

跟踪评级公告

联合[2019]655 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”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：

二零一九年 五月十七日

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 2019 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+	2018 年 4 月 20 日

跟踪评级时间：2019 年 5 月 17 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额（亿元）	269.31	359.06	390.91
所有者权益（亿元）	104.45	135.35	139.57
长期债务（亿元）	38.22	66.89	64.72
全部债务（亿元）	130.65	178.43	205.55
营业收入（亿元）	174.70	243.67	52.16
净利润（亿元）	20.20	34.37	4.50
EBITDA（亿元）	34.33	56.21	--
经营性净现金流（亿元）	27.80	32.48	-3.99
营业利润率（%）	22.04	21.99	18.72
净资产收益率（%）	21.41	28.66	--
资产负债率（%）	61.21	62.30	64.30
全部债务资本化比率（%）	55.57	56.86	59.53
流动比率（倍）	0.74	0.80	0.81
EBITDA 全部债务比（倍）	0.26	0.32	--
EBITDA 利息倍数（倍）	5.89	6.65	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	4.35	7.12	--

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、2019 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

跟踪期内，山鹰国际控股股份公司（以下简称“公司”）通过外延并购，其资产总额和收入规模均有大幅提升，扩大了在华南区域的市场占有率并拓展了海外市场，进一步完善了业务布局；此外，受益于造纸行业景气度回升，公司主要产品价格均有所上涨，盈利能力大幅提升，经营活动现金流状况良好。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，债务负担较重且短期偿债压力较大，在建及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。

综上，联合评级本次跟踪评级维持公司的主体长期信用等级“AA+”，评级展望为“稳定”；维持“12 山鹰债”的债项信用等级“AA+”。

优势

1. 跟踪期内，公司通过并购进一步拓展了华南区域和海外市场，扩大公司市场覆盖范围，进一步完善公司业务布局。

2. 公司通过收购加强在欧洲的废纸回收能力，公司国外废纸进口受影响程度较小，原料供应较有保障。

3. 受益于造纸行业景气度回升，公司主要产品价格均有所提高，公司盈利能力大幅提升，经营活动现金流状况良好。

关注

1. 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. 公司整体债务负担较重，且短期债务占比很高，短期偿付压力较大。

3. 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；公司融资租赁业务规模持续扩大，有一定的逾期风险。

4. 公司在建和拟建工程投资规模较大，面临较大资金支出压力。

分析师

蒲雅修

电话：010-85172818

邮箱：puyx@unitedratings.com.cn

刘冰华

电话：010-85172818

邮箱：liubh@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。

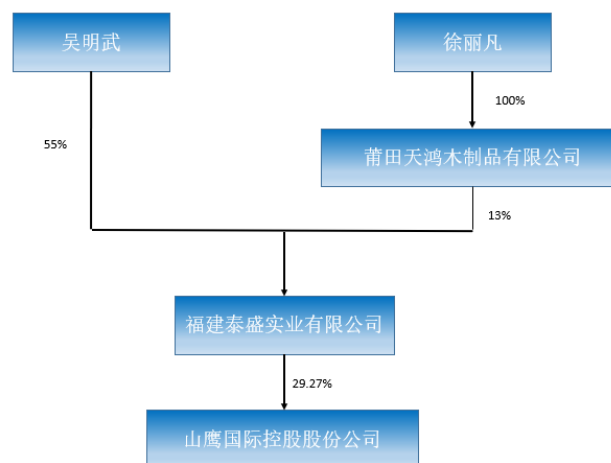
分析师：


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，成立时注册资本为 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 2019 年 3 月底，公司股本总额为 4,584,584,837 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 29.27%，截至 2019 年 4 月 12 日，泰盛实业共质押 107,050.00 万股，占其持有公司股份 79.77%，质押比例较高；公司实际控制人为吴明武、徐丽凡夫妇。

图1 截至2019年3月底公司股权结构情况



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围无变化。

截至 2019 年 3 月底，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、产业事业部等 11 个职能部门（见附件 1），合并范围内子公司 90 家；拥有在职员工 11,053 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 359.06 亿元，负债合计 223.71 亿元，所有者权益（含少数股东权益）135.35 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 131.81 亿元。2018 年，公司实现营业收入 243.67 亿元，净利润（含少数股东损益）34.37 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 32.04 亿元；经营活动产生的现金流量净额 32.48 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.17 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 390.91 亿元，负债合计 251.34 亿元，所有者权益（含少数股东权益）139.57 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 136.10 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 52.16 亿元，净利润（含少数股东损益）4.50 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.58 亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.99 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.52 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

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2018年8月22日支付了自2017年8月22日至2018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2018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。

