右，平均账期在 60 天左右。

图表 11. 近三年一期产能及产能利用率变化趋势

项目		2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一 季度	2021 年第一 季度
纸箱及纸板	产能（万平方米/年）	28,250.00 ¹	21,500.00	21,500.00	21,500.00	21,500.00
	产量（万平方米）	13,126.30	13,753.23	13,789.71	2,969.16	3,576.69
	产能利用率（%）	46.46	63.97	64.14	55.24	66.54

¹ 2019 年产能根据出售前/后实际年产能计算所得。

项目	2019年	2020年	2021年	2022年第一季度	2021年第一季度
产销率(%)	98.71	99.03	98.28	98.23	98.45
销售单价(元/m ²)	3.78	3.81	4.27	4.37	4.07

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理。

此外，考虑到南京景兴近年来经营状况不佳，持续多年亏损并已处于资不抵债状态，2021年12月28日经该公司总经理办公室会议决定，拟自2022年3月1日起对南京景兴实施关停，4月初已完全停产，后续计划对库存商品和原材料进行出售，并对土地、厂房和设备进行出租。

C. 生活用纸

该公司生活用纸产能规模较小且保持稳定，截至2022年3月末仍为6.80万吨/年，2021年及2022年第一季度，公司原纸产能利用率分别为74.96%和88.28%，同比均有所上升；同期，成品纸产能利用率分别为67.85%和50.84%，其中2021年同比提升13.23个百分点而2022年第一季度同比减少35.79个百分点，主要与市场需求导致成品纸销量波动有关。

图表 12. 公司生活用纸产能及产能利用率变化趋势

项目	2019年	2020年	2021年	2022年第一季度	2021年第一季度
生活用纸原纸	产能(万吨/年)	6.80	6.80	6.80	6.80
	产量(万吨)	5.17	4.91	5.10	1.50
	产能利用率(%)	76.03	72.22	74.96	88.28
生活用纸成品纸	产能(万箱/年)	200.00	200.00	200.00	200.00
	产量(万箱)	83.93	109.24	135.69	25.42
	产能利用率(%)	41.97	54.62	67.85	50.84

资料来源：景兴纸业

该公司生活用纸仍以原纸销售为主，2021年及2022年第一季度销量分别为4.04万吨和1.07万吨，产销率分别为79.34%和71.42%。成品纸方面，公司自有品牌“品萱”市场知名度低，产品利润率较低，跟踪期公司拓展了擦手纸和保湿纸等高毛利产品线，并与国内知名生活用纸品牌合作，同时持续建立和强化自有品牌推广、提升电商渠道运营效率，2021年成品纸销量同比增长20.16%至129.84万箱，2022年第一季度则因新冠疫情影响而同比下降39.48%至23.71万箱。结算方式来看，公司与原纸客户结算账期主要为月结，即当月发货、货款月底收回，以现款结算；公司给予成品纸大客户一定的账期及信用金额，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 13. 公司生活用纸销售情况

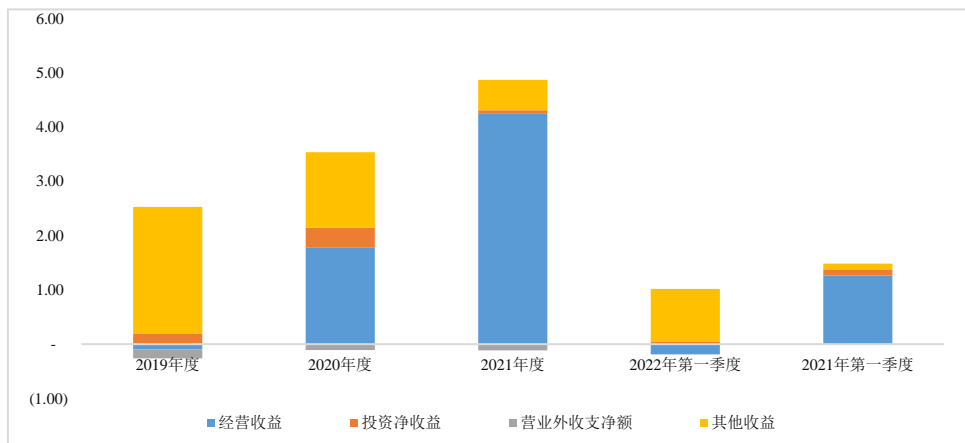
项目		2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一 季度	2021 年第一 季度
生活用纸 原纸	销量 (万吨)	4.40	4.11	4.04	1.07	0.70
	销售单价 (元/吨)	6,599.09	5,990.15	6,552.16	6,758.21	6,616.64
	产销率 (%)	85.07	83.69	79.34	71.42	63.97
生活用纸 成品纸	销量 (万箱)	83.06	108.06	129.84	23.71	39.18
	销售单价 (元/箱)	72.28	44.73	38.17	45.03	33.80
	产销率 (%)	98.97	98.92	95.69	93.27	90.47

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管网进行集中处理。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) 盈利能力

图表 14. 公司盈利来源结构 (亿元)



