

跟踪评级公告

联合[2017]411 号

安徽山鹰纸业股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对安徽山鹰纸业股份有限公司主体长期信用状况和发行的“12 山鹰债”和“16 山鹰债”公司债券进行跟踪评级，确定：

安徽山鹰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”

安徽山鹰纸业股份有限公司发行的“12 山鹰债”和“16 山鹰债”公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年五月十八日

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>

安徽山鹰纸业股份有限公司

公司债券 2017 年跟踪评级报告

主体长期信用等级：
跟踪评级结果：AA 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	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
12 山鹰债	8 亿元	7 年	AA	AA	2016 年 6 月 27 日
16 山鹰债	10 亿元	7 年	AA	AA	2016 年 6 月 27 日

跟踪评级时间：2017 年 5 月 18 日

主要财务数据：

项 目	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总额（亿元）	184.13	200.49	213.82
所有者权益（亿元）	61.75	84.27	88.66
长期债务（亿元）	18.42	26.10	25.93
全部债务（亿元）	102.80	95.64	101.67
营业收入（亿元）	97.87	121.35	33.74
净利润（亿元）	2.08	3.59	4.35
EBITDA（亿元）	15.75	17.40	--
经营性净现金流（亿元）	13.83	9.43	-5.07
营业利润率（%）	17.69	15.48	24.46
净资产收益率（%）	3.41	4.92	5.03
资产负债率（%）	66.47	57.97	58.54
全部债务资本化比率（%）	62.48	53.16	53.42
流动比率（倍）	0.64	0.84	0.83
EBITDA 全部债务比（倍）	0.15	0.18	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.80	3.75	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.87	0.97	--

注：1、本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2、2017 年一季度财务数据未经审计，相关财务指标未年化；3、数据单位除特别说明外均为人民币；4、其他流动负债、长期应付款中有息债务已分别调整至短期债务和长期债务指标核算；5、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

公司作为国内大型造纸包装生产企业之一，在经营规模、行业地位以及采购网络等方面仍然具有一定优势。随着 80 万吨造纸项目产能全部释放，公司营业收入和盈利规模大幅增长，整体竞争实力有所提升；2016 年 7 月，公司非公开发行股票成功，使得公司资本实力得到增强，资本结构有所优化；公司经营活动现金仍呈大额净流入状态，债务负担有所下降。同时，联合评级关注到原材料价格上升、营业外收入对利润贡献较大以及短期债务占比较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着公司非公开发行股票募投项目的实施，公司产能将进一步提升，收入规模和盈利能力有望提高。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“12 山鹰债”和“16 山鹰债”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 跟踪期内，随着 80 万吨造纸项目产能全部释放，公司经营规模进一步扩大，营业收入和盈利规模均有所增长，公司整体竞争实力得到提升。

2. 2016 年 7 月，公司非公开发行股票成功，资本实力得到增强，资本结构有所优化。

3. 2016 年，公司经营活动现金仍呈大额净流入状态，债务负担有所下降。

关注

1. 2016 年，受人民币贬值及国际运费价格上涨因素影响，国内纸浆价格波动上升，公司原材料采购成本增加，综合毛利率水平有所下降。

2. 2016 年，公司受限资产规模较大；短

期债务规模占比较高，仍然面临较大的短期偿付压力，债务结构有待改善。

3. 跟踪期内，公司营业外收入对其利润贡献较大，经营获利能力有待提高。

分析师

叶维武

电话：010-85172818

邮箱：yeww@unitedratings.com.cn

孙林林

电话：010-85172818

邮箱：sunll@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（100022）

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：

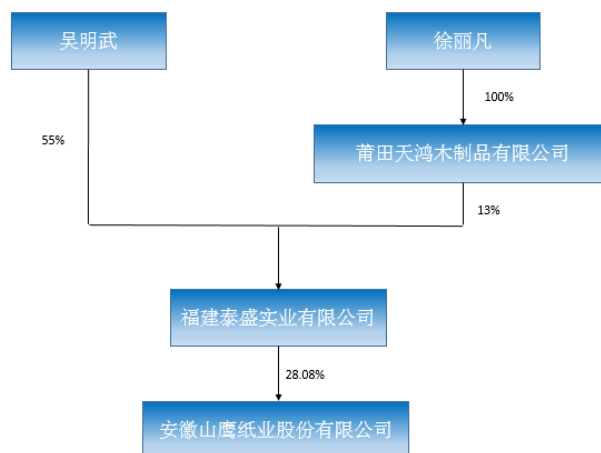


联合信用评级有限公司

一、主体概况

安徽山鹰纸业股份有限公司（以下简称“公司”或“山鹰纸业”）是于1999年10月20日经安徽省体改委皖体改函[1999]74号文和安徽省人民政府皖府股字[1999]第26号批准证书批准，由马鞍山市山鹰造纸有限责任公司依法变更设立的股份有限公司，注册资本为10,050万元人民币。公司于2001年12月18日在上海证券交易所挂牌上市，股票简称：山鹰纸业，股票代码：600567。后历经多次增资及股权转让，截至2017年3月底，公司股本总额为455,125.33万股，其中有限售条件股份占17.23%，公司控股股东为福建泰盛实业有限公司，持股比例28.08%；实际控制人为吴明武、徐丽凡夫妇。

图1 截至2017年3月底公司股权结构情况



资料来源：公司提供

2016年9月，公司经营范围由“纸、纸板、纸箱制造，公司生产产品出口及公司生产、科研所需的原辅材料、机械设备、仪器仪表、零配件进口。（依法需经批准的项目经相关部门批准后方可经营）”变更为“纸、纸板、纸箱制造，公司生产产品出口及公司生产、科研所需的原辅材料、机械设备、仪器仪表、零配件进口，废纸回收。（依法需经批准的项目经相关部门批准后方可经营）”。

截至2017年3月底，公司设有办公室、财务部、创新研发部、包装事业部，造纸事业部等15个部门；拥有全资及控股子公司47家，较2015年底增加11家；拥有在职员工9,226人。

