

信用评级公告

联合〔2023〕3197号

联合资信评估股份有限公司通过对山鹰国际控股股份公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持山鹰国际控股股份公司主体长期信用等级为 AA+，“山鹰转债”和“鹰 19 转债”信用等级为 AA+，评级展望调整为负面。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二三年六月二十七日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel) : (010) 85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱 (Email) :lianhe@lhratings.com

山鹰国际控股股份公司 公开发行可转换公司债券2023年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
山鹰国际控股股份公司	AA+	负面	AA+	稳定
山鹰转债	AA+	负面	AA+	稳定
鹰19转债	AA+	负面	AA+	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
山鹰转债	23.00 亿元	22.46 亿元	2024/11/21
鹰19转债	18.60 亿元	18.44 亿元	2025/12/23

注：1. 上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；2. 上述债券的债券余额系截至 2023 年 3 月末数据；3. 截至 2023 年 5 月末，上述可转换公司债券转股价格为 2.37 元/股

评级时间：2023 年 6 月 27 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V4.0.202208
一般工商企业主体信用评级模型 (打分表)	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F4	现金流	资产质量	3
			盈利能力	4
			现金流量	3
		资本结构	2	
		偿债能力	4	
指示评级				aa ⁻
个体调整因素：项目投产				+1
其他有利因素				+1
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：				--
评级结果				AA ⁺

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对山鹰国际控股股份公司（以下简称“公司”）的评级，反映了公司作为中国大型机制纸生产商，在区域布局、行业地位、采购渠道、经营规模等方面具备的综合竞争优势。跟踪期内，公司有序推进国内安徽马鞍山、浙江嘉兴、福建漳州、湖北荆州、广东肇庆建五大造纸基地布局，随着广东山鹰 100 万吨造纸项目正式投产，公司国内造纸产能提升至 700 万吨/年，国内产能位居第二。2023 年，随着公司引入战略投资者，子公司资本实力有所增强。同时，联合资信也关注到，跟踪期内，公司生产所需的废纸等主要原材料价格波动较大，利润总额亏损；控股股东及其一致行动人股权质押率偏高；在建项目存在一定资金需求；资产受限规模大；债务负担重，债务结构有待调整等因素对公司信用水平可能带来不利影响。

2022 年，公司经营活动产生的现金流入对“山鹰转债”“鹰 19 转债”债券余额的保障能力尚可；经营活动现金流净额和 EBITDA 对“山鹰转债”“鹰 19 转债”债券余额的保障能力弱。

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，但公司未来若盈利能力持续下降，债务水平继续攀升，流动性压力进一步加大，可能对公司信用水平造成不利影响。

基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“山鹰转债”和“鹰 19 转债”的信用等级为 AA⁺，评级展望调整为负面。

优势

1. 公司在造纸行业整体实力强，在控制原材料成本方面优势显著。公司是中国境内大型包装纸生产商，形成了从“回收-造纸-包装服务”完整产业链布局；公司加大海外废纸回收布局，同时在境外部署废纸浆加工基地，增强了成本竞争优势。

2. 跟踪期内，公司原纸落地产量持续提升，在市场占有率和议价能力等方面具备显著的综合竞争力。公司通过自建及并购不断完善国内区域布局，目前在安徽马鞍山、浙江嘉兴、福建漳州、湖北荆州和广东肇庆建有五大造纸基地，随着广东

分析师：孙长征 王阳

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

山鹰 100 万吨造纸项目正式投产，公司国内造纸产能提升至 700 万吨/年，截至 2022 年末，公司国内原纸落地产能位列第二；公司包装板块企业布局于沿江沿海经济发达地区，年产量位居中国第二。

3. **公司引入战略投资者，子公司资本实力有所增强。**2023 年，公司全资子公司山鹰投资管理有限公司（以下简称“山鹰资本”）与交银金融资产投资有限公司设立安徽交汇山鹰私募股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“交汇基金”），交汇基金出资人民币 15.00 亿元对公司全资子公司山鹰华中纸业有限公司（以下简称“华中山鹰”）增资，其中，山鹰资本出资 7.50 亿元。截至 2023 年 3 月末，上述增资已完成。

关注

1. **公司所在造纸行业易受宏观经济及政策影响，2022 年，公司利润总额亏损。**包装纸行业受宏观经济影响明显；受国外废纸进口限制影响，公司生产所需废纸等原料供应紧张，叠加国际大宗产品价格大幅波动，对公司产品成本控制形成压力。2022 年，公司利润总额为-22.72 亿元；2023 年 1—3 月，公司营业总收入同比下降 20.22%，利润总额为-3.57 亿元。

2. **控股股东所持有公司股份质押率偏高。**截至 2023 年 6 月 3 日，公司控股股东及其一致行动人累计质押股份数量占其所持公司股份的 64.93%，质押比例偏高。

3. **公司在建项目数量较多，未来有一定的融资需求。**截至 2022 年末，公司重要在建项目计划投资总额为 243.44 亿元，累计完成投资 143.53 亿元，尚需投资 99.91 亿元，未来有一定的融资需求。公司未来财务弹性的改善和资产负债的匹配依赖于公司对投资节奏的把控和债务结构的调整。

4. **公司及控股子公司对合并范围内子公司担保金额高，公司资产受限比例较高。**截至 2022 年末，公司及控股子公司为合并报表范围内子公司提供的担保余额合计为 162.07 亿元，占公司 2022 年末所有者权益的 114.72%；截至 2022 年末，公司资产受限规模为 127.29 亿元，占资产总额的比例为 24.24%，受限比例较高。

5. **公司债务负担重，债务结构有待调整。**截至 2022 年末，公司全部债务较上年末增长 16.66%至 322.25 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 73.10%和 69.52%；全部债务中，短期债务占 60.38%。2024 年，公司“山鹰转债”及“21 山鹰国际 GN001”到期，到期债券规模合计 23.36 亿元，考虑到“山鹰转债”转股比例很低，公司仍存在较大的债券兑付压力。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产（亿元）	50.89	44.65	41.69	54.54
资产总额（亿元）	454.37	519.94	525.17	544.50
所有者权益（亿元）	172.29	182.99	141.27	152.42
短期债务（亿元）	134.29	174.27	194.58	204.41
长期债务（亿元）	89.93	101.95	127.67	130.16
全部债务（亿元）	224.22	276.22	322.25	334.57
营业总收入（亿元）	249.69	330.33	340.14	63.51
利润总额（亿元）	16.90	16.50	-22.72	-3.57
EBITDA（亿元）	37.11	38.51	3.22	--
经营性净现金流（亿元）	5.82	19.69	2.03	3.64
营业利润率（%）	15.98	11.25	6.61	6.94
净资产收益率（%）	8.06	8.49	-16.66	--
资产负债率（%）	62.08	64.81	73.10	72.01
全部债务资本化比率（%）	56.55	60.15	69.52	68.70
流动比率（%）	77.32	69.75	53.88	58.04
经营现金流动负债比（%）	3.17	8.73	0.82	--
现金短期债务比（倍）	0.38	0.26	0.21	0.27
EBITDA 利息倍数（倍）	3.36	3.71	0.25	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.04	7.17	100.04	--
公司本部				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额（亿元）	301.70	322.98	316.39	360.91
所有者权益（亿元）	113.78	113.47	126.32	125.39
全部债务（亿元）	99.77	114.26	128.12	136.91
营业总收入（亿元）	67.63	79.27	77.78	12.83
利润总额（亿元）	7.19	2.46	20.23	-0.88
资产负债率（%）	62.29	64.87	60.07	65.26
全部债务资本化比率（%）	46.72	50.17	50.35	52.20
流动比率（%）	72.66	64.00	61.89	75.60
经营现金流动负债比（%）	6.88	7.78	15.98	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加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；2. 本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3. 本报告 2020-2022 年数据使用相应年度报告的当期/期末数据；4. 2023 年一季度数据未经审计；5. 合并报表中其他应付款科目中的“资金拆借款”计入短期债务，长期应付款科目中的应付售后回租款计入长期债务；6. 如无特别说明，本报告财务相关的比例计算均以“元”为单位计算；
资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理；

