

跟踪评级公告

联合[2015]324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，评级展望为“稳定”

安徽山鹰纸业股份有限公司发行的“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

信评委主任：

分析师：周旭 陈凝

二零一五年六月二十六日

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>

安徽山鹰纸业股份有限公司

2012 年公司债券跟踪评级分析报告

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

债项简称: 12 山鹰债

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: 2015 年 6 月 26 日

上次评级时间: 2014 年 6 月 25 日

主要财务数据:

项目	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
资产总额(亿元)	181.82	185.00	189.25
所有者权益(亿元)	59.54	59.93	60.61
长期债务(亿元)	31.62	25.70	24.66
全部债务(亿元)	104.39	104.88	106.87
营业收入(亿元)	65.78	77.35	20.18
净利润(亿元)	2.08	1.11	0.54
EBITDA(亿元)	12.34	13.10	--
经营性净现金流(亿元)	8.60	14.42	0.30
营业利润率(%)	16.67	16.25	17.08
净资产收益率(%)	5.44	1.85	0.89
资产负债率(%)	67.25	67.61	67.97
全部债务资本化比率(%)	63.68	63.64	63.81
流动比率	0.83	0.68	0.66
EBITDA 全部债务比	0.12	0.12	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.37	2.06	--

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; 2、除特别说明外, 均指人民币; 3、2013 年数据采用公司 2014 年合并财务报表的期初数或上年数列示; 4、2015 年一季度数据未经审计, 相关指标未年化。

分析师

周 旭

电话: 010-85172818

邮箱: zhouk@unitedratings.com.cn

陈 凝

电话: 010-85172818

邮箱: chenn@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

Http: //www.unitedratings.com.cn

评级观点

跟踪期内, 在造纸行业整体低迷的经营环境下, 安徽山鹰纸业股份有限公司(以下简称“公司”或“山鹰纸业”)营业收入有所增加, 整体经营保持稳定; 随着 80 万吨造纸项目的投产, 公司经营规模进一步扩大, 产品结构得到优化, 公司整体竞争实力有所提升; 随着国内淘汰落后产能及环保政策的推出, 行业产能过剩压力有望缓解。联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)同时也关注到, 在行业产能过剩和下游需求低迷的双重压力下, 公司产品价格下降, 盈利水平下滑, 债务负担仍属较重等因素给公司信用水平带来的不利影响。

综上, 联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”, 评级展望维持“稳定”; 同时维持“12 山鹰债”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 跟踪期内, 随着 80 万吨造纸项目投产, 公司经营规模进一步扩大, 产品结构得到优化, 公司整体竞争实力得到提升。

2. 跟踪期内, 公司营业收入增加, 主营业务毛利率较为稳定, 整体经营情况保持稳定。

关注

1. 跟踪期内, 造纸行业竞争加剧, 公司继续面临不利的经营环境。

2. 跟踪期内, 公司短期债务规模增加, 长期债务规模缩减, 债务结构有待改善。

3. 公司在建项目较多, 需持续投入资金规模较大, 目前仍有较大的资本支出压力。

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）与安徽山鹰纸业股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与安徽山鹰纸业股份有限公司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，未因安徽山鹰纸业股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

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公司相关资料主要由安徽山鹰纸业股份有限公司提供，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发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，联合评级将持续关注发行人动态；若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

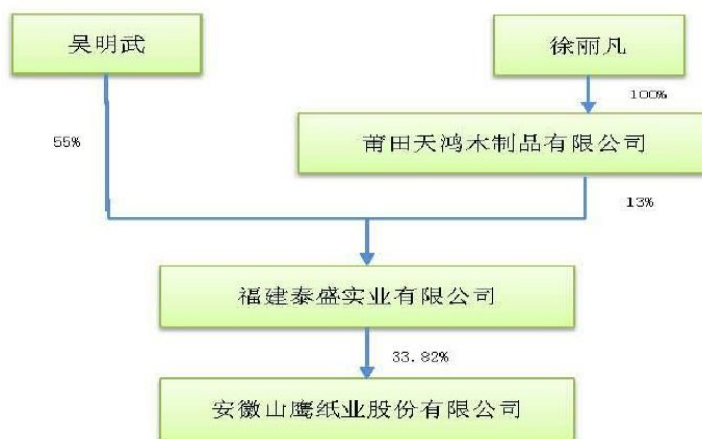
安徽山鹰纸业股份有限公司（以下简称“公司”或“山鹰纸业”）是于 1999 年 10 月 20 日经安徽省体改委皖体改函[1999]74 号文和安徽省人民政府 皖府股字[1999]第 26 号批准证书批准，由马鞍山市山鹰造纸有限责任公司依法变更设立的股份有限公司，注册资本为 10,050 万元人民币。公司于 2001 年 12 月 18 日在上海证券交易所挂牌上市，股票简称：山鹰纸业，股票代码：600567。后经历次增资扩股，截至 2012 年底，公司注册资本为人民币 158,601.70 万元。

经中国证券监督管理委员会《关于核准安徽山鹰纸业股份有限公司向福建泰盛实业有限公司等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可【2013】935 号）核准，2013 年 8 月，公司向福建泰盛实业有限公司（以下简称“泰盛实业”）等 4 家公司及吴丽萍等 24 名自然人非公开发行 159,071.64 万股股份以收购其持有的吉安集团股份有限公司（以下简称“吉安集团”）99.85% 的股权，同时泰盛实业以现金协议收购马鞍山山鹰纸业集团有限公司持有的公司 11,898.08 万股存量股份，交易完成后，泰盛实业成为公司控股股东。2013 年 11 月，公司向东吴证券股份有限公司、嘉实资本管理有限公司、财通基金管理有限公司和民生加银基金管理有限公司 4 家单位定向发行普通股 59,020.62 万股以募集配套资金。公司发行股份购买资产并募集配套资金交易完成后，公司注册资本变更为 376,693.96 万元。

2014 年 4 月 23 日，公司于 2011 年向马鞍山市工业投资有限责任公司非公开发行的 41,666,600 股股份（资本公积转增股本后变更为 87,499,860 股）上市流通；2014 年 11 月 27 日，公司于 2013 年以配套融资向东吴证券股份有限公司、嘉实资本管理有限公司、财通基金管理有限公司、民生加银基金管理有限公司非公开发行的 590,206,200 股股份上市流通。

跟踪期内，公司有限售条件股份占比发生变化，截至 2014 年底，公司股本总额为 376,693.96 万股，其中有限售条件股份占比 42.23%，公司控股股东为泰盛实业，实际控制人为吴明武、徐丽凡夫妇。

图 1 公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2014 年底，公司设有投资部、资金部、采购商务部、包装事业部，造纸事业部等部门，拥有 32 家子公司。截至 2014 年底，公司拥有在职员工 8,949 人。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 185.00 亿元，负债合计 125.07 亿元，所有者权益（含少数股东权益）59.93 亿元。2014 年公司实现合并营业收入 77.35 亿元，净利润（含少数股东损益）

