

跟踪评级公告

联合[2018]391 号

山鹰国际控股股份公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

山鹰国际控股股份公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

山鹰国际控股股份公司公开发行的“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：

二零一八年四月二十日

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>

山鹰国际控股股份公司 公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级：

跟踪评级结果：AA+ 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	剩余债券规模	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	7.89 亿元	7 年	AA+	AA	2017 年 5 月 18 日
16 山鹰债	10 亿元	7 年	AA+	AA	2017 年 5 月 18 日

跟踪评级时间：2018 年 4 月 20 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	200.49	269.31	311.25
所有者权益（亿元）	84.27	104.45	110.52
长期债务（亿元）	26.10	37.43	41.22
全部债务（亿元）	95.64	129.86	160.08
营业收入（亿元）	121.35	174.70	54.19
净利润（亿元）	3.59	20.20	6.06
EBITDA（亿元）	17.40	34.33	--
经营性净现金流（亿元）	9.43	27.80	-0.65
营业利润率（%）	15.48	22.04	20.15
净资产收益率（%）	4.92	21.41	6.22
资产负债率（%）	57.97	61.21	64.49
全部债务资本化比率（%）	53.16	55.42	59.16
流动比率（倍）	0.84	0.74	0.66
EBITDA 全部债务比（倍）	0.18	0.26	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.75	5.89	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.97	1.92	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、其他流动负债已调整至短期债务，长期应付款已调整至长期债务；4、2018 年 1-3 月财务报告数据未经审计，相关指标未年化；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

山鹰国际控股股份公司（以下简称“公司”）作为国内大型包装纸生产企业之一，在区域环境、行业地位、采购渠道、经营规模、技术水平等方面仍然具有一定优势。此外，受益于包装纸行业景气度提升，2017 年公司主要产品价格上涨，收入规模和盈利能力较上年均有大幅提升，经营活动现金流状况良好；公司通过并购扩大了在华南区域的市场占有率并进入了高端防油特种纸领域，进一步完善了业务布局和产品结构。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司所处造纸行业市场竞争激烈，废纸价格波动不利于公司成本控制，债务负担较重且以短期债务为主，在建拟建项目资金支出压力较大以及商誉规模较大等因素对公司信用水平可能带来不利影响。

未来随着产能逐步释放，公司生产规模将进一步扩大，有利于进一步增强其综合实力，联合评级对公司评级展望为“稳定”

综上，联合评级本次跟踪评级上调公司的主体长期信用等级至“AA+”，评级展望为“稳定”；同时上调“12 山鹰债”和“16 山鹰债”的债项信用等级至“AA+”。

优势

1. 跟踪期内，受益于包装纸行业景气度提升，下游需求增加，公司收入规模和盈利能力大幅提升，经营活动现金流状况良好。

2. 公司通过并购进一步拓展了华南区域市场，扩大公司市场覆盖范围。

3. 2017 年，公司经营活动现金仍呈大额净流入状态，且规模继续扩大。

关注

1. 2017 年，公司原材料为废纸，受政

策影响国外废纸供给趋紧，国内外废纸价差较大，公司国内废纸采购易受市场价格波动影响，不利于公司生产成本控制。

2. 2017 年，公司债务规模较大，债务负担较重，且短期债务规模占比较高，存在一定短期偿付压力，债务结构有待改善。

3. 跟踪期内，公司商誉规模较大，若被收购企业经营业绩未达预期，公司将面临一定的商誉减值风险。

分析师

高 鹏

电话：010-85172818

邮箱：gaop@unitedratings.com.cn

蒲雅修

电话：010-85172818

邮箱：puyx@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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

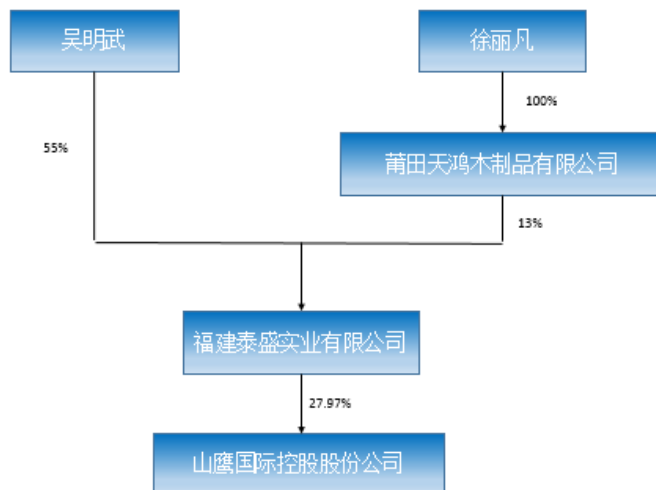
分析师：


联合信用评级有限公司

一、主体概况

山鹰国际控股股份公司（以下简称“公司”或“山鹰纸业”）是于 1999 年 10 月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，名称变更为安徽山鹰纸业股份有限公司（以下简称“山鹰纸业”）。山鹰纸业于 2001 年 12 月在上海证券交易所挂牌上市，股票简称为“山鹰纸业”，股票代码为“600567.SH”。2017 年 7 月，山鹰纸业变更为现名。后历经多次增资及股权转让，截至 2018 年 3 月底，公司股本总额为 457,031.33 万股，全部为无限售流通股，公司控股股东为福建泰盛实业有限公司（以下简称“泰盛实业”），持股比例 27.97%；实际控制人为吴明武、徐丽凡夫妇。

图1 截至2018年3月底公司股权结构情况



资料来源：公司提供

2017年7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，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）”变更为“对制造业、资源、高科技、流通、服务领域的投资与管理；贸易代理；进出口业务（国家限定企业经营或禁止进出口的商品和技术除外）；承包各类境外国际招标工程；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。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）”

截至 2017 年底，公司设有财经中心、风险合规中心、公共事务中心、供应链中心、证券部、包装事业部和造纸事业部等 13 个职能部门（见附件 1），合并范围内子公司 64 家；拥有在职员工 9,077 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 269.31 亿元，负债合计 164.85 亿元，所有者权益（含少数股东权益）104.45 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 103.68 亿元。2017 年，公司实现营业收入 174.70 亿元，净利润（含少数股东损益）20.20 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 20.15 亿元；经营活动产生的现金流量净额 27.80 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.52 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 311.25 亿元，负债合计 200.73 亿元，所有者权益（含