评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
山鹰转债 鹰 19 转债	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2022/06/07	杨 涵 李敬云	联合资信评估股份有限公司一般工商企业信用评级方法 V3.1.202204 联合资信评估股份有限公司一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V3.1.202204	阅读全文
鹰 19 转债	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2019/05/13	蒲雅修 刘冰华	原联合信用评级有限公司 工商企业信用评级方法	阅读全文
山鹰转债	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2018/04/20	高 鹏 蒲雅修	原联合信用评级有限公司 工商企业信用评级方法	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受山鹰国际控股股份公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

山鹰国际控股股份公司

公开发行可转换公司债券 2023 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于山鹰国际控股股份公司（以下简称“公司”或“山鹰国际”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司系于 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 10050 万元，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（证券简称为“山鹰纸业股票代码为“600567.SH”）。2017 年 7 月，山鹰纸业变更为现名。2020 年 11 月，公司变更证券简称为“山鹰国际”。后历经多次增资及股权转让，截至 2023 年 3 月末，公司股本为 46.16 亿元，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 28.12%。公司实际控制人为吴明武和徐丽凡夫妇。截至 2023 年 6 月 3 日，泰盛实业及其一致行动人共质押 9.64 亿股，占其持有公司股份的 64.93%。

截至 2022 年末，公司主营业务较上年末未发生变化；公司合并范围内共 157 家子公司。

截至 2022 年末，公司合并资产总额 525.17 亿元，所有者权益 141.27 亿元（含少数股东权益 5.41 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 340.14 亿元，利润总额-22.72 亿元。

截至 2023 年 3 月末，公司合并资产总额 544.50 亿元，所有者权益 152.42 亿元（含少数股东权益 20.39 亿元）；2023 年 1—3 月，公司

实现营业总收入 63.51 亿元，利润总额-3.57 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。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2023 年 3 月末，公司由联合资信评级的存续可转换公司债券见下表。截至 2022 年末，募集资金均按指定用途使用，其中，“山鹰转债”募集资金专户余额 394.92 万元，“鹰 19 转债”募集资金专户余额 2183.84 万元，并在付息日正常付息。

2022 年 11 月，“山鹰转债”及“鹰 19 转债”转股价格向下修正，“山鹰转债”转股价格由 3.19 元/股调整为 2.40 元/股，“鹰 19 转债”转股价格由 3.15 元/股调整为 2.40 元/股。截至 2023 年 5 月末，“山鹰转债”及“鹰 19 转债”转股价格为 2.37 元/股。

表 1 截至 2023 年 3 月末公司存续可转换公司债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
山鹰转债	23.00	22.46	2018/11/21	6 年
鹰 19 转债	18.60	18.44	2019/12/13	6 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季

度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）》，报告链接 <https://www.lhratings.com/lock/research/f4a89bc372f>。

五、行业分析

2022 年，国内经济下行压力较大，行业景气度下降，国内纸制品产量及价格均有所下降；为补充海外纸制品供应短缺，纸制品出口量大幅增长。随着外废逐步清退，主要纸厂通过海外设厂、改变原材料结构等方式应对政策变化；部分纸品的零关税政策或在一定程度上提高东南亚低价再生箱板瓦楞的进口量。

2022 年以来，在外部社会经济环境波动的背景下，国内经济下行压力加大和市场供求关系持续走弱，部分生产上和下游客户均无法正常复工复产，国内行业整体景气度下降。2022 年，中国造纸和纸制品业增加值累计下降 0.6%。机制纸及纸板（外购原纸加工除外）产量 13691.4 万吨，同比下降 1.3%。出口方面，欧洲地区受俄乌冲突及芬兰造纸工人罢工影响，纸制品原材

料供应与生产受限，因而国内企业的出口量加大，2022 年，全国纸浆、纸及纸制品出口量 1310 万吨，同比增长 40%；出口额 320.5 亿美元，同比增长 32.4%，创历史新高。地缘政治冲突或将对欧美地区的经济增速产生影响，未来国内纸制品出口增速的持续性具有一定的不确定性。

从上游原材料供应来看，文化用纸和白卡纸的主要材料是木浆，包装用纸的主要原材料为废纸及废纸浆。目前，国内造纸行业原料供给对进口依赖程度高，价格与国际市场联动性强。2022 年上半年，国内废纸价格维持高位震荡，下半年受下游需求回落影响，国内废纸价格大幅回落。2022 年，因地缘政治冲突以及芬兰造纸企业工人罢工导致原材料供给减少，海外纸浆厂大幅提价并持续高位运行。

图 1 近年来国内废纸价格走势



资料来源：Wind，联合资信整理

图 2 近年来木浆价格指数走势图



资料来源：Wind，联合资信整理

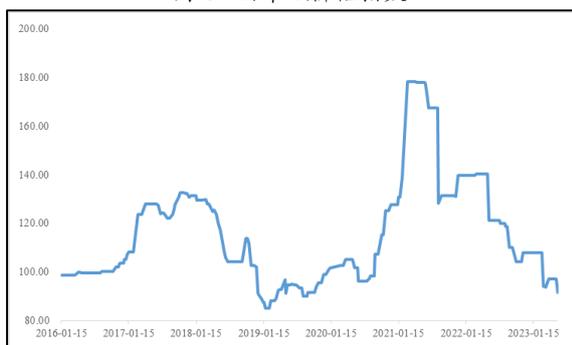
纸品销售价格方面，2022 年国内经济下行压力加大和市场消费需求减弱影响，包装用纸价格整体呈下行趋势；白卡纸由于行业大型企业产能逐步投产，销售价格出现明显回落。

图3 近年来包装用纸价格情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind，联合资信整理

图4 白卡纸价格指数



注：2023年1月1日价格为100

资料来源：Wind，联合资信整理

从行业政策来看，原材料方面，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标准。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对美301措施反制关税。2020年11月25日，生态环境部、商务部、国家发改委、海关总署联合发布《关于全面禁止进口固体废物有关事项公告》，正式明确了从2021年1月1日起中国全面禁止进口固体废物。而我国造纸用原料（木浆、废纸和木片）对外依存度约在50%以上；其中，废纸方面，年废纸进口量占全球废纸贸易量的40%，进口废纸制成的纸浆已占纸

浆总量的20%。加之国内废纸回收利用程度已接近饱和，所以这一政策的颁布直接影响到国内造纸业的原材料供应保障问题。目前，国内主要造纸企业已积极采取相应措施，通过海外设厂、并购来布局海外制浆、造纸等方式合理降低由于政策变化所带来风险。

进口关税政策方面，2022年12月29日，国务院关税税则委员会办公室调整我国部分商品进出口关税，2023年1月1日起降低部分木材与林浆纸产品的关税政策正式施行。除牛皮箱板纸、新闻纸之外，新的关税政策将绝大部分成品纸的进口关税从旧版的最惠国税率5%~6%下降至零，林浆纸产业链上的主要产品——木片、针叶浆和成品纸制品基本上实现了全部进口零关税。目前与中国有直接的林浆纸进出口往来的国家本都在中国最惠国名单中，享受最惠国关税待遇。从价差看，基于2022年12月数据，取消关税后箱板纸、瓦楞纸国内外吨价差分别扩张至780元/吨与507元/吨；从东南亚产销结构看，2021年¹，越南及马来西亚产销比达到132%和119%，印度、印尼、日本等国的产量低于消费量。考虑到上述纸品国内外价差及东南亚产销结构，关税政策或在一定程度上提高中国对东南亚低价再生箱板瓦楞的进口量。

