

跟踪评级公告

联合[2013]057号

安徽山鹰纸业股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对安徽山鹰纸业股份有限公司主体长期信用状况和发行的 2012 年 8 亿元公司债券进行跟踪评级，确定：

安徽山鹰纸业股份有限公司主体长期信用等级为 AA

安徽山鹰纸业股份有限公司发行的 8 亿元公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：

二零一三年五月二十三日

地址：天津市和平区曲阜道 80 号

电话：022-58356998

传真：022-58356989

<http://www.lianhecreditrating.com.cn>

安徽山鹰纸业股份有限公司

2012 年公司债跟踪评级分析报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果: AA

上次评级结果: AA

债项简称: 12 山鹰

债项信用等级

跟踪评级结果: AA

上次评级结果: AA

跟踪评级时间: 2013 年 5 月 18 日

上次评级时间: 2012 年 4 月 13 日

主要财务数据:

项 目	2011 年	2012 年	2013 年 3 月
资产总额(亿元)	67.51	78.31	85.47
所有者权益(亿元)	30.09	29.82	29.74
长期债务(亿元)	6.39	23.98	25.50
全部债务(亿元)	31.47	42.43	49.75
营业收入(亿元)	39.84	41.43	9.55
净利润(亿元)	0.38	-0.27	-0.08
EBITDA(亿元)	4.06	4.42	-
经营性净现金流(亿元)	-2.06	0.05	0.14
营业利润率(%)	10.86	11.80	12.82
净资产收益率(%)	1.54	-0.90	-0.26
资产负债率(%)	55.43	61.92	65.20
全部债务资本化比率(%)	51.12	58.73	62.58
流动比率	0.90	1.38	1.24
EBITDA 全部债务比	0.13	0.10	-
EBITDA 利息倍数(倍)	2.80	1.99	-
EBITDA/本期发债额(倍)	0.51	0.55	-

注: 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; 2013 年一季度数据未经审计。

分析师

张兆新 钟月光

电话: 022-58356998

传真: 022-58356989

地址: 天津市和平区曲阜道 80 号 (300042)

Http: // www. lianhecreditrating. com. cn

评级观点

2012 年, 我国经济增长的外部环境继续弱化, 我国的出口、投资增速下降, 经济增长也逐步回落; 受我国经济下行和造纸需求增速放缓、资源环境约束增强等因素影响, 造纸行业增速下滑明显, 市场竞争进一步加剧, 全年造纸产品价格呈现下跌态势, 行业利润率水平整体走低。受上述因素影响, 跟踪期内安徽山鹰纸业股份有限公司(以下简称“公司”或“山鹰纸业”)2012 年利润有一定的下降, 资产负债率有所上升, 但经营性净现金流有较大的改善, 联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)维持山鹰纸业 AA 的主体和债项信用等级, 评级展望为稳定。公司已于 2012 年 10 月份启动重大资产重组事项, 联合评级将积极关注公司资产重组事项的进展情况, 及时据事态发展进行跟踪评级。

优势

1. 公司地处经济发达的华东地区, 纸产品消费大且原料供给充足。公司位于长江中下游黄金水道, 水陆交通运输便捷。皖江城市带的规划与建设, 为公司包装造纸业的发展提供了机遇。

2. 公司生产规模较大, 销售渠道畅通, 在造纸领域具有较强的技术研发实力, 主要产品和技术处于国内领先地位。

3. 公司 2011 年非公开发行股票募集资金所投入的造纸项目建成投产后, 将显著提高公司产能, 增强其综合竞争力, 并实现规模收益。

关注

1. 废纸的采购价格波动对公司盈利的稳定性有一定的影响, 对公司成本控制及营销管理提出了更高的要求。

2. 目前生产包装纸的企业较多, 竞争较激烈, 未来我国工业增加值的减速对公司产品

的需求可能产生不利影响。

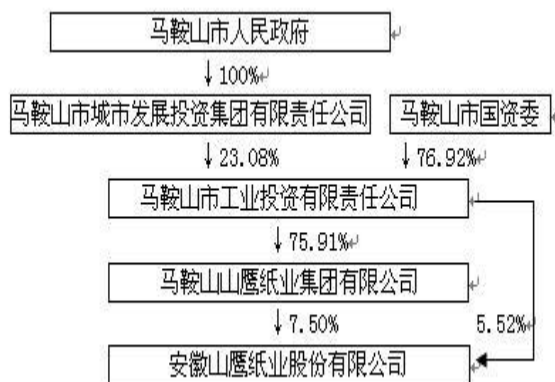
3. 跟踪期内，受我国经济下行和造纸需求增速放缓、资源环境约束增强等因素影响，公司经营出现亏损。

一、主体概况

安徽山鹰纸业股份有限公司（以下简称“公司”或“山鹰纸业”）是于 1999 年 10 月 20 日经安徽省体改委皖体改函[1999]74 号文和安徽省人民政府皖府股字[1999]第 26 号批准证书批准，由马鞍山市山鹰造纸有限责任公司依法变更设立的股份有限公司，注册资本为 10,050 万元人民币。公司于 2001 年 12 月 18 日在上海证券交易所挂牌上市，股票简称：山鹰纸业，股票代码：600567。截至 2012 年底，公司注册资本为人民币 158,601.70 万元。

截至 2012 年底，公司股本总额为 1,586,016,989.00 股，其中有限售条件股份占比 55.17%，公司实际控制人是马鞍山市人民政府，控股股东是马鞍山山鹰纸业集团有限公司（以下简称“集团”或“山鹰集团”）。马鞍山山鹰纸业集团有限公司为公司第一大股东，持股比例为 7.50%；马鞍山市工业投资有限责任公司为公司第二大股东，持股比例为 5.52%。

图 1 公司股权结构



资料来源：公司提供

公司于 2012 年 10 月份启动重大资产重组事项，以发行股份购买资产方式向福建泰盛实业有限公司等方收购吉安集团股份有限公司 100% 股权并募集配套资金。公司本次发行股份购买资产方案与马鞍山山鹰纸业集团有限公司与福建泰盛实业有限公司间就山鹰纸业股份转让方案互为条件、同步实施。目前，该事项已经公司五届七次、五届八次董事会、2013 年第一次临时股东大会审议通过，并已取得国务院国资委的同意批复，已取得商务部的核准，中国证监会已受理申请，尚须取得中国证监会核准。

