

安徽山鹰纸业股份有限公司

2012 年公司债券信用评级分析报告

本期公司债券信用等级: AA

发行人主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期发行规模: 不超过 8 亿元 (含 8 亿元)

债券期限: 不超过 7 年 (含 7 年)

还本付息方式: 按年付息、到期一次还本

评级时间: 2012 年 4 月 13 日

主要财务数据:

项 目	2009 年	2010 年	2011 年
资产总额(亿元)	48.78	53.99	67.51
所有者权益(亿元)	16.03	19.43	30.09
长期债务(亿元)	9.61	7.37	6.39
全部债务(亿元)	26.94	29.19	31.47
营业收入(亿元)	26.94	37.46	39.84
净利润(亿元)	0.67	1.86	0.38
EBITDA(亿元)	4.46	6.10	4.06
经营性净现金流(亿元)	3.00	3.23	-2.06
营业利润率(%)	15.06	13.10	10.86
净资产收益率(%)	8.33	10.48	1.54
资产负债率(%)	67.13	64.02	55.43
全部债务资本化比率(%)	62.69	60.05	51.12
流动比率	0.70	0.70	0.90
EBITDA 全部债务比	0.17	0.21	0.13
EBITDA 利息倍数(倍)	2.84	3.76	2.80
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.56	0.76	0.51

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。

分析师

张兆新

电话: 022-58356913

传真: 022-58356989

邮箱: zzzxf318@sohu.com

钟月光

电话: 010-52026883

传真: 010-52026882

地址: 天津市和平区曲阜道 80 号 (300042)

Http: // www. lianhecreditrating. com. cn

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”) 的评级反映了其作为国内知名造纸生产企业, 在箱板纸生产领域有一定的规模优势, 以及其在地理位置、技术研发、原料采购、品牌方面的优势; 同时, 联合评级也关注到原料价格上涨、国内造纸行业竞争激烈, 公司经营性现金流波动较大等因素对公司造成的不利影响。

目前, 中国纸品市场容量大, 发展前景较好。未来随着公司新建造纸项目的建成投产, 及其在下游纸箱等领域的拓展, 公司整体竞争实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 本期公司债券到期不能偿还的风险低。

优势

1. 公司地处经济发达的华东地区, 纸产品消费大, 废纸产生量大, 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, 产品辐射面广。皖江城市带承接产业转移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了广阔的市场空间。

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. 公司产业链向下游延伸有利于消化产能和提高产品附加值。

4. 公司2011年非公开发行股票募集资金10.25亿元，资本实力有所加强；未来新增的造纸项目建成投产后，将显著提高公司产能，增强综合竞争力，并实现规模收益。

关注

1. 主要原材料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. 公司主营包装纸，其增速与工业增加值密切相关，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. 公司经营性现金流波动较大，受票据贴现大幅减少等因素影响，2011年经营性现金流表现为净流出。

信用评级报告声明

- 除因本次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评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本信用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。
- 本信用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。
- 本信用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。
- 安徽山鹰纸业股份有限公司公司债券信用等级自本期债券发行之日起至到期兑付日有效；本期债券存续期间，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，截至 2011 年底，注册资本为人民币 755,246,185.00 元。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 2011 年底，公司股本总额为 755,246,185 股，其中有限售条件股份占比 29.13%，无限售条件股份占比 70.87%。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 7.83%；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

截至 2011 年底，公司设有财务部、原料采购部、生产部、营销部、证券部、设备部、办公室、人力资源部、信息中心等 20 个职能部门（见附件 1），拥有全资子公司 7 家，控股子公司 2 家。截至 2011 年底，公司拥有在职员工 4,274 人。

公司所属行业为造纸行业，经营范围：纸、纸板、纸箱的制造，公司生产产品出口及公司生产、科研所需的原辅材料、机械设备、仪器仪表、零配件进口等。公司主要产品是包装纸、新闻纸和瓦楞箱板纸箱等。

截至 2011 年底，公司（合并）资产总额 675,112.56 万元，负债总额 374,237.47 万元，所有者权益（含少数股东权益）300,875.09 万元。2011 年公司实现合并营业收入 398,375.44 万元，净利润（含少数股东损益）3,814.51 万元。经营活动产生的现金流量净额-20,611.96 万元，现金及现金等价物净增加额 55,312.97 万元。

公司注册地址：安徽省马鞍山市勤俭路 3 号；法人代表：夏林。

二、本次债券及债券筹资项目概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“安徽山鹰纸业股份有限公司 2012 年公司债券”，发行规模为不超过 8 亿元（含 8 亿元），债券存续期限不超过 7 年，每年付息一次，到期一次性还本。本期债券面值 100 元，按票面金额平价发行，采取网上与网下相结合的方式发行，票面年利率将根据市场询价结果，

由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致，在利率询价区间内确定。

2. 本期债券募集资金用途

2012年4月13日经公司2011年度股东大会审议决定，本期公司债券发行募集的资金，在扣除发行费用后拟用于调整债务结构、补充流动资金。

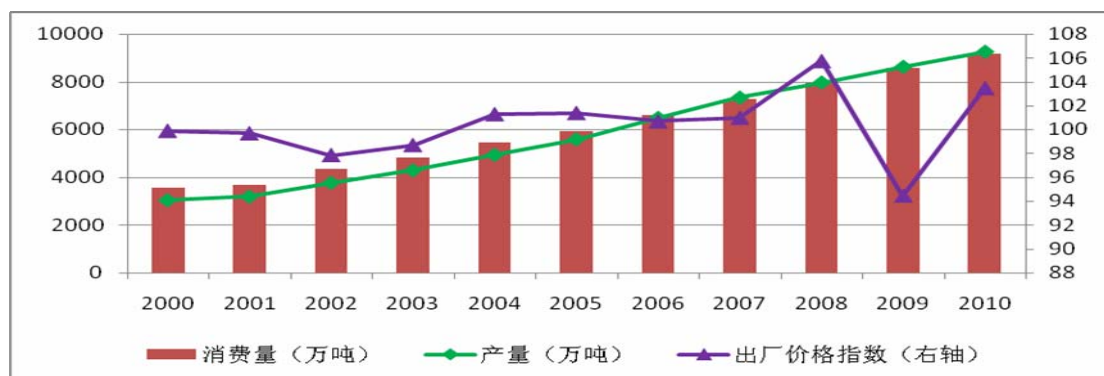
二、行业分析

公司主要业务为包装纸、新闻纸的生产以及纸箱制造等，属于造纸行业。

1. 行业概况

造纸行业是一个与国民经济发展和社会文明建设密切相关的重要行业，涉及林业、能源、环保、交通运输、机械制造、化工、电气自动化等多个行业，在国民经济中占有重要的地位，纸及纸张的消费水平也是衡量一个国家现代化水平和文明程度的标志。造纸行业具有资金技术密集和规模效益显著的特点，其产业关联度大，较大的市场容量和发展潜力已成为拉动林业、农业、机械制造、化工、自动控制、交通、环保、印刷、包装等产业发展的重要力量，形成我国国民经济发展的新增长点。近年来，在国内宏观经济持续较快增长的带动下，中国造纸产业实现快速发展，截至目前，我国纸及纸板的生产量和消费量已居世界第1位。

图2 2000-2010年全国纸及纸板产量、消费量和出厂价格指数



数据来源：中国造纸协会，国家统计局

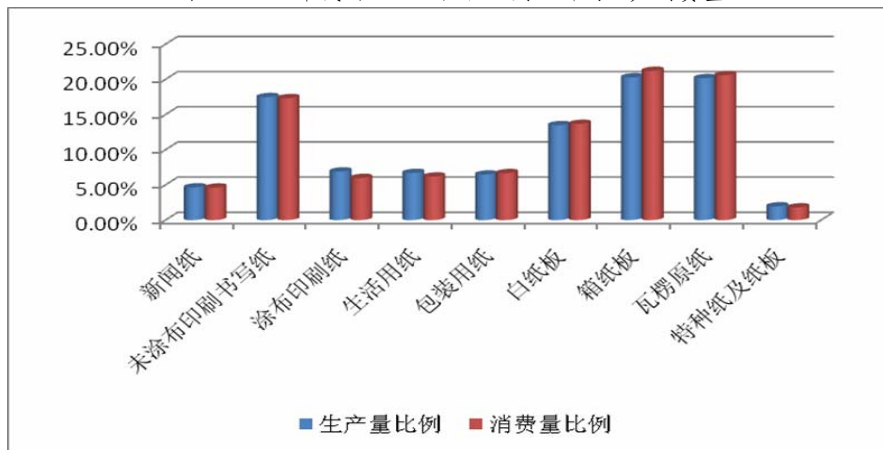
近十年来我国造纸行业得到国家的大力扶持，增长迅速（见图2）。从纸品价格变化趋势看（图2），2000~2010年，我国纸品价格呈波动式变化，但总体上看，纸品价格持走高态势。2008年纸品出厂价格指数处于近十年来的最高值，达到105.77，2009年，受国际金融危机影响，纸品价格指数滑落至94.44，为近十年来的最低值。随着国家刺激消费相关政策以及国家十大产业调整振兴规划等宏观政策措施的出台，2010年纸品价格出现好转，但由于国家宏观经济正处于缓慢的恢复期，造纸行业的价格水平在短期内难以有较大程度的变化。