从行业竞争来看，在双碳目标下，越来越高的环保标准、减碳排放等要求加速了造纸企业的兼并重组和行业优胜劣汰洗牌的进程。包装纸方面，对比发达国家，国内包装纸行业集中度仍然偏低，2022年国内箱板纸CR4（行业最大4家企业市场占有率）为52.20%，美国箱板纸CR4常年稳定在70%以上。瓦楞纸方面，2022年，国内瓦楞纸CR4为20.87%，美国为40%左右。造纸龙头企业扩张和行业集中度仍有很大的提升空间。另外，国内包装纸市场整体产能过剩，落后产能的淘汰速度也在加快。白卡纸方面，2022年白卡纸行业的总产能1427万吨，总产量约为1267万吨。其中，金光纸业（包括博汇纸业）产量占比约为46.60%；山东晨鸣纸业集团股份有

¹ 截至2023年4月末，联合国粮农组织尚未更新2022年数据。

限公司(以下简称“晨鸣纸业”)占比约为14.02%；太阳纸业占比约为16.82%。2022年，白卡纸行业新增产能约为185万吨，主要为玖龙纸业东莞和重庆基地投产约120万吨产能。

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，根据国内造纸行业生产、造纸行业原材料供应等因素分析，未来具有原料供给及产业链优势的大型纸企具备较强的竞争优势。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生变化，实际控制人及一致行动人股权质押比例偏高。

截至2023年3月末，公司股本为46.16亿元，公司控股股东为泰盛实业，持股比例为28.12%。公司实际控制人为吴明武和徐丽凡夫妇。截至2023年6月3日，泰盛实业及其一致行动人共质押9.64亿股，占其持有公司股份的64.93%。

2. 企业规模和竞争力

公司作为国内大型造纸企业，产业链完备，产能规模大，区位优势突出，特别在包装纸领域具有较强的竞争实力。

公司是集再生纤维收购、包装原纸生产、纸板、纸箱生产制造、物流于一体的纸业集团企业，连续被评为高新技术企业。公司主营业务为箱板纸、瓦楞原纸、特种纸、纸板及纸制品包装的生产和销售以及国内外回收纤维贸易业务，主要产品被广泛用于消费电子、家电、化工、轻工等消费品及工业品行业。公司凭借产业链一体化的优势，实现造纸、包装及回收纤维三项业务协同发展。公司在安徽马鞍山、浙江嘉兴、福建漳州、湖北荆州、广东肇庆建有五大造纸基地，随着广东山鹰100万吨造纸项目正式投产，公司国内造纸产能提升至700万吨/年，国内产能位居第二；公司包装板块企业布局于沿江沿海经济发达地区，年产量位居中国第二。同时，公司通过回收纤维资源获取、优势市场及高端纸种

的部署推动国际战略布局。公司持续在美国、英国、荷兰等回收纤维主要来源地开展贸易业务，在东南亚及欧洲布局再生浆，保证上游原材料的供应。

3. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：91340500150523317H），截至2023年5月9日，公司已结清的信贷信息中，有1笔不良类信用证账户记录和40笔关注类信用证账户记录，根据中国工商银行股份有限公司马鞍山分行、中国农业银行股份有限公司马鞍山金家庄支行、中国工商银行股份有限公司马鞍山金家庄支行和安徽界首农村商业银行股份有限公司分别于2009年1月14日、2013年3月20日、2013年6月19日和2014年4月2日提供的说明，上述事项属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/违约类记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

2022年，公司部分董事及高级管理人员发生变更，主要管理制度未发生重大变化。

2022年4月29日，石春茂先生因个人原因向董事会申请辞去公司副总裁及财务负责人职务，辞职后不再担任公司任何职务。经公司总裁吴明武先生提名，董事会提名委员会审核通过，同意聘任许云先生为公司财务负责人。独立董事房桂干先生、陈菡女士任期已满六年，公司于2022年11月16日召开2022年第六次临时股东大会，选举夏莲女士、陈凌云女士为公司独立董事，任期至本届董事会期满。

许云先生出生于1978年，中国籍，会计学博士，中国注册会计师非执业会员、国际财务管理

协会高级国际财务管理师、美国供应管理协会注册供应管理专业人士、厦门国家会计学院兼职论文导师。现任公司财务负责人，曾任公司造纸事业部供应链总监、马鞍山造纸基地财务总监、包装事业部综合管理总监。除上述事项外，跟踪期内，公司股权结构以及主要管理制度未发生重大变化。

八、重大事项

子公司增资

公司2023年1月4日公告，公司董事会通过全资子公司山鹰投资管理有限公司（以下简称“山鹰资本”）作为有限合伙人拟出资人民币7.50亿元参与设立安徽交汇山鹰私募股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“交汇基金”），交汇基金拟出资人民币15.00亿元对公司全资子公司山鹰华中纸业有限公司（以下简称“华中山鹰”）增资，增资后华中山鹰由公司全资子公司变更为控股子公司。根据公开信息，交汇基金管理人为交银资本管理有限公司，有限合伙人为山鹰资本及交银金融资产投资有限公司。截至2023年3月末，交汇基金对华中山鹰的增资资金已到位。

九、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司收入规模变化不大，受宏观经济波动影响，公司业务综合毛利率下降，利润总额出现较大亏损。

2022年，公司营业总收入略有增长。其中，原纸产品是公司营业收入的核心来源，收入规模同比增长2.82%；纸制品主要为包装产品，收入同比增长5.24%；再生纤维主要为废纸贸易业务，得益于废纸贸易规模扩大，再生纤维业务收入同比增长14.29%。2022年，公司利润总额为-22.72亿元，出现较大亏损。

2022年，公司综合毛利率下降，主要系宏观经济波动影响，原料²、化辅、能源等价格上涨，运输的摩擦性成本增加，以及产品销售价格下跌所致。具体来看，公司原纸业务毛利率降幅较大；纸制品业务毛利率略有上升；再生纤维业务毛利率有所上升，主要系公司优化再生纤维回收渠道所致。

2023年1-3月，公司营业总收入同比下降20.22%，利润总额较上年同期转盈为亏，主要系产品价格走弱所致。

表 2 2021-2022 年及 2023 年 1-3 月公司主营业务收入及毛利率情况

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年 1-3 月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
原纸	212.06	65.65	14.72	218.03	65.30	6.16	38.78	62.75	8.38
纸制品	72.95	22.58	10.02	76.78	23.00	10.71	15.82	25.60	11.27
再生纤维	32.47	10.05	1.30	37.11	11.12	3.13	6.71	10.85	11.78
其他	5.56	1.72	11.16	1.95	0.59	30.07	0.49	0.80	33.63
合计	323.04	100.00	12.25	333.87	100.00	7.01	61.81	100.00	9.69

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

2. 原材料采购

2022年，受国外废纸进口限制影响，公司停止国外废纸采购，国内废纸采购量小幅增长；公司通过海外设厂、并购等方式降低由于政策变化所带来风险，原材料采购集中度仍很低。