截至2016年底，公司合并资产总额200.49亿元，负债合计116.22亿元，所有者权益（含少数股东权益）84.27亿元，其中归属于母公司所有者权益83.77亿元。2016年，公司实现营业收入121.35亿元，净利润（含少数股东损益）3.59亿元，其中归属于母公司所有者净利润3.53亿元；经营活动产生的现金流量净额9.43亿元，现金及现金等价物净增加额8.95亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额213.82亿元，负债合计125.16亿元，所有者权益（含少数股东权益）88.66亿元，其中归属于母公司所有者权益88.14亿元。2017年1~3月，公司实现营业收入33.74亿元，净利润（含少数股东权益）4.35亿元，其中归属于母公司所有者净利润4.33亿元；经营活动产生的现金流量净额-5.07亿元，现金及现金等价物净增加额-5.55亿元。

公司注册地址：安徽省马鞍山市勤俭路3号；法定代表人：吴明武。

二、债券发行和募集资金使用情况

“12山鹰债”

经中国证券监督管理委员会（证监许可[2012]886号文）核准，公司获核准公开发行不超过8亿元公司债券（以下简称“12山鹰债”）。“12山鹰债”于2012年8月24日发行结束，最终发行规模为8亿元，债券期限为7年，起息日为2012年8月22日，票面利率为7.50%。债券面值100元，按票面价值平价发行，按年付息，到期一次还本；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，采取网上面向社会公众投资者公开发行和网下面向机构投资者询价簿记相结合的方式。“12山鹰债”已于2012年9月19日在上海证券交易所挂牌上市，债券代码为“122181.SH”，债券简称为“12山鹰债”。

“12山鹰债”的募集资金在扣除发行费用后，截至2012年底，公司已将60,000.00万元用于偿还银行借款，18,960.00万元用于补充流动资金。

公司已于2016年8月22日支付了自2015年8月22日至2016年8月21日期间的利息6,000.00万元。

“16山鹰债”

经中国证券监督管理委员会（证监许可[2015]2510号文）核准，公司获核准公开发行不超过10亿元公司债券（以下简称“16山鹰债”）。“16山鹰债”于2016年4月14日发行结束，最终发行规模10亿元，债券期限为7年，起息日为2016年4月13日，票面利率为5.35%。债券面值100元，按票面价值平价发行，按年付息，到期一次还本；附第3年末及第5年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。“16山鹰债”已于2016年4月27日在上海证券交易所挂牌上市，债券代码为“136369.SH”，债券简称为“16山鹰债”。截至2016年底，公司已使用募集资金全部用于补充流动资金。

公司已于2017年4月13日支付了自2016年4月13日至2017年4月12日期间的利息5,350.00万元。

三、行业分析

公司主营业务为包装纸板、纸箱、新闻纸及其它纸制品的生产和销售，属于造纸行业。

1. 行业概况

2016年全球经济复苏缓慢，我国经济增长缓中趋稳，年度GDP同比增长6.7%，我国经济增速继续放缓，随着供给侧改革的不断推进，国民经济运行平稳，逐渐适应经济发展新常态，我国造纸行业供需结构得到改善，行业景气度有所提升。2016年我国造纸及纸制品业实现主营业务收入14,687.40亿元，同比增长5.49%，增速较上年提高2.45个百分点，利润总额达844.10亿元，同比增长13.39%。从主要产品产销情况来看，我国机制纸及纸板产量及销量分别为12,319.22万吨和12,105.27万吨，分别同比增长3.10%和3.35%，产销率为98.60%，仍维持在较高水平。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，产量分别占同期全国总产量的17.63%、17.29%、15.35%、10.72%和6.01%。其中，山东机制纸及纸板产量为2,170.38万吨，占全国机制纸及纸板产量17.63%，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。2016年，我国纸浆进口量首次突破2,100万吨，达2,106万吨，同比增长6.20%；进口金额为122.39亿美元，同比下降4.10%。2016年，我国废纸进口量为2,850万吨，同比下降2.70%；进口金额达49.89亿美元，同比下降5.60%。纸浆价格方面，近年来全球浆厂产能的陆续投放使得纸浆供给过剩情况持续恶化，国际纸浆价格波动下降，以针叶木化学

浆为例，外商平均报价由2015年底的601美元/吨小幅下降至2016年2月初的592美元/吨，延续波动下降态势；国内纸浆价格与国际市场联动性强，近年来亦呈波动下降趋势，但2016年受人民币贬值及国际运费价格上涨因素影响，国内纸浆价格波动上升，以青岛针叶木化学浆国内均价为例，其均价由2015年底的4,514元/吨上升至2016年2月初的5,043元/吨。

纸品价格方面，2015年11月我国实施供给侧改革后，造纸行业去产能效果显著，供给过剩现象有所缓解，再加上国内纸浆等原材料价格上涨，以及物流、煤炭等成本上升，2016年第四季度开始国内主要纸品价格呈上升趋势。具体来看，包装纸中的白卡纸出厂价由2016年10月初的5,423元/吨升至2017年2月初的5,801元/吨；文化用纸中的铜版纸价格由2016年10月初的4,954元/吨升至2017年2月初的5,395元/吨；文化用纸中的双胶纸出厂价由2016年10月初的5,565元/吨升至2017年2月初的5,814元/吨。

从行业政策来看，2016年11月，国务院办公厅发布《控制污染物排放许可制实施方案》（以下简称“《方案》”）。《方案》指出，将按行业分布实现对固定污染源的全覆盖，率先对火电、造纸行业企业核发排污许可证。从2017年7月1日起，造纸企业必须持有排污许可证方可生产，部分中小企业可能会因为排污不达标而被停限产。环保要求的提高迫使造纸企业加大对节能减排设施的投资，增加企业的生产经营成本，具有规模优势及环保要求达标的企业有望取得竞争优势。

从行业竞争来看，造纸行业集中度低，格局极度分散，市场供过于求，产品同质化严重。随着我国造纸行业“去产能”进程的推进和环保要求的提高，2016年我国造纸及纸制品行业企业单位数由年初的6,841个减少至6,704个，部分中小企业关停，落后产能逐步淘汰，行业集中度进一步提升。

总体看，2016年，受益于供给侧改革推进、环保要求提高、需求稳定等因素影响，国内造纸行业供需结构得到改善，产销量小幅上涨，主要产品价格上行，行业景气度有所回升。未来行业内资源优势明显、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，国内经济运行处在寻求新平衡的过程中，根据国内造纸行业生产、造纸行业原料供应等因素分析，未来几年国内造纸行业和市场总体趋势为：

（1）优化产品结构，开发深加工纸产品

受困于产能过剩、竞争激烈和价格持续下行等不利因素，造纸行业企业将进一步优化产品结构，以求避开同质化竞争。同时企业将加快新技术开发和应用，开发深加工纸质产品，以应对市场变化，增强竞争力。