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

该公司利润主要来源于经营收益和其他收益, 2021 年及 2022 年第一季度经营收益分别为 4.24 亿元和 -0.18 亿元, 其中 2022 年第一季度主要由于原材料价格上升过快而导致出现经营亏损; 其他收益主要是获得的增值税即征即退²补助, 同期分别为 0.56 亿元和 0.97 亿元。

2021 年及 2022 年第一季度, 该公司分别实现营业收入 62.25 亿元和 14.60

² 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, 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。

亿元，同比分别增长 27.70%和 11.97%；营业毛利分别为 9.28 亿元和 0.86 亿元，同比分别增长 48.96%和下降 64.17%，其中 2022 年第一季度主要由于原材料价格上升以及根据新会计准则³将部分销售费用重分类至营业成本，导致同比下降较多。跟踪期内，公司期间费用控制较好，2021 年及 2022 年第一季度期间费用分别为 4.40 亿元和 0.83 亿元，同比分别增长 9.88%和下降 22.26%，期间费用率分别为 7.07%和 5.71%，同比分别减少 1.15 个百分点和 2.51 个百分点，其中 2021 年公司管理费用(含研发费用)为 3.93 亿元，同比增长 27.88%，主要系职工薪酬上升以及研发材料投入增加所致；销售费用和财务费用分别为 0.39 亿元和 0.08 亿元，同比分别下降 32.43%和 76.54%，其中财务费用主要系债务规模下降使得利息支出减少所致；2022 年第一季度，公司管理费用（含研发费用）、销售费用和财务费用同比分别下降 9.69%、34.38%和 84.56%。

图表 15. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一 季度	2021 年第一 季度
营业收入合计（亿元）	52.51	48.75	62.25	14.60	13.04
毛利（亿元）	5.76	6.23	9.28	0.86	2.40
其中：包装原纸（亿元）	4.71	5.41	8.60	0.72	2.19
纸箱及纸板（亿元）	0.55	0.37	0.30	0.07	0.09
生活用纸（亿元）	0.41	0.38	0.28	0.05	0.11
期间费用率（%）	9.97	8.22	7.07	5.71	8.22
其中：管理费用率（含研发费用）（%）	5.61	6.30	6.31	4.99	6.18
全年利息支出总额（亿元）	0.76	0.48	0.28	—	—
其中：资本化利息数额（亿元）	—	—	—	—	—

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理。

2021 年及 2022 年第一季度，该公司投资收益分别为 0.06 亿元和 0.04 亿元，同比分别减少 83.33%和 63.64%，其中 2021 年主要系上年处置“莎普爱思”股票导致基数较高所致；同期其他收益分别为 0.56 亿元和 0.97 亿元，同比分别减少 0.83 亿元和增加 0.86 亿元，主要与公司国内废纸采购变动导致相应的增值税即征即退波动所致。

图表 16. 影响公司盈利的其他关键因素分析（亿元）

影响公司盈利的其他关键因素	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一 季度	2021 年第一 季度
投资净收益	0.20	0.36	0.06	0.05	0.11
其中：权益法核算的长期股权投资收益	0.07	-0.10	0.007	0.02	0.03
处置长期股权投资产生的投资收益	0.04	0.34	0.04	0.03	—
其他收益	2.33	1.39	0.56	0.97	0.11

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理。

³ 根据财政部会计司于 2021 年 11 月发布的第五批《企业会计准则实施问答》，针对发生在商品控制权给客户之前，且为履行客户销售合同而发生的运输装卸成本，公司将其自销售费用重分类至营业成本，2022 年第一季度影响金额为 512.02 万元。

2021年，主要由于该公司主业盈利能力提升，实现营业利润和净利润分别为4.87亿元和4.68亿元，同比分别增长28.07%和41.13%。2022年第一季度，公司主业经营状况欠佳，利润主要来源于其他收益补助，公司实现营业利润和净利润分别为0.83亿元和0.84亿元，同比分别下降41.22%和33.09%。

(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140万吨浆纸生产基地，因新冠疫情影响，2020年10月2日该项目最终取得在马来西亚投资关键性政府审批批复（即环保批复），在获得所有建设许可后，项目于2020年11月正式动工，预计2022年12月正式建成，较原计划有所延迟。该项目一期“马来西亚年产80万吨废纸浆项目”建设年产80万吨浆板产能，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。一期项目会同步建设二期基础工程及公用配套设施。截至2022年3月末，公司对该项目的投资额为10.72亿元。

该公司12万吨天然抗菌高品质生活用纸项目于2020年末开工建设，项目进口国外先进的工艺技术与设备，产品定位于高品质的生活纸产品。该项目建设地点位于平湖市郊，建设用地共66.1亩，其中19.8亩为公司预留用地，其余46.3亩为新征用地。项目计划投资总额6.87亿元（包含土地款0.34亿元），其中以自有资金投入2.06亿元，其余4.81亿元通过银行贷款筹措。截至2022年3月末已投资额为5.25亿元，目前该项目建设主体工程已全部完工投入使用，该项目由两条纸机组成，其中TM5号纸机于报告期内完成生产线安装，于2022年1月开机调试；TM6号纸机已完成设备安装，计划2022年5月开始调试。根据公司公告显示，项目建成后，预计实现年平均销售收入7.93亿元，年平均利润总额1.04亿元；税前财务内部收益率为17.09%，所得税前的静态投资回收期为6.93年（包括建设期1.5年）。