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。

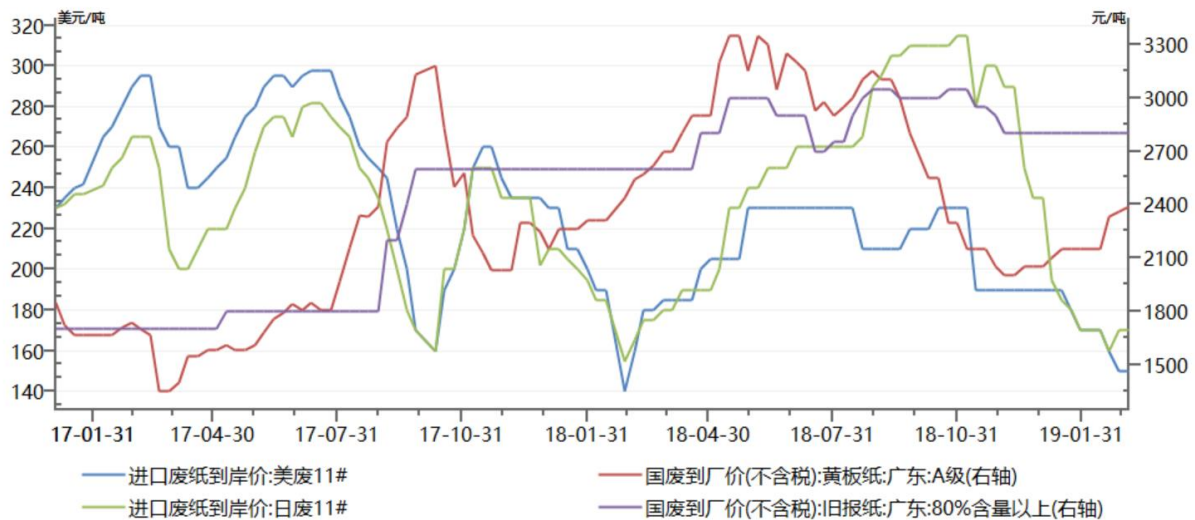
1. 行业概况

2018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6.6%，增速较上年有所放缓，面临经济下行压力。进入2018年以后，由于受到中美贸易摩擦导致原材料价格攀升，环保压力加大以及下游需求疲软导致价格走低等因素的影响，促使行业企业盈利下滑，行业整体景气度有所下降，造纸企业利润有所下滑。2018年，我国造纸及纸制品业汇总企业单位数6,704个，亏损企业数1,045个，主营业务收入13,727.93亿元，同比增长8.3%；其中：纸浆制造业主营业务收入156.43亿元，同比增长26.16%；造纸业主营业务收入8,152.19亿元，同比增长6.9%；纸制品制造业主营业务收入5,419.3亿元，同比增长10.01%；造纸企业利润总额由2017年837.8亿元降至2018年的766.4亿元，同比下降8.5%。从机制纸及纸板的产量来看，2010-2017年，中国的纸制品产量总体呈缓慢增长趋缓，行业供给基本维持稳定，2018年1~10月，机制纸及纸板的产量出现大幅下降，产量仅为0.97亿吨，同比下降了8.44%，2018年1-9月，机制纸销量为0.87亿吨，同比下降了7.56%。

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。2018年，我国纸浆进口量为2,478.90万吨，同比增长4.50%；进口金额为197.16亿美元，同比增长28.50%。2018年，我国废纸进口量为1,703.00万吨，同比下降33.80%；进口金额达42.93亿美元，同比下降26.90%。受“禁废令”和排污许可证等政策实施影响，2018年，废纸进口总体呈现数量下降的趋势。

从国际废纸的价格走势看，2018年1~8月，受政策趋严影响，外废和国废价格呈整体上涨趋势；2018年下半年，受贸易战冲击，下游需求随之减弱，外废和国废价格均有较大幅度下降。

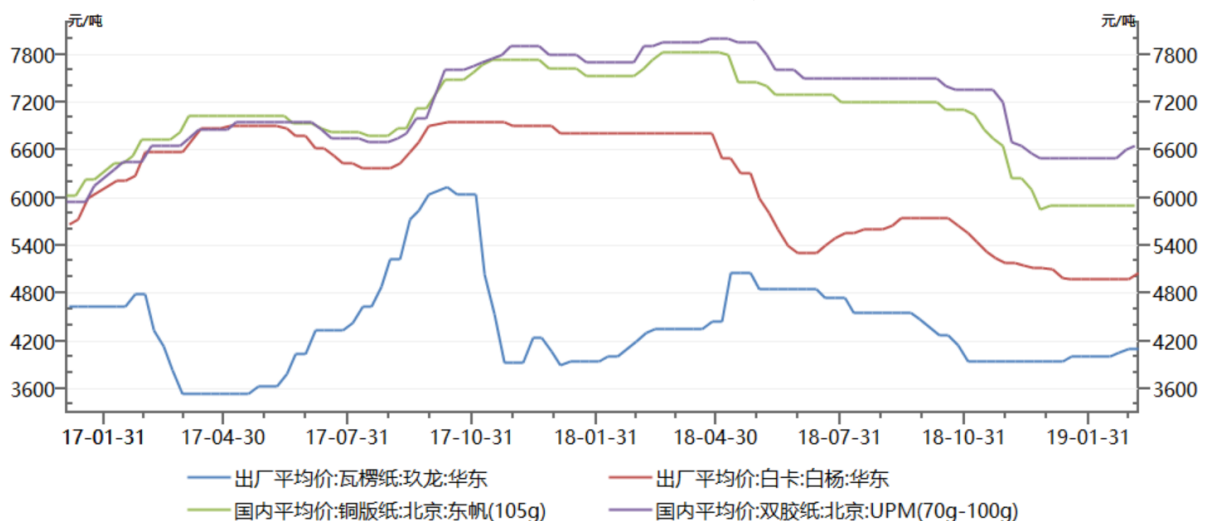
图2 2017~2019年2月废纸价格走势(单位:美元/吨、元/吨)



资料来源: Wind

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年成品纸提价以来,2018年成品纸价格有所震荡,其中2018年5月后,受下游订单萎缩等因素影响进入下滑通道,再加之终端零售不振,导致了行业需求承压,瓦楞纸价格逐渐走低,直至11月末,瓦楞原纸价格达到全年最低点。文化纸方面,受下游需求疲软影响,2018年全年文化纸价格呈下行趋势。

图3 2017~2019年2月成品纸价格走势(单位:元/吨)



资料来源: Wind

从行业政策来看,2018年6月,国务院发布《中共中央国务院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》,其中重点提出全面禁止洋垃圾入境,力争2020年年底基本实现固体废物零进口。2018年8月,商务部对美废加征25%关税,美废价格推升或推升所有外废价格,国废与外废价差将缩小,拥有外废配额的企业成本优势缩小,成本端压力加大或进一步推升产品价格。

从行业竞争来看,受更严厉的环保政策的实施的影响,中小企业落后产能不断出清,行业集中度进一步提升。

总体看，2018年，受成本整体上涨、下游需求疲软以及环保压力加强等因素影响，造纸行业盈利能力整体呈减弱趋势；同时随着落后产能的不断出清，行业集中度进一步提升。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

造纸行业作为国民经济的基础原材料工业，在目前国内造纸工业人均消费纸量远低于发达国家水平的背景下，行业仍具有较好的增长空间。但是，目前造纸行业集中度仍然不高，原料依赖强、环保压力大的问题仍然存在，这将促使造纸企业继续进行大规模整合，未来行业内资源优势明显、整合能力强的大型企业有望取得竞争优势，获得较好的发展。

“十三五”期间，造纸行业将以调整为主线，包括原料的调整、资源的调整、区域发展的调整。通过调整，提高发展的质量，用先进产能代替落后产能，提高经济效益，实现行业和谐、持续、绿色发展。坚持自主创新，加快技术进步，加大国际合作，提高品牌知名度；通过调整布局、资源整合，提高行业集中度，实现企业数量减少 30%，主营业务收入争取达到 500 亿元。

