

跟踪评级公告

联合〔2020〕1424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可转换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“山鹰转债”和“鹰 19 转债”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：

二〇二〇年六月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号 PICC 大厦 10 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

可转换公司债券 2020 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
山鹰转债	22.99 亿元	6 年	AA+	AA+	2019 年 5 月 17 日
鹰 19 转债	18.60 亿元	6 年	AA+	AA+	2019 年 5 月 13 日

转股期限: “山鹰转债”自 2019 年 5 月 27 日至 2024 年 11 月 20 日; “鹰 19 转债”自 2020 年 6 月 19 日至 2025 年 12 月 12 日
初始转股价: “山鹰转债” 3.34 元/股; “鹰 19 转债” 3.30 元/股

跟踪评级时间: 2020 年 6 月 19 日

主要财务数据:

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	269.31	359.06	425.45	431.35
所有者权益 (亿元)	104.45	135.35	148.94	147.14
长期债务 (亿元)	37.43	66.89	86.35	92.65
全部债务 (亿元)	129.86	178.54	218.52	231.33
营业收入 (亿元)	174.70	243.67	232.41	38.36
净利润 (亿元)	20.20	34.37	13.52	2.29
EBITDA (亿元)	34.33	56.21	31.99	--
经营性净现金流 (亿元)	27.80	32.48	13.35	-0.61
营业利润率 (%)	22.04	21.99	18.23	22.13
净资产收益率 (%)	21.41	28.66	9.51	1.55
资产负债率 (%)	61.21	62.30	64.99	65.89
全部债务资本化比率 (%)	55.42	56.88	59.47	61.12
流动比率 (倍)	0.74	0.80	0.78	0.78
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.26	0.31	0.15	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	5.89	6.53	3.95	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.83	1.35	0.77	--

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. 2020 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”) 新建产能逐步释放, 进一步完善了业务布局, 并开拓了海外再生浆产能, 拓展了下游新品类客户, 公司主要产品产销量均保持增长, 产销率水平仍较高, 经营性现金流保持净流入状态。此外, 公司拟剥离融资租赁类金融业务, 资产质量有所提升, 有利于聚焦主业。同时, 联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 也关注到受中美贸易摩擦及行业供需波动影响, 公司盈利能力较上年有所下降; 债务负担较上年有所增长且短期偿债规模较大, 负债结构有待改善, 在建项目数量较多, 面临较大的资金需求以及整体资产质量有待提高等因素对公司信用水平可能带来不利影响。

公司发行的可转换公司债券“山鹰转债”与“鹰 19 转债”条款的设置皆有利于债券持有人转股。目前“山鹰转债”已进入转股期, “鹰 19 转债”尚未进入转股期。

未来随着在建工程完工投产, 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“山鹰转债”和“鹰 19 转债”的债项信用等级 AA+。

优势

1. 公司海外原材料渠道得到拓展。跟踪期内, 公司拓展美国与东南亚等海外再生浆产能, 以应对废纸进口政策趋严对公司原材料供应的影响, 有利于公司原材料稳定供应及生产成本控制。

2. 公司新建产能陆续投产, 增加新品类客户, 产销量有所增长。跟踪期内, 公司

推进华中基地建设，新增产能逐渐投产，进一步完善了产能布局。公司拓展消费类电子客户，2019年，公司主要产品产销量均保持增长，且产销率水平较高。

关注

1. **受废纸进口限制政策趋严影响，行业内废纸进口额大幅减少。**2019年，受我国废纸进口限制政策趋严影响，造纸行业废纸进口配额大幅缩减，进口量较上年下降35.82%。同时，国内废纸采购易受市场价格波动影响，不利于造纸行业生产成本控制。

2. **公司盈利能力较上年有所下降。**2019年，受中美贸易摩擦及行业供需波动影响，公司原纸及纸制品销售均价分别下降12.72%和3.90%，使得公司毛利率较上年下降3.99个百分点至19.06%，净资产收益率较上年下降19.15个百分点至9.51%，公司盈利能力较上年有所下降。

3. **公司整体资产质量有待提高。**截至2019年底，公司资产受限比例高达25.78%。商誉规模为34.38亿元，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。

4. **公司债务负担较上年有所增长，短期偿债规模较大。**截至2019年底，公司全部债务较上年底增长22.39%，短期债务占比60.48%，短期偿付规模较大；公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为64.99%和59.47%，较上年底分别上升2.69个百分点和2.59个百分点。

5. **公司在建项目数量较多，未来面临较大资金需求。**截至2019年底，公司在建工程总投资额为64.28亿元，尚需投资32.80亿元，未来面临较大资金需求。

分析师

高佳悦 登记编号（R0040219050005）

罗 峤 登记编号（R0040217120001）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
PICC大厦10层（100022）

网址：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他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。

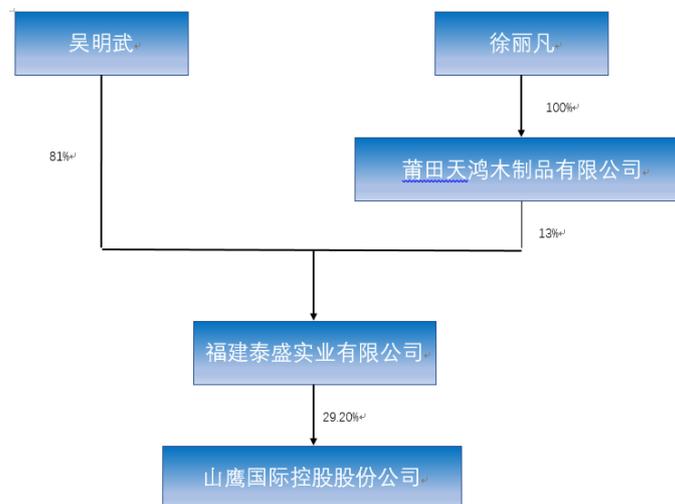
分析师：


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2020年3月底，公司注册资本为45.85亿元，¹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”），持股比例为29.20%。截至2020年6月1日，泰盛实业及其一致行动人共质押11.10亿股，占其持有公司股份的72.64%，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2020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2020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10个职能部门（见附件1）及4个专业委员会，合并范围内子公司108家；拥有在职员工11,593人。

截至2019年底，公司合并资产总额425.45亿元，负债合计276.51亿元，所有者权益（含少数股东权益）148.94亿元，其中归属于母公司所有者权益144.11亿元。2019年，公司实现营业收入232.41亿元，净利润（含少数股东损益）13.52亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润13.62亿元；经营活动产生的现金流量净额13.35亿元，现金及现金等价物净增加额5.96亿元。

截至2020年3月底，公司合并资产总额431.35亿元，负债合计284.21亿元，所有者权益（含少数股东权益）147.14亿元，其中归属于母公司所有者权益142.26亿元。2020年1—3月，公司实现营业收入38.36亿元，净利润（含少数股东损益）2.29亿元，其中归属于母公司所有者的净利润2.30亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.61亿元，现金及现金等价物净增加额-6.43亿元。