此外，根据该公司2022年4月发布的《关于投资建设生活用纸脱墨再生浆项目的公告》，公司拟投资建设生活用纸脱墨再生浆项目，该项目设计产能为每年生产脱墨再生浆6万吨，产品用于生活用纸事业部擦手纸、卫生纸等相关品种的抄造，以及为PM15（白面牛皮卡纸生产线）提供白卡面层浆料。项目预计总投入0.80亿元，其中设备0.43亿元，材料费0.12亿元，设计、安装费0.05亿元，土建工程0.15亿元，其它费用0.05亿元，建设周期为1年。项目建成后，脱墨浆代替阔叶木浆每年可节约费用约0.09亿元，尾浆回收（用于纱管纸、瓦楞纸、箱纸板）每年可节约费用约0.03亿元，合计每年可总节约费用0.12亿元，静态回收期为6.6年。

图表 17. 截至 2022 年 3 月末公司重要在建项目情况（亿元）

项目名称	总投资	设计年产能	截至 2022 年 3 月末已投资金额	未来投资计划	
				2022 年 4-12 月	2023 年
年产 12 万吨天然抗菌高品质生活用纸项目	6.87	12 万吨	5.25	1.62	-
马来西亚年产 80 万吨废纸浆项目	14.52	浆板 80 万吨	10.72	3.80	-
合计	21.39	—	15.97	5.42	-

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理。

整体看，该公司在建项目投资规模较大，多以债务融资方式筹资建设。其中马来西亚年产 80 万吨废纸浆项目投产后或可一定程度上降低生产成本，但 12 万吨生活用纸项目或面临一定的产能释放压力。项目后续进展及投产后经济效益需持续关注。

管理

该公司为民营控股上市公司，股权结构稳定。跟踪期内，公司对多项制度进行了修订。

该公司为民营上市公司，截至 2022 年 3 月末，朱在龙先生持有公司 14.93% 的股权（无质押），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。

跟踪期内，该公司对《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《利润分配管理制度》、《募集资金管理办法》、《信息披露事务管理制度》、《关联交易决策制度》和《证券投资及衍生品交易管理制度》等公司制度进行修订，以符合公司发展情况。此外，2021 年 5 月公司监事鲁富贵先生离任，同时公司选举章红英女士为监事，同月聘任鲁富贵先生为副总经理。

跟踪期内，该公司关联交易和关联资金往来规模均很小。

跟踪期内，根据公开市场及该公司提供的资料显示，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。截至 2022 年 3 月末，公司不存在重大诉讼事件。

图表 18. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

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	2022.5.6	不涉及	正常	不涉及	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2022.5.15	不涉及	正常	不涉及	不涉及
诉讼	公司年报及公开信息	2022.5.15	无	无	无	无
工商	公司年报及公开信息	2022.5.15	无	无	无	无
质量	公司年报及公开信息	2022.5.15	无	无	无	无

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
安全	公司年报及公开信息	2022.5.15	无	无	无	无

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

跟踪期内，该公司负债规模和资产负债率小幅下降。随着公司马来西亚浆纸项目建设持续投入，投资性现金流呈大额净流出状态。公司经营环节现金净回笼量较大，且货币资金储备较为充裕，可为项目建设及债务偿付提供较好的资金保障。

1. 数据与调整

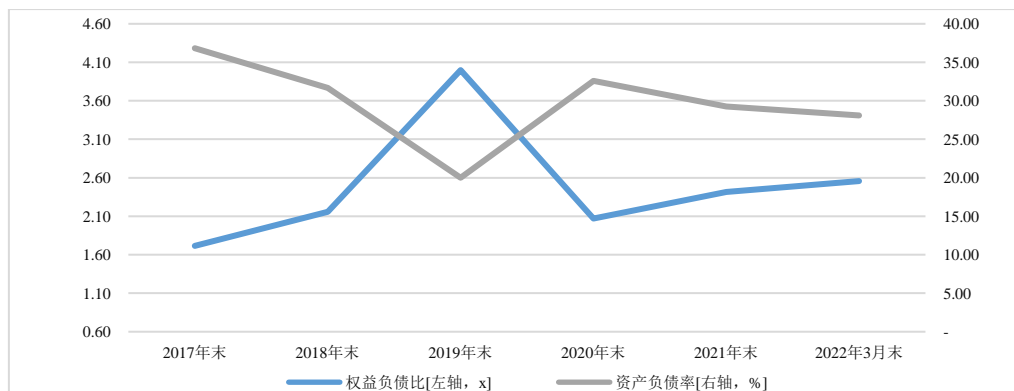
天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2021 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定，以及财政部 2014 年以来发布的多项具体会计准则和报告格式修订通知，公司自 2021 年 1 月 1 日起执行经修订的《企业会计准则第 21 号—租赁》，自 2021 年 1 月 26 日起执行财政部于 2021 年颁布的《企业会计准则解释第 14 号》，自 2021 年 12 月 31 日起执行财政部颁布的《企业会计准则解释第 15 号》，以及实施财政部会计发布的 2021 年第五批《企业会计准则实施问答》。公司 2022 年第一季度财务报表未经审计。