截至 2012 年底，公司（合并）资产总额 783,089.58 万元，负债总额 484,901.50 万元，所有者权益（含少数股东权益）298,188.08 万元。2012 年公司实现合并营业收入 414,344.70 万元，净利润（含少数股东损益）-2,687.01 万元。经营活动产生的现金流量净额 494.87 万元，现金及现金等价物净增加额 28,980.16 万元。

截至 2013 年一季度末，公司（合并）资产总额 854,694.47 万元，负债总额 557,267.28 万元，所有者权益（含少数股东权益）297,427.19 万元；2013 年一季度，公司实现合并营业收入 95,470.76 万元，净利润（含少数股东损益）-760.89 万元。经营活动产生的现金流量净额 1,425.41 万元，现金及现金等价物净增加额 6,958.61 万元。

二、债券概况

公司 2012 年 8 亿元公司债券于 2012 年 8 月 24 日发行结束，最终发行规模为 8 亿元。本期债

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；附第五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。本期债券于 2012 年 8 月 22 日面向社会公众投资者网上公开发行，网上发行代码为“751973”，简称为“12 山鹰债”，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。

三、经营环境变化情况

1. 行业供需及经济效益情况

2012 年，受我国经济下行和造纸需求增速放缓、资源环境约束增强等因素影响，造纸行业整体产销基本平衡，但行业增速下滑明显，市场竞争进一步加剧，全年造纸产品价格呈现下跌态势，行业利润率水平整体走低。根据 Wind 数据，2012 年，我国机制纸及纸板产量为 11,375.50 万吨，同比增长 4.70%；新闻纸产量为 389.50 万吨，同比增长 6.90%；纸浆产量为 1,704.31 万吨，同比减少 4.91%；未涂布印刷书写用纸产量为 841.68 万吨，同比减少 4.38%；卫生用纸原纸产量为 350.30 万吨，同比增长 12.07%；箱纸板产量为 1,329.54 万吨，同比减少 10.01%；纸制品产量为 4,803.81 万吨，同比增长 14.08%；瓦楞纸箱产量为 2,809.21 万吨，同比增长 9.05%。

从产销率看，根据国家统计局的数据，2012 年造纸行业的产销率为 97.90%，比 2011 年的 97.50%提高 0.4 个百分点。

从行业进出口看，根据海关总署数据显示，2012 年，我国累计进口废纸 3,006.92 万吨，用汇 62.72 亿美元，较上年同期分别增长 10.22%和-9.98%；累计进口纸浆 1,646.60 万吨，用汇 111.09 亿美元，较上年同期分别增长 13.96%和-6.90%；累计进口纸及纸板合计 311.01 万吨，较上年同期增长-6.04%，用汇 37.89 亿美元，较上年增长-9.27%；2012 年我国累计出口纸及纸板合计 513.06 万吨，创汇 62.92 亿美元，较上年同期分别增长 0.78%和-1.99%。

从行业经济效益看，根据 Wind 数据，2012 年，造纸行业实现主营业务收入 6,888.06 亿元，同比增长 6.87%；利润总额 342.86 亿元，同比增长 3.61%；总资产为 7,867.91 亿元，同比增长 6.82%；收入的增长与资产的增长基本相等，但利润的增长却只有收入增长的约一半，说明已经出现行业规模不经济。

总体来看，造纸行业整体产销基本平衡，但行业增速下滑明显，市场竞争进一步加剧。

2. 行业发展趋势

展望未来，国际环境充满复杂性和不确定性，国内经济运行处在寻求新平衡的过程中。根据国内造纸工业生产和造纸原料供应以及国内外纸张市场走势，未来几年国内造纸工业生产和市场总体态势为：

纸张生产和消费整体将呈现增长，但增速降低

随着国内经济逐步企稳和经济总量的增长，将继续拉动国内市场对纸张总量需求的增加，而需求的增长也为我国造纸工业提供了发展空间，从而必将推动国内纸及纸板生产总量和消费总量继续增长，但增长速度将会逐步减缓。

转型升级，淘汰落后，企业整合速度加快

受产能扩张、生产成本增加、市场变化和竞争压力加剧等因素影响，将促使企业加快转型升级，由过去的依靠投资增量发展转向练好内功、提高生产效率和产品质量、降低生产成本的质量效益型方向发展，同时也会加快落后装备的淘汰速度和企业间并购重组、整合资源的速度。

新技术应用和新产品开发将加快

产能增加过快，市场竞争加剧，生产成本上升压力加大，将促使企业加快对新技术的应用，尤其是节能减排方面的技术，以降低生产成本；同时也会加大开发新产品力度，以应对市场变化，增强竞争力。

国际贸易摩擦增多，纸张产品出口受阻

随着我国生产总量的增长和产品品质提高及品种的增多，多数产品生产量已基本能够满足国内市场需求，使得纸和纸板产品进口量在逐年减少的同时出口总量也在逐年增加，尤其是国内近年来产能增量较大的涂布和非涂布印刷用纸。

由于全球经济低迷，贸易保护主义抬头，世界各国对中国纸张出口量增长都十分关注，纷纷采取制约措施来限制我国纸张产品出口。目前已有美国、欧盟、阿根廷、泰国、巴基斯坦和我国台湾地区等分别就我国涂布纸或非涂布纸出口提起了“单反”或“双反”调查，有的已经做出了裁定，这就给我国纸和纸板产品进入国际市场设置了障碍，将给今后一段时间内我们生产企业的出口带来影响。这一问题应引起企业重视。