（2）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。《方案》的发布对造纸企业的节能减排能力提出了更高的要求。目前尚未满足新环保要求的企业，尚需加大投入以满足相关规定，生产企业在废水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、环保成本提高等挑战，行业内企业分化和结构调整或将加速。

四、管理分析

2016年4月，公司副总经理张闽生先生因退休辞去公司副总经理职务；2016年8月，由于个人原因，独立董事赵伟先生、江百灵先生辞去公司独立董事职务，并相应辞去第六届董事会相关专门委员会委员职务；2016年9月，聘任房桂干先生、陈菡女士为公司第六届董事会独立董事，并同时担任第六届董事会相关专门委员会委员职务；2017年1月，因工作调整，孙晓民先生辞去公司财务负责人职务，公司聘任韩玉红女士为公司财务负责人，聘任孙晓民先生和江玉林先生为公司副总裁。

截至2017年3月底，公司高管及核心技术人员较为稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

总体看，公司管理人员出现部分变动，但核心技术人员较为稳定，公司管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事箱板纸、瓦楞原纸、纸板及纸箱的生产和销售以及国外废纸贸易业务，主要产品是箱板原纸及制品、新闻纸等。2016年，公司实现营业收入121.35亿元，较上年增长23.99%，其中主营业务实现收入119.82亿元，较上年增长24.59%，主要系箱板原纸及制品销售收入大幅增加所致；实现净利润3.59亿元，较上年增长72.95%，主要系公司销售规模扩大及收到的政府补助增加所致。

公司主营业务收入占营业收入的98.74%，公司主营业务突出；从各板块收入来看，2016年，公司箱板原纸及制品实现收入109.16亿元，较上年增长24.62%，主要系马鞍山80万吨造纸项目产能全部释放，产销量增长所致，箱板原纸及制品收入占主营业务收入的91.10%，仍是公司的主要收入和利润来源；由于市场不景气，公司文化纸板块已于2015年停产，2015年销售的文化纸均为原有库存，2016年公司已无文化纸库存，该板块仍停产停销；新闻纸收入5.22亿元，较上年减少6.18%，主要系2016年新闻纸下游需求低迷，公司新闻纸生产线部分改产为箱板瓦楞纸所致，新闻纸收入占主营业务收入的4.35%；废纸收入4.87亿元，较上年大幅增长92.71%，主要系公司拓宽废纸销售渠道所致，废纸收入占主营业务收入比例由2.35%上升至4.07%。公司在国内外收购废纸，大部分废纸作为主要原材料进行造纸生产，剩余部分进口废纸直接对外销售，形成废纸销售收入。公司其他板块主要系子公司天顺港口公司的港口物流服务业务，2016年实现收入0.57亿元，较上年增长25.93%，主要系2016年子公司集装箱数量增加、业务量增长所致。

表1 2015~2016年及2017年1~3月公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
箱板原纸及制品	87.60	91.51	18.93	109.16	91.10	17.16	29.67	89.28	26.77
文化纸	0.03	0.04	3.86	--	--	--	--	--	--
新闻纸	5.56	5.81	12.92	5.22	4.35	13.65	1.42	4.28	13.71
废纸	2.53	2.64	2.35	4.87	4.07	1.19	1.87	5.62	5.15
其他	0.45	0.47	46.50	0.57	0.48	48.46	0.27	0.82	68.70
合计	96.17	100.00	18.27	119.82	100.00	16.51	33.24	100.00	25.33

资料来源：公司提供

从毛利率水平来看，公司箱板原纸及制品、新闻纸和其他板块的毛利率水平较高，废纸板块

的毛利率水平较低。2016 年，箱板原纸及制品毛利率小幅下降至 17.16%，主要系原材料价格上涨所致；新闻纸毛利率上升至 13.65%，主要系新闻纸生产线部分改产瓦楞纸，该条生产线产量提高，单位平均固定成本下降所致；废纸毛利率下降至 1.19%，主要系废纸采购成本上升所致。综上，2016 年公司主营业务毛利率为 16.51%，较上年下降 1.77 个百分点，基本维持稳定。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 33.74 亿元，较上年同期增长 37.32%，主要系产品价格上涨所致；实现净利润 4.35 亿元，较上年同期增长 610.34%，主要系营业收入增长以及造纸设备折旧政策变更¹所致。

总体看，跟踪期内，公司营业收入增长明显，净利润大幅上升；综合毛利率有所下降；公司主营业务销售区域分布较为稳定，境外销售收入大幅增长，整体经营情况较好。

2. 原材料采购

公司主要原材料为废纸、木浆和化学品及电力等辅助材料，其中废纸、木浆等原材料占生产成本的比重在 80%左右，废纸、木浆等主要原材料供应情况和价格变动对公司生产经营有较大影响。在废纸采购方面，公司拥有国内外原料采购网络，即国外纤维原料采购平台及国内纤维原料收购平台；国内废纸主要由子公司浙江泰兴纸业有限公司、福建省莆田市阳光纸业有限公司和马鞍山市蓝天废旧物资回收有限公司面向江苏、浙江、安徽、上海、湖北等省市废品回收站、个体户进行收购，多年来已形成较为稳定的回收网络，公司本部也于 2017 年 2 月起开始向个体户进行废纸收购；公司在海外设立 6 家子公司，专门从事废纸收购业务，目前公司国外采购网络主要涵盖美国、英国、澳大利亚、日本等国家。

从原材料采购量来看，由于 2016 年公司马鞍山 80 万吨造纸项目产能全部释放，主要产品产销量大幅增加，公司主要原材料采购量大幅增长。2016 年，公司废纸采购量 409.73 万吨，较 2015 年增长 13.44%，由于国外废纸采购价格较低且纤维长质量好，公司国外废纸采购量较 2015 年增长 26.33%至 269.08 万吨，国内废纸采购量较 2015 年减少 5.08%至 140.65 万吨；公司木浆采购量较 2015 年增长 31.73%至 1.78 万吨。

从原材料采购价格来看，2016 年由于废纸和木浆市场价格上涨，公司原材料采购价格均有所上涨。其中，2016 年国外废纸采购价格较上年上涨 6.25%至 1,241.31 元/吨；国内废纸采购价格较上年上涨 13.70%至 1,383.15 元/吨；木浆采购价格较上年小幅上涨 3.41%至 3,923.13 元/吨。