少数股东权益) 110.52 亿元, 其中归属于母公司的所有者权益合计 109.74 亿元。2018 年 1~3 月, 公司实现营业收入 54.19 亿元, 净利润(含少数股东损益) 6.06 亿元, 其中归属于母公司所有者的净利润 6.05 亿元; 经营活动产生的现金流量净额-0.65 亿元, 现金及现金等价物净增加额 2.46 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”。公司已于2017年8月22日支付了自2016年8月22日至2017年8月21日期间的利息6,000.00万元。

“12山鹰债”的募集资金在扣除发行费用后, 截至2017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。

2017年8月22日, 公司对申报“12山鹰债”的债券持有人进行回售其所认购的债券。公司回售债券108,200张, 回售申报金额为10,820,000元(不含利息), “12山鹰债”剩余金额789,180,000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2017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2018年4月13日支付了自2017年4月13日至2018年4月12日期间的利息5,350.00万元, 尚未支付2018年度利息。

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

2017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6.9%, 我国经济平稳向好, 随着供给侧的改革效应逐步显现, 国民经济运行平稳, 逐渐适应经济发展新常态, 我国造纸行业经过近几年调整, 供需结构已得到改善, 行业景气度有较大幅度提升。2017年我国造纸及纸制品业实现主营业务收入15,203.00亿元, 同比增长13.60%, 增速较上年提高7.10个百分点, 利润总额达1,028.60亿元, 同比增长36.20%。从主要产品产量情况来看, 我国机制纸及纸板产量为12,542.01万吨, 同比增长3.10%。从区域分布情况来看, 我国机制纸和纸板产量主要集中在山东、广东、浙江、江

苏、河南等地区，2017年，其中，广东省机制纸及纸板产量为2,177.74万吨，较上年同期增长2.36%，是全国机制纸及纸板产量最高的地区。

从上游原材料供应来看，造纸业的主要原材料是纸浆和废纸，目前，国内造纸行业原料供给对进口依赖程度较高，且价格与国际市场联动性强。2017年，我国纸浆进口量为2,372万吨，同比增长12.60%；进口金额为153.42亿美元，同比增长25.30%。2017年，我国废纸进口量为2,572万吨，同比下降9.80%；进口金额达58.75亿美元，同比增长17.80%。受“禁废令”和排污许可证等政策实施影响，2017年，废纸进口总体呈现量减价升的趋势。

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

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

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

从行业政策来看，2017年8月31日，环境保护部在京召开座谈会，贯彻落实《京津冀及周边地区2017-2018年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》（以下简称“攻坚方案”）及六个配套方案。2017年9月1日，新一轮环保强化督查正式启动，本轮强化督查将派出100多督查组，将从9月1日至2017年3月29日，进行为期7个月的督查，督查范围覆盖京津冀及周边28个地区。（2017年10月底前，纳入2017年度淘汰清单中的4.4万台燃煤锅炉全部“清零”。2017年11月1日起，不达标或未达到相关排放要求的燃煤锅炉，一律停产改造。）

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

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

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

展。

2. 行业发展

从行业发展趋势来看，国际、国内环境充满复杂性和不确定性，国内经济运行处在供给侧两端寻求新平衡的过程中，根据国内造纸行业生产、造纸行业原料供应等因素分析，未来几年国内造纸行业和市场总体趋势为：

（1）产品结构保持稳定，集中度进一步提升

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

（2）减排政策和管理力度加大，企业环保成本大幅提高

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

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

四、管理分析

2017年11月，公司副董事长夏林因任期届满辞去公司副董事长职务；由于任期届满，独立董事张辉辞去公司独立董事职务；因任期届满，公司副总裁林若毅和副总裁林金玉辞去公司副总裁职务。2017年12月，因公司原财务负责人韩玉红在任职期间通过二级市场违规买卖公司股份，根据上海证券交易所做出通报批评的纪律处分决定并出具《关于对山鹰国际控股股份公司财务总监韩玉红予以通报批评的决定》（【2017】87号），鉴于公司第六届董事会、监事会任期届满，公司进行换届选举，公司董事会聘任石春茂先生担任公司副总裁、财务负责人职务。2017年12月，公司董事会选举魏雄文为独立董事，

截至2017年底，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。2017年，公司实现营业收入174.70亿元，较上年增长43.96%，其中主营业务实现收入172.33亿元，较上年增长43.82%，主要系主要系造纸行业景气度提升所致；实现净利润20.20亿元，较上年增加16.61亿元，主要系公司主要纸品价格上涨，带动公司综合毛利率提升所致。

2017年，公司主营业务收入占营业收入的98.65%，公司主营业务突出；从主营业务收入构成

来看，受造纸行业景气度提高，公司各主要纸产品价格上涨因素影响，2017 年，公司箱板原纸实现收入 113.38 亿元，较上年增长 37.81%，箱板原纸收入占主营业务收入的 65.79%，仍是公司的主要收入和利润来源；公司新增特种纸产品收入 3.86 亿元，主要来自于 2017 年收购 Nordic Paper（以下简称“北欧纸业”）所生产的特种纸，占比为 2.24%；公司新闻纸收入为 8.52 亿元，较上年增长 63.22%，主要系 2017 年新闻纸下游需求回暖，新闻纸价格增长所致；公司纸制品是包装厂买到箱板原纸后加工而成的纸板（3 层或 5 层等）及纸箱制品，公司纸制品实现收入 36.49 亿元，较上年增长 35.70%，主要系纸箱制品提价所致；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，公司废纸收入为 8.33 亿元，较上年增长 71.05%，主要系公司拓宽废纸销售渠道所致；公司其他业务实现收入 1.75 亿元，较上年增长 207.02%，主要系公司新增保理业务所致。

表 1 2016~2017 年公司主营业务收入构成和毛利情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
箱板原纸	82.27	68.66	18.80	113.38	65.79	26.42
特种纸	--	--	--	3.86	2.24	36.38
新闻纸	5.22	4.36	13.65	8.52	4.94	19.90
纸制品	26.89	22.44	12.13	36.49	21.17	15.21
废纸	4.87	4.06	1.19	8.33	4.83	5.20
其他	0.57	0.48	48.46	1.75	1.02	48.10
合计	119.82	100.00	16.51	172.33	100.00	23.14