总体看，未来，我国造纸行业的发展将以调整为主线，通过调整布局、资源整合，提高行业集中度，形成合理的产业新布局。

四、管理分析

2018年10月，公司聘任熊辉先生为公司副总裁。2019年3月，公司原董事会秘书杨昊悦女士不再担任公司董事会秘书职务，经公司第七届董事会第二十一次会议审议通过，公司董事会聘任吴星宇先生为公司董事会秘书，任期至本届董事会任期届满。

截至2018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

公司主要从事原纸、纸板及纸箱的生产和销售、包装以及国外废纸贸易业务，主要产品是原纸、纸制品和再生纤维等。2018年，由于公司合并范围扩大，公司实现营业收入 243.67 亿元，较上年增长 39.48%；实现营业利润 33.39 亿元，较上年增长 45.73%；实现净利润 34.37 亿元，较上年增长 70.11%，归属于母公司所有者的净利润 32.04 亿元，较上年增长 59.04%。

2018年，公司主营业务收入占营业收入的 98.77%，公司主营业务突出；从主营业务收入构成来看，2018年，公司原纸实现收入 185.94 亿元，较上年增长 47.85%，原纸收入占主营业务收入的 77.26%，仍是公司的最主要收入和利润来源；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 43.69 亿元，较上年增长 19.73%，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，形成再生纤维销售收入，公司再生纤维收入为 10.54 亿元，较上年增长 26.53%，主要系公司拓宽废纸销售渠道所致。

表 1 2017~2018 年公司主营业务收入构成和毛利情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
原纸	125.76	72.98	26.29	185.94	77.26	26.59
纸制品	36.49	21.17	15.21	43.69	18.15	13.22
再生纤维	8.33	4.83	5.20	10.54	4.38	3.19
其他	1.75	1.02	48.10	0.50	0.21	38.90
合计	172.33	100.00	23.14	240.67	100.00	23.16

资料来源：公司提供

从毛利率水平来看，2018 年，公司主营业务综合毛利率为 23.16%，较上年变化不大。具体来看，2018 年，公司原纸毛利率 26.59%，较上年上升 0.30 个百分点，变化不大。2018 年，公司纸制品毛利率 13.22%，较上年下降了 1.99 个百分点；再生纤维毛利率 3.19%，较上年下降 2.01 个百分点，主要系国内和国外废纸价差缩小所致。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 52.16 亿元，较上年同期下降 3.74%，主要系受市场形势和公司销售策略影响，原纸销量和价格同比略有下滑所致；实现营业利润 5.42 亿元，较上年同期下降 24.49%；净利润 4.50 亿元，较上年同期下降 25.65%，主要系原材料成本上升以及原纸销售价格有所下降，毛利率下降所致。

总体看，2018 年，由于公司合并范围扩大，公司营业收入增长明显，盈利水平大幅提高，综合毛利率持续提升，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。

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。2018 年，公司收购了欧洲地区最大的废纸贸易商之一 Waste Paper Trade C.V.，进一步提升了公司在海外原材料废纸的采购渠道及议价能力，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，废纸供应较为稳定。2018 年，公司整体原材料采购模式和结算方式较上年无变化。

从原材料采购量来看，2018 年，国内废纸采购量为 244.58 万吨，较上年增长 95.77%，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 236.52 万吨，较上年下降 6.60%，主要系国外废纸进口额度限制所致；煤炭采购量 195.90 万吨，较上年增长 29.59%，主要系合并福建省联盛纸业有限责任公司（以下简称“联盛纸业”）增加采购量所致。

从原材料采购价格来看，2018 年由于废纸价格大幅震荡和木浆市场价格上涨，公司原材料采购价格整体有所上涨。其中，2018 年国外废纸采购价格较上年下降 4.16%至 1,606.09 元/吨；2018 年受对国外未经分拣的废纸禁止进口等政策影响，国内废纸供给趋紧，国内废纸采购价格较上年上涨 23.86%至 2,597.27 元/吨。

表 2 2017~2018 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	2017 年	2018 年
国外废纸	采购量	253.23	236.52

	采购均价	1,675.81	1,606.09
	采购金额	42.44	37.99
	采购量	153.08	244.58
国内废纸	采购均价	2,096.99	2,597.27
	采购金额	32.10	63.52
	采购量	151.17	195.90
煤炭	采购均价	574.15	607.70
	采购金额	8.68	11.91
	采购量		

资料来源：公司提供

2018 年，公司从前五家供应商采购金额合计 13.41 亿元，占公司年度采购总额的 7.15%，较上年下降 2.24 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，2018 年，受公司合并范围扩大影响，近年来公司采购量整体呈增长趋势，采购价格整体呈上升趋势，不利于公司生产成本控制；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

产能方面，截至 2018 年底，公司在国内外共拥有 9 个造纸基地，分别位于安徽马鞍山、浙江嘉兴海盐、湖北荆州公安（尚在建设中）和福建漳州，瑞典 Saffle、Backhammar、Amotfors、挪威 Greaker 的特种纸生产基地以及美国肯塔基州的集造纸和制浆一体化的“Phoenix Paper Wickliffe LLC”（以下简称“凤凰纸业”）。截至 2018 年底，公司共拥有造纸生产线 21 条，包括国内部分 13 条生产线，北欧纸业 8 条生产线，年造纸设计产能 406 万吨，中高档包装纸箱 12 亿平方米以上，公司纸机近几年均为超设计满产状态。

从产量情况来看，2018 年，由于公司合并范围扩大，公司主要纸产品产量均逐年上升，其中，箱板纸产量 418.23 万吨，较上年增长 24.10%；新闻纸产量 19.13 万吨，较上年增长 18.82%，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，2018 年全年特种纸产量 25.85 万吨；纸制品产量为 12.17 亿立方米，较上年增长 4.11%。

表 3 2017~2018 年公司纸产品产量情况（单位：万吨、亿平方米）

产品	2017 年	2018 年
箱板纸	337.02	418.23
新闻纸	16.10	19.13
特种纸	4.55	25.85
小计	357.67	463.21
纸制品	11.69	12.17