商品纸浆和废纸进口量继续增加

全球经济低迷，纸浆纸张市场也难以独善其身。经济发达体中各国纸张生产和需求均有不同程度下降，因此，对商品纸浆和废纸也就没有更多增量需求。由于商品纸浆全球生产能力还在增加（尤其是漂白阔叶浆），所以各国供应商都把眼睛盯上了有增量需求的中国，加上今年国际浆价比去年下跌，国内各主要造纸企业和贸易商也就加大了商品纸浆和废纸采购量。如果按国内造纸生产增量和国内纸浆生产量及废纸回收量估算，预计今年进口商品纸浆和废纸的量将会有较大幅度增长，将挤压到国内原生纸浆生产和国内废纸回收量。

减排政策和管理力度加大

随着制浆造纸工业水污染物排放新标准的实施，对 COD、BOD、氨氮排放总量及浓度指标管理将更加严格，尤其是标准中对废水排放量限制加严了，致使生产企业在废水治理方面的投入和运行成本增加。

目前环保部正在制定“十二五”期间污染物总量控制方案，将对造纸工业污染物排放量实施更加严格和细致的管理（包括中控管理、全口径统计、污染物总量交易管理措施等），如果此方案实施将对造纸工业后续发展带来影响。

总体看，未来 1-2 年全球经济仍处危机后的调整期，国际环境充满复杂性和不确定性；国内原有的竞争优势、增长动力逐渐减弱，而新优势尚未形成，市场信心和预期不稳，造纸工业经济运行正处在转型和寻求新平衡的过程中。

四、经营变化情况

1. 经营概况

2012 年以来，公司仍主要从事机制纸、纸板及其纸制品的生产与销售。箱板类纸品是公司的主要收入和利润来源，2011 和 2012 年占主营业务收入的比例均在 80%以上。公司的文化用纸和运输业务收入占比较小。公司的主营业务成本随着主营业务收入的增加而增加，其构成也大体与主营业务收入的构成相当（表 1）。

表 1 2011 年~2012 年公司主营业务收入和成本构成表（金额单位：亿元）

项 目	2011 年				2012 年			
	主营业 务收入	收入构成	主营业务 成本	成本构成	主营业 务收入	收入构成	主营业 务成本	成本构成
箱板类	31.72	80.00%	28.3	80.58%	32.57	79.27%	29.28	81.42%
新闻纸	6.88	17.35%	6.01	17.11%	7.82	19.03%	6.21	17.27%
文化纸	0.93	2.35%	0.75	2.14%	0.44	1.07%	0.35	0.97%
运输行业	0.12	0.30%	0.06	0.17%	0.26	0.63%	0.12	0.33%
合计	39.65	100%	35.12	100%	41.09	100%	35.96	100%

资料来源：根据公司年报整理

从 2012 年的主营业务利润占比与收入的占比来看，公司箱板类纸品的主营业务利润占比比上年有所下降，新闻纸的占比有较大上升，其他业务变化不大，占比仍较小。

2012 年公司的综合毛利率略有提高，主要是因为提高了毛利率较高的新闻纸的生产量。

表 2 2011~2012 年主营业务板块利润及毛利率情况表（金额单位：亿元）

项 目	2011 年			2012 年		
	主营业 务利润	主营业 务利润构成	毛利率 (%)	主营业 务利润	主营业 务利润构成	毛利率 (%)
箱板类纸品	3.42	75.50%	10.78	3.29	64.13%	10.10
新闻纸	0.87	19.21%	12.65	1.61	31.38%	20.59
文化纸	0.18	3.97%	19.35	0.09	1.75%	20.45
运输服务	0.06	1.32%	50.00	0.14	2.73%	53.85
合计	4.53	100%	11.42	5.13	100.00 %	12.48

资料来源：根据公司年报整理

2012 年，公司生产经营总体保持稳定，产销量较上年有一定增长，实现产销平衡。公司 2012 年全年完成造纸产量 100.87 万吨，同比增长 12.88%；完成瓦楞箱板纸箱产量 5.17 亿平方米，同比下降 3.18%；全年实现营业收入 41.43 亿元，同比增长 4.01%。由于公司全年财务费用上升，废纸回收政府补贴减少，营业外收入大幅下降；公司对部分淘汰设备进行处置，营业外支出有所增加等原因，公司 2012 年年度业绩出现亏损。

2013 年一季度，公司实现营业收入 95,470.76 万元，同比下降 1.55%；净利润（含少数股东损益）-760.89 万元，同比减少 1,854.75 万元；营业利润率为 12.82%，比 2011 年提高 1.02 个百分点。

2. 原材料采购

公司原材料的 95%以上为废纸，废纸供应情况和价格变动对公司生产经营有较大影响，随着公司生产规模的不断扩大，对废纸的需求量还会增加。公司将根据废纸市场价格波动情况适时增减废纸库存，以满足公司生产所需，同时公司将根据进口废纸和国内废纸的供应、价格等情况，通过品种结构调整、工艺调整等措施，实现进口废纸和国内废纸的相互调剂和相互替代，以保证生产所需和控制成本的目的。2012 年木浆的采购量大幅增长，国外废纸采购量也有较大的增长，国内废纸略有增长，采购价格都有较大的下降（表 3）。

表 3 公司 2011~2012 年原材料采购量及采购价格

产品	项 目	2011 年	2012 年	同比增长(%)
国外废纸	采购量(吨)	600,436.51	653,760.84	8.88
	不含税采购均价(元/吨)	1,850.82	1,520.54	-17.85
国内废纸	采购量(吨)	449,738.4	466,840.49	3.80
	不含税采购均价(元/吨)	1,669.35	1,273.21	-23.73
木浆	采购量(吨)	11,192.08	19,078.68	70.47
	不含税采购均价(元/吨)	4,828.66	3,957.13	-18.05

资料来源:根据公司提供资料整理

国内废纸主要面向江苏、浙江、安徽、上海、湖北等省市废品回收站、个体户进行收购,多年来已形成较为稳定的回收网络。为了保证国内废纸的供应,公司在巩固原有废纸回收网络的同时,积极利用长江水运的优势向江西、湖北等省的沿江城市增设收购网点,扩大国内废纸收购网络。

2012 年,公司从前五家供应商采购的原材料占比为 16.88%,供应商仍较分散,主要原材料(废纸)前五名供应商如表 4。

表 4 2012 年公司采购前五名供应商情况(单位:万元)