资料来源：公司提供

从毛利率水平来看，2017 年，公司主营业务综合毛利率为 23.14%，较上年上升 6.63 个百分点。具体来看，2017 年，公司箱板原纸毛利率 26.42%，较上年上升 7.62 个百分点，主要系原材料供给紧张，箱板原纸价格涨幅较大所致。公司 2017 年新增特种纸，毛利率为 36.38%，主要来自于子公司北欧纸业生产的高档防油纸、牛皮纸等特种纸，附加值较高。2017 年，公司新闻纸毛利率 19.90%，较上年上升了 6.25 个百分点，主要系公司新闻纸价格上涨所致；公司纸制品毛利率 15.21%，较上年上升了 3.08 个百分点；废纸毛利率 5.20%，较上年上升 4.01 个百分点，主要系国内和国外废纸价差扩大所致。

2018 年 1~3 月，受益于公司合并规模扩大以及主要纸制品价格上升，公司实现营业收入 54.19 亿元，较上年同期增长 60.60%；实现净利润 6.06 亿元，较上年同期增长 39.85%。

总体看，2017 年，受原纸价格大幅上涨影响，净利润和毛利率水平较上年有大幅度提升；公司收购北欧纸业后进入高档特种纸生产领域，产品结构趋完善，整体经营状况较好。

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马鞍山市蓝天废旧物资回收有限公司面向安徽、江苏、湖北和重庆等省市废品回收站、个体户进行收购，多年来已形成较为稳定的回收网络。公司根据每日废纸收购牌价作为采购价格参考，结合市场行情和原材料库存情况，确定采购量。

公司国外废纸收购业务主要由全资子公司环宇集团国际控股有限公司（以下简称“环宇国际”）作为采购平台负责运营，平台位于香港，负责运营公司在海外设立 5 家子公司，专门从事废纸收购业务，对接当地主要废纸供应商，主要来源是包装厂下脚料、商超以及居民回收点。

从原材料采购量来看，2017 年，国内废纸采购量为 153.08 万吨，较上年增长 8.84%，主要系国外废纸进口额度限制，增加国内废纸采购所致；国外废纸采购量为 253.23 万吨，较上年下降 5.89%，主要系国外废纸进口额度限制所致；木浆采购量为 0.26 万吨，较上年下降 85.55%，主要系子公司浙江山鹰纸业有限公司（以下简称“浙江山鹰”）产品结构和配方调整所致。

从原材料采购价格来看，2017 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，2017 年国外废纸采购价格较上年上涨 35.00%至 1,675.81 元/吨；2017 年受对国外未经分拣的废纸禁止进口等政策影响，国外废纸供给量下降，国内废纸供给趋紧，国内废纸采购价格较上年上涨 51.61%至 2,096.99 元/吨；木浆采购价格较上年上涨 20.12%至 4,712.36 元/吨。

表 2 2016~2017 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	2016 年	2017 年
国外废纸	采购量	2,690,763.19	2,532,333.36
	采购均价	1,241.31	1,675.81
国内废纸	采购量	1,406,517.66	1,530,808.34
	采购均价	1,383.15	2,096.99
木浆	采购量	17,760.22	2,566.81
	采购均价	3,923.13	4,712.36

资料来源：公司提供

采购结算方式，国内废纸采购一般在 3 天内付款，国外废纸采购主要采用信用证结算，结算币种为美元，期限为 90 天。从采购周期来看，公司一般控制国外废纸库存在 15 天左右，国内废纸库存一般在 5~8 天左右。

2017 年，公司从前五家供应商采购金额合计 12.44 亿元，占公司年度采购总额的 9.39%，比上年下降 1.45 个百分点，公司原材料采购集中度有所下降，仍处于较低水平。

总体看，2017 年，受国外废纸进口额度限制，公司国外废纸采购量下降、国内废纸采购量上升，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。

产能方面，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 年底，公司拥有造纸生产线 17 条，包括国内部分 9 条生产线，北欧纸业 8 条生产线，年造纸设计产能 300 余万吨，中高档包装纸箱 10 亿平方米以上，受益于造纸行业景气度回暖，公司纸机近几年均为超设计满产状态。

从产量情况来看，2017 年，公司主要纸产品产量均逐年上升，其中，箱板纸产量 337.02 万吨，较上年小幅下降 0.80%；新闻纸产量 16.10 万吨，较上年增长 15.25%，主要系新闻纸景气度回升，下游需求增加所致；公司于 2017 年 10 月完成对北欧纸业的收购，特种纸仅为 2017 年 11 月和 12 月的产

量；纸制品产量为11.69亿立方米，较上年增长0.69%。

表 3 2016~2017 年公司纸产品产量情况（单位：万吨、亿平方米）

产品	2016 年	2017 年
箱板纸	339.75	337.02
新闻纸	13.97	16.10
特种纸	--	4.55
小计	353.72	357.67
纸制品	11.61	11.69

资料来源：公司提供

从成本构成来看，公司主营产品成本构成主要包括原材料、制造费用、能源需求和直接人工；其中，原材料在成本构成中占比较高，2017年，受废纸等原材料价格上涨等因素影响，原材料占比由2016年底的77.39%提升至81.73%。

2017年，公司仍然采取以销定产的经营模式，通过直销获取订单；公司实现原纸销量353.61万吨，较上年下降2.65%，主要系公司优化产品结构和客户结构，适当缩减销量提升毛利总额所致；实现纸制品销量11.70亿平方米，较上年增长0.95%。从产销率来看，2017年，公司原纸的产销率由102.34%下降至98.90%，纸制品产销率由99.85%上升至100.02%。

表 4 2016~2017 年公司产品产销情况

产品	项目	2016 年	2017 年
原纸	产量（单位：万吨）	353.72	357.67
	销量（单位：万吨）	363.25	353.61
	产销率（单位：%）	102.70	98.87
	平均销售价格（单位：元/吨）	2,636.48	3,863.83
纸制品	产量（单位：亿平方米）	11.61	11.69
	销量（单位：亿平方米）	11.59	11.70
	产销率（单位：%）	99.85	100.02
	平均销售价格（单位：万元/亿平方米）	23,195.80	31,201.82