1.11 亿元。经营活动产生的现金流量净额 14.42 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.57 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 189.25 亿元，负债合计 128.63 亿元，所有者权益（含少数股东权益）60.61 亿元；2015 年 1~3 月，公司实现合并营业收入 20.18 亿元，净利润（含少数股东损益）0.54 亿元。经营活动产生的现金流量净额 0.30 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.62 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。本期债券代码为“122181”，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。

公司已于 2014 年 8 月 22 日支付了第二期利息 6,000 万元。

三、经营环境

1. 行业供需及经济效益情况

2014 年全球经济复苏缓慢，我国经济增长也继续放缓，年度 GDP 增长 7.4%，增速创二十四年来新低。受经济低迷、市场需求不旺和产能过剩影响，2014 年造纸行业景气度依然不高。2014 年，中国机制纸及纸板（外购原纸加工除外）产量累计为 11,785.72 万吨，同比增长 2.8%。从区域分布情况来看，2014 年，我国机制纸和纸板产量主要集中在华东、华南、华中地区，产量分别占同期全国总产量的 52.39%、21.60%和 11.73%。

造纸业的上游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。2014 年废纸进口量为 2,752 万吨，较 2013 年的 2,924 万吨减少 172 万吨（下降 5.87%）；进口金额总量达到 53.46 亿美元，同比下降 9.85%；2014 年进口均价 194.26 美元/吨，较 2013 年进口均价 202.82 美元/吨，同比下降 4.22%。

从下游市场行情看，2014 年随着大量新增产能进入市场，产能严重过剩，主要纸品价格继续下降，下游市场景气度未见回升。分类别看，2014 年新闻纸生产量 325 万吨，较上年增长-9.72%；消费量 321 万吨，较上年增长-11.33%。2005~2014 年生产量年均增长率 0.21%，消费量年均增长率-0.34%。未涂布印刷书写纸生产量 1,715 万吨，较上年增长-0.29%；消费量 1,629 万吨，较上年增长 0.12%。2005~2014 年生产量年均增长率 5.38%，消费量年均增长率 4.68%。涂布印刷纸生产量 775 万吨，较上年增长 0.65%；消费量 625 万吨，较上年增长 0.32%。2005~2014 年生产量年均增长率 8.73%，消费量年均增长率 6.35%。包装用纸生产 650 万吨，较上年增长 2.36%；消费量 665 万吨，较上年增长 2.31%。2005~2014 年生产量年均增长率 2.73%，消费量年均增长率 2.86%。综合看，绝大部分纸品产量增幅依然高于消费增幅。从产品价格来看，2014 年纸质产品价格均呈下降趋势；其中，瓦楞纸市场均价由年初的 2,792 元/吨下降至年底的 2,560 元/吨，降幅 8.30%；牛皮纸出厂价由年初的 6,400 元/吨下降至 6,350 元/吨；白卡纸出厂平均价由年初的 5,819 元/吨下降至年末的 5,431 元/吨；未来纸品销售价格存有近一步下降可能。

总体看，造纸行业受困于国内经济增长趋势放缓、产能过剩等因素整体延续前期低迷态势，

且竞争导致的产品价格大幅下调造成了造纸企业较大的利润下降甚至亏损，行业竞争更加激烈；这将促使造纸企业推进产品转型升级，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。

2. 行业发展趋势

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

优化产品结构，开发深加工纸产品

受困于产能过剩，竞争激烈，价格持续下行等不利因素，造纸行业企业将进一步优化产品结构，以求避开同质化竞争。同时企业将加快新技术开发和应用，开发深加工纸质产品，以应对市场变化，增强竞争力。

减排政策和管理力度加大，企业环保成本大幅提高

随着国家和地方对废水废气的排放标准不断提高，水、电等资源价格的上调，相关企业都存在潜在的环保风险和成本压力。此外，环保法修订案将于 2015 年正式实施，增加了企业各方面责任和处罚力度，使造纸等高能耗、高排放行业在这次环境保护法面前面临更大的风险。此外，目前尚未满足新环保要求的企业，尚需加大投入以满足相关规定，生产企业在废水治理方面的投入和运行成本将进一步增加。

总体来看，基于经济、市场、产能和政策等因素，造纸企业将面临优化产品结构和产品创新转型等挑战应对市场变化，增强自身竞争优势。

四、管理分析

跟踪期内，公司董事会进行了换届，选举7名董事组成公司第六届董事会，其中独立董事3名。董事会下设战略委员会、审计委员会、提名委员会和薪酬与考核委员会四个专门委员会。

跟踪期内，公司共召开5次监事会会议，进行了监事会换届选举。公司第六届监事会由3名监事组成，其中职工代表监事1名。公司董事、监事及高管人员具体变动情况如下：

因公司第五届董事会、监事会任期届满，汤涌泉、黄光宪、林文新、席彦群、江益民、余银华辞去董事职务，田永霞辞去监事会主席职务，江胜辞去监事职务，2014年12月1日，公司第一次临时股东大会审议通过了相关议案，任命吴明武先生为第六届董事会董事长，夏林先生为第六届董事会副董事长，赵伟先生、张辉先生和江百灵先生为第六届董事会独立董事，潘金堂先生、孙晓民先生为第六届董事会董事；任命占正奉先生担任第六届监事会主席，张家胜先生担任第六届监事会监事。

2014年11月13日，因第五届监事会任期届满，选举朱皖苏女士担任公司第六届监事会职工监事，任期三年，与公司股东大会选举产生的两名监事共同组成公司第六届监事会。

2014年12月1日，因任期届满，方敏、孙后年、杨义传辞去副总经理职务。公司聘任林若毅先生、潘金堂先生、吴明希先生、林金玉女士和张闽生先生担任公司副总经理，同时聘任孙晓民先生为公司财务负责人。

总体来看，跟踪期内，因公司董事会、监事会及高管换届事项影响，公司高层管理团队变动较大；但公司核心技术团队或关键技术人员等对公司核心竞争力有重大影响的人员未发生变动，未对公司经营产生影响。

五、经营情况

1. 经营概况

跟踪期内，公司仍主要从事机制纸、纸板及其纸制品的生产与销售，主要产品是箱板纸、瓦楞原纸、新闻纸、瓦楞箱板纸箱。2014 年，公司实现营业收入 77.35 亿元，同比上涨 17.59%，其中主营业务收入 75.80 亿元，占营业收入的 97.99%，公司主营业务突出；实现净利润 1.11 亿元，同比下滑 46.84%，主要系公司成本费用等增加所致。箱板原纸及制品是公司的主要收入和利润来源，2014 年占主营业务收入的比例为 84.12%。

表 1 2013~2014 年公司主营业务收入构成情况表（单位：万元、%）

项目	2013 年			2014 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
箱板原纸及制品	559,702.57	87.21	17.85	637,590.57	84.12	19.12
文化纸	421.12	0.07	14.29	1,256.77	0.17	2.46
新闻纸	28,450.23	4.43	13.29	77,942.85	10.28	9.25
废纸	52,227.49	8.14	5.20	39,165.11	5.17	-11.64
其他	972.71	0.15	29.33	2,039.88	0.27	51.98
合计	641,774.11	100.00	16.63	757,995.18	100.00	16.58