跟踪期内，该公司合并范围子公司未发生变化，截至 2022 年 3 月末合并范围子公司仍为 10 家。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 19. 公司财务杠杆水平变动趋势



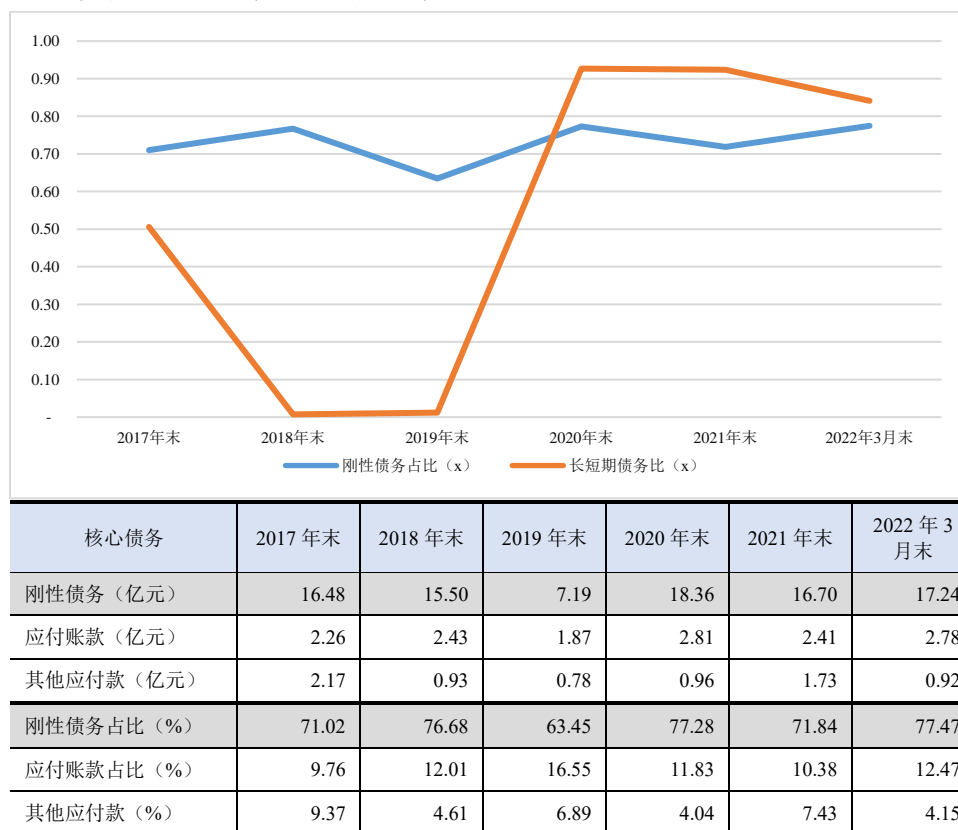
资料来源：根据景兴纸业所提供数据绘制。

2021年末及2022年3月末，该公司负债总额分别为23.25亿元和22.26亿元，资产负债率分别为29.28%和28.12%，较上年末分别下降3.30个百分点和1.16个百分点，负债经营程度持续处于较低水平。未来随着在建项目持续投入，预计债务规模进一步上升。

受益于经营积累以及“景兴转债”转股，跟踪期内该公司所有者权益保持增长，2021年末及2022年3月末分别为56.15亿元和56.91亿元，较上年末分别增长14.23%和1.34%，其中2021年末实收资本较上年末增长7.44%至11.94亿元、资本公积较上年末增长12.26%至18.48亿元，主要是“景兴转债”转股所致；未分配利润较上年末增长23.93%至21.00亿元，跟踪期内公司经营业绩总体较好且未进行现金分红。2021年末公司所有者权益仍主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，占比分别为21.26%、32.92%和37.40%。

(1) 债务结构

图表 20. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据景兴纸业所提供数据绘制。

从债务期限结构来看，跟踪期内该公司债务仍集中于短期，2021年末及2022年3月末长短期债务比分别为92.41%和84.12%。

该公司债务主要由刚性债务、其他应付款和应付账款构成，2021年末占比分别为71.84%、10.38%和7.43%。其中应付账款主要是应付供应商的原材料采购款、备品备件及设备款，年末余额下降主要是应付的备品备件及设备款减少所致；其他应付款包括工程及设备款、质保金及押金等，年末较上年