资料来源：公司提供

注：由于公司方便统计，造纸销售部分为原纸大类统计，不再做细分纸拆分

从产品销售均价来看，受原材料价格上涨等因素影响，2017年，公司原纸产品价格整体呈上涨趋势，原纸销售均价较上年大幅增长46.55%至3,863.83元/吨，纸制品销售均价较上年增长34.51%至31,201.82万元/亿平方米。

2017年，公司造纸业务前五名销售客户变化较小，客户稳定性较强；公司造纸业务前五名销售客户销售金额合计为10.93亿元，占公司全部销售收入的6.26%，较上年下降0.38个百分点，公司销售集中度有所下降，仍处于较低水平。

表 5 2017 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	销售占比
厦门合兴包装印刷股份有限公司	32,755.97	1.88
济丰包装（上海）有限公司	23,243.08	1.33
太仓乐信贸易有限公司	20,848.04	1.19
青岛海达瑞采购服务有限公司	18,126.67	1.04

上海勇玖包装材料有限公司	14,344.80	0.82
合计	109,318.56	6.26

资料来源：公司提供

从销售区域来看，2017 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 73.34% 和 14.27%，华东占比较上年上升 0.44 个百分点，华中占比较上年上升 0.20 个百分点。2017 年，公司通过并购进入华南地区，销售网络扩大，销售收入占比由上年的 2.08% 上升至 4.29%。此外，华北、西北和西南的业务收入占比分别下降 0.54 个百分点、0.04 个百分点和 0.22 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司主要纸产品产能不断扩大，产量逐步提高；受原材料价格上涨影响，公司生产成本有所上涨；受包装纸行业景气度提升的影响，公司主要纸产品销售均价均显著上涨；公司通过并购进入华南市场；公司前五大销售额集中度仍较低。

4. 经营效率

2017 年，公司销售规模和利润规模逐年增长，整体经营效率有所提升；其中，公司应收账款周转次数由 2016 年的 7.29 次上升至 8.53 次；存货周转次数由 2016 年的 5.81 次上升至 6.64 次；公司总资产周转次数从 0.63 次上升至 0.74 次。从同行业对比来看，公司应收账款周转率、存货周转率以及总资产周转率均高于行业平均水平。

表 6 2017 年造纸行业上市公司经营效率指标情况（单位：次）

证券代码	企业名称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
600308.SH	华泰股份	16.06	9.86	7.75
600963.SH	岳阳林纸	7.19	0.92	0.41
200986.SZ	粤华包	4.60	5.19	0.62
2314.HK	理文造纸	6.25	4.66	0.67
2689.HK	玖龙纸业	4.94	3.55	0.38
--	上述中位值	6.25	4.66	0.62
600567.SH	山鹰纸业	9.31	6.70	0.74

资料来源：Wind，联合评级整理

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据。

总体看，跟踪期内，公司经营效率有所上升。

5. 在建工程

截至 2017 年底，公司主要在建工程为“山鹰华中纸业有限公司（以下简称“华中山鹰”）220 万吨高档包装纸项目一期”、“海盐造纸生产线三期工程”、“滨江大楼”和“臻祥酒店”，计划总投资 92.60 亿元，已累计完成投资 14.61 亿元，其中“华中山鹰 220 万吨高档包装纸项目一期”2018 年尚需投资 37.24 亿元，2019 年尚需投资 3.20 亿元，计划于 2019 年上半年完工投产，“海盐造纸生产线三期工程”由于重要设施还在批复中，尚未有未来资金投入计划。公司在建项目投入资金规模较大，未来面临一定的资金支出压力。

表 7 截至 2017 年底公司主要在建工程情况（单位：亿元、%）

项目名称	计划投资额	截至 2017 年底 已投资额	未来投资计划		预计完工 时间	工程进 度
			2018 年	2019 年		
华中山鹰 220 万吨高 档包装纸项目一期	45.08	4.64	37.24	3.20	2019 年	10.29

海盐造纸生产线三期工程	38.00	1.50	--	--	--	3.90
滨江大楼	8.74	8.09	0.65	--	2018 年	92.00
臻祥酒店	0.78	0.38	0.40	--	2019 年	48.70
合计	92.60	14.61	39.69	3.20	--	--

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司在建项目主要涉及华中山鹰以及海盐造纸基地生产线，主要为土地和新建纸机的资金投入，贴合造纸主营业务，随着在建项目的完工，公司综合实力有望进一步增强；同时在建项目的持续投入使公司面临一定的资金支出压力。

6. 重大事项

（1）公司收购北欧纸业 100.00%股权

2017 年 7 月，公司召开的第六届董事会第二十七次会议审议通过了《关于收购北欧纸业（Nordic Paper）公司 100%股权的议案》。北欧纸业旗下共有四家造纸厂，目前北欧纸业的浆纸年生产能力 50 万吨，北欧纸业是欧洲唯一一家浆纸一体化的防油纸生产商。北欧纸业专注于防油纸和牛皮纸的细分领域，终端产品主要为食品、消费品，以及建筑、化工等行业特殊要求的增长型产品，在欧洲防油纸行业的产量和市场占有率均排名第一。

2017 年 10 月，公司出资 24 亿瑞典克朗现金，约合 19.52 亿元人民币，收购 Nordic Paper Holding AB（北欧纸业）100%股权。截至 2018 年 1 月，北欧纸业项目已申请并取得 5 年期并购贷款约人民币 11 亿元（受汇率波动影响），剩余收购款约人民币 8.45 亿元将通过自有资金支付。

公司收购北欧纸业帮助公司进入了高盈利的特种纸细分领域，增加了防油纸、特种牛皮纸、高强度纸袋纸等新纸种，完善产品结构。

（2）公司收购福建省联盛纸业有限责任公司（以下简称“联盛纸业”）100%股权

2017 年 12 月，公司召开的第七届董事会第二次会议审议通过了《关于收购福建省联盛纸业有限责任公司 100%股权的议案》。联盛纸业是一家以废纸为主要原材料，生产高强度瓦楞纸和牛皮箱板纸为主的包装纸造纸生产企业，地处华南地区。该地区城市密集，经济发达，商贸繁荣，人民生活水平较高，对包装纸板的需求量相对较高且不断增长。