从纸的用途来看，纸制品主要分为包装纸、文化用纸、新闻纸以及其他纸种四大类。包装纸包括瓦楞纸、箱板纸，以及白卡纸等。瓦楞纸主要是生产瓦楞纸板的重要组成材料之一。瓦楞原纸要求纤维结合强度好，纸面平整，有较好的紧度和挺度，要求有一定的弹性，以保证制成的纸箱具有防震和耐压能力。箱板纸主要是与瓦楞纸芯粘合后制成瓦楞纸箱，用来包装家用电器、日用百货、针棉织物、文化用品、中西成药的外包装等。白卡纸是用于供印刷名片、封皮、证书、请柬及包装装潢用的卡纸。新闻纸也叫白报纸，是报刊及书籍的主要用纸。

2000~2010年，我国纸及纸板的产量和消费量逐年增长，生产量年均增长11.76%，消费量年

均增长 9.88%。2010 年全国纸及纸板生产量 9,270 万吨，消费量 9,173 万吨。从纸及纸板的消费品种来看，2010 年纸及纸板主要产品有新闻纸、未涂布印刷书写纸、涂布印刷纸、生活用纸、包装用纸、白纸板、箱纸板、瓦楞原纸、特种纸及纸板，各纸种在纸及纸板总生产量和总消费量中的占比如图 3 所示。

图 3 2010 年我国纸及纸板各主要品种的生产消费量



数据来源：中国造纸协会

2010 年，箱纸板生产量 1880 万吨，同比增长 8.67%，消费量 1946 万吨，同比增长 7.57%；瓦楞原纸生产量 1870 万吨，同比增长 9.04%，消费量 1889 万吨，同比增长 7.45%。2000~2010 年，箱板纸生产量年均增长率 16.74%，消费量年均增长率 14.31%；瓦楞原纸生产量年均增长率 12.62%，消费量年均增长率 10.94%。

2010 年新闻纸生产量 430 万吨，较上年增长-10.02%；消费量 423 万吨，较上年增长-8.24%。2000~2010 年，新闻纸生产量年均增长率 11.48%，消费量年均增长率 9.87%。

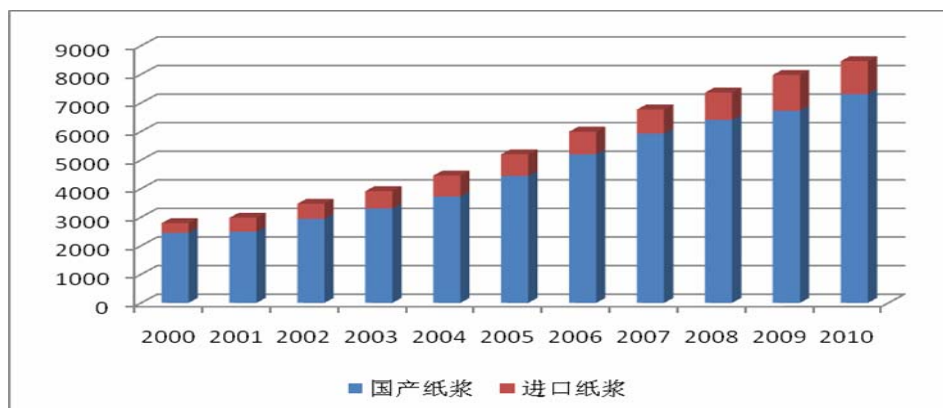
2011 年我国造纸行业在经济发展需求增长、投资增加、产品出口配套增长等因素的拉动下，保持了良好发展态势，行业整体生产稳步增长。据国家统计局快报，2011 年 1~9 月，纸及纸板生产量共完成 8306.42 万吨，比去年同期 7338.93 万吨增加 967.49 万吨，同比增长 13.18%；纸及纸板产品的产销率为 97.2%，比去年同期下降 0.9 个百分点。2011 年 1~9 月国内新闻纸生产量约为 279 万吨，比去年同期下降 16%。

据国家统计局数据，我国纸产量和消费量在 2009 年分别为 8640 万吨和 8569 吨，双双超过美国，跃升为世界最大的纸与纸板生产国和消费国。虽然我国人均纸消费量近年来增长迅速，但 2009 年人均消费也只为 64.4 千克，大约相当于比利时的 1/5，美国的 1/4，日本的 3/10。综上，通过对造纸行业的各个特征分析，我国造纸行业的生命周期处于成长阶段的后期，处于成长到成熟的过渡期，还有一定的成长空间。

2. 原料供应

造纸业的上游是原料木浆及废纸。2000~2010 年，全国纸浆消耗总量逐年增长，2010 年全国纸浆消耗总量 8,461 万吨，较上年 7,980 万吨增长 6.03%（图 3），其中木浆 1,859 万吨，较上年增长 2.82%，比例占 22%，与上年持平；非木浆 1,297 万吨，较上年增长 10.38%，比例占 15%，与上年持平；废纸浆 5,305 万吨，较上年增长 6.16%，比例占 63%，与上年持平。除国产纸浆外，我国造纸行业还需大量进口废纸和木浆，对外依赖性较强。其中进口木浆主要从南美（阔叶）、北美（针叶）进口，高质量的废纸同样主要依靠进口，进口国家及地区包括美国、欧洲及日本。

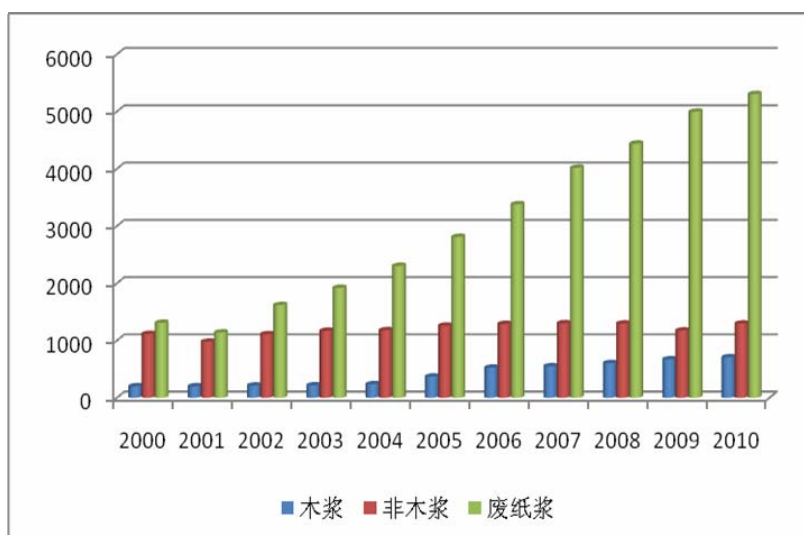
图 4 2000 - 2010 年我国纸浆消耗总量



数据来源：中国造纸协会

国产纸浆生产方面，近十年来木浆、废纸浆的产量不断增长（图4），非木浆产量保持平稳，2010年全国纸浆生产总量7,318万吨，较上年6,732万吨增长8.70%。从2011年1~9月份的规模以上造纸企业生产快报情况统计，2011年1~9月国内纸浆生产量完成1665.70万吨，比上年同期1667.07万吨减少1.37万吨，同比下降0.08%。

图5 2000-2010年我国国产纸浆生产情况



数据来源：中国造纸协会

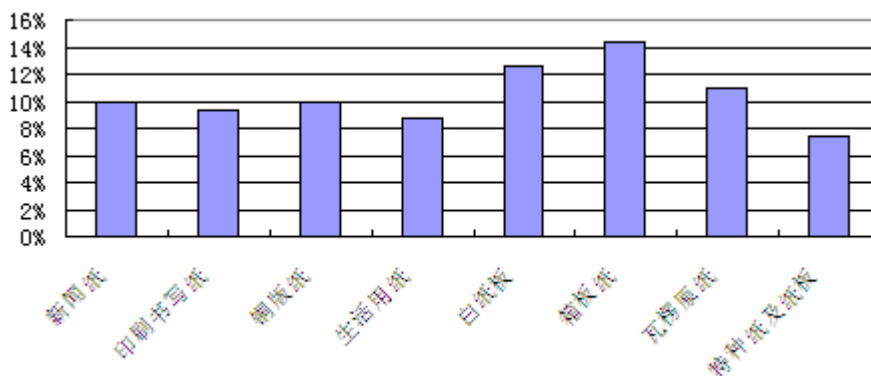
原料进口方面，据海关统计，2010年进口废纸2435万吨，比上年下降11.46%，进口各类商品纸浆为1137万吨，同比下降16.85%。2010年我国废纸进口均价219.8美元/吨，上涨59.2%；木浆进口均价775.6美元/吨，上涨55%。面对国际市场原料的大幅上涨，以及国内原料产量的不断增长，国内造纸企业纷纷转向使用国内原料，使得废纸进口量同比下降11.5%、木浆进口量同比下降16.9%。2011年商品纸浆进口量和价格同比上一年均有所上升。2011年，我国累计进口废纸2728.02万吨，用汇69.67亿美元，较上年同期分别增长12.02%和30.16%；累计进口纸浆1444.84万吨，用汇119.32亿美元，较上年同期分别增长27.08%和35.33%。