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。

¹ 截至2020年3月底，公司总股本为45.96亿股，因公司已发行的可转债持续转股，公司营业执照尚未变更。

二、债券发行和募集资金使用情况

(1) “山鹰转债”

经中国证监会证监许可〔2018〕1622号文核准，公司获准公开发行总额不超过23.00亿元的可转换公司债券，并于2018年11月21日发行总规模为23.00亿元、债券期限为6年的可转换债券；债券简称“山鹰转债”，债券代码为“110047.SH”。“山鹰转债”转股日期自2019年5月27日至2024年11月20日，初始转股价3.34元/股；票面利率按照投资持有年限不同而不同，第一年到第五年的利率具体如下：第一年为0.40%，第二年为0.60%，第三年为1.00%，第四年为1.50%，第五年为2.00%，第六年为3.00%。“山鹰转债”采用每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一年利息。公司已于2019年11月21日支付“山鹰转债”自2018年11月21日至2019年11月20日期间的利息。

截至2020年3月31日，尚未转股的“山鹰转债”金额为22.99亿元，占“山鹰转债”发行总量的99.97%。

2019年，公司累计使用“山鹰转债”募集资金221,548.64万元，其中募集资金项目投资51,548.64万元，暂时补充流动资金170,000.00万元，符合募集说明书约定。募集资金专户累计利息收入扣除银行手续费等的净额80.41万元，募集资金专户2019年12月31日余额合计为5,466.36万元（含尚未支付的发行费用118.85万元）。

(2) “鹰19转债”

经中国证监会证监许可〔2019〕2315号文核准，公司获准公开发行总额不超过18.60亿元的可转换公司债券，并于2019年12月19日发行总规模为18.60亿元、债券期限为6年的可转换债券；债券简称“鹰19转债”，债券代码为“110063.SH”。“鹰19转债”转股日期自2020年6月19日至2025年12月12日，初始转股价3.30元/股；票面利率按照投资持有年限不同而不同，第一年到第五年的利率具体如下：第一年为0.30%，第二年为0.40%，第三年为0.90%，第四年为1.50%，第五年为2.00%，第六年为2.50%。“鹰19转债”采用每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一年利息；截至2019年底，“鹰19转债”尚未到转股期，剩余债券合计18.60亿元，尚未到付息日。

2019年，公司累计使用“鹰19转债”募集资金184,542.98万元，其中募集资金项目投资39,042.98万元，暂时补充流动资金145,500.00万元，符合募集说明书约定。募集资金专户累计利息收入扣除银行手续费等的净额2.33万元，募集资金专户2019年12月31日余额合计为18,776.92万元（含尚未支付的发行费用180.66万元、已置换未转出18,559.08万元）。

三、行业分析

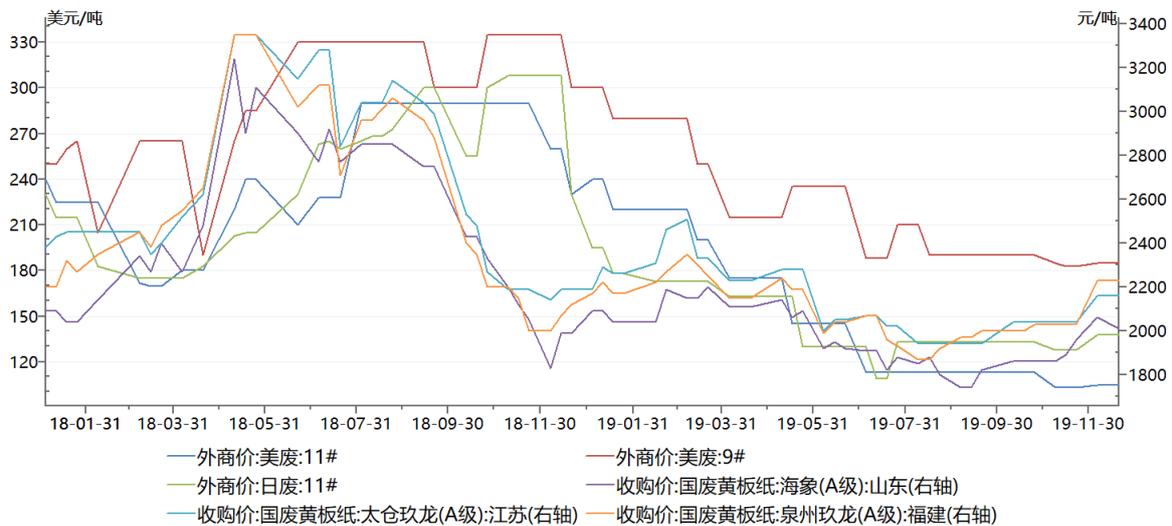
2019年，受贸易摩擦以及废纸进口限制政策等因素影响，造纸行业盈利能力整体减弱；同时，随着落后产能的不断出清，行业集中度进一步提升。未来行业内资源优势明显并且满足环保要求的大型企业具备较强的竞争优势，有望获得较好的发展。

近年来，全球经济复苏缓慢，我国经济增长缓中趋稳，2019年，我国GDP同比增长6.10%，增速较上年有所放缓，面临经济下行压力。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，行业内企业盈利下滑，行业整体景气度有所下降，造纸企业利润有所下滑。2019年，全国造纸及纸制品业营业收入13,370.1亿元，同比下

降3.00%；利润总额681.9亿元，同比下降9.10%。2019年，全国造纸及纸制品业汇总企业单位数6,688个，亏损企业数1,151个，营业收入同比减少3.00%，其中：纸浆制造业营业收入同比下降3.14%；造纸业收入同比下降5.09%，纸制品制造业营业收入同比增长0.02%。

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。2019年，我国纸浆进口量为2,720万吨，同比增长9.72%；废纸进口量为1,093万吨，较上年下降35.82%，主要系受“禁废令”和排污许可证等政策实施影响所致。从废纸价格走势看，2019年，受中美贸易摩擦影响，下游需求低迷，外废和国废价格处于低位。