经过多年发展，联盛纸业已形成较为完善的采购、生产和销售服务体系。本次收购完成后，公司在现有安徽马鞍山、浙江嘉兴海盐和湖北荆州公安（建设中）三大造纸生产基地之上，新增福建地区包装纸造纸生产基地，进一步扩大了国内区域布局，提高公司盈利能力和综合竞争实力。本次交易完成后，联盛纸业已成为公司全资子公司，2018 年一季度已纳入公司合并报表范围，联盛纸业现有四条生产线，技改完成后年产能将达到 105 万吨，公司造纸业务的年产能规模将由 2017 年度的 358 万吨增至 500 万吨，业务范围已覆盖东南沿海、长三角、珠三角及中部等地。

公司本次出资现金 19.00 亿元收购联盛纸业，2018 年度公司实际尚需投入的投资款仅为联盛纸业收购项目款 15.20 亿元（第一笔收购款 3.80 亿元已支付），公司目前正在申请联盛纸业项目的并购贷款 11 亿元，已申请到 5 亿元，因此需公司自筹金额为 4.20 亿元。

总体看，跟踪期内，公司通过收购北欧纸业和联盛纸业，完善公司现有产品结构并且拓展华南地区市场，有利于提高公司市场占有率和综合实力。

7. 经营关注

（1）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，生产成本易受其价格波动影响；同时，公司部分废纸收购自国外，虽有价格较低优势，但收购周期长、供应情况难以把控，不利于保持公司生产经营稳定。

（2）在建项目较多，未来资金需求压力较大

公司在建和拟建项目较多，需持续投入资金规模较大，且短期内难以形成销售收入，公司未来将面临一定资金支出压力。

（3）政策风险

公司原材料中国外废纸占比较大，公司每季度依据配额额度进口国外废纸，国家固体废物进口管理制度的调整可能对公司境外废纸进口产生影响。

（4）环境政策压力

随着新版《环境保护税法》等环保政策的不断升级加码，若公司环保指标不达标，也面临一定的环保压力。

（5）安全生产风险

公司主要产品为纸制品，属于易燃物，一旦发生火灾将对公司经营造成一定影响；防火、防水对公司安全生产管理提出了较高要求。

8. 未来发展

未来，公司的战略目标是成为全球领先、最具价值创造力的生态型企业。公司将继续围绕精益生产、区域布局、品牌与客户、产品结构等价值驱动因素，做大做强核心业务：

（1）再生纤维产业

公司的再生纤维产业定位成为全球废纸资源集成商，为全球客户提供高品质、全类型废纸资源。

（2）工业包装纸产业

公司工业用纸产业的发展战略是优化区域布局，提升在重点市场的占有率；借助高效运营，降本增效；提升产品品质和客户服务品质，依托品牌管理构建长期稳定的客户关系，做大做强工业用纸业务，实现规模化发展，成为全国领先工业用纸品牌，逐步实现全球一流企业。

（3）包装产业

公司认为包装产业需要增强市场洞察和专业化工厂管理，致力于通过一体化的包装业务组合丰富客户选择，开拓互联网包装和创新商业模式，成为完整包装解决方案提供商。

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 2017 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。2017 年合并范围较 2016 年增加子公司 18 家，截至 2017 年底，公司纳入合并范围的子公司共 64 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 2017 年底，公司合并资产总额 269.31 亿元，负债合计 164.85 亿元，所有者权益（含少数股东权益）104.45 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 103.68 亿元。2017 年，公司实现营业收入 174.70 亿元，净利润（含少数股东损益）20.20 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 20.15 亿元；经营活动产生的现金流量净额 27.80 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.52 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 311.25 亿元，负债合计 200.73 亿元，所有者权益（含少数股东权益）110.52 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 109.74 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 54.19 亿元，净利润（含少数股东损益）6.06 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 6.05 亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.65 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.46 亿元。

2. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产规模 269.31 亿元，较年初增长 34.32%，其中流动资产占比 34.07%，较年初下降 3.14 个百分点，非流动资产占比 65.93%，以非流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产合计 91.75 亿元，较年初增长 22.98%；公司流动资产主要由货币资金（占 25.28%）、应收票据（占 10.33%）、应收账款（占 24.06%）、存货（占 25.37%）和其他流动资产（占 7.57%）构成。

截至 2017 年底，公司货币资金 23.19 亿元，较年初增长 5.55%，公司货币资金以银行存款（占 69.19%）和其他货币资金（占 30.80%）为主，其余为库存现金（占 0.01%）。公司货币资金中使用受限资金占 30.79%，受限资金 7.14 亿元，为各类保证金，受限比例一般；公司应收票据 9.48 亿元，较年初下降 3.06%，公司应收票据有银行承兑票据（占 97.83%）和商业承兑票据（占 2.17%）构成，其中，公司已质押的应收票据 3.29 亿元，（占 34.70%），用于银行存款抵押，受限比例一般；公司应收账款账面价值 22.08 亿元，较年初增长 42.91%，主要系公司销售收入增长，以及公司合并北欧纸业后合并范围扩大所致，公司应收账款 94.80% 的账面余额按账龄分析法对应收账款计提坏账准备，其中国内部分 1 年以内的占 97.04%，账龄较短，公司累计计提坏账准备 2.17 亿元，计提比例 8.95%，应收账款受限 1.66 亿元，占应收账款账面价值的 7.52%，受限比例较低，主要用于银行借款抵押，应收账款前五名合计金额为 2.82 亿元，占应收账款余额的 11.64%，应收账款集中度较低；公司存货账面价值 23.28 亿元，较年初增长 38.05%，主要系原纸库存量上升以及并购北欧纸业后库存商品增加所致，公司存货主要由原材料（占 70.18%）和库存商品（占 28.62%）构成，公司存货共计提跌价准备 0.21 亿元，计提比例 0.89%，存货中受限 3.20 亿元，占存货账面价值的 13.75%，受限比例较低，主要用于银行借款抵押；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 2017 年底，公司其他流动资产 6.94 亿元，较年初下降 11.16%，主要系待抵扣增值税进项下降所致。

（2）非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 177.55 亿元，较年初增长 41.05%；公司非流动资产主要以固定资产（占 60.18%）、在建工程（占 8.67%）、无形资产（占 6.65%）和商誉（占 9.81%）构成。