供应商	金额(万元)	占比
安徽省电力公司马鞍山供电公司	25,699.40	7.03
中国外运安徽有限公司	10,629.34	2.91
美国艾朗(ALLAN COMPANY)	8,973.80	2.46
山东丰源中科生态科技有限公司	8,708.26	2.39
美国环宇有限公司上海办事处	7,653.38	2.09
合计	61,664.18	16.88

资料来源:公司提供

3. 生产和销售

2012 年公司主要以直销为主的模式获取订单,并在销售过程中采用大客户配套跟进、抢占战略市场和全方位营销等策略。目前,公司年造纸产能 105 万吨。2012 年公司新闻纸、文化纸、包装纸和纸箱的产能利用率分别为 111.06%、58.5%和 94.17%,产能利用率高。新闻纸超过 100%是因为销售的产品有一部分来自上年度的库存。文化纸产量下降较多导致其产能利用率大幅下降,主要是文化用纸市场不景气,公司减少对它的生产量。

表 5 公司 2011~2012 年产销量、产销率和目前产能情况

产品	项 目	2011 年	2012 年	同比增长(%)	目前年生产能力
新闻纸	产量(万吨)	15.69	17.77	13.26	16
	销量(万吨)	15.36	17.79	15.82	
	产销率(%)	97.90	100.11		
文化纸	产量(万吨)	1.96	1.17	-40.31	2
	销量(万吨)	2	0.99	-50.50	
	产销率(%)	102.04	84.62		
包装纸	产量(万吨)	71.71	81.93	14.25	87
	销量(万吨)	70.51	83.21	18.01	
	产销率(%)	98.33	101.56		

资料来源:根据公司提供资料整理

2012 年公司所有产品均仍由公司直接销售,由于我国工业经济的放缓,2012 年公司的产品中包装纸的价格下降较多,新闻纸下降较少(表 6)。

表 6 公司 2011~2012 年主要产品平均销价

产品	平均售价（元/吨）		
	2011 年	2012 年	同比增长（%）
新闻纸	4,478.03	4,398.81	-1.77
文化纸	4,651.72	4,417.06	-5.04
包装纸	3,238.70	2,917.83	-9.91

资料来源：根据公司提供资料整理

4. 重要投资

2011 年 4 月，公司非公开发行股票 22,000 万股，募集资金总额 10.56 亿元，扣除发行费用后，实际募得资金 10.25 亿元，投资年产 45 万吨造纸项目，投资总额 125,599 万元。2011 年 5 月，经公司 2011 年第一次临时股东大会审议通过，公司计划投资 80 万吨造纸项目，即在 45 万吨造纸项目基础上，增建 35 万吨造纸项目，增加投资额 100,267 万元。上述项目产品为低克重高强度挂面箱板纸，规模较大，成纸质量要求很高，从原料配比、设备选型、工艺流程及生产工艺参数的确定上都必须要有妥善的考虑。由于其市场需求与经济发展高度相关，受近年来我国经济快速增长，特别是消费增长的影响，国内箱板纸的需求增长快速，我国每年需要大量进口补充国内供应的不足。该项目产品为高档挂面箱板纸，为目前箱板纸进口的主要品种。随着我国经济的发展，消费者的要求日益提高，该产品是未来箱板纸行业中，需求增长较快的品种。

此外 2011 年公司还投资污泥焚烧综合利用项目，项目规模为 2 台 180T/H 循环流化床锅炉，一台 60MW 汽轮发电机组，该项目使公司在对排放物作安全处理的同时再循环利用来为之发电，建成后预计会有较好的经济效益和社会效益。

表 7 公司 2012 年末在建工程情况 单位：万元

项目名称及简介	建设期	总投资	项目进度	其中自有资金投入额	募集资金投入	银行借款	已到位资金
污泥焚烧综合利用项目	进入调试生产阶段	43,764	96%			32,000	32,000
45 万吨造纸项目	预计 2014.11 完工	125,599	28%	13,629.56	31,664.40		
80 万吨造纸项目(35 万吨部分)	预计 2014 年下半年投产	100,267	30%	8,870		43,446	43,446

资料来源：根据公司提供资料整理

总体看，公司的投资项目于 2013 和 2014 年将陆续完工投产，投产后可发挥规模效益和综合利用收益，公司的盈利能力有望有所改善。

5. 重要事项

2012 年 12 月 20 日，山鹰纸业召开五届第七次董事会，审议并通过了重大资产重组预案。马鞍山山鹰纸业集团有限公司（以下简称“山鹰集团”）和福建泰盛实业有限公司（以下简称“泰盛实业”）签署了《股权转让协议》。相关各方（山鹰纸业、山鹰集团、泰盛实业、吉顺投资、泰安投资、众诚投资、速丰投资和吴丽萍等 25 名自然人及吉安集团）签署了《发行股份购买资产及股份转让暨关联交易之框架协议》。2012 年 12 月 29 日，山鹰纸业召开八届三次职工代表大会，审议通过《关于安徽山鹰纸业股份有限公司实施重大资产重组的议案》。2013 年 3 月 12 日，山鹰纸业召开五届第八次董事会，审议并通过了发行股份购买资产并配套融资暨关联交易相关议案。山鹰纸业、泰盛实业、吉顺投资、泰安投资、众诚投资、速丰投资和吴丽萍等 25 名自然人签署了《发行股份购买资产协议》和《业绩补偿协议》。2013 年 3 月 28 日，山鹰纸业召开 2013 年第一次临时股东大会，审议并通过了发行股份购买资产并配套融资暨关联交易相关议案。