表 2 2015~2016 年公司主要原材料采购量及采购价格（单位：吨、元/吨）

原材料	项目	2015 年	2016 年
国外废纸	采购量	2,129,998.34	2,690,763.19
	采购均价	1,168.27	1,241.31
国内废纸	采购量	1,481,748.90	1,406,517.66
	采购均价	1,216.54	1,383.15
木浆	采购量	13,481.84	17,760.22
	采购均价	3,793.75	3,923.13

资料来源：公司提供

2016 年，公司从前五家供应商采购金额合计 10.81 亿元，占公司年度采购总额的 10.84%，比上年提高 2.71 个百分点，公司原材料采购集中度有所提高但仍处于较低水平。

¹ 公司根据国家财政部颁布的《企业会计准则》，参考同行业会计政策，于 2017 年 1 月 1 日起，对机器设备类别中的造纸及相关设备预计使用年限进行重新确定，其中设备性能先进性较高的 5 条造纸生产线（PM3、PM5、PM6、PM13 和 PM15）折旧年限由 15 年调整为 25 年，设备性能先进性较上述 5 条造纸生产线相对较低的其他造纸生产线和相关设备折旧年限由 13、14、15 年调整为 20 年。

总体看，跟踪期内，受产品产量增加影响，公司原材料采购量上升，由于国内外废纸采购价格和质量存在差异，公司国外废纸采购量增加、国内废纸采购量下降，主要原材料采购价格有所上升；公司原材料采购集中度不高。

3. 生产和销售

公司是目前国内少数拥有废纸收购渠道、包装原纸生产、纸板、纸箱生产制造的企业之一，较为完整的产业链使公司拥有较强的成本控制能力。公司产业链上端有国内外废纸收购网络，产业下端在全国各地布局纸箱厂，使公司可以全面的掌握废纸和原纸的市场价格信息，有利于公司适时调整原材料和产品的定价策略，从而控制生产成本。

2015年，公司马鞍山80万吨造纸项目投产，2016年该项目产能全部释放，截至2017年3月底，公司已形成年产354万吨包装用纸（箱板原纸和新闻纸）和11.61亿平方米中高档包装纸箱（纸制品）的生产能力，包装用纸和中高档包装纸箱产能规模分别较上年增加49万吨和1.61亿平方米，目前公司处于超设计产能生产。从产量情况来看，2016年，公司箱板原纸产量较上年增长22.53%至339.75万吨；新闻纸产量较上年下降16.20%至13.97万吨；纸制品产量较上年增长23.25%至11.61亿平方米。2016年，受行业景气度上升、下游需求稳定影响，公司包装用纸和中高档包装纸箱产能利用率分别为99.92%和100.00%，较上年大幅提高，公司产能利用率处于行业较高水平。

表 3 2015~2016 年公司产品产销情况

产品	项目	2015 年	2016 年
箱板原纸	产量（单位：万吨）	277.29	339.75
	销量（单位：万吨）	288.61	347.69
	产销率（单位：%）	104.08	102.34
	平均销售价格（单位：元/吨）	2,447.33	2,616.36
新闻纸	产量（单位：万吨）	16.67	13.97
	销量（单位：万吨）	16.09	15.57
	产销率（单位：%）	96.52	111.42
	平均销售价格（单位：元/吨）	3,380.72	3,352.37
纸制品	产量（单位：亿平方米）	9.42	11.61
	销量（单位：亿平方米）	9.39	11.59
	产销率（单位：%）	99.65	99.85
	平均销售价格（单位：万元/亿平方米）	23,358.83	23,204.64

资料来源：公司提供

2016年，公司仍然采取以销定产的经营模式，通过直销获取订单；公司分别实现箱板原纸和纸制品销量347.69万吨和11.59亿平方米，分别较上年增长20.47%和23.43%，主要系公司承接订单量增长所致；公司实现新闻纸销量15.57万吨，较上年减少3.23%，主要系下游需求低迷所致。从产销率来看，2016年，公司箱板原纸和纸制品产销率仍维持在较高水平，分别为102.34%和99.85%；新闻纸产销率较上年增长14.90个百分点至111.42%，主要系公司根据市场需求将新闻纸生产线部分改产为箱板瓦楞纸使得新闻纸产量减少所致。

从产品销售均价来看，由于2016年国内纸制品价格上涨，公司箱板原纸销售价格较上年增长6.91%至2,616.36元/吨，新闻纸和纸制品平均销售价格分别为3,352.37元/吨和23,204.64万元/亿平方米，基本与上年持平。

从销售客户来看,根据销售产品不同,公司销售客户主要分为三大类:其中,箱板原纸主要面向包装厂客户;新闻纸建立有专门的销售网络主要面向报社销售;纸制品客户主要为家电生产企业及饮品生产企业。2016年,箱板原纸、新闻纸和纸制品销售收入占公司总销售收入的比例分别为73.91%、4.24%和21.85%,公司产品结构高度集中于工业用纸,产品结构单一。2016年,公司造纸业务前五名销售客户变化较大,客户稳定性有待增强;公司造纸业务前五名销售客户销售金额合计为8.06亿元,占公司全部销售收入的6.64%,比上年提高2.62个百分点,公司销售集中度有所提高,但仍处于较低水平。

表4 2016年公司造纸业务前五名销售客户情况(单位:万元、%)

销售客户	销售金额(万元)	销售占比
厦门合兴包装印刷股份有限公司	24,344.84	2.01
绍兴市润柏包装材料有限公司	14,963.89	1.23
济丰包装(上海)有限公司	14,326.98	1.18
太仓乐信贸易有限公司	13,633.39	1.12
青岛海达瑞采购服务有限公司	13,346.31	1.10
合计	80,615.40	6.64

资料来源:公司提供

从销售区域来看,2016年,公司销售区域仍然以华东和华中为主,销售收入占比分别为72.90%和14.07%,华东占比较上年上升2.19个百分点,华中占比较上年下降1.45个百分点。同时,境外销售收入大幅增长,占比由上年的2.26%上升至5.53%,主要系公司拓宽废纸海外销售渠道所致;华南地区由于距离公司造纸基地较远,2016年销售收入占比由上年的4.43%下降至2.08%。此外,东北、华北、西北和西南的业务收入占比分别下降0.01个百分点、0.72个百分点、0.29个百分点和0.65个百分点。