3. 下游需求

在我国，纸产品中大约有80%用于生产消费，20%用于生活消费，主要使用于印刷、装饰、日化、新闻出版、卫生、食品饮料、医药保健品、电器电子、机械等行业，造纸业对这些下游产业具有一定的拉动作用。

从消费量的实际增长来看，随着国民经济的平稳快速发展，尤其是造纸行业相关产业的快速发展，带动了国内市场对纸张需求总量的增加。其中包装用纸子行业的主要纸种均呈现出高于其他纸种的消费增长速度。2000~2010年间，白纸板消费年均增长率为12.56%，2010年增速为8.10%；箱板纸消费年均增长率为14.31%，2010年增速为7.57%；瓦楞原纸消费年均增长率为10.94%，2010年增速为7.45%。

图6 2000~2010年主要纸种平均消费增长率



数据来源：中国造纸协会

随着国内为应对金融危机出台的各项刺激政策的逐渐落实，尤其是造纸行业的相关产业投资拉动的经济发展和内需增长，带动了国内市场对纸张需求总量的增加，将促进国内纸及纸板生产总量继续增长。

从世界造纸市场分析，尽管造纸行业面临其它竞争产品的威胁，纸仍然是世界经济的重要原材料。随着关联行业的发展壮大，对造纸材料的品种、数量、质量、性能提出了更高要求，造纸与下游行业之间的关系变得更加紧密。世界造纸需求量的这种上升趋势也对中国造纸的需求量产生重大影响，必然会进一步促进中国造纸行业的发展，继续延伸中国造纸行业的成长期。

4. 行业竞争状况

与发达国家的造纸行业相比，我国造纸行业的总产量较大，但生产规模分散，产业集中度低，大量技术落后、规模小的造纸企业仍在市场上占有一定份额。根据中国造纸协会的公开资料，2010年我国有规模以上造纸企业3,686家，其中小型企业占88%以上，平均年生产规模仅有3万吨左右，而100万吨/年规模以上的企业只有10家。较低的行业集中度造成行业竞争激烈，在原料价格上涨时，很难将成本压力转嫁到下游行业。

表1 2010年造纸企业产量前15名企业

排名	单位名称	产量（万吨）		
		2009年	2010年	同比增长
1	玖龙纸业（控股）有限公司	652.00	728.00	11.66%
2	理文造纸有限公司	355.00	367.00	3.38%
3	山东晨鸣纸业集团股份有限公司	299.34	327.35	9.36%
4	中国纸业投资总公司	58.67	244.87	317.37%
5	金东纸业（江苏）有限公司	228.92	231.00	0.91%
6	山东太阳纸业	220.00	224.00	1.82%
7	华泰集团有限公司	155.02	164.00	5.79%
8	宁波中华纸业有限公司	147.81	148.74	0.63%
9	中冶纸业集团有限公司	100.60	138.50	37.67%

10	山东博汇纸业股份有限公司	79.45	100.13	26.03%
11	安徽山鹰纸业股份有限公司	82.52	92.57	12.18%
12	浙江景兴纸业股份有限公司	74.96	85.41	13.94%
13	河南银鸽实业投资集团	72.82	83.96	15.30%
14	芬欧汇川（常熟）纸业有限公司	80.06	81.03	1.21%
15	山东泉林纸业有限责任公司	64.09	70.61	10.17%

数据来源：中国造纸协会

随着经济全球化的深入发展和国内造纸业进一步对外开放，印尼金光集团、韩国韩松、日本王子以及美国、芬兰等国的纸业巨头纷纷来华投资建厂，加大对国内市场的开拓力度，国内造纸行业的竞争将进一步加剧。

近几年，造纸行业出现两极分化的发展趋势：一大批造纸企业深陷困境的同时，部分优势企业通过收购兼并、新建项目等方式，扩大生产规模，提高市场份额。但大量技术落后、规模小的造纸企业仍在市场上占有一定份额，从长期看，落后企业的产能将会被市场自然淘汰。

从造纸行业的国际发展经验看，发达国家行业集中度普遍较高，大量技术落后、规模小的造纸企业无法承受竞争压力，被市场淘汰。正是在这样的情况下，我国造纸行业的发展仍处于向规模化、集约化、专业化、高端化的发展阶段，还处于行业成长时期的后期，大规模的兼并重组情况将会不断出现，并推动整个行业将出现结构升级。

5. 行业政策

目前造纸企业所依据的主要行业法律法规及政策包括：《中华人民共和国清洁生产促进法》、《中华人民共和国循环经济促进法》、《中华人民共和国水污染防治法》、《国务院关于加强发展循环经济的若干意见》、发改环资[2004]73号《资源综合利用目录》、《当前国家重点鼓励发展的产业、产品和技术目录》、《造纸产业发展政策》、《制浆造纸工业水污染物排放标准》（GB3544—2008）、国家发改委《产业结构调整指导目录（2011年本）》等。

2012年2月，国家发改委、工信部和国家林业局联合印发《造纸工业“十二五”发展规划》，政府提出2015年实现的目标：全国纸及纸板消费量11,470万吨，比2010年年均增长4.6%；纸及纸板总产能为13,000万吨左右，总产量达到11,600万吨，年均增长4.6%。同时该规划中明确指出，未来五年造纸行业的重要任务之一是淘汰落后产能，减排减污。“十二五”期间，淘汰落后造纸产能1000万吨以上。通过兼并重组，并适当淘汰生产力落后的中小型企业，达到完善产业组织结构，提升产业集中度，大、中、小企业协调发展的局面。

总体来讲，造纸及纸制品业未来的政策发展方向是大力淘汰落后产能加快行业整合，加快产业结构调整及优化升级，加快推进林纸一体化建设进程，发展循环经济，节约资源和保护环境。

6. 行业关注

由于造纸行业是技术、资金、劳动密集、高耗能产业，行业发展受市场、国家政策、节能环保等因素的影响较大。

（1）竞争风险

我国造纸行业竞争激烈，市场化程度高。按照中国造纸协会调查资料，2010年全国纸及纸板生产企业约有3,700家。造纸企业的技术水平、装备水平、产品档次等总体严重趋同，企业之间竞争相当激烈。随着国内造纸业进一步对外开放，印尼金光集团、韩国韩松、日本王子以及美国、芬兰等国的纸业巨头纷纷来华投资建厂，加大对国内市场的开拓力度，国内造纸行业的竞争进一步加剧。

（2）环保风险

我国制浆造纸行业在生产过程对环境的污染主要在于所排放的有害废液，其次还有废气和固体废物的污染。随着国家对三废排放标准的提高，对造纸的原料、产品、设备、技术、工艺及三废处理装置等也带来了更高要求，可能影响产品的生产成本。

（3）成本风险

造纸行业的成本主要来自原料和能源，原料及能源价格波动影响行业生产成本和利润水平。原料方面，我国造纸行业原材料大量依赖进口，议价能力较弱，也难以将原材料价格上涨转移给下游，原材料价格波动会对纸厂的盈利能力产生重要影响；在能源方面，造纸行业的生产经营需要消耗大量的电力、煤炭等能源，近年来能源价格尤其是煤炭价格呈上升趋势，推高了行业的经营成本，对行业的经营业绩带来一定风险。

（4）技术风险

目前国内造纸行业装备水平迅速提高，产品向高品质、低克重方向发展，技术进步很快，同时环保、节能政策的影响和要求也需要技术支撑，所以必须要加快技术创新和自主研发，提高技术和生产效率，降低生产成本，从而提高企业综合竞争实力。

（5）产品风险

随着市场不断扩大，纸制品类别的需求也在不断增多，不同纸类的淡旺季节有所不同，实行产业结构多样化就可以保证企业更合理地安排生产，降低库存成本，减轻传统淡旺季市场因素的影响。

7. 未来发展

近年来国家持续实施宏观调控，但造纸业不是调控的重点，虽然在国家整体经济增幅放缓的情况下，会对纸品消费有一些影响，但影响相对较小。值得注意的是，宏观调控和其它一些辅助因素对造纸业的影响较大。造纸业是高能耗、高投入的行业，煤、电、油、运紧张和价格上涨会显著影响造纸行业的整体盈利水平。同时由于国家对环境保护的日益重视，对造纸行业的环保标准可能提高，这将对部分造纸企业，特别是中小企业带来较大负面影响。

预计在未来 5-10 年内，我国经济仍将保持平稳健康发展，我国造纸业将保持较高的增长速度，同时法律、市场、产业环境将进一步规范和完善，是造纸工业发展的机遇期。随着市场进一步开放，国际大型公司通过投资或直接产品销售对中国市场的控制力度将进一步提高，市场竞争日趋激烈。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是安徽省最大的包装纸板生产企业和国家大型一档造纸工业企业，生产规模 and 经济效益连续多年稳居国内同行业前列，2011 年底公司拥有 90 万吨的产能（箱板纸 72 万吨，新闻纸 18 万吨），总资产 67.51 亿元。目前国内以包装纸板为核心产品的上规模企业主要包括：玖龙纸业、理文造纸、山鹰纸业、景兴纸业、吉安纸容器等。