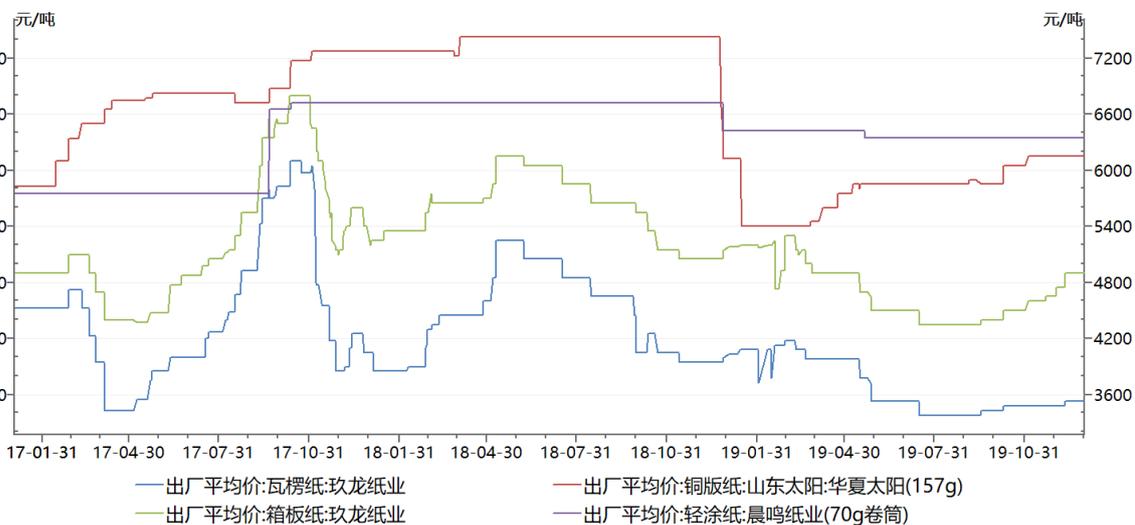
图2 2018—2019年度废纸价格走势（单位：美元/吨、元/吨）



资料来源：Wind

纸品价格方面，2018年5月以来，受贸易摩擦影响，下游需求低迷，再加之终端零售不振，出货缓慢，导致了行业需求承压，瓦楞纸价格始终处于低位。文化纸方面，受下游需求疲软影响，2019年以来，全年文化纸价格呈下行趋势。

图3 近年来成品纸价格走势（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。2019年8月，国家市场监督管理总局发布《纸浆纤维湿重的测定》等4项造纸国家标准，对纸、纸板和纸制品邻苯二甲酸酯的测定、纸浆纤维湿重的测定等均规定了测定标准。2019年12月，国务院关税税则委员会公布《关于2020年进口暂定税率等调整方案的通知》，中国将降低150多项木材和纸制品的进口关税，平均税率水平从5.30%左右降低至3.20%左右。根据《国务院关税税则委员会关于开展对美加征关税商品市场化采购排除工作的公告》，国务院关税税则委员会决定，开展对美加征关税商品市场化采购排除工作，根据相关中国境内企业的申请，对符合条件、按市场化和商业化原则自美采购的进口商品，在一定期限内不再加征我对美301措施反制关税。

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。

行业关注方面，自新冠肺炎疫情在全球范围爆发以来，造纸行业供应链受到一定影响。原材料上，我国木浆主要依赖进口，巴西与加拿大为中国主要木浆进口国，其后续疫情控制情况将对全球木浆供应产生一定影响。出口方面，受疫情影响，包装纸国内外需求暂时处于低迷状态。未来随着疫情得到进一步控制及好转，造纸行业原材料供应和下游需求等将得到恢复。

四、管理分析

跟踪期内，公司管理人员出现一定变动，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。

2020年5月，公司原副总裁熊辉先生因个人原因不再担任公司副总裁职务。公司其他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。

五、经营分析

1. 经营概况

2019年，由于受中美贸易摩擦以及废纸限制进口政策持续收紧影响，公司营业收入及利润水平有不同程度下降；受产品价格下降及生产成本上升影响，公司主营业务毛利率有所下降。2020年一季度，由于受新冠肺炎疫情疫情影响，公司收入及利润水平较上年同期大幅下降。

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。由于受中美贸易摩擦以及废纸限制进口政策持续收紧影响，2019年，公司实现营业收入232.41亿元，较上年下降4.62%；营业成本188.10亿元，较上年增长0.33%；受主要纸产品价格下降以及生产成本上升影响，实现营业利润15.69亿元，较上年下降53.00%；实现净利润13.52亿元，较上年下降60.66%。

从营业收入构成来看，2019年，公司原纸业务实现收入167.02亿元，较上年下降10.14%，主要系原纸产品价格下降所致，收入占公司营业收入的71.87%，仍是公司的最主要收入和利润来源；公司纸制品业务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，公司纸制品业务实现收入43.93亿元，较上年变化不大，占比为18.90%；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，公司再生纤维业务收入为14.25亿元，较上年增长35.20%，主要系公司收购Waste Paper Trade C.V.（以

下简称“WPT”)且拓宽废纸销售渠道所致。公司其他收入主要包括包装产业互联网业务、废料与边角料销售、水电气销售、出租等,业务种类较多,且单项收入金额较小。

表 1 2017—2019 年公司营业收入构成和毛利情况(单位:亿元、%)

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
原纸	125.76	71.99	26.29	185.94	76.31	26.59	167.02	71.87	22.26
纸制品	36.49	20.89	15.21	43.69	17.93	13.22	43.93	18.90	13.12
再生纤维	8.33	4.77	5.20	10.54	4.33	3.19	14.25	6.13	5.06
其他	4.11	2.35	28.23	3.50	1.44	17.75	7.20	3.10	8.87
合计	174.70	100.00	23.14	243.67	100.00	23.05	232.41	100.00	19.06

资料来源:公司提供

从毛利率水平来看,2019 年,公司营业收入毛利率为 19.06%,较上年下降 3.99 个百分点。具体来看,2019 年,公司原纸业务毛利率为 22.26%,较上年下降 4.33 个百分点,主要系原纸销售价格下降所致;公司纸制品业务毛利率为 13.12%,较上变化不大;再生纤维业务毛利率为 5.06%,较上年上升了 1.87 个百分点。

2020 年 1—3 月,由于受新冠肺炎疫情影响,公司产品整体销量有所下降,公司实现营业收入 38.36 亿元,较上年同期下降 26.47%;实现营业利润 3.38 亿元,较上年同期下降 37.59%;公司营业外支出 0.67 亿元,较上年同期大幅增长 13.79 倍,主要系受新冠肺炎疫情影响,公司产生停机损失所致;公司实现净利润 2.29 亿元,较上年同期下降 49.11%。

2. 原材料采购

2019 年,受国外废纸进口额度限制因素影响,公司国外废纸采购量下降、国内废纸采购量上升,废纸采购价格整体呈下降趋势,有利于公司生产成本控制。公司原材料采购集中度仍较低。

公司国内造纸板块的主要原材料为废纸、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。

公司国内造纸板块的原材料废纸主要通过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”)负责运营。环宇国际位于香港,已具备较完善的全球回收纤维采购体系。环宇国际通过位于美国、欧洲、日本、澳洲的子公司以及 2018 年中并入公司的 WPT 共同进行国外回收纤维的贸易工作,2019 年实现贸易量 305.00 万吨,公司整体原材料采购模式和结算方式较上年无变化。