总体看,跟踪期内,随着公司80万吨造纸项目产能全部释放,公司整体产量大幅上升;公司承接订单量增加,主要产品销量有所增长,销售收入规模扩大;主要产品价格小幅下降,新闻纸产销情况出现下滑。

4. 经营效率

2016年,公司应收账款周转次数由2015年的6.40次上升至7.29次,主要系营业收入增长所致;公司所处造纸行业是资本密集型产业,行业特性要求有较大规模固定资产,总资产周转次数相对较低,2016年公司总资产周转次数从0.53次上升至0.63次。2016年,公司营业成本较上年增长27.02%,存货周转次数由2015年的4.65次上升至5.81次。

总体看,跟踪期内,公司经营效率有所上升。

5. 重大事项

2016年1月22日,公司非公开发行股票的申请获得中国证监会发行审核委员会审核通过,2016年3月16日,中国证监会出具《关于核准安徽山鹰纸业股份有限公司非公开发行股票的批复》(证监许可【2016】529号)。根据天健会计师事务所(特殊普通合伙)于2016年7月4日出具的天健验【2017】257号《验资报告》,截至2016年7月1日,公司非公开发行人民币普通股784,313,725股,募集资金共计20.00亿元,扣除发行费用后,募集资金净额为19.70亿元,其中增加股本7.84亿元,增加资本公积11.86亿元。本次发行新增股份已于2016年7月7日在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理完毕登记托管相关事宜,限售期为自新增股份上市之日起12个月。

本次非公开发行募集资金扣除发行费用后，拟投资年产 120 万吨包装原纸生产项目，包括 50 万吨低定量强韧牛卡纸生产线项目、43 万吨低定量高强瓦楞纸生产线项目和 27 万吨渣浆纱管原纸生产线建设项目，该项目投资总额为 27.74 亿元，拟使用募集资金不超过 20 亿元。截至 2017 年 3 月底，配套设施电厂尚在审批中，公司募投项目尚未动工。

总体看，此次非公开发行股票成功增强了公司资本实力，优化了公司资本结构，提高了公司抗风险能力；募投项目实施后将扩大公司生产规模、提升公司盈利能力，有利于增强公司综合实力。

6. 经营关注

（1）公司产品结构高度集中于工业用纸

公司产品结构高度集中于工业用纸，2016 年箱板原纸销售收入占公司总销售收入的 73.91%，盈利模式单一，易受经济周期影响。

（2）原材料供应风险

公司原材料成本在成本构成中占比较高，原材料主要为废纸和木浆，生产成本易受其价格波动影响；同时，公司主要废纸收购自国外，收购周期长、供应情况难以把控，而且汇率波动可能会影响公司采购价格，不利于保持公司生产经营稳定。

7. 未来发展

未来，公司将继续在“引领共创、共存、共享的产业文明”的战略引领下，全面提升企业智能制造能力、数字化管理能力，推动企业从规模、产品的驱动向技术驱动转化，努力成为国内领先的拥有规模影响力、价值创造力、可持续发展且不断创新的多元融合集团。

（1）培育全球再生资源的获取能力，实现商业模式创新

依托全球工业用纸市场需求及国内废纸需求稳定增长趋势，公司未来将通过建设现有及新增废纸采购渠道，做大并依托废纸资源，向回收及以贸易物流为主的附加服务延伸。

（2）做大做强造纸产业规模，实现外延式发展布局

公司将依托国内工业用纸市场的稳定增长及先期积累的行业优势，通过全国布局及海外布局，做大做强工业用纸业务，实现规模化发展，为企业带来价值，平衡风险。

（3）做强包装产业，实现从制造向制造+服务产业的转型

公司认为瓦楞纸包装行业未来还有较大发展空间，公司相对一般竞争者已有布局优势，未来将充分发挥纸厂、包装厂区域布局优势，通过提升包装解决方案能力引领市场。

总体看，公司将继续坚持已有的发展战略，随着公司自身能力的提升和资源的不断整合，公司整体竞争实力有望增强。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2016 年度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。2016 年，公司新设子公司 10 家；2017 年 1~3 月，公司新设子公司 1 家；截至 2017 年 3 月底，公司纳入合并子公司 47 家。公司合并范围的变动对资产和利润规模等影响较小，主营业务未发生变化，相关会计政策连续，因此财务数据可比性仍较强。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 200.49 亿元，负债合计 116.22 亿元，所有者权益（含少数股

东权益) 84.27亿元, 其中归属于母公司所有者权益83.77亿元。2016年, 公司实现营业收入121.35亿元, 净利润(含少数股东损益) 3.59亿元, 其中归属于母公司所有者净利润3.53亿元; 经营活动产生的现金流量净额9.43亿元, 现金及现金等价物净增加额8.95亿元。

截至2017年3月底, 公司合并资产总额213.82亿元, 负债合计125.16亿元, 所有者权益(含少数股东权益) 88.66亿元, 其中归属于母公司所有者权益88.14亿元。2017年1~3月, 公司实现营业收入33.74亿元, 净利润(含少数股东权益) 4.35亿元, 其中归属于母公司所有者净利润4.33亿元; 经营活动产生的现金流量净额-5.07亿元, 现金及现金等价物净增加额-5.55亿元。

2. 资产质量

截至2016年底, 公司资产总额200.49亿元, 较年初增长8.88%, 主要系流动资产增加所致。其中, 流动资产占37.21%, 较年初提高1.66个百分点; 非流动资产占62.79%, 公司资产仍以非流动资产为主。

流动资产

截至2016年底, 公司流动资产合计74.61亿元, 较年初增长13.96%, 主要系其他流动资产大幅增加所致; 公司流动资产主要由货币资金(占29.45%)、应收票据(占13.10%)、应收账款(占20.71%)、存货(占22.60%)和其他流动资产(占10.48%)构成。

截至2016年底, 公司货币资金21.97亿元, 较年初增长9.05%, 主要系公司非公开发行股票成功募集资金到位所致。公司货币资金中使用受限资金占38.46%, 主要系贷款保证金、信用证保证金、保函保证金等各类保证金, 受限比例一般。

