跟 踪 评 级 公 告

联合[2016]777 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贵公司主体长期信用状况和贵公司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”和“16 山鹰债”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：

二零一六年 六 月二十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http:// www.unitedratings.com.cn

安徽山鹰纸业股份有限公司
公司债券 2016 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	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
12 山鹰债	8 亿元	7 年	AA	AA	2015 年 6 月 26 日
16 山鹰债	10 亿元	7 年	AA	AA	2015 年 8 月 20 日

跟踪评级时间：2016 年 6 月 27 日

主要财务数据：

项目	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额（亿元）	185.00	184.13	188.63
所有者权益（亿元）	59.93	61.75	62.41
长期债务（亿元）	25.70	18.42	16.61
全部债务（亿元）	105.11	102.80	106.71
营业收入（亿元）	77.35	97.87	24.57
净利润（亿元）	1.11	2.08	0.61
EBITDA（亿元）	13.10	15.75	--
经营性净现金流（亿元）	14.42	13.83	3.14
营业利润率（%）	16.25	17.69	16.17
净资产收益率（%）	1.85	3.41	0.99
资产负债率（%）	67.61	66.47	66.91
全部债务资本化比率（%）	63.69	62.48	63.10
流动比率（倍）	0.68	0.64	0.66
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.15	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.06	2.80	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.73	0.87	--

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、2016 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化。4、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

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对安徽山鹰纸业股份有限公司（以下简称“公司”或“山鹰纸业”）的跟踪评级，反映了公司作为国内大型造纸包装生产企业之一，在经营规模、行业地位以及采购网络等方面仍然具有一定优势。随着 80 万吨造纸项目的投产，公司营业收入和盈利规模大幅增长，整体竞争实力有所提升；经营活动现金仍呈大额净流入状态，债务负担有所下降。同时，联合评级关注到公司在行业产能过剩和下游需求低迷的双重压力下，部分产品价格下降；营业外收入对利润贡献较大以及短期债务占比较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着公司非公开发行股票的完成，将扩大公司资产规模、优化公司资产债务结构，提高公司资本实力和整体抗风险能力；募投项目实施后将扩大公司生产规模、提升公司盈利能力，将进一步增强公司的综合实力。

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”和“16 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，公司营业收入和盈利规模均有所增长，整体经营情况保持稳定。

3．跟踪期内，经营活动现金仍呈大额净流入状态，债务负担有所下降。

关注

1．跟踪期内，造纸行业产能过剩，下游需求低迷，产品竞争加剧，公司所处的经营环境有所恶化；公司部分产品价格下降。

2. 跟踪期内，公司短期债务规模占比较大，仍然面临较大的短期偿付压力，债务结构有待改善。

3. 跟踪期内，公司营业外收入对其利润贡献较大，经营获利能力有待提高。

分析师

冯　磊
电话：010-85172818
邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

赵　哲
电话：010-85172818
邮箱：zhaoz@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

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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

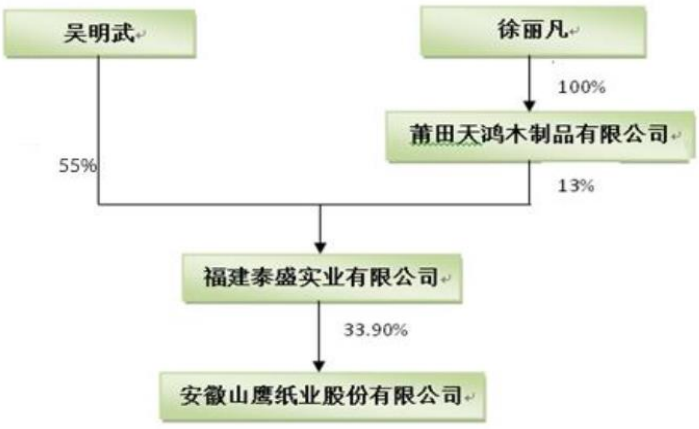
安徽山鹰纸业股份有限公司（以下简称“公司”或“山鹰纸业”）是于 1999 年 10 月 20 日经安徽省体改委皖体改函[1999]74 号文和安徽省人民政府皖府股字[1999]第 26 号批准证书批准，由马鞍山市山鹰造纸有限责任公司依法变更设立的股份有限公司，注册资本为 10,050 万元人民币。公司于 2001 年 12 月 18 日在上海证券交易所挂牌上市，股票简称：山鹰纸业，股票代码：600567。后经历次增资扩股，截至 2012 年底，公司注册资本为人民币 158,601.70 万元。

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、财通资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。

截至 2016 年 3 月底，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%，公司控股股东为福建泰盛实业有限公司，实际控制人为吴明武、徐丽凡夫妇。

图 1　截至 2016 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2015 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 11 个部门；拥有全资及控股子公司 36 家，较 2014 年增加 5 家，减少 1 家；拥有在职员工 9,640 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 184.13 亿元，负债合计 122.39 亿元，所有者权益（含少数股东权益）61.75 亿元，其中归属于母公司所有者权益 61.19 亿元。2015 年，公司实现合并营业收入 97.87 亿元，净利润（含少数股东损益）2.08 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 2.09 亿元；经

营活动产生的现金流量净额 13.83 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.89 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 188.63 亿元，负债合计 126.21 亿元，所有者权益（含少数股东权益）62.41 亿元，其中归属于母公司所有者权益 61.83 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现合并营业收入 24.57 亿元，净利润（含少数股东损益）0.61 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 0.61 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.14 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.72 亿元。

公司注册地址：安徽省马鞍山市勤俭路 3 号；法定代表人：吴明武。

二、债券发行和募集资金使用情况

“12 山鹰债”

经中国证券监督管理委员会（证监许可[2012]886 号文）核准，公司获核准公开发行不超过 8 亿元公司债券（以下简称“12 山鹰债”）。“12 山鹰债”于 2012 年 8 月 24 日发行结束，最终发行规模为 8 亿元，债券期限为 7 年，起息日为 2012 年 8 月 22 日，票面利率为 7.50%。债券面值 100 元，按票面价值平价发行，按年付息，到期一次还本；附第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。“12 山鹰债”已于 2012 年 9 月 19 日在上海证券交易所挂牌上市，债券代码为“122181.SH”，债券简称为“12 山鹰债”。

“12 山鹰债”的募集资金在扣除发行费用后，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 2013 年 8 月 22 日支付了第一期利息 6,000.00 万元；2014 年 8 月 22 日支付了第二期利息 6,000.00 万元；2015 年 8 月 22 日支付了第三期利息 6,000.00 万元。

“16 山鹰债”