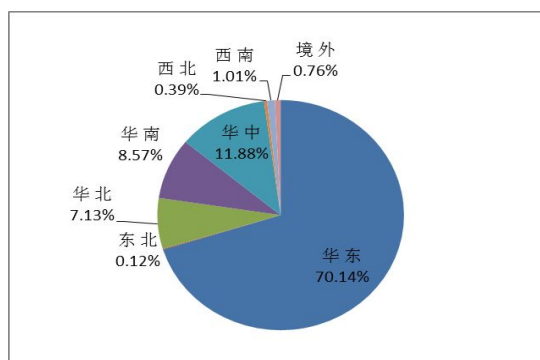
资料来源：公司审计报告

从业务种类来看，公司收入和利润主要来自于箱板原纸及制品，2014 年其收入和毛利在主营业务中分别占比 84.12%和 97.02%，是公司收入及毛利的主要来源。

从毛利率水平来看，公司箱板原纸及制品、文化纸、新闻纸和其他毛利率水平较高，废纸毛利率水平较低；其中，箱板原纸及制品毛利率小幅上升至 19.12%，主要是公司进行技术改造，能耗下降，同时公司优化产品结构，提高高毛利产品的占比所致；受公司对原有库存文化纸的降价处理和人工费用上涨的双重影响，公司文化纸毛利率大幅降低至 2.46%；废纸毛利率降至-11.64%，主要是 2014 年马鞍山 80 万吨造纸项目试运行投产，对废纸有大量的需求，为了维护客户的关系，在现有的废纸采购规模下，以降低销售价格为代价来维持客源。2014 年，公司主营业务综合毛利率为 16.58%。

从销售区域来看，2014 年，公司销售区域仍然以华东、华中、华南和华北为主，销售收入占比分别为 70.14%、11.88%、8.57%和 7.13%，均比去年有所上升，但同时东北、西北、西南及境外的业务收入占比均有所下降。

图 2 2014 年公司主营业务收入地区分布情况



资料来源：公司审计报告

2015 年一季度，公司年产 80 万吨造纸项目完成工程建设、设备调试等阶段，于 2015 年 3 月正式投产，公司造纸生产能力从 225 万吨/年提升至 305 万吨/年。2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 20.18 亿元，同比上升 8.39%；实现净利润 0.54 亿元，同比上升 25.05%；公司营业利润率为 17.08%，较上年同期下降 0.22 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司营业收入增加，但净利润水平下降，主营业务毛利率及主营业务地区分布较为稳定，整体经营情况尚属稳定。

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。

表 2 公司 2013~2014 年主要原材料采购量及采购价格（单位：吨、元/吨）

原材料	项目	2013 年	2014 年	增减变动
国外废纸	采购量	1,658,953.42	1,882,280.65	13.46%
	采购价格	1,376.09	1,286.01	-6.55%
国内废纸	采购量	789,214.08	1,190,326.30	50.82%
	采购价格	1,203.05	1,175.24	-2.31%
木浆	采购量	20,757.85	19,004.64	-8.45%
	采购价格	4,081.26	4,337.35	6.27%

资料来源：公司提供

从原材料采购量来看，2014 年公司废纸采购量呈增长态势；其中，国外废纸采购量较 2013 年增长 13.46%至 188.23 万吨，国内废纸采购量较 2013 年大幅增长 50.82%至 119.03 万吨；因工艺流程逐步改良，公司木浆采购量继续下滑，2014 年较 2013 年下降 8.45%至 1.90 万吨。

从原材料采购价格来看，除木浆采购价格较 2013 年有所增长外，国内、外废纸采购价均呈下降趋势。

2014 年，公司从前五家供应商采购金额合计 79,317.90 万元，占公司全部营业成本的 12.32%，比上年同期增加 0.92 个百分点，公司原材料采购集中度不高。

总体看，受产品产量增加和工艺流程改良影响，2014 年公司废纸采购量有所增加、木浆采购量下降，废纸采购价格受市场影响有所下降；公司原材料采购集中度不高。

3. 生产和销售

跟踪期内，公司年产 80 万吨造纸项目（含 2011 年募集资金建设项目年产 45 万吨的 PM5 挂面箱纸板生产线）已完成工程建设、设备调试等阶段，并于 2015 年 3 月正式投产，公司造纸生产能力从 225 万吨/年提升至 305 万吨/年。80 万吨造纸项目主要为低克重产品，有利于节约资源；同时公司产能增长有利于业务协同效益和规模效益的显现。

从产量情况来看，公司箱板纸产量较 2013 年下降 1.74%至 190.66 万吨，新闻纸产量较 2013 年下降 0.32%至 18.47 万吨，涂布纸产量较 2013 年增长 6.77%至 32.35 万吨。2014 年，受产能过剩、下游需求不旺影响，公司整体产能利用率为 79.68%，较上年下降 11 个百分点。

表 3 公司 2013~2014 年产品销售和产能情况

产品	项目	2013 年	2014 年	目前产能（万吨） （2015 年 3 月）
箱板纸	产量（万吨）	194.03	190.66	305
	销量（万吨）	193.41	185.26	
	产销率（%）	99.68	97.17	
	平均销售价格（元/吨）	2,647.50	2,496.49	
新闻纸	产量（万吨）	18.53	18.47	
	销量（万吨）	18.02	18.36	
	产销率（%）	97.24	99.40	
	平均销售价格（元/吨）	3,794.18	3,430.97	
涂布纸	产量（万吨）	30.30	32.35	
	销量（万吨）	33.19	30.63	
	产销率（%）	109.54	94.68	
	平均销售价格（元/吨）	3,137.01	2,923.37	
其他	产量（万吨）	0.17	0.25	
	销量（万吨）	0.45	0.25	
	产销率（%）	269.79	100.00	
	平均销售价格（元/吨）	3,871.28	3,021.13	

资料来源：公司提供

2014 年公司销售模式仍以直销为主，受下游需求低迷影响，除新闻纸销售较上年增加之外，其余产品销量均有所下降。从产销率来看，公司箱板纸和新闻纸的产销率分别为 97.17%和 99.40%，分别比上年减少 2.51 和增加 2.16 个百分点。涂布纸和其他产品的产销率较上年下滑，其中涂布纸产销率较上年下滑 14.86 个百分点至 94.68%，主要是 2014 年涂布纸产量较 2013 年有所上升，同时为了尽可能优先满足集团内公司的未来需求，集团公司减少了一定的对外销量，用以储备库存所致。

从产品销售均价来看，2014 年造纸行业继续低迷，产能过剩、竞争激烈等行业状态未出现好转，公司产品销售均价均有不同程度的下降；其中，新闻纸平均销售价格较上年下降 9.57%至 3,430.97 元/吨，涂布纸较 2013 年下降 6.81%至 2,923.37 元/吨，箱板纸较上年下降 5.70%至 2,496.49 元/吨。

2014 年，公司前五名销售客户销售金额合计为 33,944.33 万元，占公司全部营业收入的 4.39%，比上年同期下降 1.87 个百分点，公司销售集中度进一步降低。