资料来源：公司提供

2018 年，公司仍然采取以销定产的经营模式，通过直销获取订单；由于公司合并范围扩大，公司实现原纸销量 463.21 万吨，较上年增长 29.51%；实现纸制品销量 12.18 亿平方米，较上年增长 4.10%。从产销率来看，2018 年，公司原纸的产销率由 98.87% 上升至 99.44%，纸制品产销率由 100.02% 上升至 100.08%。

表 4 2017~2018 年公司产品产销情况

产品	项目	2017 年	2018 年
原纸	产量（单位：万吨）	357.67	463.21
	销量（单位：万吨）	353.61	460.63
	产销率（单位：%）	98.87	99.44
	平均销售价格（单位：元/吨）	3,863.83	4,337.38
纸制品	产量（单位：亿平方米）	11.69	12.17
	销量（单位：亿平方米）	11.70	12.18
	产销率（单位：%）	100.02	100.08
	平均销售价格（单位：元/平方米）	3.12	3.59

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，2018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增长12.26%至4,337.38元/吨，纸制品销售均价较上年增长15.06%至3.59元/平方米。

2018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21.45亿元，占公司全部销售收入的8.80%，较上年上升2.54个百分点，公司销售集中度有所上升，仍处于较低水平。

总体看，2018年，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

2018年，公司合并范围有所扩大，销售规模和利润规模有所增长，整体经营效率有所提升；其中，公司应收账款周转次数由2017年的8.53次上升至8.96次；存货周转次数由2017年的6.64次上升至7.75次；公司总资产周转次数从0.74次上升至0.78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 5 2018 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
000488.SZ	晨鸣纸业	8.17	3.10	0.27
600963.SH	岳阳林纸	8.35	0.98	0.46
200986.SZ	粤华包	4.87	4.17	0.66
2314.HK	理文造纸	12.90	5.02	0.76
2689.HK	玖龙纸业	5.41	3.77	0.39
--	上述中位值	8.26	3.97	0.56
600567.SH	山鹰纸业	9.46	7.81	0.78

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，2018年，公司经营效率有所上升。

5. 在建工程

截至 2019 年 3 月底，公司主要在建工程为“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”、“凤凰纸业厂房设备改造工程”、“山鹰国际控股股份公司资源综合利用发电项目”和“爱拓环保能源（浙江）有限公司造纸废弃物资源综合利用项目”计划总投资 94.19 亿元，已累计完成投资 28.27 亿元。具体来看，“华中山鹰 220 万吨高档包装纸项目一期”2019 年计划投资 15.47 亿元，2020 年计划投资 4.51 亿元，其中 25.08 亿元为贷款，计划于 2020 年底完工投产；“海盐造纸生产线三期工程”计划总投资 27.70 亿元，其中计划 19.39 亿元为贷款，截至 2019 年 3 月底，公司已投资 1.69 亿元，由于重要设施还在批复中，2019 年尚无投资计划，2020 年计划 8.31 亿元；“凤凰纸业厂房设备改造工程”计划投资 2.83 亿元，全部为自筹资金，截至 2019 年 3 月底，已投入 1.13 亿元，2019 年计划投资 1.70 亿元，计划于 2019 年下半年恢复生产；“山鹰国际控股股份公司资源综合利用发电项目”计划投资 7.76 亿元，截至 2019 年 3 月底，已投资 0.06 亿元，2019 年计划投资 2.97 亿元；“爱拓环保能源（浙江）有限公司造纸废弃物资源综合利用项目”计划总投资 10.82 亿元，截至 2019 年 3 月底，已投资 0.29 亿元，2019 年计划投资 2.26 亿元。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 6 截至 2019 年 3 月底公司主要在建工程情况（单位：亿元、%）

项目名称	投资计划	截至 2019 年 3 月底 已完成投资	资金投入计划				资金筹措方案	
			2019 年 4~12 月	2020 年	2021 年	2022 年	贷款	自筹
华中山鹰 220 万吨高档包装纸项目一期	45.08	25.10	15.47	4.51	--	--	25.08	20.00
海盐造纸生产线三期工程	27.70	1.69	--	8.31	14.93	2.77	19.39	8.31
凤凰纸业厂房设备改造工程	2.83	1.13	1.70	--	--	---	--	2.83
山鹰国际控股股份公司资源综合利用发电项目	7.76	0.06	2.97	3.95	0.78	--	--	7.76
爱拓环保能源（浙江）有限公司造纸废弃物资源综合利用项目	10.82	0.29	2.26	4.05	2.81	1.41		10.82
合 计	94.19	28.27	22.34	20.82	18.52	4.18	44.47	49.72

资料来源：公司提供

注：“海盐造纸生产线三期工程”项目尚在推进中，表中计划与筹措方案为估计数。

总体看，公司在建项目主要为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；同时在建项目尚需投资规模较大，公司面临较大的资金支出压力。

6. 融资租赁与商业保理业务

2016 年起，公司在上海自贸区设立山鹰租赁（以下简称“山鹰租赁”，公司直接并间接持有其全部股份）开展融资租赁、租赁、商业保理等业务。截至 2018 年底，山鹰租赁注册资本 5.00 亿元，资产总额 24.41 亿元，净资产 5.96 亿元，资产负债率为 75.59%；2018 年，山鹰租赁实现营业收入 2.06 亿元，净利润 0.65 亿元。山鹰租赁根据有关政策和规定，按照风险程度将山鹰租赁应收保理款及长期应收款损失准备将划分为正常类、关注类、次级类、可疑类和损失类五级。截至 2019 年 3 月底，山鹰租赁整体资金投放规模 26.97 亿元，其中融资租赁业务放款规模 15.39 亿元（主要计入“一年内到期的非流动资产”和“长期应收款”中），商业保理业务规模 11.58 亿元。

在租赁业务行业投向方面，山鹰租赁第一大投向为环保行业，占比 21.99%；第二大投向为造纸行业，占比 10.72%；第三大投向为公共事业行业，占比 4.43%。运营模式方面，山鹰租赁业务模式

为售后回租，主要为承租人将其所拥有的物品出售给山鹰租赁，再从山鹰租赁重新租回，资金来源主要为关联公司借款。截至 2019 年 3 月底，山鹰租赁应收租赁款正常类占比 96.90%，关注类占比 2.3%，逾期占比 0.8%。