公司主导产品为牛皮箱板纸和高强瓦楞原纸等“绿色包装”产品，市场容量大，发展前景看好。公司产品被安徽省技术监督局评为“安徽省名牌产品”，“山鹰牌”箱板纸、瓦楞原纸、纸箱被评为“中国著名品牌”，产品市场信誉度高。

公司已建立覆盖多个城市的国内废纸回收网络，并与多家国外废纸供应商建立了长期稳定的业务合作关系，原料供应来源充足。公司拥有自备电站，实行热电联产，可自主调峰供电、用电，有效降低电力使用成本。安徽省内有淮南、淮北煤矿，可有效保证煤炭能源供应。

公司拥有铁路专用线，集装箱专用港口、码头，便捷的公路、铁路、水路运输网络，可有效保证公司产供销物流畅通。

总体看，公司资产和生产规模较大，品牌知名度高，供销网络广，运输成本低。

2. 技术水平

公司建有省级企业技术中心（1999 年安徽省经贸委认定）作为研究开发机构。“十一五”期间共开发 18 个新产品近百种规格，同时完成 20 余项较大规模的技术更新改造和成果转化项目，使公司从一个中型造纸企业发展成国家大型一档造纸企业，技术装备和产品均达到国内先进水平。公司目前有科技人员 588 人，其中从事研发的科技人员有 125 人，科技人员整体素质较高，年龄结构、知识结构均较合理。1998 年公司被安徽省科委认定为高新技术企业，2000 年被评为安徽省优秀高新技术企业，2001 年被国家科技部认定为国家重点高新技术企业和科技部技术创新重点联系企业。2008 年 11 月，公司再次被认定为高新技术企业，2011 年 10 月，公司通过高新技术企业复审，自 2011 年 1 月 1 日起继续享受国家高新技术企业所得税等优惠政策。2009 年 11 月，公司控股子公司马鞍山山鹰纸业纸品有限公司被认定为高新技术企业。

公司核心技术为废纸处理技术、纸板抄造技术、生产过程自控技术和造纸化学品配方、涂料配方及应用技术。核心技术主要从国内外引进并消化吸收或创新取得，均达到国内先进水平。公司拥有的非专利技术主要有：80g/m² 超低定量高强瓦楞原纸生产技术（用于制造制箱瓦楞芯层，具有一定强度，起支撑作用，与普通瓦楞原纸相比具有定量低、环压强度更高、纸页成型质量好等特点。）；100-110g/m² 低定量强韧挂面箱板纸生产技术（用于制造纸箱的面层，具有一定强度，与普通挂面箱板纸相比具有定量低、强度高、全废纸为原料、废纸挂面等特点。）；50-65g/m² 瓦楞芯纸生产技术（用于制造高档包装纸箱的微瓦，具有定量超低、强度极高的特点。）；造纸废水三级深度处理技术（采用“厌氧+好氧+三级沉淀”的深度处理技术，解决了因吨纸耗水越来越低造成的废水水质越来越差的问题。）；纸机在线检测与诊断技术（在分析研究现代高速、连续、庞大、自动化程度高、技术含量大的造纸机关键组合部件结构及其动态运行特征基础上，利用现代机械故障诊断综合技术研究、设计开发与配置适用于现代造纸机特点的硬件、软件系统；并在实际生产线上选择关键部件、关键动态测点采用该在线状态监测诊断技术系统进行实地运行、调试并完善其硬件、软件；针对造纸机的结构部件与其动态运行特征进行参数配置，根据一定时间的稳定运行所采集的运行特征参数，确定造纸机结构部件动态运行评价指标，指导纸机运行与维护。）；造纸废渣、污泥抄造纱管原纸的生产技术（将造纸过程中产生的废渣和污泥经过再次处理后，与废纸浆按一定比例进行混合，抄造成再生纱管原纸。该技术可将废渣回收再利用，减少环境污染，同时节约废纸资源，得到的再生纱管原纸具有强度高、质量好等特点。）。

制浆系统

公司以废纸为主、木浆为辅的原料结构组织生产。制浆系统采用国际先进的废纸温和处理技术：碎解系统采用连续碎解技术；筛选净化系统采用多级多段筛选净化组合处理工艺；采用逆向除渣技术去除废纸中的轻杂质；采用热分散法将胶粘物分散成肉眼无法观测到的微细颗粒，避免因胶粘物产生纸病；采用进口多元盘浓缩设备，既提高浓缩效果又减少纤维流失；引进双盘磨，采用先进的打浆比能耗控制代替传统的恒电流控制；采用 DCS 集散控制系统控制生产过程。

造纸系统

公司现有纸机中最宽的纸幅宽度可达 5600mm，最高运行车速可到 1600m/min；网前流送系统采用先进的除气流送系统，使浆料中的空气得到有效去除，进而提高纸页成型匀度；流浆箱多

采用稀释水控制流浆箱，可大幅度提高纸页成型匀度；纸机网部多采用叠网成型、超成型和夹网成型，使用多层聚酯成型网；压榨部采用大辊宽区压榨和靴式压榨先进压榨技术，提高脱水效率，降低烘干汽耗；烘干部采用双排缸布置和先进的单排缸+VAC 辊的布置方式，烘干部配有真空稳纸装置，可保证纸页平稳运行，避免断纸现象的发生；配套的蒸汽冷凝水系统多采用三段或多段的供汽系统，可大幅度节约蒸汽消耗量；采用全封闭密闭汽罩，配有袋区通风和完善的热回收系统；采用计量式表面施胶机和浸透式施胶压榨；压光机采用可控中高硬压光，热油加热；采用具有张力和紧度的高速复卷机；纸机传动采用交流变频电气传动，不仅精度高，而且维修工作量少，可减少纸机停机时间；纸机完成部配备在线质量控制系统（QCS），有效控制纸板定量、水分，提高成品率，降低消耗；采用连续调色及造纸化学品（增强、助留、助滤）综合共用技术；配备完善的空压系统、稀油润滑系统和液压系统，全部采用全自动控制；采用多圆盘过滤机对造纸中段白水进行处理，提高回用量，减少清水消耗量。

总体看，公司核心技术主要从国内外引进并消化吸收或创新取得，均达到国内先进水平，具有一定的生产技术优势。

3. 环保与节能减排

废水处理

公司不自制化学浆，废水主要来源于漂白和制浆过程中产生的白水，白水中的主要污染物是生产过程中流失的细小纤维和污泥，相对较易处理。公司造纸网下白水除自身回用外，全部集中回用至制浆，制浆过程中产生的废水经处理后部分再回用于制浆，其余达标排放，形成公司废水回用的大循环。造纸烘干冷凝水全部回用至电站锅炉，产生高压汽先用于发电，发电后的低压汽再用于造纸，冷凝后再回用至电站锅炉，形成水回用的小循环。

废渣处理

废渣主要是制浆造纸过程中流失的纤维经处理后产生的废浆渣以及废纸中夹带有大量垃圾，如塑料、胶带、泡沫等。公司对工艺、技术和设备进行改进，将废浆渣回收用于生产再生纸板，成效明显。目前回收浆渣大量用于生产纱管纸，变废为宝，增产减污。对于废纸中的固体垃圾，全部用于电站锅炉焚烧处理。公司采用循环硫化床锅炉，能很好地适应垃圾燃烧，产生的蒸汽并入蒸汽网用于造纸，产生了良好的经济效益。

废气处理

废气主要来自锅炉烟气，目前公司电站锅炉已采用先进的电布结合除尘技术和炉内喷钙除硫技术，使得烟尘和SO₂均能达标排放。公司十分重视节能减排工作，严格执行国家节能减排法律法规，不断加大节能技改投入，超额完成了“十一五”期间国家、安徽省及马鞍山市下达的公司年均标煤节能目标，节能降耗成效明显。2009年，公司废水三级深度处理工程被评为马鞍山十大减排工程之一，年减排COD210吨，翻番完成COD100吨减排任务。近三年来公司没有发生违反国家环保法律、法规的行为，没有发生重大污染事故。

4. 人员素质

公司现有董事长1名、总经理1名、副总经理5名，公司现有高管从业时间较长，对公司所属行业整体状况和公司运营发展情况非常熟悉，具有丰富的管理经验。

公司董事长夏林先生：54岁，经济师，全国“五一”劳动奖章获得者，1989年起历任马鞍山市造纸厂能源科科长、副厂长，公司副总经理。2011年12月任公司董事长、党委书记，山鹰集

团董事、总经理。

公司总经理汤涌泉先生：57岁，高级工程师，1987年起历任马鞍山市造纸厂生产科长、技术副厂长，山鹰有限公司副总经理。现任山鹰纸业董事、总经理，山鹰集团董事。

截至2011年底，公司在职员工4274人；按照教育程度划分，本科及本科以上学历占比1.99%，大专学历占比12.14%，中专以下学历占比85.87%；按照专业构成划分，生产人员占比74.71%，销售人员3.56%，技术人员占比12.66%，管理人员占比9.08%。