总体看，2014 年度公司产能利用率较低，受行业继续低迷影响，产品价格有所下降，公司产销情况出现下滑，盈利水平受到影响，考虑到公司 80 万吨造纸项目于 2015 年 3 月投产，未来公司的盈利能力有望有所改善。

4. 经营效率

2014 年，公司应收账款周转次数由 2013 年的 6.94 次降至 5.67 次，销售回款质量有所下降，下游行业不景气对公司回款质量产生了一定的影响。存货周转次数由 2013 年的 3.61 次升至 2014

年的 3.80 次。公司所处造纸行业是资本密集型产业，行业特性要求有较大规模固定资产，总资产周转率相对较低，2014 年公司总资产周转次数从 2013 年的 0.48 次降至 0.42 次，降幅较小。

总体看，在跟踪期内，公司经营效率有所下降。

5. 重大事项

2014 年 1 月，公司设立山鹰纸业（福建）有限公司，注册资本 5,000 万，持股比例 100%。

2014 年 6 月，公司对控股子公司马鞍山天顺港口有限责任公司增资 4,650 万元，用于增加设备、提升装备水平，增资后公司持有天顺港口比例由 62% 上升至 72.33%。

2014 年 10 月，为支持公司业务拓展，公司设立安徽山鹰纸业销售有限公司，法定代表人占正奉，注册资本 2,000 万元。

2015 年 1 月，公司出资 4,000 万元，收购四川天鸿印务有限公司（以下简称“四川天鸿”），收购完成后，四川天鸿注册资本为 5,660 万元，公司持股比例为 60%，为控股股东。四川天鸿主要从事包装装潢印刷品印刷。

2015 年 3 月，公司拟投资年产 50 万吨低定量强韧牛卡纸、43 万吨低定量高强瓦楞纸、27 万吨渣浆纱管原纸生产线建设项目，该项目投资总额为 277,372 万元，公司项目投资资金需求较大。

总体看，跟踪期内，公司对控股子公司进行投资和增资情况较多，且公司计划投资项目较多，对资金需求较大。

6. 经营关注

行业产能过剩、价格下滑

造纸行业目前产能过剩严重且短期内难以改观、市场竞争激烈、产品价格下行致使公司利润空间受到挤压，公司盈利能力下滑明显。

在建项目较多，未来资金需求压力较大

公司在建项目较多，需持续投入资金规模较大，目前仍有较大筹资压力。

7. 未来发展

公司明确以继续利用废纸发展高档包装纸板和新闻纸、文化纸等产品，并逐步实现向上下游产业链延伸。公司拟以增强企业在同行业中的竞争能力为方向，坚持发展循环经济、发展生态纸业，加强环境治理，进一步实现清洁生产，走可持续发展道路，把公司建设成现代化高效环保型造纸企业。

公司拟通过提升自身实力和整合资源等方面加快目标的实现。具体而言，公司将进一步夯实细化组织架构及职能分工，明确事业部职能，完善各项制度和流程的标准化、规范化，推进权责体系建设；规范资金和融资管理体系，优化现有融资品种降低融资成本；强化大宗物料的招标和集中联合采购，降低采购价格，控制生产成本。

总体来看，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 2014 年度财务报表已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了带强调事项

的无保留审计意见；公司 2015 年一季报未经审计。2014 年，公司合并报表范围变化如下表所示，财务数据可比性仍较强。

表 4 合并范围变化

公司名称	股权取得方式	股权取得时点	出资额 (万元)	出资比例
山鹰纸业(福建)有限公司	设立	2014年1月	5,000.00	100.00%
马鞍山天顺力达集装箱服务有限责任公司	设立	2014年4月	25.50	51.00%
安徽山鹰纸业销售有限公司	设立	2014年10月	2,000.00	100.00%

资料来源：公司年报

截至 2014 年底，公司合并资产总额 185.00 亿元，负债合计 125.07 亿元，所有者权益（含少数股东权益）59.93 亿元。2014 年公司实现合并营业收入 77.35 亿元，净利润（含少数股东损益）1.11 亿元。经营活动产生的现金流量净额 14.42 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.57 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 189.25 亿元，负债合计 128.63 亿元，所有者权益（含少数股东权益）60.61 亿元；2015 年 1~3 月，公司实现合并营业收入 20.18 亿元，净利润（含少数股东损益）0.54 亿元。经营活动产生的现金流量净额 0.30 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.62 亿元。

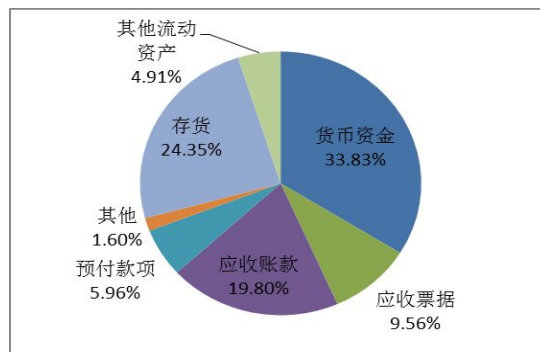
2. 资产质量

截至 2014 年底，公司资产总额 185.00 亿元，较年初增加 1.75%，其中流动资产和非流动资产占比分别为 36.14%和 63.86%，公司资产构成以非流动资产为主。

流动资产

截至 2014 年底，公司流动资产合计 66.86 亿元，较年初减少 10.31%；主要以货币资金（占比 33.83%）、应收票据（占比 9.56%）、应收账款（19.80%）和存货（占比 24.35%）为主。

图 3 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

截至 2014 年底，公司货币资金余额 22.62 亿元，较年初减少 11.77%，其中人民币占比 98.93%。公司货币资金中使用受限资金占比 75.80%，主要系贷款保证金、信用证保证金、保函保证金等各类保证金。公司货币资金中使用受限资金规模较大。

截至 2014 年底，公司应收票据余额 6.39 亿元，较年初减少 61.06%，主要为银行承兑汇票；截至 2014 年底，公司应收账款价值 13.24 亿元，较年初增加 13.60%，其中账龄在一年以内的占比 97.54%，公司累计计提坏账准备 1.05 亿元，截至 2014 年底，公司应收账款前 5 名客户应收款项占应收账款余额的 5.28%，公司应收账款客户集中度较小。

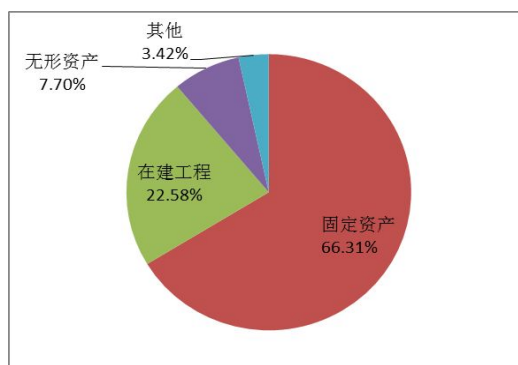
截至 2014 年底，公司存货账面价值 16.28 亿元，较年初减少 5.62%，其中原材料占比 68.22%，在产品占比 0.44%，库存商品占比 30.97%，周转材料占比 0.37%，公司分别对原材料和库存商品计提跌价准备 0.15 亿元和 0.04 亿元，计提比例 1.18%。