从国内造纸板块的原材料采购量来看,2019 年,国内废纸采购量为 317.70 万吨,较上年增长 29.90%,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 149.34 万吨,较上年下降 36.86%,主要系国外废纸进口额度限制以及增加部分木浆采购所致;煤炭采购量 196.02 万吨,变化不大。

从国内造纸板块的原材料采购价格来看,2019 年,由于废纸市场价格下降,公司主要原材料采购价格均有所下降,有利于公司生产成本控制。其中,国外废纸采购价格较上年下降 3.72%至 1,546.38 元/吨;国内废纸采购价格较上年下降 20.51%至 2,064.62 元/吨。

表 2 2017—2019 年公司主要原材料采购量及采购价格（单位：吨、元/吨、亿元）

原材料	项目	2017 年	2018 年	2019 年
国外废纸	采购量	253.23	236.52	149.34
	采购均价	1,675.81	1,606.09	1,546.38
	采购金额	42.44	37.99	23.09
国内废纸	采购量	153.08	244.58	317.70
	采购均价	2,096.99	2,597.27	2,064.62
	采购金额	32.10	63.52	65.59
煤炭	采购量	151.17	195.90	196.02
	采购均价	574.15	607.70	553.50
	采购金额	8.68	11.91	10.85

资料来源：公司提供

2019 年，公司从前五家供应商采购金额合计 14.46 亿元，占公司年度采购总额的 7.69%，较上年上升 0.54 个百分点，公司原材料采购集中度仍处于较低水平。

3. 生产和销售

2019 年，受益于公司拓展下游新品类客户，公司主要纸产品产销量均有所提高；受贸易摩擦影响，主要纸产品销售均价均有所下降；公司销售集中度仍较低。

产能方面，截至 2019 年底，公司拥有 7 个已投产的造纸基地分别是位于安徽马鞍山、浙江嘉兴海盐、福建漳州的 3 个国内箱板瓦楞纸造纸基地，以及位于瑞典 Saffle、Backhammar、Amotfors 和挪威 Greaker 的 4 个北欧纸业特种纸生产基地；公司在建的 3 个造纸基地分别是位于湖北荆州市公安县的年产 127 万吨箱板瓦楞纸造纸基地、位于广东肇庆的 10 万吨伸性纸及 100 万吨高档包装纸造纸基地，以及位于美国肯塔基州的 30 万短吨文化纸的“Phoenix Paper Wickliffe LLC”（以下简称“凤凰纸业”）。

从产量情况来看，2019 年，由于公司新建产能的陆续投产以及生产工艺管理的优化升级，投入产出比提升，公司主要原纸产量为 473.59 万吨，较上年增长 2.24%；纸制品产量为 12.59 亿立方米，较上年增长 3.45%。

2019 年，公司仍然采取以销定产的经营模式，通过直销获取订单；由于原纸价格有所下降，公司实现原纸销量 475.71 万吨，较上年增长 3.27%；实现纸制品销量 12.75 亿平方米，较上年增长 4.68%。从产销率来看，2019 年，公司原纸的产销率由 99.44% 上升至 100.45%，纸制品产销率由 100.08% 上升至 101.31%。

表 3 2017—2019 年公司产品产销情况

产品	项目	2017 年	2018 年	2019 年
原纸	产量（单位：万吨）	357.67	463.21	473.59
	销量（单位：万吨）	353.61	460.63	475.71
	产销率（单位：%）	98.87	99.44	100.45
	平均销售价格（单位：元/吨）	3,863.83	4,337.38	3,785.50
纸制品	产量（单位：亿平方米）	11.69	12.17	12.59
	销量（单位：亿平方米）	11.70	12.18	12.75
	产销率（单位：%）	100.02	100.08	101.31
	平均销售价格（单位：元/平方米）	3.12	3.59	3.45

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
资料来源：公司提供

从产品销售均价来看，受原材料价格下降等因素影响，2019年，公司原纸平均销售价格较上年下降12.72%至3,785.50元/吨，纸制品平均销售价格较上年下降3.90%至3.45元/平方米。

2019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；公司向前五名客户销售金额合计为15.88亿元，占公司全部销售收入的6.83%，较上年下降1.97个百分点，公司销售集中度有所下降，仍处于较低水平。

4. 经营效率

2019年，公司经营效率有所波动，仍处于行业较高水平。

2019年，公司应收账款周转次数由2018年的8.96次下降至7.43次；存货周转次数由2018年的7.75次上升至8.02次；公司总资产周转次数从0.78次下降至0.59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4 2019年造纸行业上市公司经营效率指标情况（单位：次）

证券代码	股票简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
000488.SZ	晨鸣纸业	10.25	3.77	0.30
600963.SH	岳阳林纸	8.08	0.98	0.47
200986.SZ	粤华包B	4.79	4.20	0.69
2314.HK	理文造纸	6.31	5.21	0.64
2689.HK	玖龙纸业	6.63	3.91	0.36
--	上述中位值	6.63	3.91	0.47
600567.SH	山鹰纸业	7.75	8.09	0.59

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

资料来源：Wind，联合评级整理

5. 在建工程

公司在建项目主要为产能扩建项目，随着在建项目的完工，公司综合实力有望进一步增强；同时在建项目数量较多，部分项目使用募集资金，但公司未来仍面临较大的资金需求。

截至2020年3月底，公司主要在建工程为“年产42万吨低定量瓦楞原纸/T纸生产线项目、年产38万吨高定量瓦纸和年产47万吨低定量T2/T纸生产线项目”“凤凰纸业厂房设备改造工程”“公安县杨家厂镇工业园热电联产项目”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”等项目，计划总投资97.08亿元，已累计完成投资64.28亿元，尚需投资32.80亿元。其中，“年产42万吨低定量瓦楞原纸/T纸生产线项目、年产38万吨高定量瓦纸和年产47万吨低定量T2/T纸生产线项目”为山鹰华中纸业有限公司（以下简称“华中山鹰”）主要产线，同时为公司可转换公司债券募投项目，计划投资45.08亿元，截至2020年3月底，已完成投资38.71亿元，尚需投资6.37亿元。公司在建项目尚需投入资金规模较大，未来面临较大的资金需求。

表5 截至2020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2020年3月底已完成投资	资金投入计划			
			2020年4-12月	2021年	2022年	2023年
年产42万吨低定量瓦楞原纸/T纸生产线项目、年产38万吨高定量瓦纸和年产47万吨低定量T2/T	45.08	38.71	5.12	1.25	--	--

纸生产线项目						
公安县杨家厂镇工业园热电联产项目	18.16	7.60	3.39	6.27	0.91	--
公安县杨家厂镇工业园固废综合利用项目	5.69	2.72	2.22	0.75	--	--
爱拓环保发电项目	10.82	4.21	4.01	1.90	0.70	--
山鹰国际资源综合利用发电项目	7.76	1.61	3.79	1.50	0.76	0.10
凤凰纸业厂房设备改造工程	1.35 亿美元	9.44	--	--	--	--
合计	97.08	64.28	18.53	11.67	2.37	0.10