经中国证券监督管理委员会（证监许可[2015]2510 号文）核准，公司获核准公开发行不超过 10 亿元公司债券（以下简称“16 山鹰债”），期限为不超过 7 年，附第 3 年末及第 5 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，“16 山鹰债”采用固定利率债券，票面利率由公司与主承销商通过市场询价协商确定。“16 山鹰债”按年付息、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。“16 山鹰债”代码为“136369.SH”，债券简称为“16 山鹰债”，“16 山鹰债”的募集资金扣除发行费用后用于补充公司流动资金。

由于未到第一个付息日，公司未支付第一期利息。

三、行业分析

1．行业概况

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。2015 年，全国纸浆进口量首次突破 1,900 万吨，达 1,984 万吨，同比增长 10.40%；进口金额为 127.55 亿美元，同比增长 5.70%。2015 年，全国废纸进口量为 2,928 万吨，同比增长 6.40%；进口金额达到 52.84 亿美元，同比下降 1.20%。纸浆价格方面，近年来国际纸浆价格波动下降，以针叶木化学浆为例，外商平均报价由 2014 年底的 707 美元/吨降至 2016 年 3 月初的 601 美元/吨，延续波动下降态势；国内纸浆价格与国际市场联动性强，同样呈现波动下降态势，以青岛针叶木化学浆国内均价为例，其均价由 2014 年底的 5,028 元/吨降至 2016 年 3 月初的 4,514 元/吨。

2015 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 6.9%，增速创二十五年

来新低。受经济低迷、市场需求不旺和产能过剩影响，2015 年造纸行业景气度依然不高。截至 2015 年底，中国机制纸及纸板（外购原纸加工除外）产量累计为 11,774.1 万吨，同比增长 1.70%。从区域分布情况来看，截至 2015 年底，我国机制纸和纸板产量主要集中在广东、山东、浙江、江苏、河南等地区，产量分别占同期全国总产量的 17.65%、17.00%、14.77%、11.68%和 5.86%。其中，广东机制纸及纸板产量为 2,078.29 万吨，占全国机制纸及纸板产量 17.65%，成为全国机制纸及纸板产量最高的地区。

从行业产能和需求来看，2015 年我国新增产能扩张基本结束，2015 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。全国纸及纸板生产量 10,710 万吨，较上年增长 2.29%，其中箱板纸生产量 2,245 万吨，同比增长 2.98%；瓦楞原纸生产量 2,225 万吨，同比增长 3.25%；新闻纸生产量 350.2 万吨，较上年减少 4.20%。2015 年我国造纸行业主营业务收入 8,002 亿元，同比增长 2.33%，增长速度较上年下降 1.67 个百分点，利润总额达 373.00 亿元，同比增长 2.90%。截至 2015 年底，纸品市场已基本饱和，受宏观消费的影响，近年来我国经济由高速增长进入了新常态，GDP 增速不断放缓，快速消费品以及高端消费品的增速也随之回落，行业下游需求不振导致增速下降。同时，受外部环境的影响，造纸行业的出口量增速近年来也在逐渐放缓，行业生存压力相对较大。

2015 年国内经济持续疲弱，主要纸品价格继续下降，下游市场景气度未见回升，从 2015 年的数据来看，产量及销量均有所下滑，产销率有所提高，库存增速较上年有所减缓。包装纸中的白卡纸出厂价由 2015 年初的 5,431 元/吨降至年底的 5,231 元/吨；文化用纸中的铜版纸价格由 2015 年初的 5,275 元/吨降至年底的 4,904 元/吨；文化用纸中的双胶纸出厂价由 2015 年初的 5,781 元/吨降至年底的 5,605 元/吨。包装纸及文化用纸等各类纸张价格均不同程度下滑。

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中小造纸企业较大的利润下降甚至亏损，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

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：

（1）优化产品结构，开发深加工纸产品

受困于产能过剩、竞争激烈和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。

（2）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 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考验。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。淘汰落后产能的力度将会继续加大，有望进一步加速行业内企业分化和深度调整。

总体看，基于经济、市场、产能和政策等因素，企业将面临优化产品结构和产品创新转型等挑战，行业内企业分化和结构调整或将加速。

四、管理分析

2016 年 4 月，由于退休原因，公司副总经理张闽生先生提出辞职，目前已离任；2015 年 6 月，由于个人原因，公司副总经理吴明希先生提出辞职，目前已离任。同时，2015 年 8 月，公司聘任连巧玲女士为副总经理；2015 年 10 月，由于个人原因，董事会秘书洪少杰先生提出辞职，目前已离任。同时，公司聘任杨昊悦女士为董事会秘书。

截至 2016 年 5 月底，公司高管及核心技术人员较为稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

总体看，公司管理人员出现部分变动，但核心技术人员较为稳定，公司管理制度连续，管理运作正常。

五、经营情况

1．经营概况

公司主要从事废纸采购、原纸生产、纸制品生产业务，主要产品是箱板纸、瓦楞原纸、新闻纸、瓦楞箱板纸箱。2015 年，公司实现营业收入 97.87 亿元，同比增长 26.52%，其中主营业务收入 96.17 亿元，同比增长 26.88%，占营业收入的 98.26%，公司主营业务突出；实现营业利润 1.24 亿元，同比增长 620.87%，主要系公司收入增速快于成本增速所致；实现净利润 2.08 亿元，同比增长 87.46%。

从各板块收入来看，箱板原纸及制品实现收入 87.60 亿元，较上年增长 39.09%，主要系公司 80 万吨造纸项目投产相应产销量增长所致，箱板原纸及制品收入占主营业务收入的 91.08%，仍是公司的主要收入和利润来源；由于市场不景气，公司文化纸板块已经停产，2015 年销售的文化纸均为原有库存，故销量下降明显，文化纸收入较上年减少 72.83%至 341.45 万元，占主营业务收入比重为 0.04%；新闻纸收入 5.56 亿元，较上年减少 28.66%，主要系市场行情下滑，2015 年公司新闻纸生产线部分改产为箱板瓦楞纸所致，占主营业务收入 5.78%；废纸收入 2.53 亿元，较上年大幅减少 46.15%，主要系造纸原材料价格均处于下行趋势且公司内部废纸采购企业优先供应公司造纸业务的废纸需求，导致对外废纸销售收入减少所致，废纸收入占主营业务收入的 2.63%。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，形成废纸销售收入。公司其他板块主要是子公司天顺港口公司的港口物流服务业务和子公司浙江中远发仓储服务有限公司的运输服务，2015 年收入为 0.45 亿元，较上年大幅增长 122.45%，主要系 2015 年子公司港口物流业务拓展力度较大所致。