截至 2014 年底，公司预付款项较年初增加 709.26%至 3.98 亿元，主要是公司子公司浙江泰兴纸业有限公司和福建省莆田市阳光纸业有限公司 2014 年度累计将 3.82 亿元资金预付给关联自然人张金珍和宋庆孝等 12 名关联自然人，期末余额为 3.18 亿元。鉴于国内废纸采购业务的特殊性，公司选择与该 12 位自然人合作采购原材料——国内废纸。2014 年下半年出现进口废纸原材料价格与国内价格倒挂，为了节约生产成本，公司决定优先采购进口废纸，同时为了不影响现有区域的国内废纸供应渠道，对上述 12 位自然人的国内废纸供应暂缓交货。为确保上述预付货款的安全，公司将部分款项存放于控股股东下属企业当中。截至 2015 年 5 月 20 日，公司向宋庆孝等 12 位自然人预付的 388,448,845.84 元款项中，已经收取的履约保证金为 310,759,076.67 元，剩余 77,689,769.17 元货物已全部送到公司，公司原支付给 12 位自然人的预付款实质上已全部收回。

非流动资产

截至 2014 年底，公司非流动资产合计 118.14 亿元，较年初增加 10.12%；主要以固定资产（占比 66.31%）、在建工程（占比 22.58%）和无形资产（占比 7.70%）为主。

图 4 2014 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

截至 2014 年底，公司固定资产账面净值 78.33 亿元，较年初增加 8.05%，其中房屋及建筑物占比 32.95%，机器设备占比 65.90%，以机器设备为主的固定资产构成符合公司制造业行业特性；累计计提折旧 32.63 亿元，固定资产成新率 70.58%。截至 2014 年底，公司机器设备中，通过融资租赁租入的机器设备占比 7.11%；未办妥产权证书的固定资产占比 3.82%；用于抵押担保的固定资产账面原值占固定资产账面原值的 0.24%。

截至 2014 年底，公司在建工程合计 26.67 亿元，较年初增加 24.21%，主要系马鞍山年产 80 万吨造纸项目、莆田包装纸制品生产线工程等项目投入增加所致。

截至 2014 年底，公司无形资产合计 9.10 亿元，较年初减少 2.38%，以土地使用权为主，占比 94.17%。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 189.25 亿元，较年初增加 2.30%，其中非流动资产占比 64.06%，公司资产仍以非流动资产为主，受马鞍山 35 万吨项目在建工程转固影响，公司在建工程大幅下降的同时固定资产大幅增加。

总体看，跟踪期内，公司资产规模及资产构成变化不大，符合公司所处行业特性；受项目建设持续投入影响，公司在建工程规模增长明显；整体资产质量尚可。

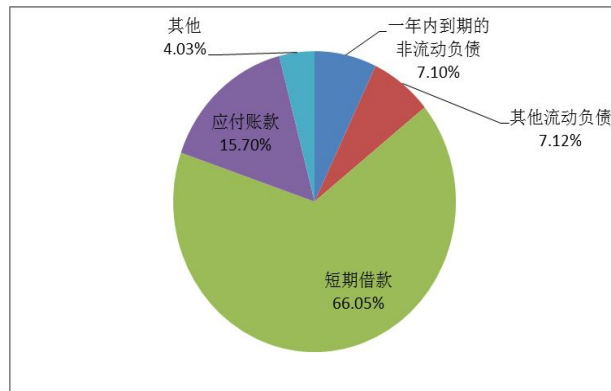
3. 负债和所有者权益

负债

截至 2014 年底，公司负债总额 125.07 亿元，较年初增加 2.28%，其中流动负债占比 78.64%，非流动负债占比 21.36%，公司负债构成以流动负债为主。

截至 2014 年底，公司流动负债合计 98.36 亿元，较年初增加 9.51%，以短期借款（占比 66.05%）、应付账款（占比 15.70%）、一年内到期的非流动负债（占比 7.10%）、其他流动负债（占比 7.12%）为主。

图 5 2014 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

截至 2014 年底，公司短期借款合计 64.97 亿元，较年初增加 7.12%，主要系 2014 年质押借款和保证借款分别较年初大幅增长 1,804.56%和 153.54%所致，其中质押借款占比 42.51%，保证借款占比 22.73%，抵押借款和信用借款占比较小。

截至 2014 年底，公司应付账款合计 15.44 亿元，较年初增加 14.49%，主要为应付材料采购等经营款项和应付长期资产购置款项，其中账龄超过一年的重要应付账款占比 2.90%。

截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债合计 6.99 亿元，较年初减少 22.73%，主要为一年内到期的长期借款，公司 2015 年存在一定的偿债压力。

截至 2014 年底，公司其他流动负债合计 7 亿元，较年初增加 133.33%，系公司于 2014 年 12 月 12 日发行的 2014 年度第一期短期融资券，期限为 365 天，票面利率为 7.20%。

截至 2014 年底，公司非流动负债合计 26.71 亿元，较年初减少 17.71%，以长期借款（占比 60.22%）、应付债券（占比 29.72%）和长期应付款（占比 6.27%）为主。其中，长期借款主要系抵押借款和保证借款，较年初减少 23.51%至 16.09 亿元；应付债券为 2012 年发行的 7 年期公司债券，期末余额为 7.94 亿元；长期应付款主要系应付融资租赁款，较年初减少 37.42%至 1.68 亿元。

截至 2014 年底，公司全部债务为 104.88 亿元，较年初微幅增加 0.47%，其中短期债务为 79.18 亿元，较年初小幅增加 8.81%；长期债务为 25.70 亿元，较年初小幅减少 18.73%。公司资产负债率 67.61%，较年初增加 0.36 个百分点；全部债务资本化比率 63.64%，较年初分别下降 0.04 个百分点；长期债务资本化比率 30.02%，较年初下降 4.67 个百分点。

截至 2015 年 3 月底，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 67.97%、63.81%和 28.92%，公司负债规模略有上升，负债构成与年初相比变化不大。

总体看，跟踪期内，公司负债规模略有上升，债务负担较重；公司负债构成以流动负债为主，负债结构有待进一步改善。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益合计为 59.93 亿元，较年初增加 0.64%，其中归属母公司所有者权益 59.50 亿元，较年初略有增加。归属母公司所有者权益中，股本占 41.29%，资本公积占 52.00%，未分配利润占 5.01%，盈余公积占 1.28%，公司资本公积全部来自于资本溢价（股本溢价），公司所有者权益稳定性较好。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益合计 60.61 亿元，较年初增加 1.15%，系公司未分配利润增加所致，所有者权益规模和构成较年初变化不大。

4. 盈利能力

2014 年，公司实现营业收入 77.35 亿元，同比增加 17.59%；营业利润 0.17 亿元，同比减少 88.24%，主要系公司营业成本、营业税金及附加以及期间费用等增加所致；净利润 1.11 亿元，同比减少 46.84%，其中，归属于母公司所有者净利润 1.10 亿元，较年初减少 47.11%。