公司的主要原材料为废纸、木浆、硫酸铝、淀粉、施胶剂等。公司所需的能源主要系电能。

公司自备热电厂，造纸生产使用的电力、蒸汽主要由热电厂提供；造纸生产使用的蒸汽由热电厂提供；热电厂主要消耗煤。2022年，公司原纸和纸制品主要成本基本为直接材料。废纸和木浆等主要原材料供应情况和价格变动对公司包装纸和包装业务生产经营具有重大影响。2022年，因下游需求减弱，公司实行降低库存策略，

² 废纸价格主要系 2022 年上半年价格高位时影响较大。

设备停机造成制造费用有所增加。

表3 2022年公司产品成本构成情况

产品	项目	占比 (%)
原纸	直接材料	92.81
	直接人工	1.99
	制造费用	5.20
	合计	100.00
纸制品	直接材料	87.04
	直接人工	5.07
	制造费用	7.89
	合计	100.00

资料来源：公司年报

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”）负责采购。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。环宇国际通过境外子公司以及Waste Paper Trade C.V.（以下简称“WPT”）共同开展国外再生纤维的贸易工作。由于中国政策限制，公司不能直接进口再生纤维（国外废纸）作为生产原料，仅能采用境外基地提供的再生浆作为境内造纸业务原料。2022年，公司海外再生纤维板块全年贸易量245万吨。截至目前，公司通过合作及自建，落地海外再生浆供应量约90万吨/年。

2022年，受国外废纸进口限制影响，公司停止国外废纸采购，国内废纸采购量有所增长；煤炭采购量有所下降。公司另有竹浆、加工服务等采购。

主要原材料和能源采购价格方面，2022年上半年，受废纸进口全面禁止政策影响，国内废纸价格持续上涨，下半年随着国内需求缩减，废黄板纸价格与煤炭价格也快速下跌。整体看，2022年，公司国内废纸采购价格同比有所下降，煤炭采购价格同比有所上升。

废纸采购结算方式方面，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。

公司生产所需能源主要为电力和煤炭。电力由公司热电厂供给，不足部分向本地电网调

剂，公司利用峰谷电价差异，降低用电成本，高峰以自用电为主，低谷以外购电居多。公司电费按月度结算。煤炭采购则选用稳定的战略合作商，主要从内蒙古、山西和秦皇岛等地购进。供应商给予公司30天左右的账期。受煤炭价格波动影响，采购量在各年有一定波动。

表4 公司主要原料和能源采购情况

原材料	项目	单位	2021年	2022年
国外废纸	采购量	万吨	3.29	--
	采购均价	元/吨	1473.42	--
	采购金额	亿元	0.48	--
国内废纸	采购量	万吨	531.78	551.20
	采购均价	元/吨	2365.56	2272.19
	采购金额	亿元	125.80	125.24
煤炭	采购量	万吨	234.46	196.21
	采购均价	元/吨	920.43	1055.92
	采购金额	亿元	21.58	20.72

资料来源：公司提供

2022年，公司向前五名供应商采购额合计为16.91亿元，占年度采购总额5.36%，其中关联方采购额为3.73亿元，占年度采购总额1.18%。公司采购集中度很低。

3. 生产和销售

2022年，公司持续推进产能布局，原纸落地产能持续增长，产能规模在国内箱板纸行业位于前列，造纸产量持续增长，销售价格受宏观经济波动影响而有所下降。

公司包装纸主要生产基地和销售区域为中国境内，并持续推进产能布局。截至2022年末，公司在安徽马鞍山、浙江嘉兴、福建漳州、湖北荆州、广东肇庆建有五大造纸基地，落地产能由上年的600万吨增至700万吨；公司包装板块企业布局于沿江沿海经济发达地区，贴近行业头部客户聚集地，产业辐射江苏、浙江、安徽、福建、广东、湖北、山东、四川、天津、贵州等省市。

生产方面，得益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，2022年，原纸和纸制品产量仍保持增长。2022年第一季度原材料价格震荡走高，但第二季度因产业链与供应链供需失衡，人力、物力受限程度超预期，公

司在此阶段被动累库；2022年下半年，公司库存逐渐释放并趋于平稳。产能利用率方面，公司主要产能为原纸生产，2022年产能利用率为94.61%。

销售量方面，公司造纸业务仍采取“以产定销”模式，根据市场的整体情况安排生产，包装产业仍采取“以销定产”的经营模式，根据客户的需求及订单情况安排生产。2022年，公司原纸销量和纸制品销量仍保持增长，产销率维持在很高水平。销售价格方面，2022年，因宏观经济波动，公司原纸价格和纸制品价格均较上年有所下降。

结算方式方面，公司对下游客户的货款结算信用期最长为30天，货款回收方式大致有现款、银行票据两种方式。通常情况下，信用状况优质的客户可获得的更高的信用额度。货款结算方式根据公司与客户间的业务交易量、担保、以往客户信用情况以及客户规模等进行综合评定后确认，对采购量较小的客户一般会采取现货现款的结算方式。

公司原纸和包装纸产业下端为在全国各地布局的包装厂，产品直接服务于通讯、电子、食品、家电、电商快递等下游客户，客户集中度相对分散。2022年，公司对前五名客户销售额为

26.12亿元，占年度销售总额7.68%，公司销售集中度低。

表 5 公司产品产销情况

产品	项目	2021年	2022年
原纸	产量(万吨)	602.13	614.81
	销量(万吨)	582.04	616.29
	产销率(%)	96.66	100.24
	销售均价(元/吨)	3643.36	3538.14
纸制品	产量(亿平方米)	19.88	21.48
	销量(亿平方米)	20.24	21.36
	产销率(%)	101.81	99.44
	销售均价(元/平方米)	3.60	3.59

资料来源：公司提供

4. 在建项目

公司在建和拟建项目主要为产能扩建项目，随着现有设计产能充分释放、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，未来有一定的资金需求。

公司在建项目围绕主业展开，未来仍将面临较大的资金需求。截至2022年末，公司重要在建项目计划投资总额为243.44亿元，累计完成投资143.53亿元，尚需投资99.91亿元。2023年、2024年和2025年分别计划投资61.41亿元、33.27亿元和5.23亿元。

表 6 截至 2022 年末，公司重要在建、拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目所在地	计划投资额	已完成投资额	尚需投资			资金来源
				2023年	2024年	2025年	
年产 42 万吨低定量瓦楞原纸生产线项目、年产 38 万吨量瓦纸和年产 47 万吨定 2/T 纸生产线项目	湖北省公安县青吉工业园	45.08	44.11	0.97	--	--	募集资金和自有资金
湖北公安县杨家厂镇工业园热电联产项目	湖北省公安县青吉工业园	18.16	13.79	2.37	2.00	--	募集资金和自有资金
湖北公安县杨家厂镇工业园固废综合利用项目	湖北省公安县青吉工业园	7.69	7.43	0.26	--	--	募集资金和自有资金
浙江山鹰 77 万吨项目	海盐	43.80	27.11	15.05	1.08	0.56	金融机构贷款和募集资金
广东 100 万吨项目	广东肇庆	36.12	30.77	5.35	--	--	金融机构贷款和募集资金
(宜宾祥泰) 一期工程项目	四川省兴文县太平工业园区	3.78	3.25	0.30	0.23	--	金融机构贷款和自有资金
(山鹰吉林) 100 万吨制浆及 100 万吨工业包装纸项目一期工程	松原市陶赖昭工业园区	17.21	9.23	5.92	1.16	0.90	金融机构贷款和自有资金
(山鹰热电) 生物质热电联产项目	松原市陶赖昭工业园区	4.66	2.28	2.08	0.20	0.10	金融机构贷款和募集资金
(嘉兴祥恒) 绿色包装项目	海盐	4.44	2.80	1.48	0.16	--	金融机构贷款和自有资金
(宿州山鹰) 年产 90 万吨包装纸项目	安徽省宿州市宿马现代产业园区	62.50	2.76	27.63	28.44	3.67	金融机构贷款和自有资金
合计	--	243.44	143.53	61.41	33.27	5.23	--