在商业保理业务资金投向方面，山鹰租赁资金投向主要为供应链企业，占比 76.24%。商业保理业务运营模式方面，公司供应商将已经或即将形成的应收账款转让给山鹰租赁。截至 2019 年 3 月底，山鹰租赁保理业务正常类占比 100.00%，无关注类和逾期类业务。

总体看，2016 年以来，公司设立山鹰租赁，增加融资租赁和商业保理业务，投向主要为上下游行业以及公司主要业务相关产业，对运营资金有一定的占用，联合评级将持续关注公司融资租赁和商业保理业务的运营情况。

7. 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，公司完成出资 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。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。截至 2019 年 3 月底，公司已全额支付购买对价。

截至 2018 年底，北欧纸业所有者权益 6.79 亿元；2018 年，北欧纸业实现营业收入 23.05 亿元，实现净利润 2.35 亿元。

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。截至 2018 年 1 月底，联盛纸业已完成相关工商变更登记手续，并取得了新的营业执照，联盛纸业已成为公司全资子公司，2018 年已纳入公司合并报表范围，联盛纸业现有 4 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 万吨预计将增至近 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，截至 2019 年 3 月底，公司已全额支付购买对价。

截至 2018 年底，联盛纸业所有者权益 15.91 亿元；2018 年联盛纸业实现营业收入 32.40 亿元，实现净利润 2.79 亿元。

（3）收购凤凰纸业全部股权

2018年7月，山鹰国际控股股份公司全资子公司浙江山鹰间接控股子公司 Global Win 与 Verso Paper Holding LLC（以下简称“Verso 公司”）于2018年8月签署了《股权购买协议》。Global Win 出资1,600万美元购买 Verso 公司（现已更名为“Phoenix Paper Wickliffe LLC”（即凤凰纸业）全部股权。相关股权已于2018年9月6日完成交割，自交割完成日起 Global Win 持有凤凰纸业全部股权。截至2018年9月6日凤凰纸业净资产评估值为13,446.36万美元，约合92,923.76万元人民币，评估增值81,866.64万元人民币（卖方股东2016年启动破产程序后，对闲置状态的标的资产一次性计提重组损失1.27亿美元）。由于收购对价低于其可辨认净资产的公允价值，增加2018年度归属于上市公司股东的净利润3.49亿元。

凤凰纸业位于美国肯塔基州，密西西比河畔，占地约15,000亩，紧挨高速公路，有铁路专用线，还拥有专用河运码头，交通运输便利，周边有丰富的木材资源。标的资产现有一条完整的化学制浆和文化纸一体化生产线及配套设施，纸浆年产能36万吨，文化纸年产能30万吨。因北美当地文化纸市场需求持续下滑，为平衡产品供给及客户需求，标的资产于2015年11月停产并一直处于闲置状态。收购完成后，公司计划于2019年投入4,200万美元对现有部分设备进行修复，使得设备达到重新运转状态。修复后，凤凰纸业预计将于2019年底具备年产36万吨的高端牛卡纸/木浆生产能力，设备使用年限预计可达20年以上。本次收购有利于公司在北美落地生产基地，打开北美包装纸市场。总体看，公司通过收购北欧纸业、联盛纸业以及凤凰纸业，完善公司现有产品结构并且拓展华南地区和海外市场，有利于提高公司市场占有率和综合实力。

总体看，公司通过收购北欧纸业、联盛纸业以及凤凰纸业，完善公司现有产品结构并且拓展华南地区和海外市场，有利于提高公司市场占有率和综合实力。

8. 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，但受进口废纸配额限制，同时收购周期长、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，未来资金支出压力较大

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）环境及安全生产风险

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，将面临停产等环保处罚措施。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。

（4）融资租赁和商业保理业务面临逾期风险

公司自2016年起开展融资租赁和商业保理业务，近年来，公司融资租赁和商业保理业务规模逐年快速扩大，同时对公司风险控制提出了较高要求，存在一定的逾期风险。

（5）商誉减值风险

近年来，公司持续进行外延并购，形成较大商誉，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。

9. 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，即工业用纸、包装和再生纤维回收：

（1）工业用纸产业：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；借助卓越运营，降本增效；提升产品品质和服务品质，依托品牌管理构建长期稳定的客户关系，做大做强，成为全国领先工业用纸品牌，逐步实现全球一流企业的目标。

（2）包装产业：包装产业需要增强市场洞察和专业化工厂管理，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。

（3）再生纤维产业：再生纤维产业致力于成为全球废纸资源集成商，为全球客户提供高品质、全品类的废纸资源。通过各产业生态构建及商业模式创新，使公司成为一家以客户为中心，提供环保包装整体解决方案的全球化服务商。

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 2018 年度财务报表已经华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。截至 2018 年底，公司纳入合并范围较 2017 年增加子公司 26 家，公司纳入合并范围的子公司共 90 家。考虑到公司持续并购，合并范围有所扩大，公司财务数据可比较性一般。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 359.06 亿元，负债合计 223.71 亿元，所有者权益（含少数股东权益）135.35 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 131.81 亿元。2018 年，公司实现营业收入 243.67 亿元，净利润（含少数股东损益）34.37 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 32.04 亿元；经营活动产生的现金流量净额 32.48 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.17 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 390.91 亿元，负债合计 251.34 亿元，所有者权益（含少数股东权益）139.57 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 136.10 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 52.16 亿元，净利润（含少数股东损益）4.50 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.58 亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.99 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.52 亿元。

2. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产规模 359.06 亿元，较年初增长 33.33%，其中流动资产占比 33.51%，较年初下降 0.56 个百分点，非流动资产占比 66.49%，仍以非流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产合计 120.34 亿元，较年初增长 31.15%；公司流动资产主要由货币资金（占 29.27%）、应收账款（占 24.47%）、存货（占 20.57%）和其他流动资产（占 11.53%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金 35.22 亿元，较年初增长 51.86%，截至 2018 年底，公司货币资金 35.22 亿元，较年初增长 51.86%，主要系公司发行可转换公司债券（债券简称：“山鹰转债”）募集资金到账以及合并范围扩大所致；公司货币资金以银行存款（占 51.73%）和其他货币资金（占

48.26%)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17.00亿元(占48.26%),为各类保证金,受限比例较高。