总体来看，公司高层管理人员拥有较长行业从业经历和丰富的经营管理经验，整体素质较高；员工学历构成尚属合理，能够满足公司目前生产经营发展需要。

5. 外部环境

(1) 税收优惠

增值税

根据财政部、国家税务总局财税[2008]第157号文《财政部、国家税务总局关于再生资源增值税政策的通知》的规定，自2009年1月1日起，取消“废旧物资回收经营单位销售其收购的废旧物资免征增值税”的政策。在2010年底以前，符合条件的增值税一般纳税人销售再生资源缴纳的增值税实行先征后退政策。对符合退税条件的纳税人2009年销售再生资源实现的增值税，按70%的比例退回给纳税人；对其2010年销售再生资源实现的增值税，按50%的比例退回给纳税人。

公司的子公司天福公司、扬州山鹰均为福利企业，根据财税[2007]92号文《财政部、国家税务总局关于促进残疾人就业税收优惠政策的通知》规定，对安置残疾人单位的增值税实行由税务机关按单位实际安置残疾人的人数，限额即征即退增值税或减征营业税的办法。

所得税

公司的子公司天福公司、扬州山鹰均为福利企业，根据财税[2007]92号《财政部、国家税务总局关于促进残疾人就业税收优惠政策的通知》规定；对于安置残疾人的企业单位支付给残疾人的实际工资可在企业所得税前据实扣除，并可按支付给残疾人实际工资的100%加计扣除。扬州山鹰对单位按照该通知规定取得的增值税退税或营业税减税收入，免征企业所得税。

根据财政部，国家税务总局财税字[1999]290号《技术改造国产设备投资抵免企业所得税暂行办法》规定，经扬州市邗江地方税务局扬邗地税批字[2008]第1号《技术改造国产设备投资准予抵免企业所得税通知书》批准，扬州山鹰纸业包装有限公司的国产瓦楞纸生产线，享受技术改造国产设备投资抵免企业所得税优惠。

2009年11月11日子公司马鞍山山鹰被安徽省科学技术厅、安徽省财政厅、安徽省国家税务局、安徽省地方税务局认定为高新技术企业，自2009年度起适用15%的所得税率，有效期三年。2012年3月安徽省科学技术厅、安徽省财政厅、安徽省国家税务局、安徽省地方税务局联合下发的《关于公布安徽省2011年复审高新技术企业名单的通知》（科高[2012]12号）和《高新技术企业证书》，认定公司通过高新技术企业复审，证书编号为GF201134000090，有效期三年。

(2) 区域环境

公司地处经济发达的华东地区，是我国最大的也是最具增长潜力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。此外，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。

2010年1月国务院批复《皖江城市带承接产业转移示范区规划》，皖江城市带承接产业转移示范区建设上升为国家战略，皖江城市带正式成为承接产业转移的重点区域。根据《皖江城市带承接产业转移示范区规划》，未来示范区将重点围绕新型化工、装备制造、冶金及金属材料深加工

和高新技术等产业，高起点承接沿海地区和国外产业转移，着力培育高技术产业，加快发展现代服务业，构建现代产业体系，发展壮大一批规模和水平居全国前列的产业集群，培育形成若干具有国际竞争力的行业龙头企业和世界品牌。产业转移将为安徽省制造业带来难得的发展机遇，从而为包装业的发展提供了广阔的市场空间。

（3）股东与政府支持

公司控股股东是马鞍山山鹰纸业集团有限公司，实际控制人是马鞍山市人民政府。马鞍山山鹰纸业集团有限公司成立于1997年8月1日，为国有控股公司。截止2011年12月31日，山鹰集团总资产为 722,749.99万元，净资产为 319,368.03 万元；2011年全年实现净利润9070.24万元。公司在经营发展过程中得到了控股股东以及地方政府的大力支持，2011年公司获得的各项政府奖励、补贴资金合计达8,256.30万元。

综合看，山鹰纸业具有较为优越区位环境，享有一定的税收优惠政策，公司集中了山鹰集团的经营主业，并在经营中得到了股东以及地方政府的大力支持，上述外部支持有利于加强公司的整体竞争能力和抗风险能力。

五、公司管理

1. 治理结构

公司严格按照《公司法》、《证券法》、《深圳证券交易所股票上市规则》和其他有关法律法规的要求，不断完善公司法人治理结构建设、规范运作。公司已建立了符合现代企业制度要求的较为规范的法人治理框架；完善了股东大会、董事会、监事会、经营层相互制衡的管理体制；确保所有股东能够充分行使自己的权利；在与关联人进行关联交易时，遵循平等、自愿、等价、有偿的原则，未出现有损害公司和其他股东利益的情况。

目前公司建立了由股东大会、董事会、监事会、经理层等组成的法人治理结构，股东大会是公司的最高权力机构；董事会是公司常设决策机构，对股东会负责。公司董事会由 11 名董事组成，设董事长 1 人、董事 6 人和独立董事 4 人。

除公司董事长兼任控股股东山鹰集团董事、总经理外，公司的总经理、副总经理、财务负责人和董事会秘书等高级管理人员未在控股股东、实际控制人及其控制的其他企业中担任除董事、监事以外的其他职务，未在控股股东、实际控制人及其控制的其他企业领薪；发行人的财务人员未在控股股东、实际控制人及其控制的其他企业中兼职。独立董事积极参与公司的重大决策，对公司的规范运作起到重要作用。自上市以来历次股东大会的通知、召开方式、表决方式和决议内容均符合《公司法》和《上市公司股东大会规则》的有关规定，合法合规。

最近三年来公司不存在因违反信息披露法规及未履行报告义务受到中国证监会公开批评或证券交易所公开谴责的情况；最近 3 年内无重大违法违规行为，财务会计文件无虚假记载、重大遗漏或误导性陈述。

总体看，公司认真履行相关的监管规定，股东大会、董事会、监事会独立运作，法人治理结构完善健全，整体运行情况良好。

2. 管理体制

公司目前设有包装业务部、财务部、原料采购部、生产部、营销部、证券部、设备部、办公室、人力资源部、信息中心等 20 多个职能部门（详见附件 1），公司内部机构、岗位、编制设置

合理，并合理划分其职责权限，坚持不相容职务相互分离，确保不同机构和岗位之间权责分明，相互制约，相互监督。公司明确规定了相关工作授权的范围、权限、程序、责任等内容，各级管理层在授权范围内行使职权和承担责任，经办人员在授权范围内办理业务。各业务部门及职能部门均制订了规范的管理手册，能随着内外部业务环境的变化适时调整业务管理环节和流程。

采购管理方面，公司下设原料采购部和辅料采购部，原、辅料实行“统一审批、集中采购”的模式。以原料采购为例，原料采购部在每月底或下月初，根据生产需求及实际库存量，制订下个月的采购计划，并根据市场情况将月度采购计划分拆成每周采购计划。在执行采购计划时，公司根据实际库存和市场价格的变化适当增加或缩减采购数量，以确保生产所需原料及时供给。目前，公司充分利用公司自备码头、港口及铁路专用线优势，已形成公路、水路、铁路及中转站多渠道国内废纸模式，并与十几家进口废纸及木浆供应商形成了良好的长期合作伙伴关系，建立了稳定的供货渠道，并不断提高采购原料质量。

销售管理方面，公司所有产品均由公司直接销售，公司设有市场营销部负责产品销售，建立了以资金管理为重点、责权利相结合的销售责任制，采取“质量以优取胜，价格以廉取胜，品种以全取胜，服务以好取胜”的营销策略，逐步扩大销售网络。产品价格根据成本和市场同类产品售价确定，保持一定的价格竞争优势。

安全生产方面，公司制定了《安全管理制度》，规定了防火、设备安全、劳动保护、车间应急处理安全等方面的管理细则。公司和生产车间明确了安全管理职责和责任人员，配备了适用的劳动保护用品及预警装置。近三年来，公司遵守国家安全生产方面的法律、法规，没有受到安全生产管理部门的行政处罚。

质量方面，公司设立品质保证部，下设六个化验室，每条生产线都配有专职检验员，负责成品以及半成品的检验，并制定有《检验规程》和《质检员工作指导书》来规范操作。公司设有三个进行物理指标检测的恒温、恒湿中心化验室，检验仪器和检验水平在国内同行业中处于领先水平。公司建立了 ISO9001:2008 GB/T 19001-2008 质量管理体系和中启计量体系认证中心颁发的《测量管理体系认证》，山鹰纸业在产品质量、经营管理、节能降耗、环境监测等方面的测量管理体系符合 GB/T19022-2003/ISO 10012-2003《测量管理体系-测量过程和测量设备的要求》标准除“7.2 测量过程”、“8.3.2 不合格测量过程”条款以外的全部要求。