2012年10月16日，山鹰集团召开第二董事会第五十七次会议，审议并通过了拟通过公开征集受让方的方式转让其持有的山鹰纸业7.5%股份相关议案。2012年10月23日，山鹰集团股东会审议并通过了拟通过公开征集受让方的方式转让其持有的山鹰纸业7.5%股份相关议案。2012年10月29日，山鹰集团收到安徽省国资委《关于协议转让安徽山鹰纸业股份有限公司7.5%国有股股份有关事宜的批复》（皖国资产权函[2012]723号），同意山鹰集团公开征集受让方，协议转让其所持有的山鹰纸业118,980,834股股份（占山鹰纸业总股本7.5%）。2012年12月13日，山鹰集团召开第二届董事会第五十八次会议。会议审议通过了确定协议转让安徽山鹰纸业股份有限公司国有股股权受让方相关议案。2012年12月20日，山鹰集团召开股东会。会议审议通过了确定协议转让安徽山鹰纸业股份有限公司国有股股权受让方相关议案。同日，山鹰纸业、山鹰集团、吉安集团、泰盛实业、吉顺投资、泰安投资、众诚投资、速丰投资和吴丽萍等25名自然人签署了《框架协议》，山鹰集团和泰盛实业签署了《股权转让协议》。

2013年5月2日，公司重组交易对方泰盛实业已收到商务部下发的《审查决定通知》（商反垄断审查函[2013]第56号），“根据《中华人民共和国反垄断法》第二十六条规定，经审查，对安徽山鹰纸业股份有限公司与马鞍山山鹰纸业集团与福建泰盛实业有限公司等各方关于发行股份购买资产及股份转让暨关联交易的经营集中不予禁止，从即日起可以实施集中。”

2013年5月6日，公司收到中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）《中国证监会行政许可申请受理通知书》（130344号），中国证监会依法对公司提交的《安徽山鹰纸业股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易核准》行政许可申请材料进行了审查，认为该申请材料齐全，符合法定形式，决定对该行政许可申请予以受理。

收购人子公司吉安集团与公司作为两家大型造纸企业，主营业务均为包装纸及纸板、纸箱的生产和销售。本次收购及公司重大资产重组完成后，将实现收购人相关造纸及纸制品资产的整体上市，向上市公司注入资产质量好、可持续盈利能力强的优质资产，实现资本市场登陆；同时可充实公司的主营业务，帮助公司提高的战略管理、资源运营、资本运作、产品制造和营销服务能力，增强核心竞争力，获得持续发展能力。本次收购完成后，公司将在生产规模、市场份额及盈利能力等各方面得到较大幅度提升，将由区域性企业变为跨地区的全国性造纸企业，成为国内造纸行业的龙头企业之一。同时，有助于改善收购公司的规范运作，提高公司治理水平。

联合评级将积极关注公司资产重组事项的进展情况，及时据事态发展进行跟踪评级。

五、财务分析

1. 财务概况

公司2012年度财务报表已经天健会计师事务所审计，出具了标准无保留审计意见。

截至2012年底，公司（合并）资产总额783,089.58万元，负债总额484,901.50万元，所有者权益（含少数股东权益）298,188.08万元。2012年公司实现合并营业收入414,344.70万元，净利润（含少数股东损益）-2,687.01万元。经营活动产生的现金流量净额494.87万元，现金及现金等价物净增加额28,980.16万元。

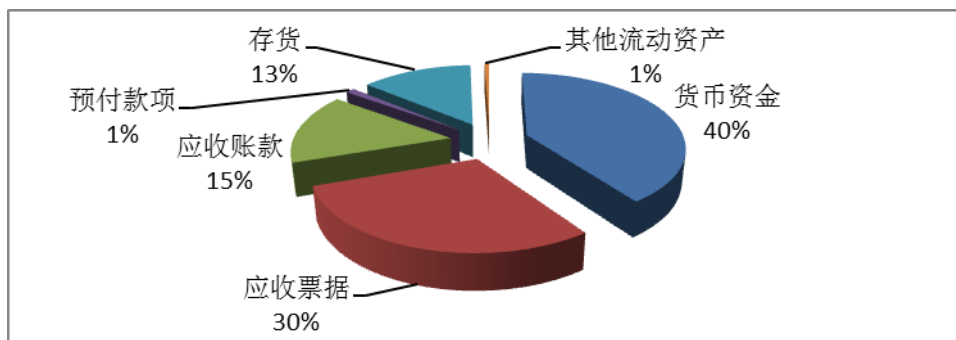
截至2013年一季度末，公司（合并）资产总额854,694.47万元，负债总额557,267.28万元，所有者权益（含少数股东权益）297,427.19万元；2013年一季度，公司实现合并营业收入95,470.76万元，净利润（含少数股东损益）-760.89万元。经营活动产生的现金流量净额1,425.41万元，现金及现金等价物净增加额6,958.61万元。

2. 资产结构

2012 年底，受经营规模扩大影响，公司资产总额为 783,089.58 万元，较上年末增长 15.99%，资产结构变化不大，仍以非流动资产为主（占 57.09%）。

2012 年底，公司流动资产主要以货币资金、应收票据、应收账款和存货为主。

图 2 2012 年公司流动资产构成情况



资料来源：公司年报

截至 2012 年底，随着借款的增加，公司货币资金大幅增长，比上年增长 31.94%，公司货币资金主要以银行存款为主，为 82,116.65 万元（占 61.13%），比上年增长 91.82%，其中有 10,955.04 万元为受限票据保证金；公司的应收票据为 99,451.43 万元，同比增长了 55.15%，主要是承兑汇票大幅增长所致；受公司经营业务规模扩大影响，2012 年底公司应收账款账面金额为 56,409.86 万元，较上年末增长 22.60%，应收账款账龄以 1 年以内的为主，占账面余额的 96.79%，公司采用账龄分析法对应收账款计提了坏账准备，2012 年底公司应收账款坏账准备为 5,426.73 万元，坏账准备计提充分。公司存货规模较年初减少了 21.33%，为 44,928.70 万元，由于原材料中有部分长期积压的备品备件，有减值迹象，2012 年公司计提了 1,706.37 万元的存货跌价准备。

截至 2012 年底，公司非流动资产主要以固定资产（占 64.68%）、在建工程（占比 27.13%）及无形资产（占 6.94%）为主。公司固定资产为 289,160.61 万元，较上年减少 7.46%；在建工程为 121,288.64 万元，比上年增长 106.44%，主要是公司在建项目较多所致；无形资产为 31,036.48 万元，比上年增长 40.91%，主要系公司年内新购入土地致使土地使用权账面价值增加所致。