资料来源：公司提供

6. 重大事项

公司拟置出融资租赁及商业保理业务，有利于公司聚焦主业。

2020年4月，公司为聚焦主业，控制金融类业务风险，公司、环宇国际与控股股东泰盛实业及其关联方泰盛（香港）国际控股有限公司（以下简称“香港泰盛”）签署了《股权转让协议》，拟向控股股东泰盛实业及其关联方香港泰盛出售山鹰（上海）融资租赁有限公司（以下简称“山鹰租赁”）100%股权。经协商，确定山鹰租赁100%股权转让价格为人民币56,000.00万元，较评估值高1,400.00万元。泰盛实业及香港泰盛以现金方式支付上述转让价款。上述交易完成后，公司将不再持有山鹰租赁股权，山鹰租赁将不再纳入公司合并报表范围。

本次交易已经2020年第二次临时股东大会审议通过。根据《山鹰国际控股股份公司关于出售山鹰（上海）融资租赁有限公司100%股权暨关联交易的进展公告》，截至2020年3月31日，山鹰租赁欠公司借款本息合计为人民币198,508.47万元，应付公司和环宇国际的股利款为人民币8,636.82万元。公司实际控制人吴明武先生对上述借款、应付股利款及香港泰盛股权转让款的支付承担连带责任担保。根据交易各方签署的《股权转让协议》和《还款协议》，截至目前，泰盛实业已向公司支付首期股权转让款人民币29,000.00万元。截至2020年4月30日，山鹰租赁已归还公司借款人民币63,000万元。根据协议约定，泰盛实业和香港泰盛应于2020年12月31日（含）前支付剩余股权转让款人民币27,000.00万元。山鹰租赁应于2020年12月31日前将应付股利款人民币8,636.82万元支付完毕，并于2021年4月28日前，归还剩余的借款本金及利息。

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，公司部分废纸收购来自国外，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，未来面临较大的资金需求

公司在建和拟建项目较多，需持续投入资金规模较大，其中使用部分募集资金，但短期内整体难以形成规模收入，公司未来面临较大的资金需求。

（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) 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。

8. 未来发展

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。

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。公司将进一步发挥一体化产业链优势，提升创新服务能力，做大做强核心业务，主要从以下几个方向着力发展：（1）公司将建设产业互联网，构建包装产业链，不断扩大平台合作范围和深度，成为引领行业的产业互联网平台。（2）公司将进一步深入挖掘包装产业链，增强市场研究能力和专业化工厂管理，同时公司增强造纸包装一体化协同，通过降本增效以及提升品牌管理能力，以支持公司包装产业发展。（3）公司将稳步推进优化特种纸产业，通过分拆子公司北欧纸业至境外上市，以及国内广东基地的协同支持，快速提升公司产品质量和竞争力。（4）公司将持续做好绿色资源综合利用产业，通过建立自制再生浆产能和外采再生浆渠道，将有力保障公司的原料供应，从而将公司在外废配额持续缩减的政策背景下保持原材料的稳定供应。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2019 年度财务报表已经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留审计意见。2020 年一季度数据未经审计。公司采用最新会计准则编制报表。截至 2019 年底，公司纳入合并范围子公司较上年增加 14 家，公司纳入合并范围的子公司共 104 家。考虑到公司合并范围有所扩大，公司财务数据可比较性一般。本报告 2018 年数据采用 2018 年期末数/本年数。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 425.45 亿元，负债合计 276.51 亿元，所有者权益（含少数股东权益）148.94 亿元，其中归属于母公司所有者权益 144.11 亿元。2019 年，公司实现营业收入 232.41 亿元，净利润（含少数股东损益）13.52 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 13.62 亿元；经营活动产生的现金流量净额 13.35 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.96 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 431.35 亿元，负债合计 284.21 亿元，所有者权益（含少数股东权益）147.14 亿元，其中归属于母公司所有者权益 142.26 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 38.36 亿元，净利润（含少数股东损益）2.29 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.30 亿元；经营活动产生的现金流量净额 -0.61 亿元，现金及现金等价物净增加额 -6.43 亿元。

2. 资产结构

截至 2019 年底，由于在建工程持续投入，公司资产总额有所增长，仍以非流动资产为主，符合公司所处行业特性；公司资产受限比例较高，整体资产质量有待提高。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 425.45 亿元，较上年底增长 18.49%，主要系非流动资产增加所致。其中，流动资产占 33.64%，非流动资产占 66.36%。公司资产仍以非流动资产为主。

(1) 流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产 143.10 亿元，较上年底增长 18.92%，主要系货币资金及其他流动资产增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占 32.91%）、应收账款（占 21.34%）、存货（占 15.21%）、一年内到期的非流动资产（占 7.34%）及其他流动资产（占 16.61%）构成。

截至 2019 年底，公司货币资金 47.09 亿元，较上年底增长 33.71%，主要系公司发行可转换公司债券（即“鹰 19 转债”）募集资金到账所致；公司货币资金以银行存款（占 51.34%）和其他货币资金（占 48.66%）为主；公司货币资金中使用受限资金 22.91 亿元（占 48.65%），为各类保证金，受限比例较高。

截至 2019 年底，公司应收账款账面价值 30.54 亿元，较上年底增长 3.70%；公司 88.26% 的应收账款账面余额按账龄分析法计提坏账准备，其中 1 年以内的占 96.34%，账龄较短；公司累计计提坏账准备 1.30 亿元，计提比例 4.07%；应收账款受限金额为 3.16 亿元，占应收账款账面价值的 10.33%，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 3.23 亿元，占应收账款余额的 10.15%，应收账款集中度一般。

截至 2019 年底，公司存货账面价值 21.76 亿元，较上年底下降 12.09%，主要系原纸库存量及原材料下降所致，公司存货主要由原材料（占 69.41%）和库存商品（占 29.35%）构成，公司存货共计提跌价准备 0.21 亿元，主要为因主要成品纸销售价格下降，对原材料及库存商品计提的跌价准备，计提比例为 0.97%。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动资产 10.50 亿元，较上年底增长 47.84%，主要系一年内到期的应收融资租赁款增加所致。

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 2019 年底，公司其他流动资产 23.76 亿元，较上年底大幅增长 71.29%，主要系待认证增值税、应收保理款项和银行理财产品增加所致。

(2) 非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产 282.34 亿元，较上年底增长 18.27%，主要系在建工程增长所致；公司非流动资产主要由固定资产（占 47.79%）、在建工程（占 25.04%）、无形资产（占 6.21%）和商誉（占 12.18%）构成。