从期间费用来看，2014 年公司期间费用总额 12.16 亿元，较上年增长 29.53%，主要系公司规模和债务规模增大所致。其中，销售费用 3.68 亿元，较上年增长 30.36%，主要系运输成本和销售人员薪酬增加所致；管理费用 3.53 亿元，较上年增长 20.07%，主要系管理人员薪酬、办公经费等增加所致；财务费用 4.94 亿元，较上年增长 36.58%，主要系利息支出增加所致。2014 年公司费用收入比为 15.71%，较上年增加 1.45 个百分点。

从盈利指标来看，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率较 2013 年均有出现了不同程度的下滑，分别从 2013 年的 5.56%、5.68%和 5.44%下滑至 2014 年的 4.11%、3.71%和 1.85%，盈利能力下降。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 20.18 亿元，较上年同期增加 8.39%；净利润 0.54 亿元，较上年同期增加 25.05%。

总体看，跟踪期内，受公司管理规模和债务规模增大影响，2014 年，公司盈利能力较上年有所下滑。

5. 现金流

经营活动方面，2014 年公司经营活动现金流入 72.91 亿元，较上年增加 36.50%；经营活动现金流出 56.50 亿元，较上年增加 30.53%，经营活动产生的现金流量净额为 14.42 亿元，较上年增长 67.56%，主要系占经营活动现金流出较大的商品及劳务支出减少所致。2014 年公司现金收入比 82.61%，较年初增加 9.71 个百分点，收入实现质量提高。

投资活动方面，2014 年公司投资活动现金流量净额由净流入转为净流出 10.59 亿元，主要系本期支付其他于投资活动有关的现金较上年增加 2 亿元所致。

筹资活动方面，2014 年公司筹资活动现金净流出 6.26 亿元，较上年增加 34.07%，主要系本期公司偿还债务支付的现金及偿付利息支付的现金所致。

2015 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为 0.30 亿元，公司投资活动现金流量净额为-2.45 亿元，主要系本期项目资金投入增加所致；受筹集借款收到的现金增加影响，筹资活动现金流量净额为-0.37 亿元。

总体看，跟踪期内，随着公司在建工程的持续投入建设、银行借款的陆续到期，公司经营性净现金流无法满足资金需求，仍需通过外部融资筹集资金。

6. 偿债能力

截至 2014 年底，公司全部债务较年初增加 0.47% 至 104.88 亿元，其中短期债务 79.18 亿元，较年初增加 8.81%；长期债务 25.70 亿元，较年初下降 18.73%。

从短期偿债能力看，截至 2014 年底，受流动资产减少而流动负债增加影响，公司流动比率由 2013 年底的 0.83 倍下降至 0.68 倍，速动比率由 2013 年底的 0.64 倍下降至 0.51 倍；现金短期债务比由 2013 年底的 0.58 倍下降至 0.37 倍。2014 年公司经营活动现金流情况表现较好，经营性现金流对流动负债的保护能力迅速提升，经营现金流动负债比率由 2013 年的 9.58% 增加至 14.66%。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2014 年公司 EBITDA 为 13.10 亿元，较年初增加 6.16%；EBITDA 利息倍数由年初的 2.37 倍小幅下降至 2.06 倍，EBITDA 全部债务比为 0.12 倍，年初年无变化；公司对全部债务的保障能力一般。

公司与多家商业银行建立了良好的合作关系，截至 2015 年 3 月底，公司本部及下属子公司获得银行授信总额合计 95.08 亿元，其中未使用额度 17.88 亿元，公司间接融资能力较强。

截至 2015 年 3 月底，公司无对外担保事项。

截至 2015 年 3 月底，公司仍有以下未决诉讼：

山东世纪阳光纸业集团有限公司于 2012 年 6 月向潍坊市中级人民法院提起诉讼，认为公司子公司吉安集团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。2013 年 7 月确定由北京国威知识产权司法鉴定中心对公证封存的样品技术特征进行鉴定，鉴定结果尚未完成，上述诉讼尚在进行中。

浙江鸿翔建设集团有限公司因建设工程施工合同纠纷于 2014 年 10 月向浙江省海盐县人民法院提起诉讼，请求子公司吉安集团支付其工程款及利息共计 176.87 万元。海盐县人民法院已于 2015 年 1 月开庭一审，上诉诉讼尚在进行中。

上海金鼎市政工程建设有限公司因建设工程施工合同纠纷于 2014 年 12 月向浙江省海盐县人民法院提起诉讼，请求子公司吉安集团支付其工程款 141.09 万元。海盐县人民法院已于 2015 年 3 月开庭一审，上述诉讼尚在进行中。

因客户湖北大韶百川彩色包装有限公司（以下简称大韶百川公司）未按合同支付款项，公司已于 2014 年 9 月向安徽省马鞍山市中级人民法院提起诉讼。截至 2014 年 12 月 31 日，大韶百川公司尚欠货款本金 2,304,513.65 元，考虑其收回可能性，公司按照 50% 比例计提坏账，该诉讼正在进行中。

经查询中国人民银行征信中心出具的企业信用报告，截至 2015 年 5 月 14 日，未发现公司存在不良信用记录。

总体看，跟踪期内，虽然公司整体盈利能力依然较弱，债务负担仍属较重，但经营活动现金流量有所改善，偿债压力有所缓解，考虑到公司突出的行业地位及新建项目的逐渐投产等因素，公司整体偿债能力有望提高。