截至 2013 年 3 月底，公司的资产规模和构成与 2012 年底相比变化不大。

总体看，跟踪期内公司资产结构变化不大，资产质量较好。

3. 负债和所有者权益

受公司经营和投资规模增长影响，2012 年公司负债总额为 484,901.50 万元，比上年增长 29.57%。截至 2012 年底，公司负债总额中流动负债占 50.30%，非流动负债占 49.70%。

公司流动负债中短期借款和应付账款占比较大。截至 2012 年底，公司短期借款账面金额为 149,474.75 万元，同比增长了 18.11%，以保证借款为主（占 71.84%），并有少量的质押借款、信用借款、承兑汇票贴现、存单质押借款和押汇借款。

截至 2012 年底，公司应付账款账面金额为 37,290.56 万元，较年初下降 19.80%，主要由于造纸行业不景气相应减少了原材料的采购量。

2012 年底，公司非流动负债主要为长期借款和应付债券，占非流动负债的比例分别为 66.75%和 32.77%；长期借款为 160,863.55 万元，同比增长 151.71%；公司应付债券全部为 2012 年发行的公司债券。

2012 年底公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 60.40%、56.71%和 33.04%，有一定的债务压力，但仍处行业正常水平。

截至 2013 年 3 月底，公司的负债规模和构成与 2012 年底相比变化不大。

截至 2012 年底，公司所有者权益合计为 298,188.08 万元，较年初减少 0.89%，其中归属母公司所有者权益 294,423.66 万元，少数股东权益 3,764.42 万元。公司归属母公司所有者权益以股本、资本公积和未分配利润为主，其中股本为 158,601.70 万元比年初增长 110.00%，是由于公司 2012 年实施资本公积金转增股本所致。

截至 2013 年 3 月底，公司的权益规模和构成与 2012 年底基本相同，权益结构比较稳定。

总体看，跟踪期内公司负债规模有较大上升，但仍维持在正常水平，公司的所有者权益稳定性较好。

4. 盈利能力

2012 年公司主营业务收入规模保持增长，实现营业收入 414,344.70 万元，较上年增长 4.01%，营业利润率和主营业务毛利率分别为 11.80%和 12.49%，较上年均略有提高。

表 8 2011 年~2012 年公司利润构成情况 单位：万元

项目	2011 年	2012 年
营业利润	-2,428.41	-5,263.13
其中：投资收益	-39.68	1,311.39
营业外收入	8,422.49	4,758.48
利润总额	5,097.15	-2,286.02
净利润	3,814.51	-2,687.01

资料来源：公司年报

从上表中可以看出，跟踪期内公司营业利润、利润总额及净利润均较上年有所下降，但下降幅度较小；从盈利构成看，公司投资业务所形成的投资收益跟踪期增幅较大。而营业外收入窄幅下降，主要是政府补助大幅减少所致。

2013 年一季度，公司实现营业收入 95,470.76 万元，同比下降 1.55%；净利润（含少数股东损益）-760.89 万元，同比减少 1,854.75 万元；营业利润率为 12.82%，比 2011 年提高 1.02 个百分点。

总体看，跟踪期内公司盈利能力较上年有一定的下降，主营业务盈利能力较弱。

5. 现金流

公司经营现金流状况良好，跟踪期内公司经营活动产生的现金流量净额为 494.87 万元，较上年大幅增长。2012 年公司现金收入比为 73.71%，比上年有所提高。

跟踪期内，公司经营活动现金流规模较大，并且呈净流入状态；受投资支付现金和购建固定资产、无形资产规模增长影响，公司投资活动净现金流为-64,039.77 万元；受公司年内发行公司债和借款规模增长影响，公司的筹资规模较大且呈现金净流入状态。

2013 年一季度，公司经营活动产生的现金流量净额为 1,425.41 万元，比上年同期下降了 13,024.79 万元；投资活动现金流量净额为-42,662.70 万元，比上年同期增长了 29,375.56 万元；筹资活动现金流量净额为 48,258.08 万元，比上年同期增加了 42,356.50 万元(主要是银行借款增加)。

总体看，公司经营净现金流波动较大，经营性净现金流仍不能满足投资的需要，外部融资依赖大。

6. 偿债能力

截至 2012 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.38 和 1.19，较上年末有较大改善。公司经营活动现金流状况良好，短期支付压力不大。2012 年公司 EBITDA 为 44,179.73 万元，较 2011 年有所增长，但由于 2012 年公司短期借款规模大幅增长，利息支出增大，导致 EBITDA 对全部债务和利息的保障能力下降。考虑到公司目前重点项目大都处于在建状态，项目资本开支较大，预计项目投产并发挥经济效益将在 2014 年，届时公司盈利能力与偿债能力将明显改观。

六、综合评价

我国造纸行业随着法律、市场、产业环境的进一步规范和完善，仍有较大的发展空间。公司地处经济发达的华东地区，是我国最大的的纸产品消费市场之一；同时，华东地区城市密集，废纸产生量大，为公司提供了广阔的原料市场。公司位于长江中下游黄金水道，紧邻南京、芜湖，水陆交通运输便捷，产品辐射面广。公司所处的皖江城市带，承接了产业转移示范区建设的国家战略。产业转移将为安徽省制造业带来难得的发展机遇，从而为包装造纸业的发展提供广阔的市场空间。2012 年由于宏观经济增速的放缓对造纸行业造成一定的不利影响，公司利润有一定下降，但经营性净现金流较上年有较大改善，联合评级维持山鹰纸业 AA 的主体和债项等级，评级展望为“稳定”。公司已于 2012 年 10 月份启动重大资产重组事项，联合评级将积极关注公司资产重组事项的进展情况，及时据事态发展进行跟踪评级。