表 1　2014~2015 年公司主营业务收入构成情况表（单位：万元，%）

项目	2014 年			2015 年			收入变化	成本变化
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
箱板原纸及制品	629,782.53	83.09	18.48	875,960.95	91.08	18.93	39.09	38.31
文化纸	1,256.77	0.17	2.46	341.45	0.04	3.86	-72.83	-73.22
新闻纸	77,942.85	10.28	9.25	55,605.51	5.78	12.92	-28.66	-31.54
废纸	46,973.15	6.20	2.15	25,294.65	2.63	2.35	-46.15	-46.26
其他	2,039.88	0.27	51.98	4,537.80	0.47	46.50	122.45	147.82
合计	**757,995.18**	**100.00**	**16.58**	**961,740.36**	**100.00**	**18.27**	**26.88**	**24.30**

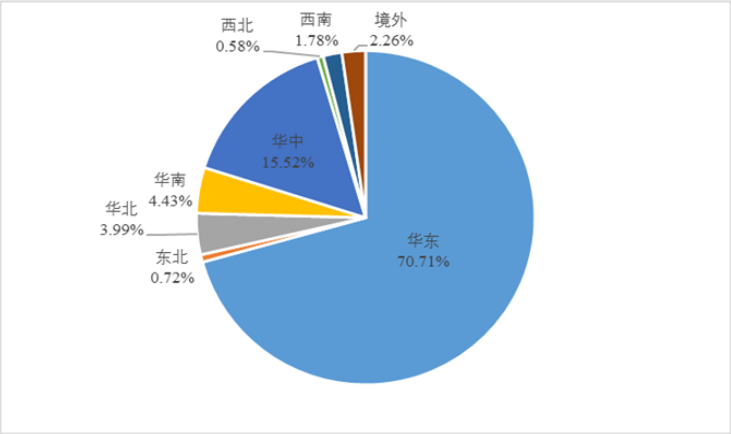
资料来源：公司提供

注：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。

从毛利率水平来看，公司箱板原纸及制品、新闻纸和其他板块的毛利率水平较高，文化纸和废纸的毛利率水平较低。2015 年，箱板原纸及制品毛利率小幅上升至 18.93%，主要系受益于 2013 年公司资产重组，公司规模效应进一步显现，箱板原纸及制品收入增速较快所致；文化纸毛利率小幅上升至 3.86%，主要系价格小幅上升所致；新闻纸毛利率小幅上升至 12.92%，主要系新闻纸生产线部分改产瓦楞纸，该条生产线产量提高，单位平均固定成本下降，同时由于废纸单价下降，相应单位生产成本下降所致；废纸毛利率小幅上升至 2.35%，主要系 2014 年马鞍山 80 万吨造纸项目试运行，废纸需求量提高，为优先供应公司的废纸需求，减少了废纸对外销量，为了维护客户关系，在现有的废纸采购规模下，以降低销售价格为代价稳定客源，因而 2014 年废纸毛利较低，2015 年公司废纸销售的价格策略恢复正常所致。综上，2015 年，公司主营业务综合毛利率为 18.27%，较上年小幅上升。

从销售区域来看，2015 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 70.71%、15.52%、4.43%和 3.99%，华东和华中占比较上年分别上升 0.57 个百分点和 3.64 个百分点，华南和华北占比较上年分别下降 4.14 个百分点和 3.14 个百分点，但同时东北、西北、西南及境外的业务收入占比分别上升 0.60 个百分点、0.19 个百分点、0.67 个百分点和 1.50 个百分点。

图 2　2015 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
注：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。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 24.57 亿元，较上年同期增长 21.76%，主要系 80 万吨造纸项目产能释放，产销量提高所致；实现净利润 0.61 亿元，较上年同期增长 10.43%。

总体看，跟踪期内，公司营业收入增长明显，净利润大幅上升；公司主营业务销售区域分布较为稳定，综合毛利率有所上升，整体经营情况较好。

2．原材料采购

公司主要原材料为废纸、木浆和化学品及电力等辅助材料，其中废纸、木浆等原材料占生产成本的比重在 80%左右，废纸、木浆等主要原材料供应情况和价格变动对公司生产经营有较大影响。在废纸采购方面，公司拥有国内外原料采购网络，即国外纤维原料采购平台及国内纤维原料收购平台；国内废纸主要由子公司浙江泰兴纸业有限公司、福建省莆田市阳光纸业有限公司和马鞍山市蓝天废旧物资回收有限公司面向江苏、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；公司在国外设立 6 家子公司，专门从事废纸收购业务，目前公司国外采购网络主要涵盖美国、英国、澳大利亚、日本等国家。

从原材料采购量来看，2015 年公司废纸采购量受产品销量增长的影响呈上升态势，主要系 2015 年公司马鞍山基地 80 万吨造纸项目投产，产能大幅增加，相应原材料需求大幅增长所致；其中，国外废纸采购量较 2014 年增长 13.16%至 213.00 万吨；国内废纸采购量较 2014 年大幅增长 24.48%至 148.17 万吨；因工艺流程逐步改良，公司木浆采购量继续下滑，2015 年较 2014 年下降 29.06%至 1.35 万吨。

从原材料采购价格来看，木浆和废纸价格受市场价格变动影响较大，公司除国内废纸采购价格较 2014 年小幅增长外，国外废纸及木浆采购价格均呈大幅下降趋势。2015 年国内废纸采购价格较上年小幅上升 3.51%至 1,216.54 元/吨；国外废纸采购价格较上年下降 9.16%至 1,168.27 元/吨；木浆采购价格较上年下降 12.53%至 3,793.75 元/吨。

表 2　2014~2015 年公司主要原材料采购量及采购价格（单位：吨，元/吨，%）

原材料	项目	2014 年	2015 年	增减变动
国外废纸	采购量	1,882,280.65	2,129,998.34	13.16
	采购价格	1,286.01	1,168.27	-9.16
国内废纸	采购量	1,190,326.30	1,481,748.90	24.48
	采购价格	1,175.24	1,216.54	3.51
木浆	采购量	19,004.64	13,481.84	-29.06
	采购价格	4,337.35	3,793.75	-12.53

资料来源：公司提供

2015 年，公司从前五家供应商采购金额合计 64,960.24 万元，占公司全部营业成本的 8.13%，比上年下降 4.19 个百分点，公司原材料采购集中度不高。

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

3．生产和销售

公司是目前国内少数拥有废纸收购渠道、包装原纸生产、纸板、纸箱生产制造的企业之一，较为完整的产业链使公司拥有较强的成本控制能力。公司产业上端有国内外废纸收购网络，产业下端在全国各地布局纸箱厂，使公司可以全面的掌握废纸和原纸的市场价格信息，有利于公司适时调整原材料和产品的定价策略，从而控制生产成本。