截至2016年底, 公司应收票据9.78亿元, 较年初增长9.16%, 主要系销售规模扩大所致; 公司应收票据以银行承兑汇票为主, 占99.70%。

截至2016年底, 公司应收账款账面价值15.45亿元, 较年初增长6.80%, 主要系销售规模扩大所致。公司按账龄法计提坏账准备的应收账款占其账面余额的97.26%, 其中账龄在一年以内的占账面余额96.46%, 账龄较短, 累计计提坏账准备1.37亿元; 公司单项金额不重大但单独计提坏账准备的应收账款占其账面余额的2.74%, 累计计提坏账准备0.44亿元。截至2016年底, 公司应收账款前五名客户应收款项占应收账款余额的9.44%, 公司应收账款客户集中度较低。

截至2016年底, 公司存货账面价值16.86亿元, 较年初减少5.46%, 主要系销量大于产量, 库存商品减少所致。公司存货主要由原材料(占80.12%)和库存商品(占18.83%)构成, 其中原材料主要为用于原纸生产的废纸、木浆、化学制剂等辅助材料, 以及包装企业的原纸、淀粉等辅助材料等。公司分别对原材料、在产品和库存商品计提跌价准备0.14亿元、13.89万元和42.06万元, 计提比例为0.85%。

公司其他流动资产包括待抵扣增值税进项、预缴税费和应收保理款项。截至2016年底, 公司其他流动资产7.82亿元, 较年初大幅增长253.52%, 主要系公司于2016年在上海自贸区设立山鹰(上海)融资租赁有限公司, 开展融资租赁、租赁、商业保理等业务, 使得应收保理款项增加所致。

非流动资产

截至2016年底, 公司非流动资产合计125.88亿元, 较年初增长6.08%, 主要系在建工程大幅增加所致; 公司非流动资产主要由固定资产(占76.55%)、在建工程(占12.25%)和无形资产(占7.62%)构成。

截至2016年底, 公司固定资产账面价值96.36亿元, 较年初减少4.20%, 主要系计提折旧所致; 公司固定资产主要由房屋及建筑物(占27.12%)和机器设备(占71.87%)构成, 符合公司制造业

行业特性；累计计提折旧 42.81 亿元，固定资产成新率 69.24%，成新率一般；未办妥产权证书的房屋及建筑物占固定资产账面价值的 7.87%；受限资产为 26.23 亿元，占固定资产账面价值的 27.22%，主要用于银行借款抵押。

截至 2016 年底，公司在建工程账面价值 15.42 亿元，较年初大幅增长 278.83%，主要系公司购入上海研发中心及运营总部办公用房所致；受限资产占 50.40%，主要用于抵押取得银行借款。

截至 2016 年底，公司无形资产账面价值 9.59 亿元，较年初减少 2.57%；公司无形资产以土地使用权为主，占其账面价值的 93.67%；受限资产占无形资产账面价值的 43.31%，主要用于抵押取得银行借款。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 213.82 亿元，较上年底增长 6.65%，主要系应收票据和存货增加所致。其中流动资产占 37.87%，非流动资产占 62.13%，公司资产仍以非流动资产为主，较年初变化不大。截至 2017 年 3 月底，公司应收票据 15.18 亿元，较上年底增长 55.34%，主要系销售收到的银行承兑汇票增加所致；公司存货账面价值 24.81 亿元，较上年底增长 47.14%，主要系公司基于废纸价格上涨预期，采购原材料增加，同时 2016 年底库存商品水平偏低，2017 年一季度恢复正常水平所致。

总体看，跟踪期内，公司资产规模有所增长，资产结构仍以非流动资产为主，资产结构符合公司所处行业特性；公司资产受限规模较大，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2016 年底，公司负债总额 116.22 亿元，较年初减少 5.04%，主要系流动负债减少所致。其中，流动负债占 76.64%，较年初下降 7.48 个百分点，非流动负债占 23.36%，公司负债仍以流动负债为主。

截至 2016 年底，公司流动负债 89.06 亿元，较年初减少 13.48%，主要系短期借款和其他流动负债大幅减少所致；公司流动负债主要由短期借款（占 60.47%）、应付账款（占 16.66%）、一年内到期的非流动负债（占 8.62%）和其他流动负债（占 8.98%）构成。

截至 2016 年底，公司短期借款 53.86 亿元，较年初减少 16.34%，主要系公司为调整负债结构，降低短期债务所致；其中质押借款、抵押借款、保证借款、保证及抵押借款、保证及质押借款占比分别为 10.94%、4.09%、60.72%、11.45%和 12.81%。

公司应付账款主要为应付材料采购等经营款项和应付长期资产购置款项。截至 2016 年底，公司应付账款 14.84 亿元，较年初增长 4.58%。

截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债 7.68 亿元，较年初增长 57.27%，主要系部分将于一年内到期的长期借款转入所致。

截至 2016 年底，公司其他流动负债 8.00 亿元，较年初减少 46.27%，主要系公司偿还“15 皖山鹰 CP001”和“15 皖山鹰 CP002”共计 15 亿元并发行“16 皖山鹰 SCP004”和“16 皖山鹰 CP001”共计 8.00 亿元所致。

截至 2016 年底，公司非流动负债合计 27.15 亿元，较年初增长 39.63%，主要系应付债券大幅增加所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 30.12%）和应付债券（占 66.00%）构成。

截至 2016 年底，公司长期借款 8.18 亿元，较年初减少 18.48%，主要系调整至一年内到期的非流动负债所致。公司长期借款主要由抵押借款（占 45.21%）和抵押及保证借款（占 52.95%）构成。

截至 2016 年底，公司应付债券 17.92 亿元，较年初大幅增长 125.07%，主要系公司发行金额

为 10 亿元的“16 山鹰债”所致。

截至 2016 年底，公司全部债务 95.64 亿元，较年初减少 6.97%，其中短期债务占 72.71%，长期债务占 27.29%。截至 2016 年底，公司短期债务 69.54 亿元，较年初减少 17.58%，主要系短期借款减少所致；长期债务 26.10 亿元，较年初增长 41.67%，主要系应付债券增加所致。截至 2016 年底，公司资产负债率为 57.97%，较年初下降 8.50 个百分点，主要系非公开发行股票成功所致；公司全部债务资本化比率为 53.16%，较年初下降 9.32 个百分点，主要系全部债务规模下降所致；长期债务资本化比率为 23.64%，较年初增长 0.67 个百分点。