末增长 80.12%，主要系工程设备款同比增加 0.69 亿元所致；此外，年末应交税费较上年末增加 0.84 亿元，主要系增值税和城市维护建设税增加所致。2022 年 3 月末，公司应交税费较上年末减少 78.35%至 0.28 亿元，主要系增值税缴纳所致；其他应付款较上年末减少 46.54%至 0.92 亿元，主要系应付工程设备款减少所致，其余科目较年初变化不大。

(2) 刚性债务

图表 21. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
短期刚性债务合计	8.81	15.50	7.19	7.28	5.77	7.30
其中：短期借款	8.14	7.73	7.19	6.48	5.47	5.90
一年内到期非流动负债	0.56	7.66	—	0.80	0.30	1.40
应付票据	0.00	—	—	—	—	—
其他短期刚性债务	0.11	0.11	—	—	—	—
中长期刚性债务合计	7.66	—	—	11.08	10.93	9.94
其中：长期借款	0.59	—	—	—	1.88	0.78
应付债券	7.07	—	—	11.08	9.06	9.17
综合融资成本（年化，%）	5.75	5.97	4.51	1.57	1.97	1.96

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。

该公司刚性债务包括银行借款（短期借款、长期借款和一年内到期的长期借款）和应付债券，2022 年 3 月末公司银行借款合计 8.08 亿元，其中短期借款、一年内到期的长期借款和长期借款分别为 5.90 亿元、1.40 亿元 0.78 亿元，公司银行借款方式主要为信用借款，期末为 4.99 亿元，保证借款和抵押借款分别为 1.20 亿元和 1.73 亿元，抵押物为固定资产及无形资产等。公司应付债券为发行的本金为 12.80 亿元的“景兴转债”，2022 年 3 月末余额为 9.17 亿元。

该公司刚性债务期限集中在 1 年以内和 3~5 年，2022 年以来综合融资成本为 1.57~1.96%，其中银行借款融资成本在 2.60~4.65%，可转债融资成本低。

图表 22. 公司 2022 年 3 月末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构（亿元）

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年（不含 2 年）	2~3 年（不含 3 年）	3~5 年（不含 5 年）
3%以内	0.61	—	—	9.17
3%~4%（不含 4%）	6.24	—	—	—
4%~5%（不含 5%）	0.45	0.63	0.05	0.10
合计	7.30	0.63	0.05	9.27

资料来源：景兴纸业

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 23. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
营业周期（天）	64.68	68.82	72.28	74.12	69.07	—
营业收入现金率（%）	76.61	88.37	105.21	99.01	94.65	104.56
业务现金收支净额（亿元）	1.70	6.17	14.63	6.90	3.07	1.17
其他因素现金收支净额（亿元）	-1.73	-1.88	-2.02	-0.73	-0.58	-0.14
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-0.04	4.29	12.61	6.17	2.49	1.03
EBITDA（亿元）	11.39	7.37	5.42	6.66	7.62	—
EBITDA/刚性债务（倍）	0.66	0.46	0.48	0.52	0.43	—
EBITDA/全部利息支出（倍）	11.62	7.78	7.14	13.80	27.35	—

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。

2021 年该公司营业周期为 69.07 天，同比小幅缩短；同期营业收入现金率为 94.65%，同比有所下降主要是票据结算方式增多导致。公司经营活动主要是商品购销活动相关的现金流，此外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。2021 年公司经营性净现金流为 2.49 亿元，同比下降 59.63%，主要是业务现金收支净额减少导致。2022 年第一季度，公司经营性净现金流同比增加 1.47 亿元，主要系销售商品收到的现金增加所致。

2021 年，该公司 EBITDA 为 7.62 亿元，同比有所增长。公司 EBITDA 主要是利润总额和固定资产折旧构成，占比分别为 62.40%和 32.97%。同期 EBITDA 对刚性债务的覆盖程度小幅降低至 0.43 倍，由于 2021 年利息支出减少，EBITDA 对利息支出覆盖倍数增加至 27.35 倍。

(2) 投资环节

图表 24. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-0.72	-0.04	-0.04	0.15	-0.01	0.20
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	0.60	-0.12	-1.60	-5.98	-5.17	-1.44
其他因素对投资环节现金流量影响净额	2.54	-0.37	-0.51	-1.14	0.44	-0.04
其中：理财产品投资回收与支付净额	2.47	-0.37	-0.51	-1.14	0.80	-0.04
投资环节产生的现金流量净额	2.35	-0.53	-2.15	-6.97	-4.74	-1.28

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理。

跟踪期内，该公司投资活动主要是在建项目持续投入，2021年及2022年第一季度公司投资性现金净流量分别为-4.74亿元和-1.28亿元，其中“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”分别为5.19亿元和1.44亿元，除此之外主要是理财产品投资及回收。

(3) 筹资环节

图表 25. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
权益类净融资额	0.39	0.56	-0.22	-0.64	0.00	-0.00
债务类净融资额	-2.35	-1.95	-9.07	12.42	-0.12	0.37
其中：现金利息支出	0.95	0.93	0.86	0.32	0.31	0.08
筹资环节产生的现金流量净额	-1.95	-3.10	-9.29	11.75	0.07	0.37