财务管理方面，公司财务负责人受总经理的委托全面负责公司各项财务管理和会计核算、监督工作，财务部是具体负责财务管理的职能部门，统一调度公司与子公司资金，对公司及子公司的生产经营等各个环节资金的合理使用情况监督与管理，确保资金的支出和使用经过有效的审批程序；资金管理方面，公司在内部制定了严格控制机制，全部的资金使用全部由董事长或总经理审批后方可落实执行。集团内部分子公司实行资金统一管理，上报使用计划，按计划统一调度资金，提高资金使用效率，节约公司资金成本。

公司审计部定期与不定期的对公司下属职能部门及分支机构的财务、内部控制及其他业务进行审计和例行检查，并结合审计情况对企业经营绩效进行评价提出改进措施，以有效监控公司整体经营风险。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较为健全，管理运作情况良好。未来随着公司中部拓展战略的推进和产能的扩张，对下属子公司的控制力度和管理能力需进一步加强。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事机制纸、纸板及其纸制品的生产与销售。主要产品为箱板纸、瓦楞原纸、新闻纸、文化纸和瓦楞箱板纸箱。箱板类纸品是公司的主要收入和利润来源，2010 和 2011 年占主营业务收入的比例均在 80%以上。

从 2007 年开始公司由单一的箱板类纸品（瓦楞箱板纸箱及其它）扩展为以箱板纸及纸箱、新闻纸、文化纸等系列纸制品为主的产品格局。公司产品线的丰富，为公司带来了新的利润增长点，进一步增强了抵御市场风险的能力。公司的新闻纸生产线于 2008 年投产，当年收入为 6.46 亿元，所占主营业务的收入比例是 22.71%，该产品非公司主导产品，公司根据市场环境灵活调整产品产量，以确保产销率、利润率，因此 2010 年新闻纸销售收入有所下降。

公司的文化用纸和房地产业务收入占比较小。公司已于 2010 年将房地产业务全部转让给集团经营。

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 2）。

表 2 2009 年~2011 年公司主营业务收入和成本构成表（金额单位：亿元，构成单位：%）

项 目	2009 年				2010 年				2011 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	主营业务 收入	收入构 成	主营业务 成本	成本 构成
箱板类纸品	19.99	74.45	17.05	75.51	30.17	80.97	25.82	80.46	31.72	80.00	28.3	80.58
新闻纸	6.01	22.38	5.08	22.50	5.47	14.69	4.99	15.57	6.88	17.35	6.01	17.11
文化纸	0.37	2.53	0.28	1.24	1.37	3.68	1.16	3.60	0.93	2.35	0.75	2.14
房地产	0.48	1.79	0.18	0.80	0.25	0.67	0.12	0.37	-	-	-	-
运输行业	-	-	-	-	-	-	-	-	0.12	0.30	0.06	0.17
合计	26.85	100	22.59	100	37.26	100	32.09	100	39.65	100	35.12	100.

资料来源：根据公司年报整理

从近三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在 2009 年较收入的占比低，主要是由于公司房地产业务 2009 年的毛利率较高，从而房地产业务利润占比较收入的占比高出很多。2010、2011 年公司各产品的主营业务利润占比与收入的占比大体相当。

2009~2011 年公司的综合毛利率呈下降趋势，主要是因为收入占比较大的箱板类纸品毛利率下降（主要是原材料价格上涨幅度大于产品价格的上涨幅度）及毛利率较高的房地产业务转让给集团所致。

表 3 2009~2011 年主营业务板块利润及毛利率情况表（金额单位：亿元）

项 目	2009 年			2010 年			2011 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 (%)	主营业 务利润	主营业 务利润构成	毛利率 (%)
箱板类纸品	2.94	68.95%	14.72	4.34	80.46%	14.40	3.42	75.50%	10.78
新闻纸	0.94	22.00%	15.61	0.48	15.57%	8.72	0.87	19.21%	12.65
文化纸	0.09	2.01%	23.29	0.21	3.60%	15.66	0.18	3.97%	19.35
房地产	0.30	7.05%	62.71	0.13	0.37%	52.52	-	-	-
运输服务	-	-	-	-	-	-	0.06	1.32%	50.00

合计	4.27	100%	15.89	5.16	100%	13.87	4.53	100%	11.45
----	------	------	-------	------	------	-------	------	------	-------

资料来源：根据公司年报整理

2. 成本构成与原材料采购

公司产品的成本构成主要有原材料、能源、制造费用等，公司的原材料在成本构成中占较大比重（表 4）。公司主要原材料为各类废纸和商品木浆，进口废纸采用自营进口方式，国内废纸主要从废品回收站、个体户进行收购，多年来已形成较为稳定的回收网络，商品木浆主要由国内的纸浆厂提供。能源主要为电、汽和煤，用电由公司自备热电站供给，部分向本地电网调剂，公司充分利用峰谷电价差异，高峰以自用电为主，低谷以外购电居多，降低用电成本；发电用煤从安徽及湖北等地购进。

表 4 2009~2011 年公司成本构成

项 目	2009 年	2010 年	2011 年
原材料	77.97%	78.40%	79.20%
制造费用	8.69%	7.19%	7.05%
直接人工	2.07%	2.11%	2.04%
能源	11.27%	12.30%	11.71%
合计	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：根据公司提供资料整理

公司下设原料采购部和辅料采购部，原、辅料实行“统一审批、集中采购”的模式。公司与进口废纸及木浆供应商签署框架性合同，对产品种类、交货方式、付款方式及争议解决方式进行原则性约定，然后根据公司生产计划按产品分年度、季度或月度以订单方式向供应商发出采购计划，完成采购任务。针对原材料成本占生产成本比重较大以及近年各类原材料价格波动程度各异的特点，公司在生产经营中，坚持以成本管理为主线，实行定额管理，并不断进行管理创新，探索出一条独具特色的“四关四低”成本管理法（即对原辅材料严格把好“四关”：入厂价格关、计量验收关、原料防腐关和纸浆流失关；生产经营管理坚持“四低”：最低成本生产、最低成本销售、最低成本技改、最低成本管理）；还根据不同时期各类原材料价格涨幅不同的特点，及时调整各类原材料的采购比例。

公司主要生产原材料的 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，以达到保证生产所需和控制成本的目的。由于需求的增长，公司废纸和木浆的采购价格近三年呈上涨趋势（表 5）。

表 5 公司 2009~2011 年原材料采购量及采购价格

产品	项 目	2009 年	2010 年	2011 年
国外废纸	采购量（吨）	654,509.34	494,799.09	600,436.51
	不含税采购均价（元/吨）	1,118.17	1,621.35	1,850.82
国内废纸	采购量（吨）	290,887.06	501,372.74	449,738.40
	不含税采购均价（元/吨）	954.92	1,365.19	1,669.35
木浆	采购量（吨）	8,099.76	11,883.59	11,192.08
	不含税采购均价（元/吨）	3,432.02	4,549.94	4,828.66
合计采购量	（吨）	953,496.16	1,008,055.42	1,061,366.99

资料来源：根据公司提供资料整理

国内废纸主要由公司控股子公司蓝天公司面向江苏、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。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。

2011年，公司从前五家供应商采购的原材料占比为15.30%，供应商较分散。其中：从前五家主要原材料供应商采购的废纸占比为25.52%，无任何一家供应商采购占比超过10%，公司主要原材料（废纸）前五名供应商如表6。

表6 2011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
美国金峰纸业有限公司(KINGFIRM PAPER INC)	10,646.19	6.19%
美国环宇有限公司上海办事处	9,398.09	5.47%
宏枫公司(EKMAN PULP AND PAPER LIMITED)	8,928.67	5.19%
美亚商事	7,881.31	4.58%
斯莫非公司	7,023.43	4.08%
合计	43,877.70	25.52%

资料来源：公司提供

总体看，公司从事包装纸板生产多年，供应商较分散，与主要供应商保持着长期稳定的商业关系，原辅材料和能源供应充足、渠道畅通。

3. 生产和销售

公司生产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。公司生产部根据市场营销部提供的销售信息制定年度、月度生产计划，并以生产任务单的形式下达，由生产车间执行。生产部全程跟踪生产计划的执行情况。通过有效的生产计划、物料安排、现场管理和物流控制，公司能够满足销售合同所规定的供货义务。公司以废纸和商品木浆为主要生产原料，经过碎解、净化、筛选、打浆等工序制成浆料送纸机抄造，避开了造纸行业污染最为严重的化学制浆环节和漂白环节，不存在蒸煮过程产生的黑液污染问题和漂白污染问题，原料可循环利用，具有清洁生产和生态纸业的特点。公司的主要生产设备有：进口废纸（AOCC）处理线年处理能力40万吨，碎浆系统、除砂系统、筛选系统及打浆系统等关键设备均从美国TBC公司引进，生产过程采用DCS集散控制，技术装备国际先进。国内废纸（LOCC）处理线年处理能力60万吨，制浆设备主要采用国内最新技术，部分关键设备从国外引进，技术装备国内先进。纸板机、纸箱生产线有7台抄纸机，1800mm、2200mm、2500mm五层瓦楞纸板自动化生产线8条，各机台投产、产能等情况详见附件2，公司近年来陆续构建了多条纸板生产线，整体装备工艺水平较为先进。