截至 2019 年底，公司固定资产账面价值 134.94 亿元，较上年底增长 5.13%，公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 31.58%）和机器设备（占 67.25%）构成，公司固定资产累计计提折旧 89.76 亿元，固定资产成新率 60.05%，成新率一般，公司机器设备中受限资产为 61.32 亿元，占固定资产账面价值的 45.44%，受限比例较高，主要用于银行借款抵押。

截至 2019 年底，公司在建工程账面价值 70.69 亿元，较上年底大幅增长 98.21%，主要系公司华中山鹰建设投入及生产线技改所致，在建工程中受限资产为 17.36 亿元，占其账面价值 24.56%，主要用于抵押取得银行借款。

截至 2019 年底，公司无形资产 17.54 亿元，较上年底增长 24.11%，主要系公司新增土地所致，公司无形资产以土地使用权为主，占其账面价值的 78.14%。受限无形资产 1.24 亿元，占无形资产账面价值的 7.07%，主要用于抵押取得银行借款。

截至 2019 年底，公司商誉 34.38 亿元，较上年底增长 3.27%。公司商誉主要由公司收购北欧纸业、华南山鹰（公司收购联盛纸业后更名）以及 WPT 及其子公司形成，截至 2019 年底，公司共计提 0.34 亿元商誉减值，主要系北欧纸业及 WPT 汇率变动导致。公司商誉规模较大，若被收购单位经营业绩未达预期，公司未来仍将面临一定的商誉减值风险。

截至 2019 年底，公司受限资产合计 109.69 亿元，占比总资产比重为 25.78%，受限比例较高，具体受限情况见下表。

表 6 截至 2019 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	229,088.72	5.38	保证金
固定资产	613,242.62	14.41	用于银行借款抵押
无形资产	12,427.16	0.29	用于银行借款抵押
应收账款	31,559.16	0.74	用于银行借款抵押
投资性房地产	13,207.78	0.31	用于银行借款抵押
在建工程	173,644.74	4.08	用于银行借款抵押
其他流动资产	23,749.39	0.56	用于银行借款抵押
合计	1,096,919.57	25.78	--

资料来源：公司年报

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 431.35 亿元，较上年底增长 1.39%，变化不大。其中，流动资产占 33.55%，非流动资产占 66.45%。公司资产仍以非流动资产为主。

3. 负债及所有者权益

(1) 负债

截至 2019 年底，公司负债规模有所增长，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。

截至 2019 年底，公司负债总额 276.51 亿元，较上年底增长 23.60%，主要系流动负债所致。其中，流动负债占 66.54%，非流动负债占 33.46%，仍以流动负债为主。

截至 2019 年底，公司流动负债 183.98 亿元，较年初增长 21.73%，主要系短期借款及应付账款增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占 63.28%）、应付账款（占 20.71%）和一年内到期的非流动负债（占 6.44%）构成。

截至 2019 年底，公司短期借款 116.42 亿元，较上年底增长 26.62%，主要系项目贷需要的抵质押借款增长所致，其中，质押借款占 19.87%，抵押借款占 26.16%，保证借款占 32.21%，保证及抵押借款占 15.54%。

截至 2019 年底，公司应付账款 38.10 亿元，较上年底增长 48.93%，主要系公司应付采购经营款增长所致，其中账龄超过一年的重要应付账款为 0.46 亿元，占比 1.20%。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债为 11.85 亿元，较上年底下降 12.73%，主要系一年内到期的应付债券（“12 山鹰债”已到期兑付）下降所致。

截至 2019 年底，公司非流动负债 92.53 亿元，较上年底增长 27.51%，主要系长期借款及应付债券增加所致，其中非流动负债主要由长期借款（占 52.55%）和应付债券（占 40.58%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款 48.62 亿元，较上年底增长 33.38%，主要系公司优化债务结构，增加长期借款所致，公司长期借款主要由抵押借款（占 28.24%）、保证借款（占 16.53%）和抵押及保证借款（占 51.11%）构成。公司长期借款中，1~2 年的占 8.83%，2~3 年的占 20.56%，3~4 年的占 20.42%，4~5 年的占 17.55%，5 年以上的占 32.62%，公司长期借款分布较为均匀，集中偿付压力不大。

截至 2019 年底，公司应付债券 37.55 亿元，较上年底增长 26.53%，主要系公司发行可转换公司

债券“鹰 19 转债”所致。

截至 2019 年底，公司全部债务 218.52 亿元，较上年底增长 22.39%，其中短期债务 132.17 亿元（占 60.48%），较上年底增长 18.38%，主要系公司短期借款增长所致；长期债务 86.35 亿元（占 39.52%），较上年底增长 29.08%，主要系长期借款及应付债券增加所致，仍以短期债务为主，债务结构有待优化。截至 2019 年底，公司资产负债率为 64.99%，较上年底上升 2.69 个百分点；公司全部债务资本化比率为 59.47%，较上年底上升 2.59 个百分点；长期债务资本化比率为 36.70%，较上年底上升 3.62 个百分点。

截至 2020 年 3 月底，公司负债合计 284.21 亿元，较上年底增长 2.78%，其中流动负债占 65.22%，非流动负债占 34.78%，仍以流动负债为主。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务 231.33 亿元，较上年底增长 5.86%，其中短期债务占 59.95%，长期债务占 40.05%；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 65.89%、61.12%和 38.64%，债务负担有所加重。

（2）所有者权益

截至 2019 年底，公司所有者权益规模有所扩大，未分配利润占比较高，权益结构稳定性有待提高。

截至 2019 年底，公司所有者权益合计 148.94 亿元，较上年底增长 10.03%，其中归属于母公司所有者权益为 144.11 亿元，较上年底增长 9.33%，主要系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 96.76%，以股本（占 22.72%）、资本公积（占 30.33%）和未分配利润（占 43.78%）为主，其中资本公积主要来自于股本溢价，未分配占比较高，公司所有者权益结构稳定性有待提高。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 147.14 亿元，较上年底下降 1.20%，权益结构变化不大。

4. 盈利能力

2019 年，受中美贸易摩擦以及废纸限制进口政策持续收紧影响，公司收入和利润规模有所下降，其他收益对公司利润贡献程度较大，整体盈利能力有所下降。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司收入及利润规模较上年同期大幅下降。

由于受中美贸易摩擦以及废纸限制进口政策持续收紧影响，2019 年，公司实现营业收入 232.41 亿元，较上年下降 4.62%；实现营业成本 188.10 亿元，较上年增长 0.33%；受主要纸产品价格下降以及生产成本上升影响，实现营业利润 15.69 亿元，较上年下降 53.00%；实现净利润 13.52 亿元，较上年下降 60.66%。