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理。

该公司经营环节现金流净回笼状况较为良好，目前主要项目建设资金来源于2020年“景兴转债”募集资金，跟踪期内筹资压力较轻，2021年及2022年第一季度，公司筹资性现金净流量分别为0.07亿元和0.37亿元。

4. 资产质量

图表 26. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2017年末	2018年末	2019年末	2020年末	2021年末	2022年3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	28.46	30.42	23.46	35.55	35.37	34.35
	45.19	47.69	41.44	48.75	44.55	43.39
其中：货币资金（亿元）	3.22	3.82	4.95	15.76	13.41	13.54
应收票据 ⁴ （亿元）	14.82	15.37	8.19	7.39	7.31	6.80
应收款项（亿元）	5.54	5.15	4.38	4.50	5.68	5.32
存货（亿元）	4.72	5.51	4.52	5.01	6.38	5.92
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	34.53	33.37	33.15	37.37	44.03	44.81
	54.81	52.31	58.56	51.25	55.45	56.61
其中：固定资产（亿元）	27.50	26.44	24.63	23.64	21.35	20.84
在建工程（亿元）	0.42	0.12	0.63	0.25	8.94	9.98
长期股权投资（亿元）	3.03	2.77	2.70	2.40	2.47	2.46
无形资产（亿元）	1.85	1.81	1.75	5.50	5.59	5.61
期末全部受限资产账面金额（亿元）	10.26	10.26	2.22	3.00	1.74	1.70
期末抵质押融资余额（亿元）	5.63	2.74	1.39	1.70	1.73	1.73
受限资产账面余额/总资产（%）	16.29	16.08	3.92	4.12	2.19	2.14

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理。

2021年末，该公司资产总额79.40亿元，较上年末增长8.89%，仍以非流

⁴ 包含应收款项融资中的应收票据。

流动资产为主，期末占比为 55.45%，主要由固定资产、长期股权投资、无形资产、其他非流动资产和在建工程等构成，年末余额分别为 21.35 亿元、2.47 亿元、5.59 亿元、2.82 亿元和 8.94 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，2021 年末因计提折旧及处置、报废较上年末减少 9.68%，其中当年末计提减值准备 0.16 亿元，较上年末增加 0.12 亿元，主要系南京景兴经营状况不佳，公司对闲置资产及利用率不足的资产计提减值所导致；同期末，在建工程较上年末增加 8.69 亿元，主要系年产 12 万吨天然抗菌高品质生活用纸项目和马来西亚年产 80 万吨废纸浆板项目投入增加所致；公司无形资产主要是土地使用权，2021 年末较上年基本持平；长期股权投资主要是公司投资持有的莎普爱思公司、艾特克公司及康泰贷款公司等股权，较上年末变化较小；其他非流动资产主要系项目预付的设备款，较上年末增长 3.27%至 2.82 亿元。

2021 年末，该公司流动资产为 35.37 亿元，较上年末下降 0.50%。公司流动资产主要由货币资金、应收票据（含应收款项融资）、应收账款和存货构成，年末余额分别为 13.41 亿元、7.31 亿元、5.68 亿元和 6.38 亿元。其中货币资金较上年末减少 14.91%，主要系当年购买原材料支出增加所致，年末货币资金中使用受限的货币资金为 0.02 亿元，主要为银行开具信用证等。应收票据（含应收款项融资）和应收账款均为公司应收货款，应收票据基本为银行承兑汇票，2021 年末较上年末变化较小，应收账款较上年末增长 26.28%，其中账龄为一年内的应收账款占比超过 90%。同期末存货为 6.38 亿元，较上年末增长 27.43%，系原材料和库存商品增加所致。此外，年末交易性金融资产为 1.68 亿元，较上年末增加 1.33 亿元，主要系结构性存款增加 1.41 亿元所致；其他流动资产较上年末减少 1.73 亿元，主要系结构性存款⁵较上年末减少 2.18 亿元所致。

2022 年 3 月末，该公司资产总额为 79.16 亿元，较上年末基本持平。其中存货较上年末减少 7.29%，主要是原材料减少所致；在建工程较上年末增长 11.64%至 9.98 亿元，主要仍是马来西亚年产 80 万吨废纸浆项目持续建设所致；其余科目虽有变动但影响较小。

2022 年 3 月末，该公司合并口径受限资产规模 1.70 亿元，占总资产比重 2.14%，主要为银行借款抵押。

图表 27. 2022 年 3 月末公司受限资产构成情况（亿元）

项目	金额	受限原因
货币资金	0.04	开具信用证及其他
固定资产	1.05	借款抵押
无形资产	0.60	借款抵押

⁵ 与计入交易性金融资产的结构性存款不同，此处结构性存款为名义上部分收益与利率、汇率、指数等的波动挂钩，但实际其挂钩的触发条件具有极端不可能性，未来的合同现金流量在很大程度上还是满足“本金+利息”的基本借贷安排特征，均为保本保收益型，能通过合同现金流量测试，故将其分类至“其他流动资产”列报。