截至2018年底,公司应收账款账面价值29.45亿元,较年初增长33.39%,主要系公司销售收入增长,以及公司合并范围扩大所致;公司应收账款98.33%的账面余额按账龄分析法对应收账款计提坏账准备,其中国内应收账款金额为25.32亿元,国外应收账款为5.38亿元(计提坏账损失161.62万元),其中国内部分1年以内的占97.65%,账龄较短;公司累计计提坏账准备1.26亿元,计提比例4.10%;应收账款受限金额3.74亿元,占应收账款账面价值的12.70%,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4.05亿元,占应收账款余额的13.18%,应收账款集中度一般。

截至2018年底,公司存货账面价值24.75亿元,较年初增长6.35%,主要系原纸库存量上升所致,公司存货主要由原材料(占67.23%)和库存商品(占31.35%)构成,公司存货共计提跌价准备0.16亿元,计提比例0.65%。

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2018年底,公司其他流动资产13.87亿元,较年初大幅增长99.79%,主要系待抵扣增值税进项和应收保理款项大幅增长所致。

(2) 非流动资产

截至2018年底,公司非流动资产合计238.73亿元,较年初增长34.45%;公司非流动资产主要以固定资产(占53.77%)、在建工程(占14.94%)、无形资产(占5.92%)和商誉(占13.95%)构成。

截至2018年底,公司固定资产账面价值128.36亿元,较年初增长20.13%,主要系合并范围扩大所致,公司固定资产主要由房屋及建筑物(占26.58%)和机器设备(占72.35%)构成,公司固定资产累计计提折旧92.27亿元,固定资产成新率58.18%,成新率一般,公司机器设备中受限资产为33.96亿元,占固定资产账面价值的26.45%,受限比例一般,主要用于银行借款抵押。

截至2018年底,公司在建工程账面价值35.67亿元,较年初大幅增长131.64%,主要系公司华中山鹰建设投入及生产线技改所致,受限资产7.34亿元,占其账面价值20.58%,主要用于抵押取得银行借款。

截至2018年底,公司无形资产14.13亿元,较年初增长19.63%,主要系公司新增土地和收购联盛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82.21%,受限资产3.37亿元,占无形资产账面价值的23.83%,主要用于抵押取得银行借款。

截至2018年底,公司商誉33.29亿元,较年初增加16.83亿元,主要系公司收购联盛纸业100.00%股权,确认商誉14.19亿元以及收购WPT及其子公司100.00%股权,确认商誉2.40亿元所致,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2018年底,公司受限资产合计66.51亿元,占比总资产18.52%,受限比例较低,具体受限情况见下表。

表7 截至2018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	16,996.84	4.73	保证金
固定资产	339,553.30	9.46	用于银行借款抵押
无形资产	33,671.33	0.94	用于银行借款抵押
应收账款	37,383.99	1.04	用于银行借款抵押

投资性房地产	11,078.12	0.31	用于银行借款抵押
在建工程	73,408.76	2.04	用于银行借款抵押
合计	665,063.87	18.52	--

资料来源：公司年报

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 390.91 亿元，较年初增长 8.87%；其中流动资产 146.47 亿元，占比 37.47%，非流动资产 244.44 亿元，占比 62.53%，资产结构仍以非流动资产为主。

总体看，跟踪期内，受益于公司合并范围的扩大，公司资产总额有较大幅度增长，公司资产仍以非流动资产为主，符合公司所处行业特性；公司资产受限规模较低，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

(1) 负债

截至 2018 年底，公司负债合计 223.71 亿元，较年初增长 35.70%，主要系短期借款所致。其中流动负债占 67.56%，非流动负债占 32.44%，仍以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债 151.14 亿元，较年初增长 22.57%，主要系短期借款增加所致；公司流动负债主要由短期借款（占 60.83%）、应付账款（占 16.93%）、应交税费（占 5.30%）和一年内到期的非流动负债（占 8.99%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款 91.94 亿元，较年初大幅增长 82.46%，主要系公司短期融资券到期增加借款所致，其中，质押借款占 12.94%，抵押借款占 27.49%，保证借款占 47.59%；公司应付账款 25.58 亿元，较年初增长 20.59%，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 2.54%；公司应交税费 8.01 亿元，较年初增长 129.93%，主要系增值税增长所致；公司一年内到期的非流动负债 13.58 亿元，较年初增长 143.60%，主要系一年内到期的应付债券（“12 山鹰债”）共计 7.89 亿元将于年内到期兑付所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债 72.57 亿元，较年初增长 74.68%，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 50.23%）和应付债券（占 40.90%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 36.45 亿元，较年初增长 139.64%，主要系公司持续并购以及增加在建工程投入而增加长期借款所致，公司长期借款主要由抵押借款（占 41.79%）、保证借款（占 39.83%）和抵质押及保证借款（占 18.38%）构成；公司应付债券 29.68 亿元，较年初增长 66.41%，主要系公司发行可转换公司债券“山鹰转债”19.73 亿元所致。

截至 2018 年底，公司全部债务 178.43 亿元，较年初增长 36.56%；其中短期债务 111.53 亿元，较年初增长 20.67%，主要系公司短期借款增长所致，占比 62.51%；长期债务 66.89 亿元，较年初增长 75.02%，主要系长期借款增加所致，占比 37.49%，仍以短期债务为主，债务结构有待调整。截至 2018 年底，受公司短期借款增加影响，公司资产负债率 62.30%，较年初上升 1.09 个百分点；公司全部债务资本化比率为 56.86%，较年初上升 1.29 个百分点；长期债务资本化比率为 33.08%，较年初上升 6.29 个百分点。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 251.34 亿元，较年初增长 12.35%，主要系短期借款和应付账款增加所致，其中流动负债占 72.12%，非流动负债占 27.88%，仍以流动负债为主。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 205.28 亿元，较年初增长 26.27%，其中短期债务占 68.60%，长期债务占 31.40%；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 64.30%、59.53%和 31.59%，债务负担有所加重。

总体看，跟踪期内，受公司短期借款增加影响，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 2018 年底，公司所有者权益合计 135.35 亿元，较年初增长 29.58%，其中归属于母公司所有者权益为 131.81 亿元，较年初增长 27.14%，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 24.84%）、资本公积（占 33.15%）和未分配利润（占 38.05%）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 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 139.57 亿元，较年初增长 3.11%，权益结构变化不大。