截至 2017 年底，公司固定资产账面价值 106.85 亿元，较年初增长 10.89%，主要系公司机器设备增加所致，公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 28.15%）和机器设备（占 70.15%）构成，公司固定资产累计计提折旧 64.77 亿元，固定资产成新率 62.26%，成新率一般，公司机器设备中，通过融资租入的机器设备占比 0.07%，未办妥产权证书的固定资产占比 11.72%，受限资产为 34.29 亿元，占固定资产账面价值的 32.09%，受限比例一般，主要用于银行借款抵押；公司在建工程账面价值

15.40 亿元，较年初小幅下降 0.18%，受限资产 6.94 亿元，占其账面价值 45.06%，主要用于抵押取得银行借款；公司无形资产 11.81 亿元，较年初增长 23.14%，主要系公司新增土地和收购北欧纸业新增商标使用权所致，公司无形资产以土地使用权为主，占其账面价值的 84.69%，受限资产 4.03 亿元，占无形资产账面价值的 34.12%，主要用于抵押取得银行借款；公司商誉 17.42 亿元，较年初增加 16.83 亿元，主要系公司收购北欧纸业 100.00% 股权，确认商誉 16.61 亿元所致，公司未计提减值准备，若被收购单位经营业绩未达预期，公司将面临一定的商誉减值风险。

截至 2017 年底，公司受限资产合计 61.95 亿元，占比总资产 23.01%，受限比例一般，具体受限情况见下表。

表 8 截至 2017 年底公司使用资产受限情况（单位：万元）

科目	账面价值	占资产总额比例	受限类型及用途
货币资金	71,429.04	2.65%	保证金
应收票据	32,898.25	1.22%	用于银行借款抵押
存货	31,968.86	1.19%	用于银行借款抵押
固定资产	342,905.12	12.73%	用于银行借款抵押
无形资产	40,282.38	1.50%	用于银行借款抵押
应收账款	16,601.53	0.62%	用于银行借款抵押
投资性房地产	14,077.51	0.52%	用于银行借款抵押
在建工程	69,382.42	2.58%	用于银行借款抵押
合计	619,545.11	23.01%	--

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 311.25 亿元，较上年底增长 15.57%，主要系公司合并范围扩大所致；其中流动资产 102.40 亿元，占比 32.90%，非流动资产 208.85 亿元，占比 67.10%，资产结构仍以非流动资产为主。

总体看，跟踪期内，公司资产规模有所扩大，公司资产仍以非流动资产为主，符合公司所处行业特性；公司资产受限规模一般，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

截至 2017 年底，公司负债合计 164.85 亿元，较年初增长 41.85%，主要系其他流动负债增加所致。其中流动负债占 74.80%，较年初下降 1.84 个百分点，非流动负债占 25.20%，仍以流动负债为主。

截至 2017 年底，公司流动负债 123.31 亿元，较年初增长 38.45%，主要系其他流动负债以及应付账款增加所致；公司流动负债主要由短期借款（占 40.86%）、应付账款（占 17.20%）和其他流动负债（占 29.20%）构成。

截至 2017 年底，公司短期借款 50.39 亿元，较年初下降 6.44%，主要系公司降低短期债务所致，其中，质押借款占 14.69%，抵押借款占 5.32%，保证借款占 63.22%，保证及抵押借款占 14.79%，保证及质押借款占 1.98%；公司应付账款 21.21 亿元，较年初增长 42.94%，主要系公司应付采购经营款以及公司合并范围扩大所致，其中账龄超过一年的重要应付账款为 0.65 亿元，占比 3.06%；公司其他流动负债 36.00 亿元，较年初增加 28.00 亿元，主要系公司新增发行“17 皖山鹰 CP001”和“17 皖山鹰 CP002”共计 11.00 亿元短期融资券并发行“17 皖山鹰 SCP004”、“17 皖山鹰 SCP006”、

“17 皖山鹰 SCP007”、“17 皖山鹰 SCP008”、“17 皖山鹰 SCP009”和“17 皖山鹰 SCP010”共计 25.00 亿元超短期融资券所致。

截至 2017 年底，公司非流动负债 41.55 亿元，较年初增长 53.01%，主要系长期借款大幅增加所致；其中非流动负债主要由长期借款（占 47.17%）和应付债券（占 42.93%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款 19.60 亿元，较年初增长 139.64%，主要系公司收购北欧纸业申请的并购贷款增加所致，公司长期借款主要由抵押借款（占 34.01%）、保证借款（占 45.27%）和抵押及保证借款（占 20.72%）构成；公司应付债券 17.83 亿元，较年初小幅下降 0.48%，主要系公司回售“12 山鹰债”0.11 亿元所致。

截至 2017 年底，公司全部债务 129.86 亿元，较年初增长 35.78%，主要系短期债务大幅增长所致；其中短期债务 92.43 亿元，较年初增长 32.91%，主要系公司发行短期融资券和超短期融资券所致，占比 71.18%；长期债务 37.43 亿元，较年初增长 43.42%，主要系长期借款增加所致，占比 28.82%，以短期债务为主。截至 2017 年底，受公司发行短期融资券和超短期融资券影响，公司资产负债率 61.21%，较年初上升 3.25 个百分点；公司全部债务资本化比率为 55.42%，较年初上升 2.26 个百分点；长期债务资本化比率为 26.38%，较年初上升 2.74 个百分点。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 200.73 亿元，较上年底增长 21.76%，主要系短期借款和其他流动负债增加所致，其中流动负债占 77.48%，非流动负债占 22.52%，仍以流动负债为主。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务 160.08 亿元，较上年底增长 23.27%，其中短期债务占 74.25%，长期债务占 24.75%；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 64.49%、59.16% 和 27.16%，债务负担有所加重。

总体看，跟踪期内，公司负债规模有所上升，负债构成仍以流动负债为主；公司债务负担有所加重，且以短期债务为主，债务结构有待优化。

（2）所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 104.45 亿元，较年初增长 23.95%，其中归属于母公司所有者权益为 103.68 亿元，较年初增长 23.77%，主要系利润增长较多带来未分配利润增加所致；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 99.26%，以股本（占 31.44%）、资本公积（占 41.85%）和未分配利润（占 24.20%）为主，其中资本公积主要来自于股本溢价，公司所有者权益结构稳定性较好。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 110.52 亿元，较上年底增长 5.81%，主要系公司合并范围扩大所致。从权益结构来看，归属于母公司的所有者权益中，仍以股本、资本公积和未分配利润为主，占比分别为 29.71%、39.56%和 28.38%。