随着公司年产 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）于 2015 年 6 月正式投产，截至 2015 年底，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。截至 2016 年 3 月底，公司产能仍保持在 305 万吨/年，未发生变化。

从产量情况来看，2015 年，公司箱板纸产量较 2014 年上升 23.16%至 234.82 万吨；新闻纸产量较 2014 年下降 9.75%至 16.67 万吨；涂布纸产量较 2014 年增长 31.34%至 42.49 万吨；其他板块主要是文化纸，2014 年产量及销量均处于低位运行，2015 年公司文化纸产品停产。2015 年，受产能过剩、下游需求不旺影响，公司整体产能利用率为 79.26%，较上年下降 0.42 个百分点，公司产能利用率在行业内表现尚可。

表 3　2014~2015 年公司产品销售情况

产品	项目	2014 年	2015 年
箱板纸	产量（单位：万吨）	190.66	234.82
	销量（单位：万吨）	185.26	240.82
	产销率（单位：%）	97.17	102.56
	平均销售价格（单位：元/吨）	2,496.49	2,365.81
新闻纸	产量（单位：万吨）	18.47	16.67
	销量（单位：万吨）	18.36	16.09
	产销率（单位：%）	99.40	96.52
	平均销售价格（单位：元/吨）	3,430.97	3,380.72
涂布纸	产量（单位：万吨）	32.35	42.49
	销量（单位：万吨）	30.63	47.80
	产销率（单位：%）	94.68	112.49
	平均销售价格（单位：元/吨）	2,923.37	2,755.62
其他	产量（单位：万吨）	0.25	--
	销量（单位：万吨）	0.25	0.10
	产销率（单位：%）	100.00	--
	平均销售价格（单位：元/吨）	3,021.13	3,315.06

资料来源：公司提供

2015 年，公司仍然采取以销定产的经营模式，通过直销获取订单。受下游需求低迷影响，新闻纸销售较上年小幅下降，其余产品由于产能扩张且公司积极开拓市场销量有所上升。2015 年，公司共计实现新闻纸销量 16.09 万吨，同比减少 12.89%，主要系下游需求低迷所致；公司分别实现箱板纸和涂布纸销量 234.82 万吨和 47.80 万吨，分别同比增长 29.99%和 56.06%，主要系产能扩张公司承接订单增长所致；从产销率来看，公司箱板纸和涂布纸的产销率分别为 102.56%和 112.49%，分别比上年上升 5.39 个百分点和 17.81 个百分点；新闻纸产销率较上年下滑 2.88 个百分点至 96.52%，主要系下游需求下降所致。

从产品销售均价来看，2015 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，公司产品销售均有不同程度的下降；其中，新闻纸平均销售价格较上年下降 1.46%至 3,380.72 元/吨，涂布纸较 2014 年下降 5.74%至 2,755.62 元/吨，箱板纸较上年下降 5.23%至 2,365.81 元/吨。

从销售客户来看，根据销售产品不同，公司销售客户主要分为三大类；其中，新闻纸建立有专门的销售网络主要面向报社销售；涂布纸客户对产品质量要求较高；箱板纸主要面向包装厂客户。2015 年，公司造纸业务前五名销售客户变化较大，客户稳定性有待增强；公司造纸业务前五名销售客户销售金额合计为 3.97 亿元，占公司全部销售收入的 4.06%，比上年下降 0.33 个百分点，公司销售集中度进一步降低。

表 4　2014~2015 年公司造纸业务前 5 大销售客户情况（单位：万元，%）

年份	销售客户	销售金额（万元）	销售占比
2014 年	百威英博雪津啤酒有限公司	8,864.47	1.15
	上海福光包装材料有限公司	7,417.16	0.96
	浙江武义张氏包装实业有限公司	6,306.72	0.82
	慈溪福山纸业橡塑有限公司	5,899.20	0.76
	AMCOR PAPER DIVISION	5,456.78	0.71
	合计	**33,944.33**	**4.39**
2015 年	厦门合兴包装印刷股份有限公司	9,149.74	0.93
	百威英博雪津啤酒有限公司	7,957.16	0.81

	济丰包装（上海）有限公司	7,839.39	0.80
	江苏凤凰文化贸易集团有限公司	7,637.59	0.78
	AMCOR PAPER DIVISION	7,156.07	0.73
	合计	**39,739.97**	**4.06**

资料来源：公司提供
注：本表中的造纸业务统计数据含包装

总体看，跟踪期内，受行业继续低迷影响，部分产品价格有所下降，新闻纸产销情况出现下滑。随着公司 80 万吨造纸项目于 2015 年 6 月投产，公司产能大幅增长，公司整体产量大幅上升，销量增长。

4．经营效率

2015 年，公司应收账款周转次数由 2014 年的 5.67 次升至 6.40 次，销售回款质量有所上升。存货周转次数由 2014 年的 3.80 次升至 4.65 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，总资产周转次数相对较低，2015 年公司总资产周转次数从 0.42 次升至 0.53 次。

总体看，跟踪期内，公司经营效率有所上升。

5．投资情况

公司在海盐基地和马鞍山基地均有热电厂，为了更好的控制成本，2015 年公司投资了马鞍山基地热电五期项目。公司大型造纸机械对电力的消耗较高，一方面加大热电投入可减少电力和蒸气对外采购，另一方面发电过程中产生的热蒸气可以传输至造纸车间设备烘干部进行烘干，多余的蒸气对外供应产生利润。公司进行的热电联产未来可减少网购电量从而低造纸的能源成本，提高公司的盈利能力。公司热电五期项目在计划 2016 年底完工，2017 年初支付余款。

表 5　截至 2015 年底公司主要在建项目（单位：亿元）

项目	预计完成时间	预计投资总额	截至 2015 年底已投资	预计投资	
				2016 年	2017 年
马鞍山基地热电五期项目	2016 年 12 月	4.00	0.58	2.80	0.62

资料来源：公司提供

总体看，未来热电项目的投产，有利于公司生产成本的进一步降低。

6．重大事项

（1）非公开发行股票事项

2015 年 3 月，经公司第六届董事会第二次会议和 2015 年第一次临时股东大会审议通过，并经中国证监会核准，核准公司非公开发行不超过 81,000 万股新股。本次非公开发行募集资金总额不超过 200,000 万元，扣除发行费用后，拟投资年产 120 万吨包装原纸生产项目，包括 50 万吨低定量强韧牛卡纸生产线项目、43 万吨低定量高强瓦楞纸生产线项目和 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，拟使用募集资金 200,000 万元。该项目实施主体为吉安集团，建设地点位于海盐县经济开发区杭州湾大桥新区（原厂内），不涉及项目新增用地问题。2016 年 4 月 5 日，中国证监会出具《关于核准安徽山鹰纸业股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2016]529 号），已核准公司非公开发行不超过 81,000 万股新股。