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

由于联盛纸业并表以及公司主要纸产品价格均上涨影响，公司盈利能力大幅提升。2018 年，公司实现营业收入 243.67 亿元，较上年增长 39.48%；实现营业利润 33.39 亿元，较上年增长 45.73%；实现净利润 34.37 亿元，较上年增长 70.11%，归属于母公司所有者的净利润 32.04 亿元，较上年增长 59.04%。

从期间费用看，2018 年，公司费用总额 31.52 亿元，较上年增长 62.99%，主要系公司销售规模扩大所致，其中销售费用占 30.62%、管理费用占 27.19%、研发费用占 18.77%、财务费用占 23.42%，费用分布较为平均。其中，2018 年，销售费用 9.65 亿元，较上年增长 17.24%，主要系公司合并范围扩大以及销售规模增长使得运输成本增加所致；管理费用 8.57 亿元，较上年增长 37.75%，主要系公司合并范围扩大致使管理人员薪酬、办公经费等增加所致；2018 年度，公司研发费用按研发项目和费用明细单独核算并计入“管理费用”，根据财会【2018】15 号的规定，编制财务报表时分类至“研发费用”项目，公司研发费用 5.91 亿元，主要为直接材料投入费用；财务费用 7.38 亿元，较上年增长 19.91%，主要系公司发行超短期融资券以及增加借款带来利息支出增加所致。2018 年，公司费用收入比 10.51%，较上年下降 0.56 个百分点，公司费用控制能力有所提高。

2018 年，公司营业外收入 5.99 亿元，较上年大幅增加 5.86 亿元，主要系公司收购凤凰纸业的合并成本小于取得的可辨认净资产公允价值份额的金额，形成“负商誉”计入营业外收入所致，占利润总额的 15.30%，对利润总额的贡献程度较高。2018 年，公司新增其他收益 10.44 亿元，主要为收到税收返还 8.24 亿元、收到政府补助及奖励 1.36 亿元，占营业利润比重为 31.27%，公司营业利润对其他收益依赖性较大。

从盈利指标来看，2018 年，公司营业利润率为 21.99%，较上年下降 0.04 个百分点；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上年年均均有不同程度的提升，分别从 2017 年的 12.43%、11.85%和 21.41%提升至 2018 年的 15.63%、15.16%和 28.66%，分别上升了 3.20 个百分点、3.30 个百分点和 7.25 个百分点，公司盈利能力有较大幅度提升，处于行业内较高水平。

表 8 2018 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
000488.SZ	晨鸣纸业	31.27	9.50	5.56
600963.SH	岳阳林纸	20.79	4.57	3.83

200986.SZ	粤华包	8.87	-0.14	0.55
2314.HK	理文造纸	23.31	21.66	14.98
2689.HK	玖龙纸业	15.54	12.49	4.16
--	上述中位值	21.92	11.00	4.86
600567.SH	山鹰纸业	23.05	27.21	14.38

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。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 52.16 亿元，较上年同期下降 3.74%，主要系受市场形势和公司销售策略影响，原纸销量和收入同比略有下滑所致；实现营业利润 5.42 亿元，较上年同期下降 24.49%；净利润 4.50 亿元，较上年同期下降 25.65%，主要系原材料成本上升以及原纸销售价格有所下降，毛利率下降所致。

总体看，跟踪期内，受益于公司合并范围扩大，公司收入规模有较大幅度提升，其他收益以及营业外收入对公司利润贡献程度较大，各盈利指标均有所提升，盈利能力较强。

5. 现金流

经营活动方面，2018 年，公司经营活动现金流入 235.03 亿元，较上年增长 38.15%，其中，公司销售商品、提供劳务收到的现金 223.76 亿元，较上年增长 47.31%，主要系公司合并范围扩大，销售增加所致；经营活动现金流出 202.55 亿元，较上年增长 42.31%，其中，公司购买商品、接受劳务支付的现金 154.90 亿元，较上年增长 49.49%，主要系公司合并范围扩大，采购量增加所致；公司保理融资及融资租赁净增加额为 3.38 亿元，较上年大幅增加 3.18 亿元，主要系公司保理融资支出增加所致；公司支付其他与经营活动有关的现金为 12.85 亿元，较上年下降 29.83%，主要系其支付承兑汇票等经营保证金下降所致。受上述因素影响，2018 年，公司经营活动现金流净额为 32.48 亿元，较上年增长 16.84%。2018 年，公司现金收入比为 91.83%，较上年上升 4.88 个百分点，公司收入实现质量有所提高。

投资活动方面，2018 年，公司投资活动现金流入 6.23 亿元，较上年增长 9.42%，主要系收到的融资租赁业务本金及利息增长所致；投资活动现金流出 44.50 亿元，较上年下降 22.81%，主要系投资支付的现金以及支付其他与公司活动有关的现金下降所致，其中，公司投资支付的现金 3.59 亿元，较上年下降 61.16%，主要系并购支出较上年同期下降所致；公司支付其他与投资活动有关的现金 6.88 亿元，较上年下降 63.15%，主要系公司支付的融资租赁业务款项下降所致。受上述因素影响，2018 年，公司投资活动产生的现金净流出 38.27 亿元，较上年下降 26.34%。

筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动现金流入 223.23 亿元，较上年增长 16.30%，主要系公司发行债券所致；筹资活动现金流出 214.56 亿元，较上年增长 29.81%，主要系公司支付其他与筹资活动有关的现金增长所致，其中，公司支付其他与筹资活动有关的现金 75.00 亿元，较上年大幅增长 90.26%，主要系归还短期融资券本金及利息增长所致。受上述因素影响，2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 8.67 亿元，较上年下降 67.48%。

2019 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-3.99 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-6.56 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 20.19 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.52 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流状况良好，仍为净流入，收入实现质量有所提高；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 2018 年底，受公司短期债务增加影响，公司流动比率由年初的 0.74 倍上升至 0.80 倍，速动比率由年初的 0.56 倍上升至 0.63 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 0.35 倍上升至 0.36 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，2018 年公司 EBITDA 为 56.21 亿元，较上年大幅增长 63.73%，主要系利润总额增加所致；公司 EBITDA 由利润总额（占 69.67%）、计入财务费用的利息支出（占 15.05%）、摊销（占 1.02%）和折旧（占 14.26%）构成，以利润总额和折旧为主；EBITDA 利息倍数由上年的 5.89 倍上升至 6.65 倍，EBITDA 全部债务比由上年的 0.26 倍上升至 0.32 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。