总体看，跟踪期内，受益于盈利规模增加，公司所有者权益规模有所扩大，公司所有者权益仍以股本和资本公积为主，权益结构稳定性较好。

4. 盈利能力

2017 年，受造纸行业景气度提高，公司主要纸产品价格均大幅上涨影响，公司盈利能力大幅提升。公司实现营业收入 174.70 亿元，较上年增长 43.96%；实现营业利润 22.91 亿元，较上年增长 1,027.65%；实现净利润 20.20 亿元，较上年增长 462.91%，归属于母公司所有者的净利润 20.15 亿元，较上年增长 471.00%。

从期间费用看，2017 年，公司费用总额较上年增长 18.00%，主要系公司销售规模扩大所致，

其中销售费用占 35.99%、管理费用占 32.17%、财务费用占 31.84%，费用分布较为平均。其中，2017 年，销售费用 6.96 亿元，较上年增长 17.24%，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 6.22 亿元，较上年增长 25.39%，主要系管理人员薪酬、办公经费等增加所致；财务费用 6.16 亿元，较上年增长 12.13%，主要系公司新增发行短期融资券和超短期融资券带来利息支出增加所致。2017 年，公司费用收入比 11.07%，较上年下降 2.44 个百分点，公司费用控制能力不断提高。

2017 年，公司营业外收入 0.13 亿元，较上年减少 2.56 亿元，主要系再生能源企业增值税减少所致，占利润总额的 0.58%，对利润总额的贡献程度很低。2017 年，公司新增其他收益 4.51 亿元，主要为收到税收返还 4.22 亿元、收到政府补助及奖励 0.23 亿元，占营业利润比重为 19.70%，公司营业利润对其他收益依赖性较大。

从盈利指标来看，2017 年公司营业利润率为 22.04%，较上年上升 6.56 个百分点，主要系公司产品销售价格上升带动毛利率上升所致；受利润规模大幅上升影响，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率较上年年均均有不同程度的提升，分别从 2016 年的 4.64%、4.63%和 4.92%，提升至 2017 年的 12.43%、11.85%和 21.41%，分别上升了 7.78 个百分点、7.22 个百分点和 16.49 个百分点，公司盈利能力有较大幅度提升，处于中等偏上水平。

表 9 2017 年造纸行业上市公司盈利能力指标情况（单位：%）

证券代码	企业名称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
600308.SH	华泰股份	16.06	9.86	7.75
600963.SH	岳阳林纸	23.87	5.31	4.17
200986.SZ	粤华包	13.25	0.94	2.40
2314.HK	理文造纸	29.08	26.02	16.63
2689.HK	玖龙纸业	24.52	27.63	8.59
--	上述中位值	23.87	9.86	7.75
600567.SH	山鹰纸业	23.01	21.49	11.72

资料来源：Wind，联合评级整理

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 54.19 亿元，营业利润 7.18 亿元，净利润 6.06 亿元，分别较上年同期分别增长 60.60%、54.23%和 39.85%。

总体看，跟踪期内，公司收入规模稳步提升，得益于纸产品价格上涨，费用对利润的侵蚀程度显著下降，其他收益对营业利润依赖性较大，各盈利指标呈现不同程度上升趋势，盈利能力较高。

5. 现金流

经营活动方面，2017 年，公司经营活动现金流入 170.13 亿元，较上年增长 43.71%，其中，公司销售商品、提供劳务收到的现金较上年增长 44.58%，主要系公司业务规模扩大，销售增加所致；经营活动现金流出 142.33 亿元，较上年增长 30.63%，其中，公司购买商品、接受劳务支付的现金 103.62 亿元，较上年增长 40.73%，主要系其销售情况较好，采购量增加所致；公司保理融资及融资租赁净增加额为 0.20 亿元，较上年大幅减少 6.05 亿元，主要系公司保理融资支出减少所致；公司支付其他与经营活动有关的现金为 18.32 亿元，较上年增长 39.33%，主要系其支付不符合现金等价物定义的承兑汇票增加所致。受上述因素影响，公司经营活动现金流净额为 27.80 亿元。2017 年，公司现金收入比为 86.95%，较上年上升 0.37 个百分点，考虑到公司结算方式中收到的承兑汇票金额

较大，公司收入实现质量尚可。

投资活动方面，2017 年，公司投资活动现金流入 5.69 亿元，较上年下降 54.40%，主要系收回委托理财产品和利率互换业务投资减少所致；投资活动现金流出 57.65 亿元，较上年大幅增长 138.67%，主要系并购子公司以及开展融资租赁业务所致。受上述因素影响，投资活动产生的现金流量金额为净流出 51.95 亿元，较上年 345.21%。

筹资活动方面，2017 年，公司筹资活动现金流入 191.94 亿元，较上年增长 1.76%；筹资活动现金流出 165.29 亿元，较上年下降 6.59%，主要系归还短期融资券本金及利息和支付融资保证金及质押的定期存款较上年下降所致。受上述因素影响，筹资活动产生的现金流量净额为净流入 26.65 亿元，较上年增长 128.30%。

2018 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-0.65 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-11.97 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 15.10 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.46 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流状况良好，持续为净流入，收入实现质量尚可；公司投资活动对外部筹资需求较大，筹资方式主要为发行债券和银行借款。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2017 年底，受公司短期债务增加影响，公司流动比率由年初的 0.84 倍下降至 0.74 倍，速动比率由年初的 0.65 倍下降至 0.56 倍，流动资产对流动负债的保护程度一般；公司现金短期债务比由 0.47 倍下降至 0.35 倍，现金类资产对短期债务的保障能力仍一般。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2017 年公司 EBITDA 为 34.33 亿元，较上年大幅增长 97.28%，主要系利润总额增加所致；公司 EBITDA 由利润总额（占 64.96%）、计入财务费用的利息支出（占 16.14%）、摊销（占 1.19%）和折旧（占 17.72%）构成，以利润总额和折旧为主；EBITDA 利息倍数由上年的 3.75 倍上升至 5.89 倍，EBITDA 全部债务比由上年的 0.18 倍上升至 0.26 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，公司长期偿债能力尚可。