从期间费用看，2019 年，公司费用总额 31.33 亿元，较上年下降 0.60%，其中销售费用占 34.36%、管理费用占 34.03%、研发费用占 17.54%、财务费用占 14.07%，以销售费用和管理费用为主。其中，销售费用 10.76 亿元，较上年增长 11.54%，主要系公司运杂费以及职工薪酬增长所致；管理费用 10.66 亿元，较上年增长 24.40%，主要系管理人员薪酬、办公经费等增加所致；研发费用 5.49 亿元，较上年下降 7.10%，主要系直接材料费用下降所致；财务费用 4.41 亿元，较上年下降 40.29%，主要系山鹰租赁利息收入增加以及利息支出、汇兑损失较上年减少所致。2019 年，公司费用收入比为 13.48%，较上年上升了 0.54 个百分点，公司费用控制能力略有下降。

2019 年，公司其他收益 6.25 亿元，较上年下降 40.11%，主要系收到的税费返还减少所致，占当期营业利润的比重为 39.85%，公司营业利润对其他收益存在一定依赖性。2019 年，公司新增信用减值损失 0.76 亿元，主要为保理和长期应收款坏账损失。

从盈利指标来看，2019年，公司营业利润率为18.23%，较上年下降3.76个百分点；受利润下降影响，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率较上年均有不同程度的下降，分别下降9.56个百分点、9.34个百分点和19.15个百分点至6.07%、5.81%和9.51%，公司盈利能力有所下降，但仍处于行业内中上水平。

表7 2019年造纸行业上市公司盈利能力指标情况（单位：%）

证券代码	股票简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
000488.SZ	晨鸣纸业	28.36	6.60	4.71
600963.SH	岳阳林纸	18.91	3.81	3.12
200986.SZ	粤华包B	10.15	1.80	1.68
2314.HK	理文造纸	18.76	13.80	10.07
2689.HK	玖龙纸业	17.05	11.91	4.09
--	上述中位值	18.76	6.60	4.09
600567.SH	山鹰纸业	19.06	9.87	4.97

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。

资料来源：Wind，联合评级整理

2020年1—3月，由于受新冠肺炎疫情影响，整体销量有所下降，公司实现营业收入38.36亿元，较上年同期下降26.47%；实现营业利润3.38亿元，较上年同期下降37.59%；公司营业外支出0.67亿元，较上年同期大幅增长13.79倍，主要系受新冠肺炎疫情影响，公司产生停机损失所致；公司实现净利润2.29亿元，较上年同期下降49.11%。

5. 现金流

2019年，公司经营现金保持净流入状态，但净流入规模有所下降，收入实现质量仍有待提升；公司投资活动现金继续呈净流出状态，筹资活动现金净流入规模大幅增长。

经营活动方面，2019年，公司经营活动现金流入量为221.93亿元，较上年下降5.57%，主要系产品销量下降所致。公司经营活动现金流出量为208.58亿元，较上年增长2.98%，其中公司保理融资及融资租赁净增加额为4.40亿元，较上年增长30.18%，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15.45亿元，较上年增长20.22%，主要系销售费用中的付现支出增长所致。受上述因素影响，2019年，公司经营活动现金流量净额为13.35亿元，较上年下降58.91%。2019年，公司现金收入比为91.63%，较上年下降0.20个百分点，公司收入实现质量有待提升。

投资活动方面，2019年，公司投资活动现金流入量为13.76亿元，较上年增长120.83%，主要系收回购置长期资产的保证金以及收到的融资租赁业务本金及利息增长所致；投资活动现金流出量为41.94亿元，较上年下降5.76%，主要系公司并购支出较上年同期下降所致。受上述因素影响，2019年，公司投资活动产生的现金净流出28.18亿元，净流出规模较上年下降26.36%。

筹资活动方面，2019年，公司筹资活动现金流入量为234.44亿元，较上年增长5.02%，主要系公司发行债券所致；筹资活动现金流出量为212.95亿元，较上年变化不大。受上述因素影响，2019年，公司筹资活动产生的现金流量净额为21.48亿元，较上年增长147.89%。

2020年1—3月，公司经营产生的现金流量净额为-0.61亿元，投资活动产生的现金流量净额为-8.74亿元，筹资活动产生的现金流量净额为2.72亿元，现金及现金等价物净增加额-6.43亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司偿债能力指标表现有所弱化，但考虑到公司在行业地位、经营规模等方面的竞争优势，其整体偿债能力仍属很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年底，受公司短期债务增加影响，公司流动比率由上年底的 0.80 倍下降至 0.78 倍，速动比率由上年底的 0.63 倍上升至 0.66 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 0.36 倍上升至 0.40 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，2019 年，公司 EBITDA 为 31.99 亿元，较上年下降 43.09%，主要系利润总额减少所致；公司 EBITDA 由利润总额（占 48.96%）、计入财务费用的利息支出（占 22.34%）、摊销（占 2.89%）和折旧（占 25.81%）构成，以利润总额和折旧为主；EBITDA 利息倍数由上年的 6.53 倍下降至 3.95 倍，EBITDA 全部债务比由上年的 0.31 倍下降至 0.15 倍，EBITDA 对利息和全部债务的保障能力均有所下降。整体看，公司长期偿债能力一般。

公司与多家商业银行建立了良好的合作关系，截至 2019 年底，公司本部及下属子公司获得银行授信总额合计 194.54 亿元，已使用额度 153.94 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽；公司为上海证券交易所上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2019 年底，公司无对外担保事项。

截至 2020 年 4 月 28 日，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。2019 年 7 月 12 日，山东省青岛市中级人民法院开庭重新审理此案，根据庭审笔录，世纪阳光明确放弃了原诉讼请求中“包括使用专利方法”的方法侵权诉讼请求，同时将赔偿的诉讼请求金额变为 9,900 万元。浙江山鹰已于 2019 年 4 月收到山东高院（2019）鲁民终 11 号《民事裁定书》，该院认为一审法院认定基本事实不清，判决结果不当，撤销山东省潍坊市中级人民法院作出的“（2012）潍知初字第 361 号”民事判决，本案指令山东省青岛市中级人民法院重审。目前该案件尚在审理中，未开庭。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。同时，如该案最终生效司法文书认定浙江山鹰公司需停止专利侵权且不得继续生产涂布白面牛卡。则由泰盛实业承担浙江山鹰进行产品调整所需的全部技术改造费用。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：91340500150523317H），截至 2020 年 5 月 21 日，公司已结清的信贷信息中，有 1 笔不良类中长期借款及 1 笔不良类信用证账户信息，根据中国工商银行股份有限公司马鞍山分行 2009 年 1 月提供的说明，公司信用证不存在逾期现象；根据公司提供的证明，公司于 2010 年的借款由于信贷流程系统原因，已全部结清，不存在逾期情况；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。

7. 公司本部财务概况

公司本部资产主要为对子公司的长期股权投资；债务负担处于合理水平，权益结构稳定性较强。公司本部业务收入规模较大，经营活动现金流为大额净流入状态。

截至 2019 年底，公司本部资产总额 283.02 亿元；其中流动资产 90.77 亿元（占 32.08%），主要为其他应收款（49.99 亿元），公司本部其他应收款主要为与山鹰租赁的往来款；非流动资产 192.23 亿元（占 67.92%），主要为长期股权投资（134.80 亿元）和固定资产（49.01 亿元）。