总体看，此次非公开发行股票如顺利完成，有利于扩大公司资产规模、优化公司资产债务结构，提高公司抗风险能力；募投项目实施后将扩大公司生产规模、提升公司盈利能力，有利于增强公司综合实力，联合评级将持续关注该事项进展情况。

（2）终止参股嘉兴银行股份有限公司

2015 年 9 月，公司及其全资子公司吉安集团有限公司与浙江金达创业股份有限公司（以下简称“金达公司”）、浙江永和胶粘制品股份有限公司（以下简称“永和公司”）、桐乡市汇才红木家俱有限责任公司（以下简称“汇才公司”）和桐乡市兴宏绢整有限责任公司（以下简称“兴宏公司”）签订了《股权转让合同》，公司及其全资子公司吉安集团合计投资 71,995 万元，以 3.85 元/股的价格受让金达公司、永和公司、汇才公司和兴宏公司分别持有嘉兴银行 7,500 万股、7,500 万股、1,950 万股和 1,750 万股股权（分别占嘉兴银行总股本的 7.39%、7.39%、1.92%和 1.72%）。其中，公司合计投资金额为 35,612.50 万元，受让金达公司和兴宏公司分别持有的嘉兴银行 7,500 万股和 1,750 万股的股权（分别占嘉兴银行总股本的 7.39%和 1.72%），合计持有嘉兴银行 9.11%的股权，吉安集团合计投资 36,382.50 万元，受让永和公司和汇才公司分别持有的嘉兴银行 7,500 万股和 1,950 万股的股权（分别占嘉兴银行总股本的 7.39%和 1.92%），合计持有嘉兴银行 9.31%的股权。因嘉兴银行无法在合同约定期限内取得有权批准，根据补充协议约定，经审慎研究，公司决定终止了此参股嘉兴银行事项。公司于 2015 年 9 月 26 日，2015 年 12 月 3 日，2016 年 1 月 5 日分别发布了《关于参股嘉兴银行股份有限公司的公告》、《关于参股嘉兴银行股份有限公司的进展公告》、《关于参股嘉兴银行股份有限公司的进展补充公告》和《关于终止参股嘉兴银行股份有限公司的公告》。

总体看，公司终止了参股嘉兴银行事项，未对公司产生不利影响。

7．经营关注

（1）公司产品结构高度集中于工业用纸

公司产品结构高度集中于工业用纸，盈利模式单一，易受经济周期影响。

（2）行业产能过剩和下游需求低迷

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，行业竞争更加激烈。受行业产能过剩和下游需求低迷的双重压力影响，公司部分产品价格出现下跌。

（3）原材料供应风险

公司原材料成本在成本构成中占比较高，原材料主要为废纸和木浆，生产成本易受其价格波动影响；同时，公司部分废纸收购自国外，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。

8．未来发展

2015 年，公司提出“引领共创、共存、共享的产业文明”的新战略。

公司未来将从绿色、循环经济出发，围绕智能制造与相关服务，建设成产业间生态协同，产业内纵深融合。公司将坚持可持续发展，在技术革新、市场开拓、客户管理、人才发展等方面稳健发展。

（1）新造纸，稳定增长的现金流业务，成为产业接力、模式创新的基础

公司造纸业务以包装上游的瓦楞纸和箱板纸为主，目前包装原纸产能位居行业第三。造纸业务具有稳定的利润和良好的现金流，未来将成为公司的现金流业务和产业基础，为公司大力发展包装等新兴业务提供强力的资源支持。未来公司将重点提升造纸业务的盈利能力，大力发展新造纸，即

通过并购等方式获取先进技术、高端客户，不断提升产品的附加值。

（2）云包装，发挥包装的媒介作用，向包装服务平台升级

公司包装业务以瓦楞纸箱为主，规模位居全国前三名；包装板块用纸 70%来自自有造纸业务，在产品开发、成本控制等方面协同效应明显。未来，公司将以服务大客户为导向，丰富产品结构，优化产能布局，提升管理效率，做强包装利润。

公司未来将深挖客户需求，大力整合包装产业上下游资源，应用新技术，创新价值模式，致力于打造以包装物流一体化服务能力为核心，共享经济为特色的云包装服务平台。通过并购、参股、战略合作等形式，整合先进的精包装、设计印刷、物流仓储以及 IT 软件服务企业，构建起云包装的平台服务能力。

总体看，公司将继续坚持已有的发展战略，随着公司自身能力的提升和资源的不断整合，公司整体竞争实力有望增强。

六、财务分析

1．财务概况

公司 2015 年度财务报表已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见，2016 年一季度财务数据未经审计。2015 年，公司增加合并单位 5 家，减少合并单位 1 家，合并报表范围变化如下表所示。公司合并范围的变动对资产和利润规模等影响较小，主营业务未发生变化，相关会计政策连续，因此财务数据可比性仍较强。

表 6　公司 2015 年合并范围变化情况

公司名称	股权取得方式	股权取得时点	股权取得成本	股权取得比例
四川天鸿印务有限公司	股权受让	2015年1月	4,000.00万元	60.00%
合肥华东包装有限公司	股权受让	2015年8月	8561.00万元	100.00%
山鹰投资管理有限公司	新设	2015年2月	1,000.00万元	100.00%
山鹰纸业（湖北）有限公司	新设	2015年7月	尚未出资	100.00%
深圳前海山鹰新时代投资管理有限公司	新设	2015年12月	尚未出资	51.00%
CYCLE LINK (Europe) GmbH	注销	2015年5月	EUR 165,004.08元	--

资料来源：公司年报

截至 2015 年底，公司合并资产总额 184.13 亿元，负债合计 122.39 亿元，所有者权益（含少数股东权益）61.75 亿元，其中归属于母公司所有者权益 61.19 亿元。2015 年，公司实现合并营业收入 97.87 亿元，净利润（含少数股东损益）2.08 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 2.09 亿元；经营活动产生的现金流量净额 13.83 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.89 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 188.63 亿元，负债合计 126.21 亿元，所有者权益（含少数股东权益）62.41 亿元，其中归属于母公司所有者权益 61.83 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现合并营业收入 24.57 亿元，净利润（含少数股东损益）0.61 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 0.61 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.14 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.72 亿元。

2．资产质量

截至 2015 年底，公司资产总额 184.13 亿元，较年初减少 0.47%，其中流动资产和非流动资产占比分别为 35.56%和 64.44%，公司资产构成以非流动资产为主。