资料来源：公司提供

5. 经营效率

2022年，公司销售债权周转率有所上升，存货周转率和总资产周转率有所下降。

从经营效率指标看，2022年，公司销售债权周转次数为6.50次，较上年上升0.06次；存货周转次数和总资产周转次数分别为8.84次和0.65次，较上年分别下降0.53次和0.03次。考虑到公司生产的造纸产品与其他企业存在一定差异，整体上看，公司存货周转率处于行业较高水平，应收账款周转率表现较弱，总资产周转率为行业平均水平。

表 7 2022 年同行业公司经营效率对比情况

股票代码	公司简称	存货周转次数 (次)	应收账款周转次数 (次)	总资产周转次数 (次)
000488.SZ	晨鸣纸业	4.52	10.91	0.38
600103.SH	青山纸业	3.89	24.56	0.52
002078.SZ	太阳纸业	7.63	19.79	0.88
600966.SH	博汇纸业	5.57	24.63	0.86
600567.SH	山鹰国际	8.84	7.20	0.65

注：为了增加可比性，表中公司指标计算公式与Wind保持一致
资料来源：Wind，联合资信整理

6. 未来发展

公司未来发展规划有一定可实施性，有利于提升综合竞争力。

公司将拓展下游包装业务，为价值客户提供包装定制方案，推进“回收-造纸-包装”的一体化模式。2022年，公司在包装大客户市场进行开拓，未来公司计划与更多行业头部客户建立长期合作，提供从造纸到包装的一体化解决方案能力。在原材料方面，公司通过搭建资源回收平台，优化再生资源回收体系。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2022年财务报告经信永中和会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的2023年一季度财务报表未经审计。

2022年，公司合并范围内新增17家子公司，均为投资设立，减少1家子公司，截至2022年末，公司合并范围内共157家子公司，财务数据可比性仍属较强。

截至2022年末，公司合并资产总额525.17亿元，所有者权益141.27亿元（含少数股东权益5.41亿元）；2022年，公司实现营业总收入340.14亿元，利润总额-22.72亿元。

截至2023年3月末，公司合并资产总额544.50亿元，所有者权益152.42亿元（含少数股东权益20.39亿元）；2023年1—3月，公司实现营业总收入63.51亿元，利润总额-3.57亿元。

2. 资产质量

截至2022年末，随着扩产能项目持续投入，公司资产总额有所增长，资产构成以非流动资产为主，符合公司所处行业特征；公司对并购相关资产组计提较大规模的商誉减值，资产整体受限比例较高，资产质量一般。

截至2022年末，公司合并资产总额525.17亿元，较上年末增长1.01%，变化不大。其中，流动资产占25.33%，非流动资产占74.67%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年末变化不大。

表 8 2021 - 2022 年末及 2023 年 3 月末公司资产主要构成

科目	2021 年末		2022 年末			2023 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	同比增长率 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	157.34	30.26	133.04	25.33	-15.44	146.20	26.85
货币资金	38.90	7.48	37.38	7.12	-3.91	53.90	9.90
应收账款	50.91	9.79	43.63	8.31	-14.29	40.68	7.47
存货	38.09	7.33	33.30	6.34	-12.58	30.27	5.56
非流动资产	362.61	69.74	392.13	74.67	8.14	398.30	73.15
固定资产	222.09	42.71	255.67	48.68	15.12	260.83	47.90
在建工程	49.65	9.55	59.92	11.41	20.69	58.30	10.71

商誉	19.00	3.65	5.82	1.11	-69.35	5.84	1.07
资产总额	519.94	100.00	525.17	100.00	1.01	544.50	100.00

注：上述占比均为占资产总额的比值
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

(1) 流动资产

截至2022年末，公司流动资产较上年末下降15.44%，主要系应收账款减少所致。

截至2022年末，公司货币资金较上年末下降15.44%。货币资金中有24.76亿元受限资金，受限比例为66.24%，主要为各类保证金。

截至2022年末，公司应收账款账面价值较上年末下降14.29%，主要系公司采取增加原纸产品销售以维持低库存运行策略，账期较短的原纸产品客户结构增加所致。按账面余额计，公司应收账款账龄以1年以内（占95.69%）为主，累计计提坏账1.44亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为5.03亿元，占比为11.16%，集中度较低。

截至2022年末，公司存货较上年末下降12.58%，按账面价值计，存货主要由原材料（占57.75%）和库存商品（占41.29%）构成，累计计提跌价准备0.50亿元，计提比例为1.49%。

(2) 非流动资产

截至2022年末，公司非流动资产较上年末的增长8.14%，主要系固定资产与在建工程增加所致。

截至2022年末，公司固定资产255.67亿元，较上年末增长15.12%，主要系在建工程完工转固所致。固定资产主要由机器设备（占67.88%）和房屋及建筑物（占31.22%）构成，累计计提折旧105.63亿元；固定资产成新率70.57%，成新率较高。

截至2022年末，公司在建工程较上年末增长20.69%，主要系100万吨制浆及100万吨工业包装纸项目一期工程及配套的山鹰热电生物质热电联产项目及77万吨新项目建设投入所致。

除上述主要资产科目外，公司对2022年合并报表范围内的应收票据、应收账款、其他应收款、存货、固定资产、商誉等进行全面核查，并进行减值测试，本次计提减值准备的范围及金额如下：

表9 2022年度公司计提减值准备情况

项目	计提金额（万元）
一、信用减值损失	1438.92
其中：应收账款坏账损失	16.11
其他应收款坏账损失	1422.81
二、资产减值损失	142083.81
其中：存货跌价损失	4924.52
固定资产减值损失	4774.19
商誉减值损失	132361.60

资料来源：公司公告

公司聘请评估机构对商誉相关各资产组的减值测试情况如下：

表10 公司商誉减值测试情况

标的名称	商誉原值（亿元）	2022年商誉减值损失金额（亿元）
山鹰华南纸业有限公司	14.19	12.40
中山中健环保包装股份有限公司	0.68	0.22
泸州市一圣鸿包装有限公司	0.42	0.42
江苏玖润包装有限公司	0.09	0.09
苏州兴华印刷科技有限公司	0.11	0.11

资料来源：公司公告

截至2022年末，公司资产受限情况如下表所示，公司受限资产主要为固定资产和货币资金，受限资产账面价值127.29亿元，占资产总额的24.24%，受限比例较高。

表11 截至2022年末公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占资产总额比例（%）	受限原因
货币资金	24.76	4.71	各类保证金
应收款项融资	0.12	0.02	金融池质押
投资性房地产	2.94	0.56	银行借款抵押
固定资产	83.12	15.83	银行借款抵押
无形资产	5.15	0.98	银行借款抵押
在建工程	4.69	0.89	银行借款抵押
其他非流动资产	6.50	1.24	各类保证金
合计	127.29	24.24	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2023年3月末，公司资产规模与资产结构较上年末变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

截至 2022 年末，公司未分配利润减少导致所有者权益有所下降，所有者权益结构以股本和未分配利润为主，稳定性一般。

截至 2022 年末，公司所有者权益 141.27 亿元，较上年末下降 22.80%，主要系业绩亏损导致未分配利润减少所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 96.17%，少数股东权益占比为 3.83%。在归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 24.33%、33.40% 和 45.44%。所有者权益结构稳定性一般。