截至 2019 年底，公司本部负债合计 172.82 亿元，流动负债 130.55 亿元（占 75.54%），非流动负债 42.27 亿元（占 24.46%）；流动负债以短期借款（39.29 亿元）和其他应付款（59.31 亿元）为主；非流动负债主要为应付债券（37.55 亿元）。截至 2019 年底，公司本部债务合计 97.55 亿元，其中短期债务占比为 57.41%，长期债务占比为 42.59%；公司本部资产负债率为 61.06%，全部债务资本化比率为 46.96%，长期债务资本化比率为 27.38%，公司本部债务负担处于合理水平。

截至 2019 年底，公司本部所有者权益合计 110.20 亿元，其中实收资本 45.85 亿元，资本公积 38.82 亿元，未分配利润 19.55 亿元。

2019 年，公司本部实现营业收入 71.78 亿元，投资收益 1.32 亿元，利润总额 7.08 亿元。

2019 年，公司本部经营活动现金流入量和流出量分别为 92.22 亿元和 63.90 亿元，经营活动现金流量净额为 28.33 亿元；公司本部投资活动现金流量净额-15.98 亿元；公司本部筹资活动现金流量净额为-11.63 亿元。

七、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年底，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、应收款项融资）达 52.23 亿元，约为“山鹰转债”和“鹰 19 转债”待偿本金合计（41.49 亿元）的 1.26 倍，公司现金类资产对待偿本金的覆盖程度较高；净资产达 148.94 亿元，约为待偿本金合计（41.59 亿元）的 3.58 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“山鹰转债”和“鹰 19 转债”待偿本金的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 31.99 亿元，约为待偿本金合计（41.59 亿元）的 0.77 倍，公司 EBITDA 对“山鹰转债”和“鹰 19 转债”的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看，公司 2019 年经营活动产生的现金流入 221.93 亿元，约为待偿本金合计（41.59 亿元）的 5.34 倍，公司经营活动现金流入量对待偿本金的覆盖程度较高。

“山鹰转债”已进入转股期，“鹰 19 转债”尚未进入转股期，转股期长达 6 年。上述可转债设置的转股价格调整、转股价格向下修正和赎回条款等条款均有利于促进债券持有人实施转股。未来若本次可转债部分或全部转股，将有利于公司降低资产负债率，增强资本实力，公司偿债能力可能进一步增强。

综上所述，公司对“山鹰转债”和“鹰 19 转债”的偿还能力很强。

八、综合评价

跟踪期内，公司新建产能逐步释放，进一步完善了业务布局，并开拓了海外再生浆产能，拓展了下游新品类客户，公司主要产品产销量均保持增长，产销率水平仍较高，经营性现金流保持净流入状态。此外，公司拟剥离融资租赁类金融业务，资产质量有所提升，有利于聚焦主业。同时，联合评级也关注到受中美贸易摩擦及行业供需波动影响，公司盈利能力较上年有所下降；债务负担较上年有所增长且短期偿债规模较大，负债结构有待改善，在建项目数量较多，面临较大的资金需求以及整体资产质量有待提高等因素对公司信用水平可能带来不利影响。

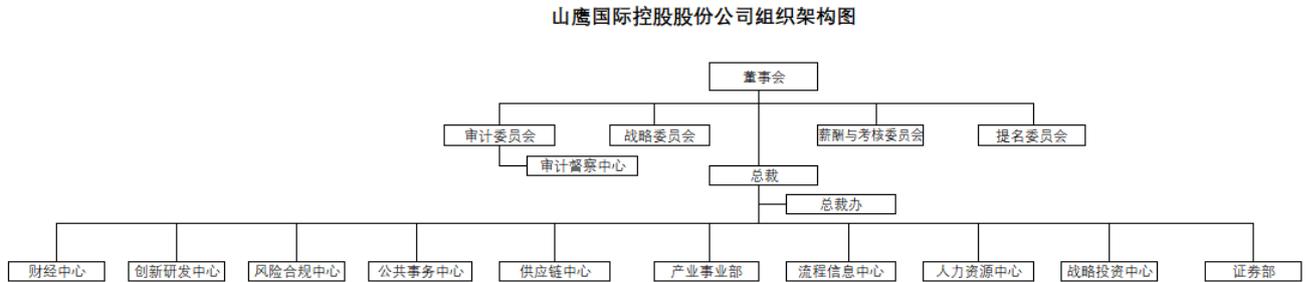
公司发行的可转换公司债券“山鹰转债”与“鹰 19 转债”条款的设置皆有利于债券持有人转股。目前“山鹰转债”已进入转股期，“鹰 19 转债”尚未进入转股期。

未来随着在建工程完工投产，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“山鹰转债”和“鹰 19 转债”的债项信用等级 AA+。

附件 1 截至 2020 年 3 月底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	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	269.31	359.06	425.45	431.35
所有者权益 (亿元)	104.45	135.35	148.94	147.14
短期债务 (亿元)	92.43	111.64	132.17	138.68
长期债务 (亿元)	37.43	66.89	86.35	92.65
全部债务 (亿元)	129.86	178.54	218.52	231.33
营业收入 (亿元)	174.70	243.67	232.41	38.36
净利润 (亿元)	20.20	34.37	13.52	2.29
EBITDA (亿元)	34.33	56.21	31.99	--
经营性净现金流 (亿元)	27.80	32.48	13.35	-0.61
应收账款周转次数 (次)	8.53	8.96	7.43	--
存货周转次数 (次)	6.64	7.75	8.02	--
总资产周转次数 (次)	0.74	0.78	0.59	0.09
现金收入比率 (%)	86.95	91.83	91.63	99.36
总资本收益率 (%)	12.43	15.62	6.07	--
总资产报酬率 (%)	11.85	15.16	5.81	--
净资产收益率 (%)	21.41	28.66	9.51	1.55
营业利润率 (%)	22.04	21.99	18.23	22.13
费用收入比 (%)	11.07	12.93	13.48	16.53
资产负债率 (%)	61.21	62.30	64.99	65.89
全部债务资本化比率 (%)	55.42	56.88	59.47	61.12
长期债务资本化比率 (%)	26.38	33.08	36.70	38.64
EBITDA 利息倍数 (倍)	5.89	6.53	3.95	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.26	0.31	0.15	--
流动比率 (倍)	0.74	0.80	0.78	0.78
速动比率 (倍)	0.56	0.63	0.66	0.62
现金短期债务比 (倍)	0.35	0.36	0.40	0.33
经营现金流动负债比率 (%)	22.54	21.49	7.25	-0.33
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.83	1.35	0.77	--

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. 2020 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

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-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+研发费用) / 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。