截至 2017 年 3 月底，公司负债总额 125.16 亿元，较 2016 年底增长 7.70%，主要系短期借款和应付账款增加所致，负债结构较上年底变动不大，仍以流动负债为主。截至 2017 年 3 月底，公司全部债务总额 101.67 亿元，其中短期债务 75.74 亿元，长期债务 25.93 亿元，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 58.54%、53.42%和 22.63%。

总体看，跟踪期内，公司负债规模有所下降，负债构成仍以流动负债为主；债务负担有所减轻，但短期债务占比较高，面临较大的短期偿债压力，债务结构仍有待调整。

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 84.27 亿元，较年初增长 36.48%，主要系公司非公开发行股票成功，股本和资本公积分别增加 7.84 亿元和 11.91 亿元所致；其中归属于母公司所有者权益 83.77 亿元，较年初增长 36.88%。从权益结构来看，归属于母公司所有者权益占所有者权益的 99.40%，以股本、资本公积和未分配利润为主，占比分别为 38.69%、51.20%和 8.11%，资本公积主要来自于资本溢价（股本溢价），所有者权益结构稳定性较好。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计 88.66 亿元，较上年底增长 5.21%，主要系未分配利润增加所致，所有者权益结构较上年底变化不大。

总体看，跟踪期内，受益于非公开发行股票成功，公司所有者权益规模有所扩大，权益结构稳定性较好。

4. 盈利能力

2016 年，公司实现营业收入 121.35 亿元，较上年增长 23.99%，主要系公司产能扩大且承接的订单量增长所致；实现营业利润 2.03 亿元，较上年增长 64.07%，主要系期间费用增速较低所致；实现净利润 3.59 亿元，较上年增长 72.95%；归属于母公司所有者的净利润 3.53 亿元，较上年增长 68.76%。

从期间费用看，2016 年公司费用总额 16.39 亿元，较上年增长 3.82%。其中，销售费用 5.94 亿元，较上年增长 16.51%，主要系公司销售规模增长使得运输成本和销售人员薪酬增加所致；管理费用 4.96 亿元，较上年增长 10.86%，主要系管理人员数量增加使得其薪酬增长所致；财务费用 5.49 亿元，较上年减少 11.65%，主要系公司债务规模下降，利息支出减少所致。2016 年公司费用收入比为 13.50%，较上年下降 2.62 个百分点，公司费用控制能力有所增强。

2016 年，公司营业外收入 2.69 亿元，较上年增长 37.74%，主要系公司受税收返还政策影响所致。依据财政部、国家税务总局财税[2015]78 号文，公司享受再生能源企业增值税即征即退优惠政策，收到退税款 1.47 亿元。2016 年，公司营业外收入占利润总额比重为 59.88%，较上年下降 6.62 个百分点，公司利润总额对营业外收入依赖度依然较高，但具有一定的可持续性。

从盈利指标来看，2016 年公司营业利润率为 15.48%，较上年下降 2.21 个百分点，主要系原材料采购成本上升所致；受利润规模大幅上升影响，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收

益率较 2015 年均有一定程度的提升,分别从 2015 年的 4.39%、4.38%和 3.41%提升至 2016 年的 4.64%、4.63%和 4.92%,公司盈利能力有所提升,但仍处于一般水平。

2017 年 1~3 月,公司实现营业收入 33.74 亿元,较上年同期增长 37.32%;净利润 4.35 亿元,较上年同期增长 610.34%,主要系营业收入增长且期间费用下降所致。

总体看,跟踪期内,公司收入规模稳步提升,整体盈利能力有所增强;营业外收入对其利润总额贡献较大,但具有一定的可持续性。

5. 现金流

经营活动方面,2016 年公司经营活动现金流入 118.39 亿元,较上年增长 16.59%,主要系公司业务规模扩大,回款增加所致;经营活动现金流出 108.96 亿元,较上年增长 24.22%,增幅大于现金流入增幅,主要系公司新增保理业务使得保理融资及融资租赁净增加额增长所致;经营活动产生的现金流量净额为 9.43 亿元,较上年减少 31.84%。2016 年公司现金收入比 86.58%,较上年提高 2.61 个百分点,但收入实现质量仍有待提高。

投资活动方面,2016 年公司投资活动现金流入 12.48 亿元,较上年大幅增长 3,473.44%,主要系收回委托理财产品和利率互换业务投资所致;投资活动现金流出 24.15 亿元,较上年大幅增长 402.62%,主要系购买上海研发中心及运营总部办公用房、购买理财产品和利率互换业务所支付的现金大幅增加所致;投资活动产生的现金流量净额为净流出 11.67 亿元,较上年增长 161.88%。

筹资活动方面,2016 年公司筹资活动现金流入 188.61 亿元,较上年增长 21.94%,主要系公司非公开发行股票成功所致;筹资活动现金流出 176.94 亿元,较上年增长 7.42%,主要系归还短期融资券所致;筹资活动产生的现金流量净额由负转正,实现净流入 11.67 亿元。

2017 年 1~3 月,公司经营活动现金流量净额为-5.07 亿元,主要系公司基于废纸价格上涨预期,采购原材料增加所致;公司投资活动现金流量净额为-3.73 亿元,公司筹资活动现金流量净额为 3.24 亿元;现金等价及现金等价物净增加额-5.55 亿元。

总体看,跟踪期内,公司经营活动现金流状况良好;投资活动现金流波动较大,仍为净流出;受益于公司非公开发行股票成功,筹资活动现金呈净流入。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,截至 2016 年底,受流动资产增加和流动负债减少影响,公司流动比率由年初的 0.64 倍上升至 0.84 倍,速动比率由年初的 0.46 倍上升至 0.65 倍,流动资产对流动负债的保护程度仍有待提高;公司现金短期债务比由 0.34 倍上升至 0.47 倍,现金类资产对短期债务的保障能力仍较弱。整体看,公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看,2016 年公司 EBITDA 为 17.40 亿元,较上年增长 10.52%,主要系利润总额增加所致;公司 EBITDA 由折旧(占 46.91%)、摊销(占 1.91%)、计入财务费用的利息支出(占 25.34%)和利润总额(占 25.84%)构成;EBITDA 利息倍数由上年的 2.80 倍上升至 3.75 倍,EBITDA 全部债务比由上年的 0.15 倍上升至 0.18 倍,EBITDA 对利息和全部债务的保障能力均较上年有所增强。整体看,公司长期偿债能力一般。

截至 2017 年 3 月底,公司获得银行授信总额合计 94.73 亿元,其中未使用额度 28.39 亿元,公司间接融资渠道较为畅通;公司作为上市公司,直接融资渠道畅通。