项目	金额	受限原因
合计	1.70	—

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 28. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动比率 (%)	184.72	151.61	209.65	288.32	292.73	284.15
速动比率 (%)	153.73	124.04	167.91	245.13	236.60	230.04
现金比率 (%)	117.07	95.64	119.26	189.92	183.95	178.93

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理。

跟踪期内，主要由于该公司流动资产规模有所缩减、流动负债略有波动，公司流动性有所波动但整体保持较好水平，2022 年 3 月末流动比率、速动比率分别为 284.15%和 230.04%。

6. 表外事项

截至 2022 年 3 月末，该公司无重大未决诉讼或仲裁形成的或有负债。同期末，公司对弘欣热电公司提供债务担保产生的对外担保余额 2.98 亿元，担保比率 5.23%；弘欣热电公司为公司提供担保余额 1.31 亿元。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司主业集中在本部，2021 年末母公司总资产 64.70 亿元，净资产 48.89 亿元。公司本部刚性债务余额 11.51 亿元，主要为“景兴转债”。2021 年母公司实现营业收入 43.61 亿元，净利润 3.56 亿元；母公司经营活动产生的现金流量净额为 2.69 亿元。

外部支持因素

该公司与多家银行保持较好的合作关系，截至 2022 年 3 月末从各家银行获得的综合授信总额为 35.36 亿元，公司已使用 9.00 亿元⁶，后需仍有一定的融资空间。

图表 29. 来自金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	已使用授信额度	利率区间	附加条件/增信措施
全部 (亿元)	35.36	9.00	2.60%-4.65%	抵押+担保+信用
其中：国家政策性金融机构 (亿元)	1.10	1.10	3.70%	抵押+担保

⁶ 包含银行借款 7.91 亿元，进口信用证 0.88 亿元和保函 0.20 亿元。

机构类别	综合授信	已使用授信额度	利率区间	附加条件/增信措施
工农中建交五大商业银行（亿元）	21.59	5.95	2.60%~4.65%	抵押+担保+信用
其中：大型国有金融机构占比（%）	61.06	66.11	—	—

资料来源：根据景兴纸业所提供数据整理（截至 2022 年 3 月 31 日）。

附带特定条款的债项跟踪分析

本次可转债附带赎回条款及回售条款。1、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。

2、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。

跟踪评级结论

该公司为民营控股上市公司，股权结构稳定。跟踪期内，公司对多项制度进行了修订。

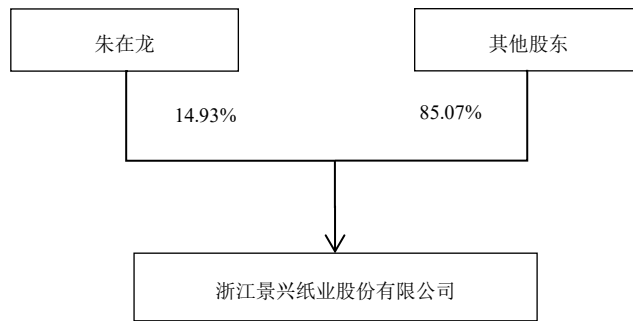
该公司主要从事包装纸的生产经营。得益于包装原纸销量上升以及价格上涨，公司 2021 年营业收入和利润同比大幅增长，但 2022 年以来，受纸价回落且纸浆价格大幅度上涨影响，公司营业收入在产销规模增大背景下有所增长，但盈利下滑明显。公司目前在建及拟建项目投资规模较大，多以债务融资方式筹资建设，后续或面临一定的资金平衡压力及新增产能释放压力。

跟踪期内，该公司负债规模和资产负债率小幅下降。随着公司马来西亚浆纸项目建设持续投入，投资性现金流呈大额净流出状态。公司经营环节现金净回笼量较大，且货币资金储备较为充裕，可为项目建设及债务偿付提供较好的资金保障。

同时，本评级机构仍将持续关注（1）原材料价格和产品价格波动对该公司主业盈利产生的影响；（2）公司获得的税收返还、科技补助等政府补助的可持续性及其对公司盈利稳定性的影响；（3）公司在建项目后续建设进展和投产后经营效益；（4）环保问题和安全生产隐患可能给公司带来的不利影响。