截至 2017 年底，公司本部及下属子公司获得银行授信总额合计 100.93 亿元，已使用额度 72.28 亿元，未使用额度 28.65 亿元，公司间接融资能力较强；公司为上海证券交易所上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2017 年底，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《企业信用报告》（机构信用代码：G1034050200000260F），截至 2018 年 1 月 8 日，公司已结清的信贷信息中，有 1 笔贷款不良违约类信息，7 笔贷款关注类信息，根据马鞍山农商行马钢花园支行 2015 年 1 月提供的说明，公司一笔承兑汇票被退票后没有及时解付，导致该票显示逾期；未结清的信贷信息中无关注类和不良/违约类信息，过往债务履约情况较好。

总体看，跟踪期内，公司长短期偿债能力指标表现一般，考虑到公司在行业地位、经营规模等方面的优势，其整体偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、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 34.19 亿元，约为“12 山鹰债”和“16 山鹰债”剩余债券本金合计（17.89 亿元）的 1.91 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达 110.52 亿

元，约为剩余债券本金合计（17.89 亿元）的 6.18 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”剩余本金的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 34.33 亿元，约为剩余债券本金合计（17.89 亿元）的 1.92 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 2017 年经营活动产生的现金流入 170.13 亿元，约为剩余债券本金合计（17.89 亿元）的 9.51 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。

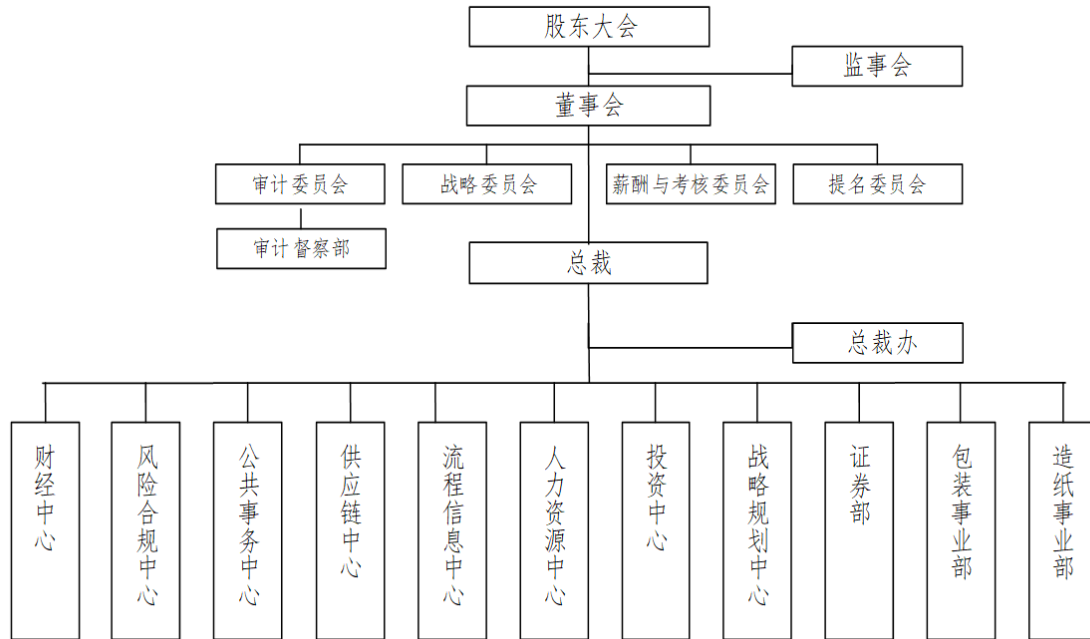
八、综合评价

公司作为国内大型造纸包装生产企业之一，在区域环境、行业地位、采购渠道、经营规模、技术水平等方面仍然具有一定优势。此外，受益于包装纸行业景气度提升，2017 年公司主要产品价格上涨，收入规模和盈利能力较上年均有大幅提升，经营活动现金流状况良好；公司通过并购扩大了在华南区域的市场占有率并进入了高端防油特种纸领域，进一步完善了业务布局和产品结构。同时，联合评级也关注到公司所处造纸行业市场竞争激烈，废纸价格波动不利于公司成本控制，债务负担较重且以短期债务为主，在建拟建项目资金支出压力较大以及商誉规模较大等因素对公司信用水平可能带来不利影响。

未来随着产能逐步释放，公司生产规模将进一步扩大，有利于进一步增强其综合实力，联合评级对公司评级展望为“稳定”

综上，联合评级本次跟踪评级上调公司的主体长期信用等级至“AA+”，评级展望为“稳定”；同时上调“12 山鹰债”和“16 山鹰债”的债项信用等级至“AA+”。

附件 1 山鹰国际控股股份公司 组织结构图



附件 2 山鹰国际控股股份公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	200.49	269.31	311.25
所有者权益（亿元）	84.27	104.45	110.52
短期债务（亿元）	69.54	92.43	118.86
长期债务（亿元）	26.10	37.43	41.22
全部债务（亿元）	95.64	129.86	160.08
营业收入（亿元）	121.35	174.70	54.19
净利润（亿元）	3.59	20.20	6.06
EBITDA（亿元）	17.40	34.33	--
经营性净现金流（亿元）	9.43	27.80	-0.65
应收账款周转次数（次）	7.29	8.53	--
存货周转次数（次）	5.81	6.64	--
总资产周转次数（次）	0.63	0.74	0.21
现金收入比率（%）	86.58	86.95	78.54
总资本收益率（%）	4.64	12.43	--
总资产报酬率（%）	4.63	11.85	--
净资产收益率（%）	4.92	21.41	6.22
营业利润率（%）	15.48	22.04	20.15
费用收入比（%）	13.50	11.07	11.42
资产负债率（%）	57.97	61.21	64.49
全部债务资本化比率（%）	53.16	55.42	59.16
长期债务资本化比率（%）	23.64	26.38	27.16
EBITDA 利息倍数（倍）	3.75	5.89	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.18	0.26	--
流动比率（倍）	0.84	0.74	0.66
速动比率（倍）	0.65	0.56	0.50
现金短期债务比（倍）	0.47	0.35	0.29
经营现金流动负债比率（%）	10.59	22.54	-0.42
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.97	1.92	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；

2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；

3、其他流动负债已调整至短期负债，长期应付款已调整至长期债务；

4、2018 年 1~3 月数据未经审计，相关指标未年化；

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。