截至 2017 年 3 月底,公司无对外担保事项,无重大未决诉讼。

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告,截至 2017 年 4 月 10 日,公司已结清

信贷业务中有 7 笔欠息、14 笔垫款、1 笔不良/违约类贷款、1 笔不良/违约类信用证、7 笔关注类贷款、23 笔关注类贸易融资、75 笔关注类票据贴现、40 笔关注类信用证，根据公司及银行提供的说明文件，上述不良及关注类贷款主要系银行系统问题所致；未结清信贷业务中，无不良和关注类记录。

总体看，跟踪期内，公司债务负担有所减轻，整体盈利能力有所提升，经营活动现金流量保持平稳，偿债能力有所增强但仍有待提高。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2017 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、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）达 28.98 亿元，约为“12 山鹰债”和“16 山鹰债”本金合计（18 亿元）的 1.61 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达 88.66 亿元，约为债券本金合计（18 亿元）的 4.93 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“12 山鹰债”和“16 山鹰债”本金的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2016 年，公司 EBITDA 为 17.40 亿元，约为债券本金合计（18 亿元）的 0.97 倍，公司 EBITDA 对债券本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2016 年经营活动产生的现金流入 118.39 亿元，约为债券本金合计（18 亿元）的 6.58 倍，公司经营活动现金流入量对债券本金的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为箱板原纸及制品的主要生产企业之一，在经营规模和行业地位等方面具有的优势，公司对“12 山鹰债”和“16 山鹰债”的偿还能力很强。

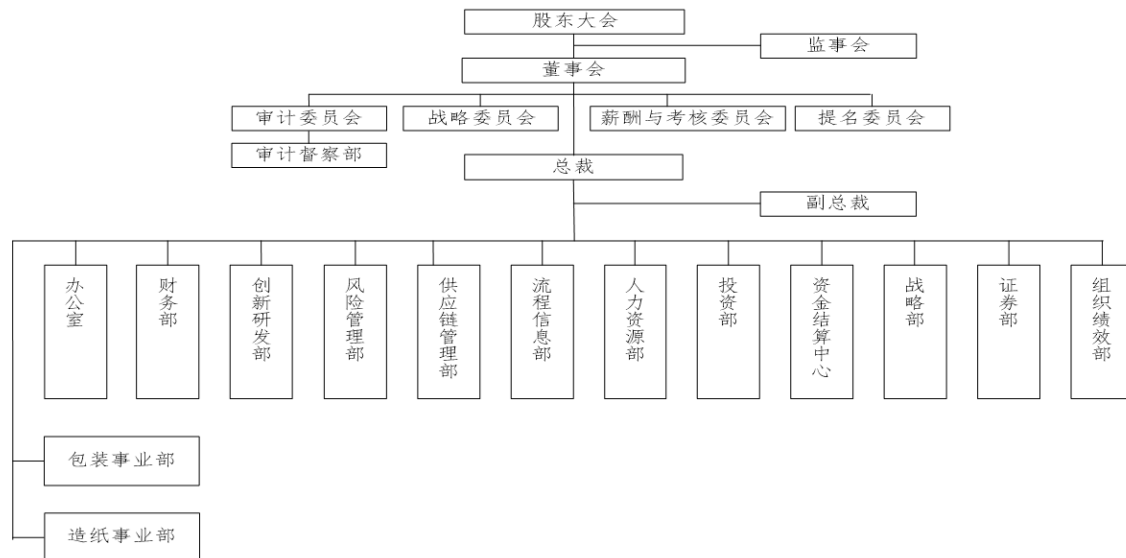
八、综合评价

公司作为国内大型造纸包装生产企业之一，在经营规模、行业地位以及采购网络等方面仍然具有一定优势。随着 80 万吨造纸项目产能全部释放，公司营业收入和盈利规模大幅增长，整体竞争实力有所提升；非公开发行股票成功，使得公司资本实力得到增强，资本结构有所优化；公司经营活动现金仍呈大额净流入状态，债务负担有所下降。同时，联合评级关注到原材料价格上升、营业外收入对利润贡献较大以及短期债务占比较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着公司非公开发行股票募投项目的实施，公司产能将进一步提升，收入规模和盈利能力有望提高。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“12 山鹰债”和“16 山鹰债”的债项信用等级为“AA”。

附件 1 安徽山鹰纸业股份有限公司 组织结构图



附件 2 安徽山鹰纸业股份有限公司

主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额（亿元）	184.13	200.49	213.82
所有者权益（亿元）	61.75	84.27	88.66
短期债务（亿元）	84.38	69.54	75.74
长期债务（亿元）	18.42	26.10	25.93
全部债务（亿元）	102.80	95.64	101.67
营业收入（亿元）	97.87	121.35	33.74
净利润（亿元）	2.08	3.59	4.35
EBITDA（亿元）	15.75	17.40	--
经营性净现金流（亿元）	13.83	9.43	-5.07
应收账款周转次数（次）	6.40	7.29	--
存货周转次数（次）	4.65	5.81	--
总资产周转次数（次）	0.53	0.63	0.16
现金收入比率（%）	83.96	86.58	67.65
总资本收益率（%）	4.39	4.64	--
总资产报酬率（%）	4.38	4.63	--
净资产收益率（%）	3.41	4.92	5.03
营业利润率（%）	17.69	15.48	24.46
费用收入比（%）	16.13	13.50	11.21
资产负债率（%）	66.47	57.97	58.54
全部债务资本化比率（%）	62.48	53.16	53.42
长期债务资本化比率（%）	22.98	23.64	22.63
EBITDA 利息倍数（倍）	2.80	3.75	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.15	0.18	--
流动比率（倍）	0.64	0.84	0.83
速动比率（倍）	0.46	0.65	0.57
现金短期债务比（倍）	0.34	0.47	0.38
经营现金流动负债比率（%）	13.44	10.59	-5.17
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.87	0.97	--

注：1、本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2、2017 年一季度财务数据未经审计，相关财务指标未年化；3、数据单位除特别说明外均为人民币；4、其他流动负债、长期应付款中有息债务已分别调整至短期债务和长期债务指标核算；5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 销售费用 + 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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次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 / 本次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 / 本次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 + 长期应付款

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 + 应付短期融资款 + 一年内到期的非流动负债

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 4 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。