附件 1-1 安徽山鹰纸业股份有限公司
2011 年~2013 年 3 月末合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资产	2011 年末	2012 年末	变动率(%)	2013 年 3 月末
流动资产：				
货币资金	101,773.00	134,278.66	31.94	148,667.51
交易性金融资产	0.00	156.39		0.00
应收票据	64,101.17	99,451.43	55.15	98,048.92
应收账款	41,320.59	50,983.12	23.38	66,559.22
预付款项	7,199.22	3,607.67	-49.89	3,908.57
应收利息	0.00	0.00		0.00
应收股利	0.00	0.00		0.00
其他应收款	1,074.83	747.96	-30.41	978.21
存货	57,109.59	44,928.70	-21.33	50,120.15
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00		0.00
其他流动资产	5,060.83	1,840.26	-63.64	5,349.01
流动资产合计	277,639.24	335,994.20	21.02	373,631.59
非流动资产：				
可供出售金融资产	0.00	0.00		0.00
持有至到期投资	0.00	0.00		0.00
长期应收款	0.00	0.00		0.00
长期股权投资	766.80	766.80	0.00	766.80
投资性房地产	1,719.08	1,672.85	-2.69	1,661.30
固定资产	312,475.25	289,160.61	-7.46	283,297.24
生产性生物资产	0.00	0.00		0.00
油气资产	0.00	0.00		0.00
在建工程	58,751.32	121,288.64	106.44	160,740.91
工程物资	0.00	0.00		0.00
固定资产清理	0.00	0.00		0.00
无形资产	22,025.72	31,036.48	40.91	30,844.29
开发支出	0.00	0.00		0.00
商誉	0.00	0.00		0.00
长期待摊费用	529.23	518.03	-2.12	515.23
递延所得税资产	1,205.92	1,555.36	28.98	1,808.71
其他非流动资产	0.00	1,096.61		1,428.40
非流动资产合计	397,473.32	447,095.38	12.48	481,062.88
资产总计	675,112.56	783,089.58	15.99	854,694.47

附件1-2 安徽山鹰纸业股份有限公司

2011 年～2013 年 3 月末合并资产负债表（负债及股东权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2011 年末	2012 年末	变动率(%)	2013 年 3 月末
流动负债：				
短期借款	126,555.16	149,474.75	18.11	187,226.87
交易性金融负债	0.00	0.00		0.00
应付票据	45,222.72	15,149.05	-66.50	35,495.83
应付账款	46,495.17	37,290.56	-19.80	33,562.10
预收款项	3,188.74	996.50	-68.75	2,561.44
应付职工薪酬	2,441.62	2,561.36	4.90	1,835.89
应交税费	1,876.23	2,121.18	13.06	2,508.34
应付利息	1,958.35	3,064.07	56.46	4,843.07
应付股利	0.85	0.85	0.00	0.85
其他应付款	2,506.31	3,439.52	37.23	3,386.37
一年内到期的非流动负债	78,991.00	19,823.50	-74.90	19,773.70
其他流动负债	0.00	10,000.00		10,000.00
流动负债合计	309,236.13	243,921.34	-21.12	301,194.45
非流动负债：				
长期借款	63,908.20	160,863.55	151.71	175,913.35
应付债券	0.00	78,960.70		79,044.64
长期应付款	0.00	0.00		0.00
专项应付款	630.00	0.00	-100.00	0.00
预计负债	0.00	0.00		0.00
递延所得税负债	0.00	23.46		0.00
其他非流动负债	463.14	1,132.46	144.52	1,114.85
非流动负债合计	65,001.34	240,980.16	270.73	256,072.84
负债合计	374,237.47	484,901.50	29.57	557,267.28
所有者权益：				
股本	75,524.62	158,601.70	110.00	158,601.70
资本公积	170,783.47	87,706.39	-48.64	87,706.39
减：库存股	0.00	0.00		0.00
专项储备	0.00	0.00		0.00
盈余公积	8,164.10	8,164.10	0.00	8,164.10
未分配利润	42,749.64	39,951.47	-6.55	39,184.83
外币报表折算差额	0.00	0.00		0.00
归属于母公司所有者权益合计	297,221.83	294,423.66	-0.94	293,657.02
少数股东权益	3,653.26	3,764.42	3.04	3,770.17
所有者权益合计	300,875.09	298,188.08	-0.89	297,427.19
负债和所有者权益总计	675,112.56	783,089.58	15.99	854,694.47

附件 2 安徽山鹰纸业股份有限公司
2011 年~2013 年一季度合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年一季度
一、营业收入	398,375.44	414,344.70	4.01	95,470.76
减: 营业成本	352,612.74	363,089.16	2.97	82,839.61
营业税金及附加	2,500.31	2,353.71	-5.86	388.28
销售费用	15,992.54	17,291.70	8.12	4,173.95
管理费用	13,474.55	15,993.05	18.69	3,641.07
财务费用	15,481.99	19,612.26	26.68	5,145.49
资产减值损失	702.03	2,735.75	289.69	1,055.22
加: 公允价值变动收益 (损失以“—”号填列)	0.00	156.39		-156.39
投资收益 (损失以“—”号填列)	-39.68	1,311.39	-3,405.28	249.70
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	0.00		
汇兑收益 (损失以“—”号添列)	0.00	0.00		
二、营业利润 (亏损以“—”号填列)	-2,428.41	-5,263.13	116.73	-1,679.55
加: 营业外收入	8,422.49	4,758.48	-43.50	896.03
减: 营业外支出	896.94	1,781.37	98.61	64.89
其中: 非流动资产处置损失	797.35	1,393.86		31.74
三、利润总额 (亏损总额以“—”号填列)	5,097.15	-2,286.02	-144.85	-848.41
减: 所得税费用	1,282.64	400.99	-68.74	-87.52
四、净利润 (净亏损以“—”号填列)	3,814.51	-2,687.01	-170.44	-760.89
其中: 归属于母公司所有者的净利润	3,621.78	-2,798.17	-177.26	-766.65
少数股东损益	192.72	111.16	-42.32	5.75
五、每股收益:				
(一) 基本每股收益	0.03	-0.02	-136.00	
(二) 稀释每股收益	0.03	-0.02	-136.00	
六、其他综合收益	0.00	0.00		
七、综合收益总额	3,814.51	-2,687.01	-170.44	
归属于母公司所有者的综合收益总额	3,621.78	-2,798.17	-177.26	
归属于少数股东的综合收益总额	192.72	111.16	-42.32	