截至 2023 年 3 月末，公司所有者权益 152.42 亿元，较上年末增长 7.89%，主要系少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 86.62%，少数股东权益占比为 13.38%，少数股东权益占比较上年末有所增加，主要系交汇基金对华中山鹰增资所致。

(2) 负债

截至 2022 年末，公司负债规模有所增长，以流动负债为主，债务结构有待改善，但债务负担进一步加重。2024 年，公司“山鹰转债”及“21 山鹰国际 GN001”到期，考虑到“山鹰转债”转股比例很低，公司存在较大的债券兑付压力。

截至 2022 年末，公司负债总额较上年末增长 13.93%。其中，流动负债占 64.32%，非流动负债占 35.68%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年末变化不大。

截至 2022 年末，公司流动负债 246.91 亿元，较上年末增长 9.45%，主要系短期借款增加所致。

截至 2022 年末，公司短期借款 158.17 亿元，较上年末增长 8.41%，主要系营运资金需求增加所致。

截至 2022 年末，公司应付账款 43.61 亿元，较上年末增长 12.93%，主要系应付长期资产购置款项增加所致。

截至 2022 年末，公司一年内到期的非流动负

债 31.16 亿元，较上年末增长 37.04%，主要系一年内到期的长期借款及长期应付款增加所致。

截至 2022 年末，公司非流动负债 136.99 亿元，较上年末增长 23.00%，主要系长期借款增加所致。

截至 2022 年末，公司长期借款 73.65 亿元，较上年末增长 31.77%；长期借款主要由抵押及保证借款（占 52.52%）和保证借款（占 41.21%）构成³。

截至 2022 年末，公司应付债券 42.82 亿元，较上年末增长 3.81%。

截至 2023 年 3 月末，公司负债总额及负债结构较上年末变化不大。

有息债务方面，截至 2022 年末，公司全部债务 322.25 亿元，较上年末增长 16.66%。债务结构方面，短期债务占 60.38%，长期债务占 39.62%，以短期债务为主，其中，短期债务 194.58 亿元，较上年末增长 11.65%，主要系短期借款及一年内到期的非流动负债增加所致；长期债务 127.67 亿元，较上年末增长 25.23%，主要系长期借款增加所致。从债务指标来看，截至 2022 年末，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 73.10%、69.52% 和 47.47%，较上年末分别上升 8.29 个百分点、9.37 个百分点和 11.69 个百分点。

截至 2023 年 3 月末，公司全部债务 334.57 亿元，较上年末增长 3.82%，债务结构较上年末变化不大。

从债务期限分布看，截至 2022 年末，公司长期债务主要集中于 1~2 年。

表 12 截至 2022 年末公司有息债务期限结构
(单位: 亿元、%)

项目	1 年以内	1~2 年	2~3 年	3 年以上	合计
短期借款	158.17	--	--	--	158.17
应付票据	5.23	--	--	--	5.23
一年内到期的非流动负债	31.16	--	--	--	31.16
长期借款	--	51.51	16.04	6.11	73.65
应付债券	--	24.21	18.61	--	42.82
长期应付款的有息债务部分	--	8.29	2.25	--	10.54

³一年内到期的长期借款计入在内。

合计	194.56	84.01	36.9	6.11	321.57
占比	60.50	26.12	11.47	1.90	100.00

注：1. 上述债务未包括租赁负债；2. 应付债券采用2022年末公司财务报告口径，与表13的债券余额有统计口径差异，且未考虑后续转股情形；
资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

截至2023年3月末，公司存续债券41.80亿元，其中，“山鹰转债”及“21山鹰国际GN001”合计23.36亿元债券将于2024年到期；“山鹰转债”和“鹰19转债”转股比例很低。目前，公司偿还债券的资金来源主要为日常经营现金回流、引入战略投资者及部分资产的处置，联合资信将持续关注公司到期债券的兑付安排。

表13 截至2023年3月末公司存续债券情况

债券简称	到期日	债券余额(亿元)
山鹰转债*	2024/11/21	22.46
鹰19转债*	2025/12/13	18.44
21山鹰国际GN001	2024/10/29	0.90
合计	--	41.80

注：用*标出的债券均附带回售条款
资料来源：Wind

4. 盈利能力

2022年，公司落地产能增长，盈利能力受原纸销售价格和原材料价格波动影响较大，其他收益对利润总额形成有益补充，商誉减值计提规模较大，对利润构成很大冲击。2023年一季度，公司营业总收入同比有所下降，利润总额仍呈亏损状态。

表14 公司盈利能力变化情况

项目	2021年	2022年
营业总收入(亿元)	330.33	340.14
利润总额(亿元)	16.50	-22.72
营业利润率(%)	11.25	6.61
总资本收益率(%)	5.36	-2.87
净资产收益率(%)	8.49	-16.66
期间费用率(%)	9.94	10.82

注：期间费用率=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入*100%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2022年，公司实现营业总收入340.14亿元，同比增长2.97%，变化不大；营业成本315.54亿元，同比增长8.79%；营业利润率为6.61%，同比下降4.64个百分点，主要系产品售价下行所致。

从期间费用看，2022年，公司费用总额为36.79亿元，同比增长12.06%，主要系管理费用和财务费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为10.69%、43.26%、22.59%和23.46%，以管理费用为主。其中，销售费用为3.93亿元，同比增长11.73%；管理费用为15.91亿元，同比增长16.83%，主要系为降库存停机损失增加所致；研发费用为8.31亿元，同比下降4.52%；财务费用为8.63亿元，同比增长23.58%，主要系债务增加，利息费用相应增加所致。2022年，公司期间费用率为10.82%，同比上升0.88个百分点。

非经营性利润来源方面，2022年，公司其他收益6.16亿元，同比下降43.59%，主要系毛利下降，应交增值税减少，相应即征即退增值税补助减少所致，其他收益主要由政府补助(6.14亿元)构成，对营业利润形成有益补充；公司对商誉等各类资产进行减值测试，计提资产减值损失14.21亿元(其中商誉减值13.24亿元)，计提信用减值损失0.14亿元，如表9所示。除上述科目外，公司其他的非经常性损益对利润影响不大。

2023年1-3月，公司实现营业总收入63.51亿元，同比下降20.22%，主要系产品价格下降所致；利润总额为-3.57亿元。

5. 现金流

2022年，公司经营活动现金流量净额大幅下降，考虑到公司票据结算量大的客观情况，收入实现质量尚可，大规模的投资导致公司投资活动现金呈净流出状态，未来仍有一定的融资需求。

表15 公司现金流情况(单位：亿元、%、百分点)

项目	2021年	2022年	2022年同比增长率
经营活动现金流入小计	329.60	320.90	-2.64
经营活动现金流出小计	309.91	318.87	2.89
经营活动现金流量净额	19.69	2.03	-89.67
投资活动现金流入小计	22.38	3.56	-84.08
投资活动现金流出小计	49.09	39.15	-20.26
投资活动现金流量净额	-26.72	-35.59	33.19
筹资活动前现金流量净额	-7.03	-33.55	377.43
筹资活动现金流入小计	175.76	272.67	55.14

筹资活动现金流出小计	175.15	241.89	38.10
筹资活动现金流量净额	0.61	30.78	4933.28
现金收入比	95.01	90.22	-4.80

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动来看，2022年，公司经营活动现金流入320.90亿元，同比下降2.64%，变化不大；经营活动现金流出318.87亿元，同比增长2.89%，变化不大。2022年，公司经营活动现金净流入2.03亿元，同比下降89.67%。2022年，公司现金收入比为90.22%，同比下降4.80个百分点。