公司与多家商业银行建立了良好的合作关系，截至 2018 年底，公司本部及下属子公司获得银行授信总额合计 178.04 亿元，已使用额度 122.89 亿元，公司间接融资渠道较为畅通；公司为上海证券交易所上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2018 年底，公司无对外担保事项。

截至 2018 年底，公司未决诉讼如下：山东世纪阳光纸业集团有限公司（以下简称“世纪阳光公司”）于 2012 年 6 月向潍坊市中级人民法院提起诉讼，认为浙江山鹰侵犯其发明专利权并生产、销售侵权产品，索求赔偿款 100.00 万元。浙江山鹰已于近日收到山东高院（2019）鲁民终 11 号《民事裁定书》，裁定如下：“1、撤销山东省潍坊市中级人民法院（2012）潍知初字第 361 号民事判决；2、指令山东省青岛市中级人民法院重审；3、上诉人浙江山鹰预交的二审案件受理费 350,052 元予以退回。”根据重大资产重组时泰盛实业相关承诺，世纪阳光公司专利侵权议案最终生效司法文书认定浙江山鹰需支付赔偿，则由泰盛实业承担浙江山鹰的全部实际损失，并在该等金额确定之日起三十个工作日内将等额人民币补偿给浙江山鹰。

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 2019 年 4 月 16 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，公司短期偿债能力指标表现一般，长期偿债能力指标表现尚可，但考虑到公司在行业地位、经营规模等方面的优势，其整体偿债能力仍属很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 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 40.20 亿元，约为“12 山鹰债”剩余债券本金合计（7.89 亿元）的 5.10 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达 135.35 亿元，约为剩余债券本金合计（7.89 亿元）的 17.15 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“12 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，2018 年，公司 EBITDA 为 56.21 亿元，约为剩余债券本金合计（7.89 亿元）的 7.12 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 2018 年经营活动产生的现金流入 235.03 亿元，约为剩余债券本金合计（7.89 亿元）的 29.79 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”的偿还能力很强。

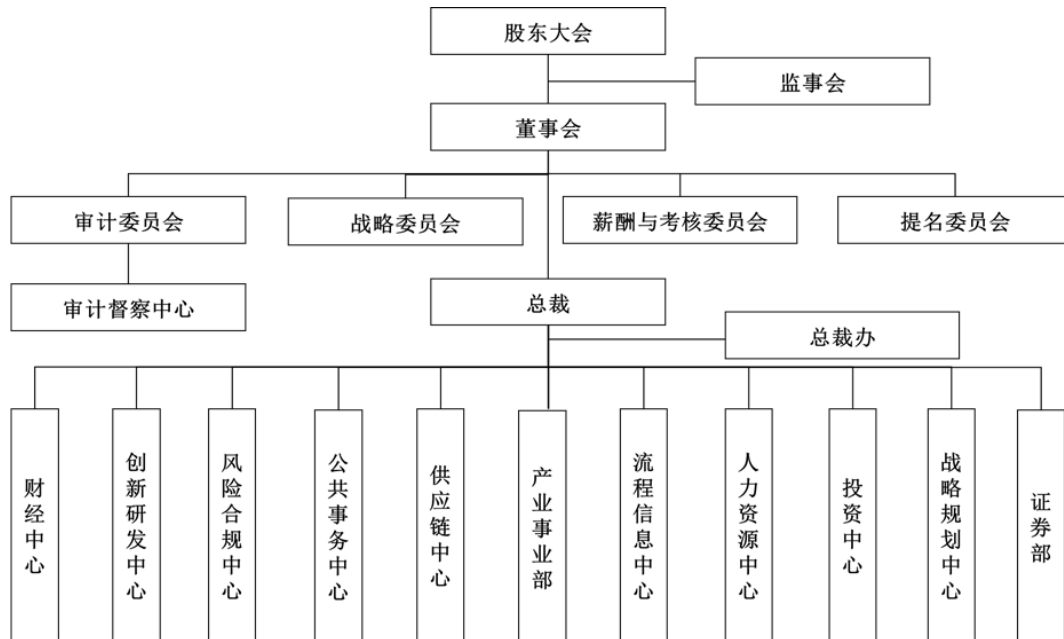
八、综合评价

跟踪期内，公司通过外延并购，其资产总额和收入规模均有大幅提升，扩大了在华南区域的市场占有率并拓展了海外市场，进一步完善了业务布局；此外，受益于造纸行业景气度回升，公司主要产品价格均有所上涨，盈利能力大幅提升，经营活动现金流状况良好。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，债务负担较重且短期偿债压力较大，在建及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。

综上，联合评级本次跟踪评级维持公司的主体长期信用等级“AA+”，评级展望为“稳定”；维持“12 山鹰债”的债项信用等级“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	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	269.31	359.06	390.91
所有者权益（亿元）	104.45	135.35	139.57
短期债务（亿元）	92.43	111.53	140.83
长期债务（亿元）	38.22	66.89	64.45
全部债务（亿元）	130.65	178.43	205.28
营业收入（亿元）	174.70	243.67	52.16
净利润（亿元）	20.20	34.37	4.50
EBITDA（亿元）	34.33	56.21	--
经营性净现金流（亿元）	27.80	32.48	-3.99
应收账款周转次数（次）	8.53	8.96	--
存货周转次数（次）	6.64	7.75	--
总资产周转次数（次）	0.74	0.78	0.18
现金收入比率（%）	86.95	91.83	89.85
总资本收益率（%）	12.41	15.60	--
总资产报酬率（%）	11.85	15.16	--
净资产收益率（%）	21.41	28.66	4.02
营业利润率（%）	22.04	21.99	18.72
费用收入比（%）	11.07	10.51	10.53
资产负债率（%）	61.21	62.30	64.30
全部债务资本化比率（%）	55.57	56.86	59.53
长期债务资本化比率（%）	26.79	33.08	31.59
EBITDA 利息倍数（倍）	5.89	6.65	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.26	0.32	--
流动比率（倍）	0.74	0.80	0.81
速动比率（倍）	0.56	0.63	0.66
现金短期债务比（倍）	0.35	0.36	0.40
经营现金流动负债比率（%）	22.54	21.49	-2.20
EBITDA/待偿本金合计（倍）	4.35	7.12	--

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、2019 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。