流动资产

截至 2015 年底，公司流动资产合计 65.47 亿元，较年初减少 2.08%，主要系货币资金减少所致；公司流动资产主要以货币资金（占比 30.78%）、应收票据（占比 13.68%）、应收账款（22.09%）和存货（占比 27.24%）为主。

截至 2015 年底，公司货币资金 20.15 亿元，较年初减少 10.92%，主要系公司贷款减少导致保证金大幅减少所致。公司货币资金中使用受限资金占比 77.28%，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 2015 年底，公司应收票据 8.95 亿元，较年初增加 40.10%，主要系销量增长，以票据结算方式结算的款项增长所致，公司应收票据全部为银行承兑汇票，其中已质押的银行承兑汇票 2.14 亿元。

截至 2015 年底，公司应收账款账面价值 14.46 亿元，较年初增加 9.27%，主要系由于销量增长，在公司给客户的信用政策维持不变的前提下，应收账款同步增长所致，其中账龄在一年以内的占比 96.94%，公司累计计提坏账准备 1.56 亿元，计提较为充分。截至 2015 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 7.10%，公司应收账款客户集中度较低。

截至 2015 年底，公司存货账面价值 17.84 亿元，较年初增加 9.54%，主要系公司产能大幅提高，为保证纸机生产的高效顺利运行，相应储备的原材料增加所致，其中原材料占比 70.74%，在产品占比 0.67%，库存商品占比 28.40%，周转材料占比 0.19%，其中原材料主要为用于原纸生产的废纸、木浆、化学制剂等辅助材料，以及包装企业的原纸、淀粉等辅助材料等。公司分别对原材料和库存商品计提跌价准备 0.08 亿元和 0.01 亿元，计提比例为 0.51%，计提较为充分。

非流动资产

截至 2015 年底，公司非流动资产合计 118.66 亿元，较年初增加 0.45%，主要系固定资产增长所致；公司非流动资产主要以固定资产（占比 84.76%）、在建工程（占比 3.43%）和无形资产（占比 8.30%）为主。

截至 2015 年底，公司固定资产账面净值 100.59 亿元，较年初增加 28.41%，主要系马鞍山年产 80 万吨造纸项目完工转固定资产所致，其中房屋及建筑物占比 26.67%，机器设备占比 72.35%，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 34.93 亿元，固定资产成新率 74.23%。截至 2015 年底，公司机器设备中，通过融资租入的机器设备占其账面原值 3.60%；未办妥产权证书的房屋及建筑物占其账面原值的 24.61%。

截至 2015 年底，公司在建工程合计 4.07 亿元，较年初减少 84.73%，主要系马鞍山年产 80 万吨造纸项目完工转固定资产所致。

截至 2015 年底，公司无形资产合计 9.85 亿元，较年初增加 8.24%，主要系土地使用权小幅增长所致，公司无形资产以土地使用权为主，占比 94.73%。

公司对外借款额较大，部分借款以公司资产抵押，造成公司受限资产规模较大。截至 2015 年底，公司受限资产合计金额为 36.78 亿元，占公司总资产的 19.98%，占比较高。公司受限资产情况如下表所示：

表 7　2015 年底公司所有权或使用权受到限制的资产（单位：万元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	155,701.60	各类保证金
应收票据	21,381.41	用于银行借款质押
固定资产	156,971.38	用于银行借款抵押
无形资产	28,863.04	用于银行借款抵押

应收账款	2,350.00	用于银行借款质押
投资性房地产	2,560.82	用于银行借款抵押
合计	**367,828.25**	--

资料来源：公司年报

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 188.63 亿元，较年初增加 2.44%，主要系货币资金增长所致。其中非流动资产占比 62.29%，流动资产占比 37.71%，公司资产仍以非流动资产为主。

总体看，跟踪期内，公司资产规模及资产构成变化不大，资产结构符合公司所处行业特性；受项目建设完工影响，公司固定资产规模增加明显，在建工程规模减少明显；公司受限资产规模较大，整体资产质量一般。

3．负债和所有者权益

负债

截至 2015 年底，公司负债总额 122.39 亿元，较年初减少 2.15%，其中流动负债占比 84.11%，非流动负债占比 15.89%，公司负债构成以流动负债为主，与资产结构的匹配度仍然有待改善。

截至 2015 年底，公司流动负债合计 102.94 亿元，较年初增加 4.66%，主要系其他流动负债大幅增长所致。公司流动负债主要以短期借款（占比 62.53%）、应付账款（占比 13.78%）和其他流动负债（占比 14.57%）为主。

截至 2015 年底，公司短期借款合计 64.37 亿元，较年初减少 0.91%，基本保持稳定。其中质押借款占比 38.77%，信用借款占比 31.47%，抵押借款和保证借款占比较小。

截至 2015 年底，公司应付账款合计 14.19 亿元，较年初减少 8.08%，主要系公司 80 万吨项目转固，相应应付账款项陆续支付结算，导致应付长期资产购置款项减少所致，公司应付账款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 2.42%。

截至 2015 年底，公司其他流动负债合计 15.00 亿元，较年初增加 114.29%，主要系公司分别于 2015 年 6 月 18 日发行 2015 年度第一期短期融资券（8 亿元，期限为 366 天，票面利率为 6%）和 2015 年 9 月 18 日发行 2015 年度第二期短期融资券（7 亿元，期限为 366 天，票面利率为 4.68%）所致。

截至 2015 年底，公司非流动负债合计 19.45 亿元，较年初减少 27.21%，主要系长期借款大幅减少所致。公司非流动负债以长期借款（占比 51.59%）和应付债券（占比 40.95%）为主。

截至 2015 年底，公司长期借款为 10.03 亿元，较年初减少 37.65%，主要系在建项目规模下降银行贷款减少以及部分长期借款转入一年内到期的非流动负债所致。公司长期借款主要为抵押借款（占比 56.30%）和保证借款（占比 43.70%）。

截至 2015 年底，公司应付债券为 7.96 亿元，较年初增长 0.30%，公司应付债券主要为 2012 年发行的 7 年期公司债券“12 山鹰债”。

随着公司在建项目规模的大幅下降，银行贷款有所减少，截至 2015 年底，公司全部债务为 102.80 亿元，较年初减少 2.20%，其中短期债务为 84.38 亿元，较年初增加 6.26%；长期债务为 18.42 亿元，较年初减少 28.32%。截至 2015 年底，公司资产负债率 66.47%，较年初下降 1.14 个百分点；全部债务资本化比率 62.48%，较年初下降 1.21 个百分点；长期债务资本化比率 22.98%，较年初下降 7.04 个百分点。整体债务负担有所减轻，债务结构有待调整。