从投资活动来看，2022年，公司投资活动现金流入3.56亿元，同比下降84.08%，主要系上年收回融资租赁公司往来款所致；投资活动现金流出39.15亿元，同比下降20.26%。2022年，公司投资活动现金净流出35.59亿元，同比增长33.19%。

2022年，公司筹资活动前现金流量净额为-33.55亿元，净流出额同比增长3.78倍。

从筹资活动来看，2022年，公司筹资活动现金流入272.67亿元，同比增长55.14%；筹资活动现金流出241.89亿元，同比增长38.10%。2022年，公司筹资活动现金净流入30.78亿元，同比增长49.33倍，主要系融资款较上年末增加所致。

2023年1—3月，公司经营活动产生的现金流量净额为3.64亿元，投资活动产生的现金流量净额为-14.82亿元，筹资活动产生的现金流量净额为15.92亿元。

6. 偿债指标

跟踪期内，公司债务规模持续增长，且2022年亏损较多，偿债能力指标表现一般，企业内部担保金额很高，剩余可用授信额度一般，融资渠道有待拓宽。考虑到，公司作为国内大型造纸和包装企业，具备票据结算量大、经营资金回流能力较强的行业特征，且公司部分落地产能尚处于爬坡期存在营运资金需求，实际偿债指标或高于表观值。

表 16 公司偿债指标

项目	项目	2020年	2021年	2022年
短期偿债能力	流动比率（%）	77.32	69.75	53.88
	速动比率（%）	64.32	52.86	40.40
	经营现金/流动负债（%）	3.17	8.73	0.82

长期偿债能力	经营现金/短期债务（倍）	0.04	0.11	0.01
	现金类资产/短期债务（倍）	0.38	0.26	0.21
	EBITDA（亿元）	37.11	38.51	3.22
	全部债务/EBITDA（倍）	6.04	7.17	100.04
	经营现金/全部债务（倍）	0.03	0.07	0.01
	EBITDA/利息支出（倍）	3.36	3.71	0.25
	经营现金/利息支出（倍）	0.53	1.90	0.16

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

从短期偿债能力指标看，2022年，公司流动比率和速动比率下降；公司现金短期债务比下降。整体看，公司短期偿债能力指标表现一般。

从长期偿债能力指标看，2022年，公司EBITDA为3.22亿元，同比下降91.64%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占447.74%）、摊销（占38.17%）、计入财务费用的利息支出（占319.51%）构成，EBITDA对全部债务和利息的覆盖能力下降。经营性现金流对债务和利息的覆盖程度弱，长期债务偿还能力指标表现偏弱。

对外担保方面，截至2022年末，公司不存在对合并范围外主体的担保。截至2022年末，公司及控股子公司为合并报表范围内子公司提供的担保余额合计为162.07亿元，占2022年末所有者权益的114.72%。

未决诉讼方面，截至2022年末，公司无重大未决诉讼、仲裁事项。

银行授信方面，截至2022年末，公司共计获得银行授信额度296.62亿元，已使用242.55亿元，尚未使用授信54.08亿元，公司间接融资渠道有待拓宽，公司作为上市公司具备直接融资渠道。

7. 公司本部财务分析

公司本部开展部分经营业务，资产主要为生产设备等固定资产以及对子公司的长期股权投资和其他应收款。公司本部债务负担重，短期债务负担略重，权益结构稳定性较强。

截至2022年末，公司本部资产占合并口径的60.25%，负债占合并口径的49.51%，所有者权益占合并口径的89.42%，全部债务占合并口径的39.76%。2022年，公司本部营业总收入占合并口径的22.87%。

截至 2022 年末，公司本部资产总额 316.39 亿元，较上年末下降 2.04%，变化不大。其中，流动资产 83.95 亿元（占 26.53%），非流动资产 232.44 亿元（占 73.47%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 15.10%）、应收账款（占 10.64%）、预付款项（占 5.76%）、其他应收款（占 58.19%）和存货（占 8.75%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 73.25%）和固定资产（占 21.42%）构成。截至 2022 年末，公司本部货币资金为 12.68 亿元。

截至 2022 年末，公司本部负债总额 190.07 亿元，较上年末下降 9.28%。其中，流动负债 135.64 亿元（占 71.36%），非流动负债 54.43 亿元（占 28.64%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 8.89%）、应付票据（占 34.53%）、应付账款（占 7.59%）、其他应付款（合计）（占 36.69%）和一年内到期的非流动负债（占 12.19%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 13.06%）、应付债券（占 78.67%）和长期应付款（占 5.07%）构成。截至 2022 年末，公司本部资产负债率为 60.07%，较上年末下降 4.80 个百分点。截至 2022 年末，公司本部全部债务 128.12 亿元。其中，短期债务占 58.87%、长期债务占 41.13%。截至 2022 年末，公司本部短期债务为 75.43 亿元。截至 2022 年末，公司本部全部债务资本化比率为 50.35%。

截至 2022 年末，公司本部所有者权益为 126.32 亿元，较上年末增长 11.33%。在归属公司本部所有者权益中，实收资本为 46.16 亿元（占 36.54%），资本公积为 39.47 亿元（占 31.24%），未分配利润为 39.21 亿元（占 31.04%），盈余公积为 6.58 亿元（占 5.21%）。

2022 年，公司本部营业总收入为 77.78 亿元，利润总额为 20.23 亿元；公司本部投资收益为 29.83 亿元。

现金流方面，2022 年，公司本部经营活动现金流量净额为 21.68 亿元，投资活动现金流量净额-17.47 亿元，筹资活动现金流量净额-4.64 亿元。

十一、 债券偿还能力分析

考虑到“山鹰转债”“鹰 19 转债”设有转股条款，未来偿债压力有下降的可能，公司对目前存续债券的偿还能力仍属很强。

截至 2023 年 3 月末，公司存续期可转换公司债券“山鹰转债”“鹰 19 转债”余额分别为 22.46 亿元和 18.44 亿元，转股比例均较低，公司可转换公司债券偿还能力指标表现一般。

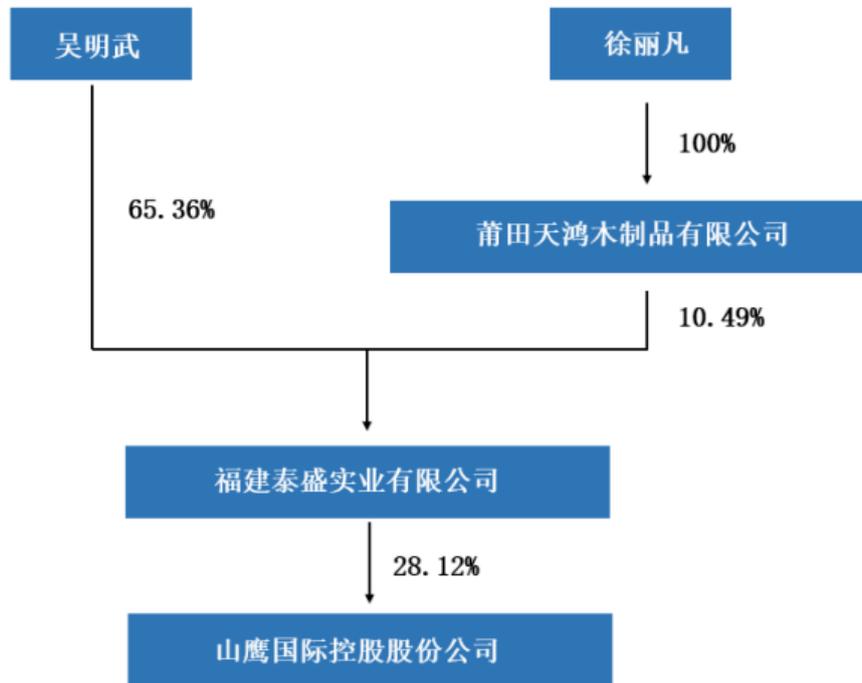
截至 2022 年末，公司现金类资产为 41.69 亿元，为“山鹰转债”“鹰 19 转债”余额（40.91 亿元）的 1.02 倍；2022 年公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为 320.90 亿元、2.03 亿元、3.22 亿元，为“山鹰转债”“鹰 19 转债”余额（40.91 亿元）的 7.84 倍、0.05 倍和 0.08 倍。