附件 3 安徽山鹰纸业股份有限公司
2011 年~2013 年上季度合并现金流量表
(单位: 人民币万元)

项 目	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年一季度
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	248,808.64	305,409.97	22.75	69,045.65
收到的税费返还	2,390.42	1,834.50	-23.26	234.21
收到其他与经营活动有关的现金	24,516.58	27,815.55	13.46	11,667.99
经营活动现金流入小计	275,715.64	335,060.02	21.52	80,947.84
购买商品、接受劳务支付的现金	222,998.09	248,109.56	11.26	63,710.29
支付给职工以及为职工支付的现金	18,408.85	22,673.76	23.17	6,356.96
支付的各项税费	32,223.13	21,947.17	-31.89	4,402.20
支付其他与经营活动有关的现金	22,697.52	41,834.67	84.31	5,052.99
经营活动现金流出小计	296,327.59	334,565.15	12.90	79,522.44
经营活动产生的现金流量净额	-20,611.96	494.87	-102.40	1,425.41
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	0.00	10,369.10		
取得投资收益收到的现金	109.97	112.88	2.64	249.70
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	94.18	114.61	21.69	0.12
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	0.00		
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	203.01		
投资活动现金流入小计	204.15	10,799.61	5,190.08	249.82
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	48,274.86	64,752.75	34.13	42,912.52
投资支付的现金	0.00	10,000.00		0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	2,954.44	0.00	-100.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	86.63		0.00
投资活动现金流出小计	51,229.30	74,839.38	46.09	42,912.52
投资活动产生的现金流量净额	-51,025.15	-64,039.77	25.51	-42,662.70
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	105,717.52	0.00	-100.00	0.00
发行债券所收到的现金	60,000.00	88,855.30	48.09	0.00
取得借款收到的现金	205,461.23	567,717.66	176.31	122,745.79
收到其他与筹资活动有关的现金	1,020.00	500.00	-50.98	0.00
筹资活动现金流入小计	372,198.74	657,072.96	76.54	122,745.79
偿还债务支付的现金	228,281.58	535,117.54	134.41	69,993.68
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	16,081.61	24,278.17	50.97	4,494.03
支付其他与筹资活动有关的现金	554.63	5,153.31	829.14	0.00
筹资活动现金流出小计	244,917.82	564,549.02	130.51	74,487.71
筹资活动产生的现金流量净额	127,280.93	92,523.94	-27.31	48,258.08
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-330.85	1.12	-100.34	-62.18
五、现金及现金等价物净增加额	55,312.97	28,980.16	-47.61	6,958.61
加: 期初现金及现金等价物余额	39,030.48	94,343.46	141.72	123,323.62
六、期末现金及现金等价物余额	94,343.46	123,323.62	30.72	130,282.23

附件 4 安徽山鹰纸业股份有限公司
2011 年~2012 年合并现金流量表补充资料
 (单位: 人民币万元)

补充资料	2011 年	2012 年	变动率(%)
1. 将净利润调节为经营活动现金流量:			
净利润	3,814.51	-2,687.01	
加: 资产减值准备	702.03	2,735.75	289.69
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	22,787.85	26,518.22	16.37
无形资产摊销	511.80	991.66	93.76
长期待摊费用摊销	19.92	11.20	-43.78
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“—”号填列)	782.11	1,373.96	75.67
固定资产报废损失(收益以“—”号填列)	0.00	0.00	
公允价值变动损失(收益以“—”号填列)	0.00	-156.39	
财务费用(收益以“—”号填列)	11,063.61	22,449.95	102.92
投资损失(收益以“—”号填列)	39.68	-1,311.39	-3,405.28
递延所得税资产减少(增加以“—”号填列)	-32.60	-349.44	972.03
递延所得税负债增加(减少以“—”号填列)	0.00	23.46	
存货的减少(增加以“—”号填列)	-14,043.83	9,061.77	-164.52
经营性应收项目的减少(增加以“—”号填列)	-32,527.54	-60,744.28	86.75
经营性应付项目的增加(减少以“—”号填列)	-13,830.34	2,577.42	-118.64
其他	100.85	0.00	-100.00
经营活动产生的现金流量净额	-20,611.96	494.87	-102.40
2. 不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:			
债务转为资本	0.00	0.00	
一年内到期的可转换公司债券	0.00	0.00	
融资租入固定资产	0.00	0.00	
3. 现金及现金等价物净变动情况:			
现金的期末余额	94,343.46	123,323.62	30.72
减: 现金的期初余额	39,030.48	94,343.46	141.72
加: 现金等价物的期末余额	0.00	0.00	
减: 现金等价物的期初余额	0.00	0.00	
现金及现金等价物净增加额	55,312.97	28,980.16	-47.61

附件 5 安徽山鹰纸业股份有限公司

主要财务指标

项目	2011 年	2012 年
经营效率		
应收账款周转次数(次)	9.37	8.09
存货周转次数 (次)	6.88	6.96
总资产周转次数 (次)	0.66	0.57
现金收入比率 (%)	62.46	73.71
盈利能力		
总资本收益率 (%)	3.06	2.43
总资产报酬率 (%)	2.84	2.28
净资产收益率 (%)	1.54	-0.90
主营业务毛利率 (%)	11.42	12.49
营业利润率 (%)	10.86	11.80
费用收入比 (%)	11.28	12.77
财务构成		
资产负债率 (%)	55.43	61.92
全部债务资本化比率 (%)	51.12	58.73
长期债务资本化比率 (%)	17.52	44.58
偿债能力		
EBITDA 利息倍数	2.80	1.99
EBITDA 全部债务比	0.13	0.10
经营现金债务保护倍数	-0.07	0.00
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	-0.23	-0.15
流动比率	0.90	1.38
速动比率	0.71	1.19
现金短期债务比	0.66	1.27
经营现金流动负债比率	-6.67	0.20
经营现金利息偿还能力	-1.43	0.02
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 (倍)	-4.95	-2.86
本期公司债券偿债能力		
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.51	0.55

附件 6 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	
333 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+营业费用+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)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期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 / 本期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 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+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 7 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。