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额 126.21 亿元，较年初小幅增长 3.12%，负债结构较年初变动不大，仍以流动负债为主；截至 2016 年 3 月底，公司全部债务总额为 106.71 亿元，其中短期债务

90.10 亿元，长期债务 16.61 亿元，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 66.91%、63.10%和 21.02%，与年初相比变化不大。

总体看，跟踪期内，公司负债规模变化不大，负债构成仍以流动负债为主；债务负担有所减轻，但债务结构仍有待调整。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计为 61.75 亿元，较年初增加 3.04%，其中归属母公司所有者权益 61.19 亿元，较年初略有增加。归属母公司所有者权益中，股本占 40.15%，资本公积占 50.62%，未分配利润占 6.98%，盈余公积占 1.94%，公司资本公积全部来自于资本溢价（股本溢价），公司所有者权益结构稳定性较好。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 62.41 亿元，较年初增加 1.08%，所有者权益结构较年初变化不大。

总体来看，跟踪期内，公司所有者权益规模及其构成变化不大，权益结构稳定性较好。

4．盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 97.87 亿元，同比增加 26.52%，主要系公司产能扩长且承接的订单增长所致；营业利润 1.24 亿元，同比增加 620.87%，主要系公司营业收入增速快于营业成本增速所致；利润总额 2.94 亿元，同比增加 155.13%，主要系公司营业收入大幅增长所致；净利润 2.08 亿元，同比增加 87.46%，其中，归属于母公司所有者净利润 2.09 亿元，同比增加 90.15%。

2015 年，公司营业外收入 1.95 亿元，同比大幅增长 68.73%，主要系公司受税收返还政策影响，收到退税 1.21 亿元所致。依据财政部、国家税务总局财税[2015]78 号文，财政部、国家税务总局财税[2007]92 号文等，公司分别收到税收返还 0.66 亿元和 0.34 亿元。2015 年，公司营业外收入占利润总额比重为 66.50%，较上年下降 34.06 个百分点，公司利润总额对营业外收入依赖度依然较高。

从期间费用来看，2015 年公司期间费用总额 15.78 亿元，较上年增长 29.85%，主要系公司业务规模和人员薪酬增长所致。其中，销售费用 5.09 亿元，较上年增长 38.30%，主要系运输成本和销售人员薪酬增加所致；管理费用 4.47 亿元，较上年增长 26.76%，主要系管理人员薪酬、办公经费等增加所致；财务费用 6.21 亿元，较上年增长 25.76%，主要系汇兑损益大幅增加所致。2015 年公司费用收入比为 16.13%，较上年上升 0.42 个百分点，公司费用控制能力较稳定。

从盈利指标来看，受利润规模大幅上升影响，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率较 2014 年均有不同程度的提升，分别从 2014 年的 4.10%、3.71%和 1.85%提升至 2015 年的 4.39%、4.38%和 3.41%，盈利能力有所提升，但仍处于一般水平。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 24.57 亿元，较上年同期增加 21.76%；净利润 0.61 亿元，较上年同期增加 13.50%；营业利润率为 0.54%，较上年同期下降 2.36 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司整体盈利能力有所提升；营业外收入对其利润总额贡献较大。

5．现金流

经营活动方面，2015 年公司经营活动现金流入 101.54 亿元，较上年增长 39.27%，主要系产品销量增长所致；经营活动现金流出 87.71 亿元，较上年增长 49.95%，主要系原材料采购增长所致；经营活动产生的现金流量净额为 13.83 亿元，较上年减少 4.04%。2015 年公司现金收入比 83.96%，较上年提升 1.35 个百分点，但收入实现质量仍有待提高。

投资活动方面，2015 年公司投资活动现金流入 0.35 亿元，较上年减少 92.79%，主要系 2014 年

公司收回到期的 4 亿元定期存单而 2015 年公司无定期存单所致；投资活动现金流出 4.81 亿元，较上年减少 68.87%，主要系公司在建工程项目支出大幅减少所致；2015 年公司投资活动现金流量净额为净流出 4.46 亿元，较年初减少 57.93%。

筹资活动方面，2015 年公司筹资活动现金流入 154.68 亿元，较上年增长 24.77%，主要系公司发行短期融资券所致；筹资活动现金流出 164.72 亿元，较上年增长 26.48%，主要系公司偿还部分债务所致；2015 年公司筹资活动现金净流出 10.04 亿元，较上年增长 60.34%。

2016 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为 3.14 亿元，公司投资活动现金流量净额为-2.55 亿元，公司筹资活动现金流量净额为 1.15 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流状况良好，可以满足其投资活动资金需求，外部融资需求较小。

6．偿债能力

截至 2015 年底，公司全部债务较年初减少 2.20%至 102.80 亿元，其中短期债务 84.38 亿元，较年初增加 6.26%；长期债务 18.42 亿元，较年初下降 28.32%。

从短期偿债能力指标来看，截至 2015 年底，受流动资产减少和流动负债增加影响，公司流动比率由 2014 年底的 0.68 倍下降至 0.64 倍，速动比率由 2014 年底的 0.51 倍下降至 0.46 倍；现金短期债务比由 2014 年底的 0.37 倍下降至 0.34 倍。2015 年公司经营活动现金流情况出现小幅下滑，经营性现金流对流动负债的保护能力小幅下降，经营现金流动负债比率由 2014 年的 14.66%下降至 13.44%。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2015 年公司 EBITDA 为 15.75 亿元，较上年增加 20.24%，公司 EBITDA 主要由折旧（占比 46.62%）、摊销（占比 1.99%）、计入财务费用的利息支出（占比 32.72%）和利润总额（占比 18.67%）构成；EBITDA 利息倍数由上年的 2.06 倍上升至 2.80 倍，EBITDA 对利息的保障程度尚可；EBITDA 全部债务比由上年的 0.12 倍上升至 0.15 倍，EBITDA 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 2016 年 3 月底，公司本部及下属子公司获得银行授信总额合计 94.50 亿元，其中未使用额度 27.85 亿元，公司间接融资能力较强；同时，公司作为上市公司，直接融资渠道通畅。

截至 2016 年 3 月底，公司无对外担保事项。

截至 2015 年底，公司存在以下未决诉讼：

子公司 Cycle Link（美国）因与 Cedarwood-Young Company dba Allan Company（以下简称 Allan Company）就 2008 年 9~10 月签订的废纸购买协议存在纠纷，Allan Company 于 2010 年 12 月 14 日向洛杉矶郡高等法院民事庭提起诉讼要求 Cycle Link（美国）等被告赔偿其损失。2015 年 5 月经法院一审判决应由 Cycle Link（美国）等被告赔偿 Allan Company1,844,763.33 美元（折合人民币 1,151.28 万元）损失并承担相应的利息，Cycle Link（美国）已对该项诉讼寻求庭外和解，并已将该笔款项作营业外支出处理，款项未付。