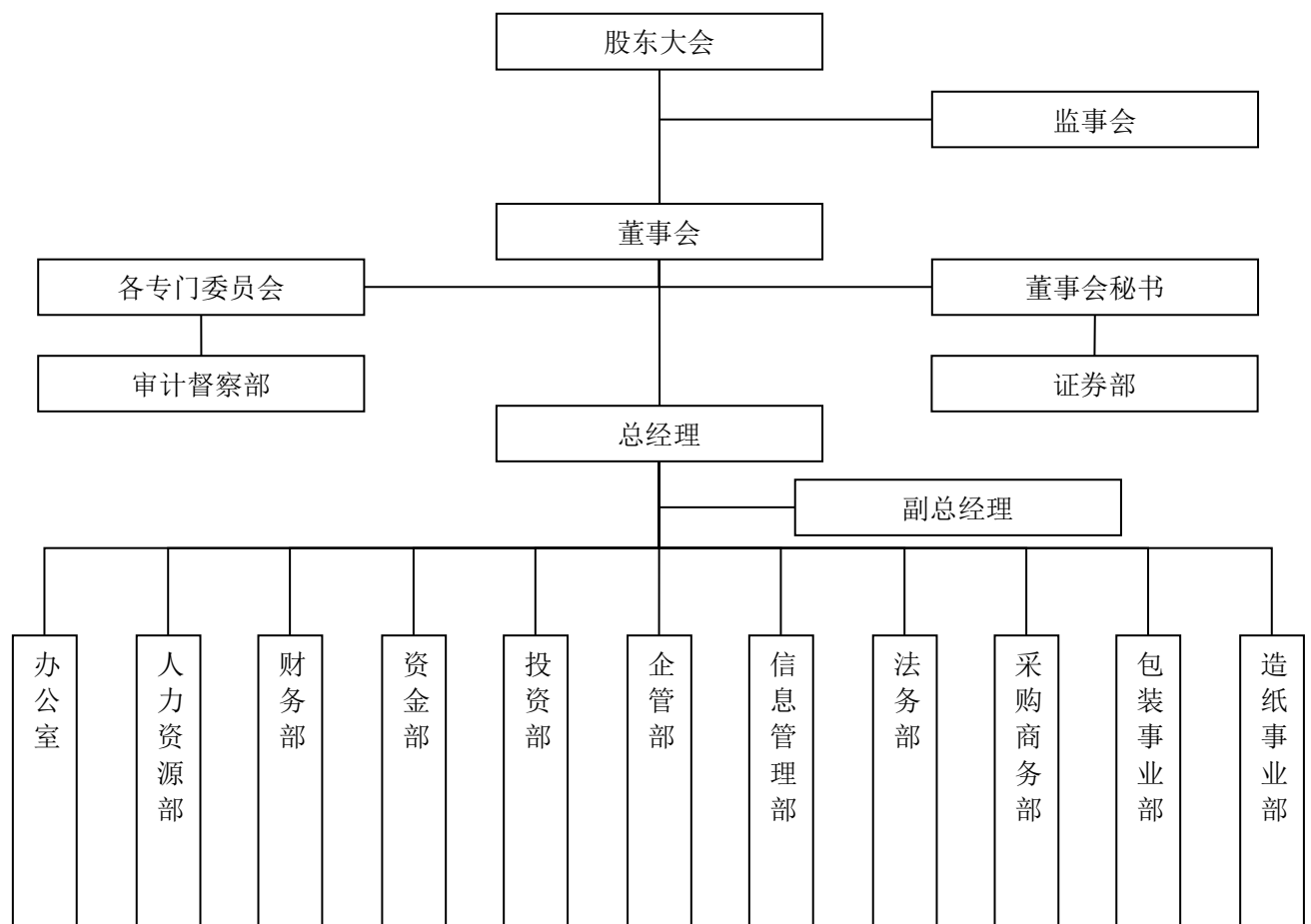
七、综合评价

跟踪期内，在造纸行业整体低迷的经营环境下，公司营业收入有所增加，整体经营保持稳定；随着 80 万吨造纸项目的投产，公司经营规模进一步扩大，产品结构得到优化，公司整体竞争实力有所提升；随着国内淘汰落后产能及环保政策的推出，行业产能过剩压力有望缓解。联合评级同时也关注到，在行业产能过剩和下游需求低迷的双重压力下，公司产品价格下降，盈利水平下滑，

债务负担较重。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“12山鹰债”的债项信用等级为“AA”。

附件 1 截至 2014 年底安徽山鹰纸业股份有限公司
组织结构图



附件 2-1 安徽山鹰纸业股份有限公司
2013 年~2015 年 3 月末合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资产	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 3 月
流动资产：				
货币资金	256,356.13	226,180.84	-11.77	201,177.12
交易性金融资产				
应收票据	164,138.58	63,914.62	-61.06	48,605.31
应收账款	116,519.30	132,370.23	13.60	162,759.53
预付款项	4,923.62	39,845.06	709.26	42,868.40
应收利息	1,748.46	1,645.83	-5.87	1,578.49
应收股利	0.00	176.09		176.09
其他应收款	8,993.64	8,858.61	-1.50	9,115.55
存货	172,508.43	162,820.04	-5.62	176,175.39
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产	20,270.27	32,797.44	61.80	37,656.36
流动资产合计	745,458.44	668,608.74	-10.31	680,112.23
非流动资产：				
可供出售金融资产	3,995.78	3,939.34	-1.41	3,939.34
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资	0.00	490.18	--	490.24
投资性房地产	5,930.65	5,903.75	-0.45	5,872.06
固定资产	724,973.13	783,321.62	8.05	907,419.64
生产性生物资产				
油气资产				
在建工程	214,721.83	266,698.13	24.21	166,122.59
工程物资	4,458.94	807.69	-81.89	1,370.13
固定资产清理				
无形资产	93,190.82	90,970.81	-2.38	99,015.96
开发支出				
商誉				
长期待摊费用	1,300.67	1,240.56	-4.62	1,112.18
递延所得税资产	7,156.90	12,625.10	76.40	12,145.85
其他非流动资产	17,047.26	15,369.53	-9.84	13,171.63
非流动资产合计	1,072,775.98	1,181,366.70	10.12	1,212,366.35
资产总计	1,818,234.42	1,849,975.44	1.75	1,892,478.58

附件2-2 安徽山鹰纸业股份有限公司
2013 年~2015 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	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 3 月
流动负债：				
短期借款	606,509.08	649,664.18	7.12	678,503.43
交易性金融负债	762.34	0.05	-99.99	0.18
应付票据	0.00	2,257.26	--	2,703.00
应付账款	134,842.92	154,382.95	14.49	164,670.81
预收款项	4,919.62	3,714.80	-24.49	11,118.88
应付职工薪酬	6,778.82	7,353.94	8.48	4,971.55
应交税费	6,804.43	12,091.41	77.70	11,511.18
应付利息	8,514.13	4,994.60	-41.34	6,295.16
应付股利	18.85	0.85	-95.51	0.85
其他应付款	8,584.08	9,247.68	7.73	8,830.82
一年内到期的非流动负债	90,423.12	69,871.02	-22.73	70,862.69
其他流动负债	30,000.00	70,000.00	133.33	70,000.00
流动负债合计	898,157.38	983,578.73	9.51	1,029,468.55
非流动负债：				
长期借款	210,314.11	160,875.05	-23.51	152,346.77
应付债券	79,164.31	79,383.93	0.28	79,420.18
长期应付款	26,764.28	16,750.30	-37.42	14,872.72
专项应付款				
预计负债				
递延收益	5,418.82	8,270.63	52.63	8,390.18
递延所得税负债	2,972.92	1,860.43	-37.42	1,833.29
其他非流动负债				
非流动负债合计	324,634.44	267,140.34	-17.71	256,863.13
负债合计	1,222,791.82	1,250,719.07	2.28	1,286,331.68
所有者权益：				
股本	245,670.38	245,670.38	0.00	245,670.38
资本公积	309,419.06	309,421.58	0.00	309,421.58
减：库存股				
其他综合收益	2,601.22	2,504.90	-3.70	2,475.35
专项储备				
盈余公积	4,337.75	7,613.57	75.52	7,613.57
未分配利润	29,645.02	29,830.16	0.62	35,308.93
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	591,673.43	595,040.60	0.57	600,489.81
少数股东权益	3,769.16	4,215.76	11.85	5,657.09
所有者权益合计	595,442.60	599,256.36	0.64	606,146.90
负债和所有者权益总计	1,818,234.42	1,849,975.44	1.75	1,892,478.58