考虑到可转换公司债券具有转股的可能性，如果公司股价未来上涨超过转股价，公司存续可转换公司债券将转换为公司的权益，有利于公司减轻债务负担。从公司可转债的发行条款来看，由于公司做出了转股修正条款（均为任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 80% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决），有利于降低转股价；同时制定了提前赎回条款（均为公司股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%，或公司存续的可转换公司债券未转股余额不足人民币 3000 万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券），有利于促进债券持有人转股。考虑到未来转股因素，预计公司的债务负担将有进一步下降的可能。

十二、 结论

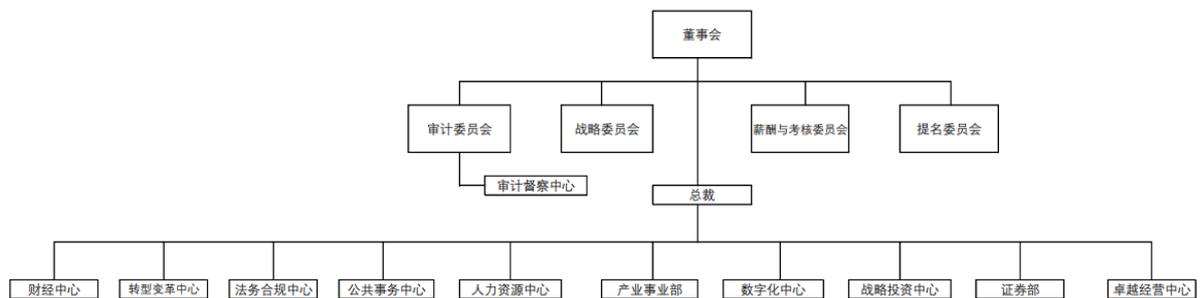
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“山鹰转债”和“鹰 19 转债”的信用等级为 AA⁺，评级展望调整为负面。

附件 1-1 截至 2023 年 3 月末山鹰国际控股股份公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 3 月末山鹰国际控股股份公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年末山鹰国际控股股份公司主要子公司情况

子公司名称	注册资本金 (万元)	主营业务	持股比例 (%)	
			直接	间接
山鹰华中纸业有限公司	367388.39	原纸生产	100.00	--
浙江山鹰纸业有限公司	281978.20	原纸生产	100.00	--
山鹰华南纸业有限公司	140000.00	原纸生产	100.00	--
马鞍山天顺港口有限责任公司	15000.00	物流服务	72.33	--
泸州市一圣鸿包装有限公司	8000.00	包装	--	60.00
武汉祥恒包装有限公司	6000.00	包装	--	100.00
浙江祥恒包装有限公司	6000.00	包装	--	100.00
祥恒（莆田）包装有限公司	6000.00	包装	--	100.00
中山中健环保包装股份有限公司	4847.63	包装	--	70.00
青岛恒广泰包装有限公司	2500.00	包装	--	100.00

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	50.89	44.65	41.69	54.54
资产总额 (亿元)	454.37	519.94	525.17	544.50
所有者权益 (亿元)	172.29	182.99	141.27	152.42
短期债务 (亿元)	134.29	174.27	194.58	204.41
长期债务 (亿元)	89.93	101.95	127.67	130.16
全部债务 (亿元)	224.22	276.22	322.25	334.57
营业总收入 (亿元)	249.69	330.33	340.14	63.51
利润总额 (亿元)	16.90	16.50	-22.72	-3.57
EBITDA (亿元)	37.11	38.51	3.22	--
经营性净现金流 (亿元)	5.82	19.69	2.03	3.64
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	6.13	6.44	6.50	--
存货周转次数 (次)	9.12	9.37	8.84	--
总资产周转次数 (次)	0.57	0.68	0.65	--
现金收入比 (%)	85.13	95.01	90.22	87.17
营业利润率 (%)	15.98	11.25	6.61	6.94
总资本收益率 (%)	6.01	5.33	-2.86	--
净资产收益率 (%)	8.06	8.49	-16.66	--
长期债务资本化比率 (%)	34.30	35.78	47.47	46.06
全部债务资本化比率 (%)	56.55	60.15	69.52	68.70
资产负债率 (%)	62.08	64.81	73.10	72.01
流动比率 (%)	77.32	69.75	53.88	58.04
速动比率 (%)	64.32	52.86	40.40	46.02
经营现金流动负债比 (%)	3.17	8.73	0.82	--
现金短期债务比 (倍)	0.38	0.26	0.21	0.27
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.36	3.71	0.25	--
全部债务/EBITDA (倍)	6.04	7.17	100.04	--

注: 1. 部分合计数与各相加数直接相加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; 2. 数据如无特别注明均为合并口径; 3. 2020-2022 年数据使用相应年度报告的当期/期末数据; 4. 2023 年一季度数据未经审计; 5. 其他应付款科目中的“资金拆借款”计入短期债务, 长期应付款科目中的“应付售后回租款”计入长期债务; 6. 如无特别说明, 财务相关的比例计算均以“元”为单位计算;

资料来源: 联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部口径)

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	13.90	9.25	12.68	20.58
资产总额 (亿元)	301.70	322.98	316.39	360.91
所有者权益 (亿元)	113.78	113.47	126.32	125.39
短期债务 (亿元)	47.90	58.83	75.43	77.43
长期债务 (亿元)	51.86	55.43	52.69	59.48
全部债务 (亿元)	99.77	114.26	128.12	136.91
营业总收入 (亿元)	67.63	79.27	77.78	12.83
利润总额 (亿元)	7.19	2.46	20.23	-0.88
EBITDA (亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流 (亿元)	9.27	11.83	21.68	0.84
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	10.56	10.21	7.20	--
存货周转次数 (次)	10.71	10.20	9.16	--
总资产周转次数 (次)	0.23	0.25	0.24	--
现金收入比 (%)	64.94	38.39	42.11	101.59
营业利润率 (%)	18.40	11.68	8.51	8.52
总资本收益率 (%)	4.75	2.96	9.90	--
净资产收益率 (%)	5.52	2.15	16.34	--
长期债务资本化比率 (%)	31.31	32.82	29.43	32.17
全部债务资本化比率 (%)	46.72	50.17	50.35	52.20
资产负债率 (%)	62.29	64.87	60.07	65.26
流动比率 (%)	72.66	64.00	61.89	75.60
速动比率 (%)	68.58	58.67	56.48	71.98
经营现金流动负债比 (%)	6.88	7.78	15.98	--
现金短期债务比 (倍)	0.29	0.16	0.17	0.27
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA (倍)	--	--	--	--

注: 1. 部分合计数与各相加数直接相加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; 2. 数据如无特别注明均为合并口径; 3. 2020 - 2022 年数据使用相应年度报告的当期/期末数据; 4. 2023 年一季度数据未经审计; 5. 如无特别说明, 财务相关的比例计算均以“元”为单位计算

资料来源: 联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	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	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持