经查询中国人民银行征信中心出具的企业信用报告，截至 2016 年 5 月 3 日，公司未结清债务中无不良或关注类信息，已结清债务中有 3 笔关注类贷款。总体看，公司过往债务履约情况一般。

总体看，跟踪期内，公司债务负担有所减轻，整体盈利能力有所提升，经营活动现金流量保持平稳，考虑到公司的经营规模和行业地位等因素，公司整体偿债能力仍属很强。

七、债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2016 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）达 30.71 亿元，约为“12 山鹰债”和“16 山鹰债”本金合计（18 亿元）的 1.71 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达 62.41 亿元，约为债券本金合计（18 亿元）的 3.47 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“12 山鹰债”本金的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2015 年，公司 EBITDA 为 15.75 亿元，约为债券本金合计（18 亿元）的 0.87 倍，公司 EBITDA 对债券本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入 101.54 亿元，约为债券本金合计（18 亿元）的 5.64 倍，公司经营活动现金流入量对债券本金的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为箱板原纸及制品的主要生产企业之一，在经营规模和行业地位等方面具有的优势，公司对“12 山鹰债”和“16 山鹰债”的偿还能力仍然很强。

八、综合评价

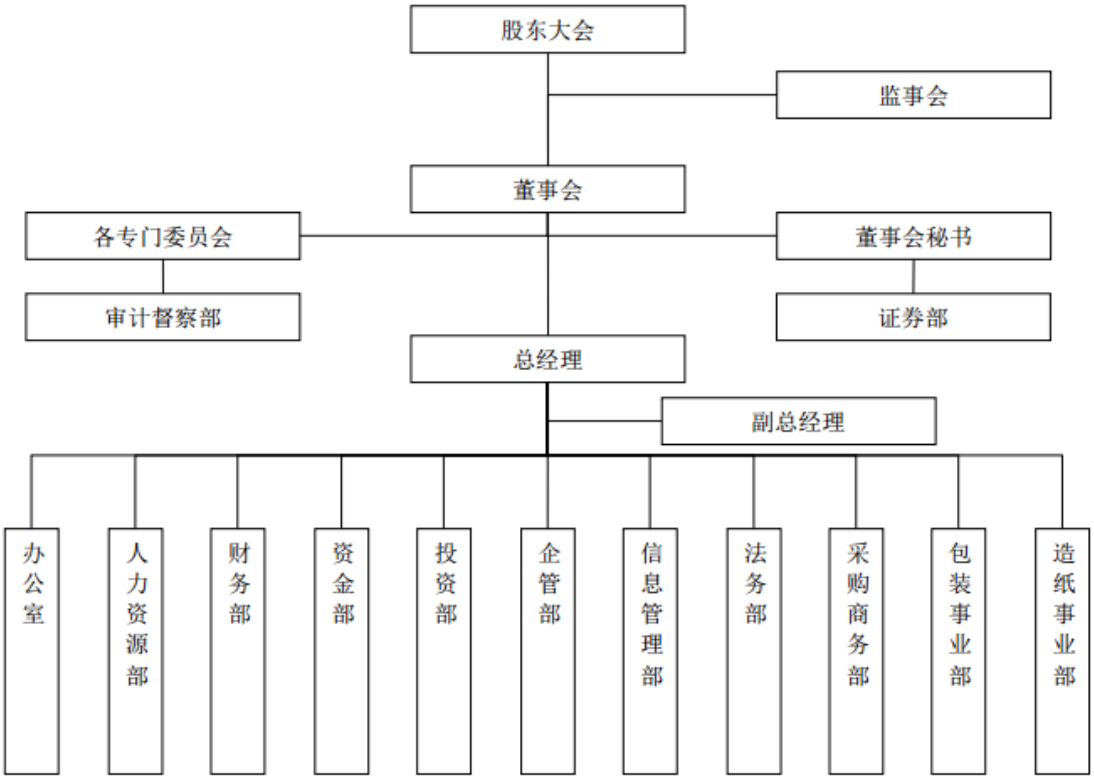
公司作为国内大型造纸包装生产企业之一，在经营规模、行业地位以及采购网络等方面仍然具有一定优势。随着 80 万吨造纸项目的投产，公司营业收入和盈利规模大幅增长，整体竞争实力有所提升；经营活动现金仍呈大额净流入状态，债务负担有所下降。同时，联合评级关注到公司在行业产能过剩和下游需求低迷的双重压力下，部分产品价格下降；营业外收入对利润贡献较大以及短期债务占比较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着公司非公开发行股票的完成，将扩大公司资产规模、优化公司资产债务结构，提高公司资本实力和整体抗风险能力；募投项目实施后将扩大公司生产规模、提升公司盈利能力，将进一步增强公司的综合实力。

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”和“16 山鹰债”的债项信用等级为“AA”。

附件 1　安徽山鹰纸业股份有限公司

组织结构图



附件 2　安徽山鹰纸业股份有限公司

主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额（亿元）	185.00	184.13	188.63
所有者权益（亿元）	59.93	61.75	62.41
短期债务（亿元）	79.41	84.38	90.10
长期债务（亿元）	25.70	18.42	16.61
全部债务（亿元）	105.11	102.80	106.71
营业收入（亿元）	77.35	97.87	24.57
净利润（亿元）	1.11	2.08	0.61
EBITDA（亿元）	13.10	15.75	--
经营性净现金流（亿元）	14.42	13.83	3.14
应收账款周转次数（次）	5.67	6.40	--
存货周转次数（次）	3.80	4.65	--
总资产周转次数（次）	0.42	0.53	0.13
现金收入比率（%）	82.61	83.96	76.25
总资本收益率（%）	4.10	4.39	--
总资产报酬率（%）	3.71	4.38	--
净资产收益率（%）	1.85	3.41	0.99
营业利润率（%）	16.25	17.69	16.17
费用收入比（%）	15.71	16.13	14.96
资产负债率（%）	67.61	66.47	66.91
全部债务资本化比率（%）	63.69	62.48	63.10
长期债务资本化比率（%）	30.01	22.98	21.02
EBITDA 利息倍数（倍）	2.06	2.80	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.15	--
流动比率（倍）	0.68	0.64	0.66
速动比率（倍）	0.51	0.46	0.47
现金短期债务比（倍）	0.37	0.34	0.34
经营现金流动负债比率（%）	14.66	13.44	2.89
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.73	0.87	--

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、2016 年一季度数据未经审计，相关指标未年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+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+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

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 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。