目前，公司年造纸产能90万吨，年瓦楞箱板纸箱产能6亿平方米(如表7)。2011年公司新闻纸、文化纸、包装纸和纸箱的产能利用率分别为98.06%、98%、99.58%和88.92%，产能利用率高。近三年公司的产销率均在100%左右，有的年度超过100%是因为销售的产品有一部分来自上年度的库存。

表7 公司2009~2011年产销量、产销率和目前产能情况

产品	项目	2009年	2010年	2011年	目前年生产能力
新闻纸	产量（万吨）	16.33	13.94	15.69	16
	销量（万吨）	17.36	14.22	15.36	
	产销率（%）	106.31	102.01	97.90	

文化纸	产量（万吨）	1.03	3.23	1.96	2
	销量（万吨）	1	3.31	2	
	产销率（%）	97.09	102.48	102.04	
包装纸	产量（万吨）	64.79	75.29	71.7	72
	销量（万吨）	63.65	72.82	70.51	
	产销率（%）	98.24	96.72	98.34	
纸箱	产量（万平米）	44,949.78	54,260.03	53,353.20	60,000
	销量（万平米）	44,682.78	54,261.17	53,402.75	
	产销率（%）	99.41	100.00	100.09	

资料来源：根据公司提供资料整理

公司所有产品均由公司直接销售，公司设有市场营销部负责产品销售，建立了以资金管理为重点、责权利相结合的销售责任制，采取“质量以优取胜，价格以廉取胜，品种以全取胜，服务以好取胜”的营销策略，逐步扩大销售网络。产品价格根据成本和市场同类产品售价确定，保持一定的价格竞争优势。随着需求的增长以及成本的上升，公司近三年各产品的销售价格呈上升趋势（表 8）。

表 8 公司 2009～2011 年主要产品平均销价

产品	平均售价（元/吨）		
	2009 年	2010 年	2011 年
新闻纸	3,464.34	3,848.99	4,478.03
文化纸	3,677.95	4,139.61	4,651.72
包装纸	2,269.54	3,073.63	3,238.70
纸箱（元/平方米）	2.13	2.55	2.62

资料来源：根据公司提供资料整理

从公司的主要客户看，公司近三年的前五名销售客户的销售额占销售总额的比重均不到 10%，客户较分散，不会对某一客户产生依赖。

表 9 公司 2009～2011 年前五名销售客户

客户排序	2009 年		2010 年		2011 年	
	销售额（万元）	占比（%）	销售额（万元）	占比（%）	销售额（万元）	占比（%）
1	6,935.83	2.57	7,977.27	2.14	7,651.69	1.92
2	5,818.89	2.16	4,815.66	1.29	7,498.27	1.88
3	3,342.26	1.24	4,792.32	1.29	5,653.89	1.42
4	3,253.45	1.21	4,402.28	1.18	4,533.37	1.14
5	2,792.52	1.04	3,955.81	1.06	3,106.32	0.78
合计	22,142.95	8.22	25,943.34	6.96	28,443.52	7.14

资料来源：根据公司提供资料整理

从销售区域看，公司的以华东地区为主，但占比呈下降趋势（表 10），主要是公司加强对华中中等地区的市场开发力度，在这些地区的市场销售增加较多所致。

表 10 公司 2009～2011 年销售区域占比

区域	2009 年	2010 年	2011 年
华东地区	81.41%	72.07%	69.00%
华中	7.57%	17.29%	17.12%
华北	3.67%	6.62%	8.87%
华南	4.79%	2.72%	2.10%
东北	0.03%	0.51%	0.92%

西北	1.77%	0.80%	0.90%
西南	0.76%	1.30%	1.09%

资料来源：根据公司提供资料整理

公司对下游客户的货款结算信用期一般控制在 30-60 天之内，公司的货款回收方式大致有现款、银行票据两种方式。通常情况下，信用状况越好的客户可获得的信用期越长；结算方式的确定取决于公司与客户间的业务交易量、交易过程的沟通、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；公司也存在一些信用状况良好、采购量大但采取现货现款的方式结算的客户（这主要是由该类客户内部付款政策决定）。

总体看，公司的生产设备较先进，产能利用率和产销率保持较高水平，产品以直销为主，客户较分散。

4. 关联交易

公司关联交易主要体现在从关联方采购、接受劳务服务和向关联方销售三方面。公司从关联方采购的原因主要是公司利用关联方采购网络；接受劳务服务主要是利用马鞍山天顺港口有限责任公司（马鞍山天顺港口有限责任公司已于 2011 年 7 月由山鹰纸业的参股公司转变为控股子公司，控股比例为 62%，2011 年度已纳入公司财务报表合并范围。）的物流网络进行原料和产品的运输及仓储；向关联方销售主要是关联方以公司产品为原材料作深加工。公司关联销售的金额较小，占比很小；整体看公司关联交易的风险小。

表 11 近三年公司关联交易情况（单位：万元）

年 份	向关联方采购商品、接受劳务		向关联方销售商品、提供劳务	
	金 额	占主营业务成本比例(%)	金 额	占主营业务收入比例(%)
2009 年	2,344.16	1.02	1,859.24	0.71
2010 年	3,116.36	0.96	2,070.68	0.56
2011 年	2,951.44	0.84	3,030.70	0.76

资料来源：公司年报

公司关联交易的形成，主要是公司正常生产经营的需要，有利于公司原料采购及产品销售。公司严格依法履行有关关联交易的审议和信息披露程序，关联交易定价和交易程序规范。

5. 经营效率

随着营业收入规模的扩大，公司应收账款和存货规模均保持与营业收入的同步快速增长。从同行业比较情况看（表 12），公司应收账款周转率处于行业正常水平，存货周转率、总资产周转率处于行业较高水平。总体看，公司经营效率较高。

表 12 2011 年造纸行业上市公司经营效率指标情况（单位：次）

企业名称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
晨鸣纸业	7.01	3.46	0.44
景兴纸业	6.32	6.78	0.70
银鸽投资	13.79	6.49	0.64
福建南纸	10.06	4.61	0.48
岳阳林纸	10.03	1.60	0.41
山鹰纸业	9.84	6.92	0.66

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据

6. 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，预计2013年底投入运营。2011年5月，经公司2011年第一次临时股东大会审议通过，公司计划在今后三年内建成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，项目已开工建设，计划2013年底前全部建成投产。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，预计2012年6月底投入运营。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。

总体看，公司投资项目建成后，生产规模将进一步扩大，同时通过加强物质的循环利用，以实现降低成本扩大规模效益，显著提升公司的盈利水平，增强规模竞争力。

7. 未来发展

公司发展战略为：发挥技术及区位优势，继续利用废纸生产高档包装纸板和新闻纸、文化纸等品种，并向纸箱等下游产业链延伸，增强企业在同行业中的竞争能力。在发展过程中着重提高企业的装备水平，坚持严格的企业管理，始终以市场为导向灵活经营，努力取得良好的经济效益，使企业不断发展壮大。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，把公司建设成为现代化高效环保型造纸企业。公司在综合分析自身的竞争优势及未来几年内国内纸品行业的发展方向之后，进一步确立了以低克重高强度牛皮箱板纸、高强度瓦楞原纸、新闻纸、文化纸和瓦楞箱板纸箱为开发方向，在2014年使各造纸生产线的总产量达到170万吨，瓦楞箱板纸箱生产量达到7亿平方米的目标。

公司具体经营计划为：加大中部市场开拓力度，紧紧围绕市场需求，开发新产品，提高产品质量，优化产品结构，扩大市场占有率；抓好原辅料采购，既要充分利用招标、议标，比价采购，降低采购成本，又要积极捕捉原辅料市场变动信息，及时调整采购策略灵活采购；加速销售资金回笼，加大营销人员绩效考核力度，确保资金安全，提高资金使用率；增产降耗、节能减排，进一步建立健全内部考核责任制，增产降耗指标与员工考核紧密结合，充分调动员工积极性，努力降低生产成本；在未来的几年内公司将进一步立足于“培训、锻炼、竞争、淘汰、激励、交流、开放”的基本思路，通过“基础培训、岗位培训、专项培训、自我学习、终生教育”等方式，对内营造一个优胜劣汰、人才辈出的竞争环境，对外形成一个包容开放、群贤必至的交流机制。深化人力资源改革，建立和完善关键岗位人员的激励约束机制，努力创造适宜人才发展的良好环境；技术开发与创新计划，建设一个符合公司发展需要的高新技术研发中心，培育一个包括南京林业大学、陕西科技大学、中国制浆造纸研究院、上海造纸研究所、浙江环科所、上海环科所、中国轻工业长沙设计院等院所在内的专为公司从事科研开发服务的产、学、研联合体，并在此基础上完成新技术、新工艺、新产品的研究开发。

总体看，公司的发展规划是在现有的业务基础上制定的，是公司现有业务的发展和延伸，这

对公司组织机构、人员保证、生产效率方面提出了更高的要求，未来若能顺利实现，将从根本上提高公司的经营管理水平和盈利能力，增强公司的核心竞争力。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2009~2010 年度财务报表均已经利安达会计师事务所有限责任公司审计，2011 年度财务报表已经天健会计师事务所审计，均出具了标准无保留审计意见。公司执行财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》。2011 年 7 月，公司增资天顺港口，控股比例 62%，将其纳入合并范围，天顺港口经营规模不大，财务可比性强。