附录一：

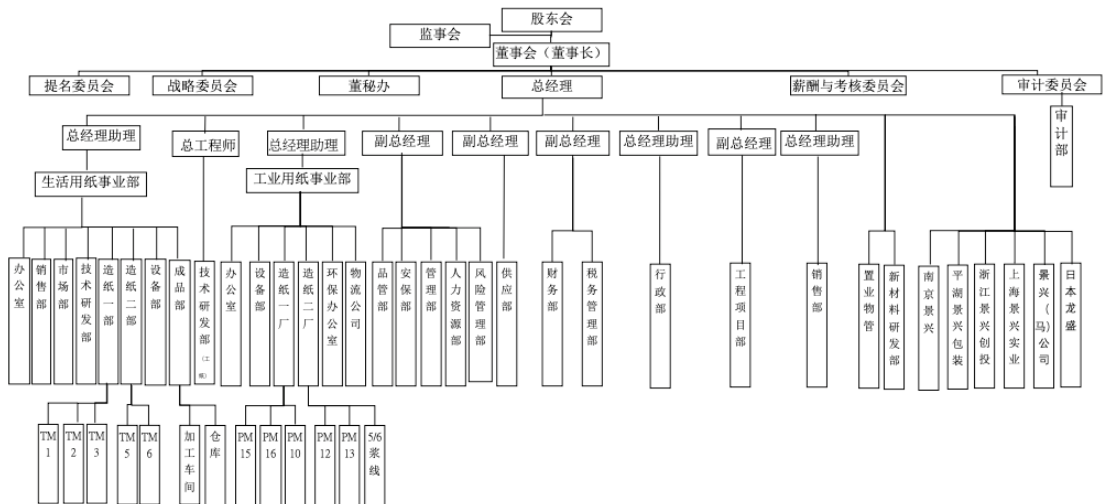
公司与实际控制人关系图



注：根据景兴纸业提供的资料绘制（截至 2022 年 3 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 2022 年 3 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	2021年(末)主要财务数据					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)	经营环节现金净流入量 (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	11.51	48.89	43.61	3.56	2.69	母公司口径
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	3.64	7.46	15.37	1.08	0.38	
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	0.85	1.90	5.19	0.21	0.04	
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	0.70	-0.35	0.86	-0.43	-0.26	
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	—	3.39	—	-0.07	-0.10	

注：根据景兴纸业 2021 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]	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
资产总额 [亿元]	56.60	72.92	79.40	79.16
货币资金 [亿元]	4.95	15.76	13.41	13.54
刚性债务[亿元]	7.19	18.36	16.70	17.24
所有者权益 [亿元]	45.28	49.16	56.15	56.91
营业收入[亿元]	52.51	48.75	62.25	14.60
净利润 [亿元]	2.03	3.32	4.68	0.84
EBITDA[亿元]	5.42	6.66	7.62	—
经营性现金净流入量[亿元]	12.61	6.17	2.49	1.03
投资性现金净流入量[亿元]	-2.15	-6.97	-4.74	-1.28
资产负债率[%]	20.01	32.58	29.28	28.12
权益资本与刚性债务比率[%]	630.17	267.77	336.18	330.02
流动比率[%]	209.65	288.32	292.73	284.15
现金比率[%]	119.26	189.92	183.95	178.93
利息保障倍数[倍]	3.90	8.64	18.07	—
担保比率[%]	4.50	4.81	5.12	5.23
营业周期[天]	72.28	74.12	69.07	—
毛利率[%]	10.97	12.78	14.91	5.89
营业利润率[%]	4.51	7.80	7.82	5.71
总资产报酬率[%]	4.92	6.44	6.61	—
净资产收益率[%]	4.58	7.02	8.89	—
净资产收益率*[%]	4.40	6.83	8.65	—
营业收入现金率[%]	105.21	99.01	94.65	104.56
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	80.70	52.49	20.41	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	66.36	-4.55	-9.56	—
EBITDA/利息支出[倍]	7.14	13.80	27.35	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.48	0.52	0.43	—

注：表中数据依据景兴纸业经审计的 2019~2021 年度及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算。

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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	3
		市场竞争	8
		盈利能力	6
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	1
		会计政策与质量	1
		现金流状况	2
		负债结构与资产质量	1
		流动性	1
	个体风险状况		3
	个体调整因素调整方向		不调整
调整后个体风险状况		3	
外部支持	支持因素调整方向		不调整
主体信用等级			AA

附录七：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2020年1月13日	AA/稳定	翁斯喆、王婷亚	新世纪评级方法总论(2012) 造纸行业信用评级方法(2018) 工商企业评级模型(造纸)MX-GS008(2019.8)	报告链接
	前次评级	2021年6月9日	AA/稳定	翁斯喆、黄梦姣	新世纪评级方法总论(2012) 造纸行业信用评级方法(2018) 工商企业评级模型(造纸)MX-GS008(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年6月10日	AA/稳定	翁斯喆、黄梦姣	新世纪评级方法总论(2012) 造纸行业信用评级方法(2018) 工商企业评级模型(造纸)MX-GS008(2019.8)	-
债项评级	历史首次评级	2020年1月13日	AA	翁斯喆、王婷亚	新世纪评级方法总论(2012) 造纸行业信用评级方法(2018) 工商企业评级模型(造纸)MX-GS008(2019.8)	报告链接
	前次评级	2021年6月9日	AA	翁斯喆、黄梦姣	新世纪评级方法总论(2012) 造纸行业信用评级方法(2018) 工商企业评级模型(造纸)MX-GS008(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年6月10日	AA	翁斯喆、黄梦姣	新世纪评级方法总论(2012) 造纸行业信用评级方法(2018) 工商企业评级模型(造纸)MX-GS008(2019.8)	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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评级调查和诚信义务，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。

本跟踪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。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。