附件 3 安徽山鹰纸业股份有限公司

2013 年~2015 年一季度合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 1~3 月
一、营业收入	657,806.05	773,538.80	17.59	201,807.45
减: 营业成本	546,864.87	643,835.08	17.73	165,833.20
营业税金及附加	1,279.16	3,996.68	212.45	1,512.61
销售费用	28,258.17	36,835.98	30.36	9,458.75
管理费用	29,401.35	35,302.91	20.07	9,088.81
财务费用	36,181.92	49,416.38	36.58	8,468.40
资产减值损失	740.47	3,296.75	345.22	1,601.10
加: 公允价值变动收益	-556.55	762.28	-236.97	-0.13
投资收益	82.62	100.78	21.97	0.06
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益				
汇兑收益				
二、营业利润(亏损以“-”号填列)	14,606.18	1,718.09	-88.24	5,844.51
加: 营业外收入	17,045.78	11,586.46	-32.03	2,185.61
减: 营业外支出	1,199.22	1,782.53	48.64	365.71
其中: 非流动资产处置损失	75.98	254.72	235.24	10.80
三、利润总额(亏损总额以“-”号填列)	30,452.74	11,522.01	-62.16	7,664.41
减: 所得税费用	9,629.01	452.55	-95.30	2,273.16
四、净利润(净亏损以“-”号填列)	20,823.74	11,069.46	-46.84	5,391.25
其中: 归属于母公司所有者的净利润	20,787.14	10,994.84	-47.11	5,478.76
少数股东损益	36.59	74.62	103.90	-87.51

附件 4 安徽山鹰纸业股份有限公司
2013 年~2015 年 3 月合并现金流量表
(单位: 人民币万元)

项 目	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 1~3 月
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	479,529.53	639,037.22	33.26	204,517.45
收到的税费返还	5,509.43	8,857.45	60.77	409.91
收到其他与经营活动有关的现金	49,128.11	81,222.60	65.33	87,649.76
经营活动现金流入小计	534,167.07	729,117.27	36.50	292,577.12
购买商品、接受劳务支付的现金	339,175.40	309,954.71	-8.62	186,606.63
支付给职工以及为职工支付的现金	40,269.20	58,559.52	45.42	16,255.86
支付的各项税费	22,132.98	52,468.55	137.06	19,309.53
支付其他与经营活动有关的现金	46,551.99	163,971.64	252.23	67,414.72
经营活动现金流出小计	448,129.58	584,954.43	30.53	289,586.75
经营活动产生的现金流量净额	86,037.49	144,162.84	67.56	2,990.37
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	7,383.42	3,968.98	-46.24	35.46
取得投资收益收到的现金	308.21	403.47	30.91	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	636.40	919.30	44.45	21.36
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额				
收到其他与投资活动有关的现金	68,316.44	43,143.88	-36.85	899.36
投资活动现金流入小计	76,644.47	48,435.64	-36.80	956.18
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	45,328.08	133,141.33	193.73	22,449.52
投资支付的现金	6,933.83	1,204.47	-82.63	3,000.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流出小计	52,261.91	154,345.80	195.33	25,449.52
投资活动产生的现金流量净额	24,382.57	-105,910.16	-534.37	-24,493.34
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	97,171.55	374.50	-99.61	
发行债券所收到的现金				
取得借款收到的现金	1,032,664.13	1,018,221.99	-1.40	188,312.89
收到其他与筹资活动有关的现金	84,253.94	221,137.03	162.46	49,289.14
筹资活动现金流入小计	1,214,089.61	1,239,733.52	2.11	237,602.03
偿还债务支付的现金	1,041,530.81	1,091,534.00	4.80	189,487.04
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	50,333.27	62,277.62	23.73	9,503.40
支付其他与筹资活动有关的现金	168,912.59	148,514.54	-12.08	42,282.55
筹资活动现金流出小计	1,260,776.66	1,302,326.16	3.30	241,272.99
筹资活动产生的现金流量净额	-46,687.05	-62,592.64	34.07	-3,670.96
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	987.34	-1,338.56	-235.57	-985.97
五、现金及现金等价物净增加额	64,720.35	-256,785,260.29	-139.68	-26,159.89
加: 期初现金及现金等价物余额	15,690.53	80,410.88	412.48	54,732.35
六、期末现金及现金等价物余额	80,410.88	54,732.35	-31.93	28,572.46

附件 5 安徽山鹰纸业股份有限公司
2013 年~2014 年合并现金流量表补充资料
(单位: 人民币万元)

补充资料	2013 年	2014 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量:			
净利润	20,823.74	11,069.46	-46.84
加: 资产减值准备	740.47	3,296.75	345.22
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	44,276.02	60,038.61	35.60
无形资产摊销	1,588.39	2,466.99	55.31
长期待摊费用摊销	472.07	486.95	3.15
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)	1,588.39	2,466.99	55.31
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)			
公允价值变动损失(收益以“-”号填列)	556.55	-762.28	-236.97
财务费用(收益以“-”号填列)	38,063.22	45,118.21	18.53
投资损失(收益以“-”号填列)	-82.62	-100.78	21.97
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	-78.99	-5,468.19	6,822.54
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)	2,488.58	-1,112.49	-144.70
存货的减少(增加以“-”号填列)	-10,504.47	-1,449.28	-86.20
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	47,190.27	-103,702.73	-319.75
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	-55,394.82	134,105.36	-342.09
其他	-4,118.27	0.00	-100.00
经营活动产生的现金流量净额	86,037.49	144,162.84	67.56
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:			
债务转为资本			
一年内到期的可转换公司债券			
融资租入固定资产	6,155.66		
3.现金及现金等价物净变动情况:			
现金的期末余额	80,410.88	54,732.35	-31.93
减: 现金的期初余额	15,690.53	80,410.88	412.48
加: 现金等价物的期末余额			
减: 现金等价物的期初余额			
现金及现金等价物净增加额	64,720.35	-25,678.53	-139.68

附件 6 安徽山鹰纸业股份有限公司 主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
经营效率			
应收账款周转次数(次)	6.94	5.67	--
存货周转次数(次)	3.61	3.80	--
总资产周转次数(次)	0.48	0.42	--
现金收入比率(%)	72.90	82.61	101.34
盈利能力			
总资本收益率(%)	5.56	4.11	
总资产报酬率(%)	5.68	3.71	
净资产收益率(%)	5.44	1.85	0.89
主营业务毛利率(%)	16.63	16.58	
营业利润率(%)	16.67	16.25	17.08
费用收入比(%)	14.27	15.71	13.39
财务构成			
资产负债率(%)	67.25	67.61	67.97
全部债务资本化比率(%)	63.68	63.64	63.81
长期债务资本化比率(%)	34.69	30.02	28.92
偿债能力			
EBITDA 利息倍数	2.37	2.06	--
EBITDA 全部债务比	0.12	0.12	--
经营现金债务保护倍数	0.08	0.14	0.00
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.11	0.04	-0.02
流动比率	0.83	0.68	0.66
速动比率	0.64	0.51	0.49
现金短期债务比	0.58	0.37	0.30
经营现金流动负债比率	9.58	14.66	0.29
经营现金利息偿还能力	1.65	2.26	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	2.12	0.60	--

附件 7 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+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 8 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。