截至 2011 年底，公司（合并）资产总额 675,112.56 万元，负债总额 374,237.47 万元，所有者权益（含少数股东权益）300,875.09 万元。2011 年公司实现合并营业收入 398,375.44 万元，净利润（含少数股东损益）3,814.51 万元。经营活动产生的现金流量净额-20,611.96 万元，现金及现金等价物净增加额 55,312.97 万元。

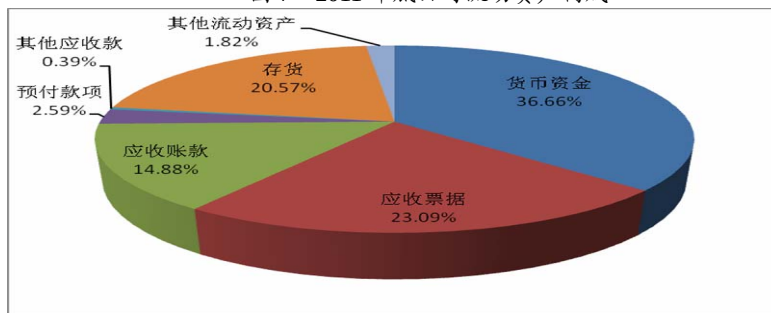
2. 资产质量

2009~2011 年，公司资产规模逐年增长，年均增长率为 17.64%。截至 2011 年底，公司资产总额 675,112.56 万元，其中流动资产和非流动资产的占比分别为 41.12%和 58.88%。

流动资产

近三年公司流动资产快速增长，截至 2011 年底公司流动资产合计 277,639.24 万元，较 2010 年底增长 45.57%。从资产结构来看，截至 2011 年底，公司流动资产以货币资金、应收票据、存货和应收账款为主（图 7）。

图 7 2011 年底公司流动资产构成



数据来源：公司年报

近三年公司货币资金快速增长，分别为 40,836.71 万元、50,915.95 万元和 101,773.00 万元。其中 2011 年底较 2010 年底同比增加 99.88%，增幅较大，主要原因是 2011 年公司通过定向增发筹集的资金尚未完全使用。

近三年公司应收账款逐年增长，分别为 32,612.74 万元、39,640.28 万元和 41,320.59 万元。从账龄结构来看，2011 年底应收账款中账龄一年以内的占 95.62%。公司按应收账款的组合分类特征计提了坏账准备，2011 年底公司累计计提坏账准备 4,572.64 万元。

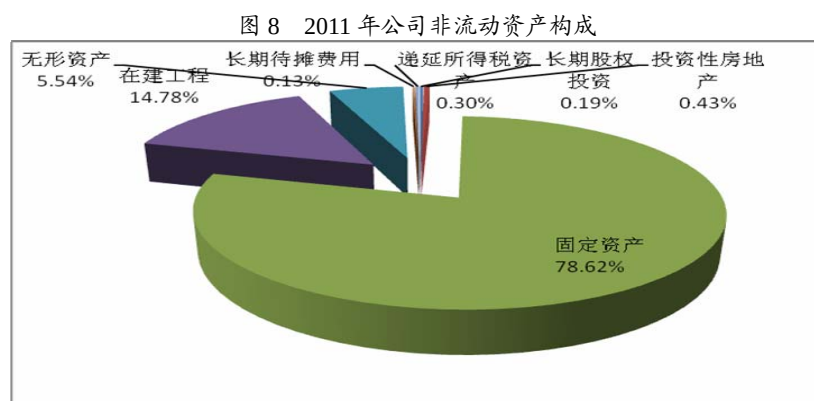
近三年公司存货波动式增长，截至 2011 年底公司存货净额为 57,109.59 万元，较上年增加 27.64%。从构成上看，2011 年公司存货为原材料、库存商品，分别占存货的 62.23%、37.77%。公司按成本高于可变现净值的差额计提存货跌价准备，其中原材料计提了 8.83 万元跌价准备，库存商品计提了 521.53 万元跌价准备。

公司预付账款主要来自于预付的材料和设备款项。截至 2011 年底，公司预付账款为 7,199.22 万元，较上年增长了 13.84%，主要是预付大宗原材料款项。

近三年公司应收票据快速增长，主要为银行承兑汇票，其中2010年底应收票据比2009年底增加79.28%，增幅较大，主要原因是2010年公司营业收入大幅增长39%，带动票据结算相应增加。截至2011年底公司应收票据为64,101.17万元，比2010年底增加33.08%，主要原因一是2011年公司营业收入较上年继续增长，票据结算进一步增加，二是2011年公司的票据贴现和背书金额减少。

非流动资产

近三年，公司非流动资产波动式增长，截至 2011 年底，公司非流动资产规模为 397,473.32 万元，非流动资产以固定资产和在建工程为主（图 8）。



数据来源：公司年报

近三年公司固定资产规模波动式变化，小幅增长。截至 2011 年底，固定资产账面原值合计 431,975.60 万元，主要包括房屋建筑物（占 19.56%）、机器设备（占 78.41%）、运输工具（占 0.85%）和其他设备（占 1.18%）。截至 2011 年底，公司固定资产净值为 312,475.25 万元，累计计提折旧 119,500.35 万元，固定资产成新率为 72.34%，成新率尚可。

近三年公司在建工程快速增长，其中 2010 年底在建工程比 2009 年底增加 865.75%，增幅较大，主要原因是 2010 年公司新增污泥焚烧综合利用项目、节能减排技改工程、废水处理技改工程、45 万吨造纸项目、纸箱加工车间等在建工程项目。截至 2011 年底，公司在建工程为 58,751.32 万元，较上年增加 66.46%，主要是 2011 年新增 80 万吨造纸项目（35 万吨部分）等工程投入。

总体看，公司资产规模较大，资产主要以非流动资产为主，目前公司定增募投的项目尚处于建设期，在建工程占比较大。公司流动资产占比逐年升高，资产结构进一步优化，货币资金规模较大，整体资产质量较高。

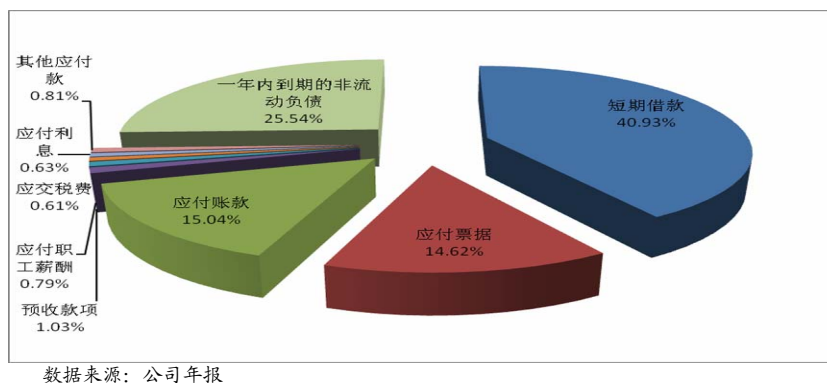
3. 负债及所有者权益

负债

截至 2011 年底，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 55.43%、51.12%和 17.52%，公司整体债务负担适中。

截至 2011 年底，公司负债总额为 374,237.47 万元，以流动负债为主，流动负债占比 82.63%。近三年公司流动负债逐年增长，年均复合增长率为 13.84%。截至 2011 年底，公司流动负债合计 309,236.13 万元，以短期借款、应付账款、一年内到期的非流动负债和应付票据为主（图 9）。

图 9 2011 年公司流动负债构成



近三年公司短期借款逐年减少，截至 2011 年底，公司短期借款 126,555.16 万元，较上年减少了 15.21%。公司短期借款主要是保证借款 100,991.91 万元。

近三年公司应付账款逐年增加，截至 2011 年底，公司应付账款规模较上年增长 14.92%，达到 46,495.17 万元，主要包括原料款（85.98%）和工程设备款（13.79%）。从账龄上看，一年以内的应付账款占 96.42%。

近三年应付票据波动变化。其中 2010 年底，公司应付票据 53,619.00 万元，同比增加 1,063.86%，增幅较大，主要原因是公司采购量增加，应付票据结算余额增加。截止 2011 年底，公司应付票据 45,222.72 万元，主要是银行承兑汇票。

截至 2011 年底，公司一年内到期的非流动负债 78,991.00 万元，较上年增加了 412.93%，主要原因是 2011 年公司发行 6 亿元短期融资券。

截至 2011 年底，公司非流动负债合计 65,001.34 万元，其中长期借款占 98.32%、专项应付款占 0.97%，其他非流动负债占 0.71%。

近三年，公司长期借款逐年减小，截至 2011 年底，公司长期借款为 63,908.20 万元，主要由抵押借款（占 31.87%）和保证借款（占 68.13%）构成。

总体看，公司负债主要来自于流动负债，流动负债占比逐年上升，由 2009 年的 70.37% 上升至 2011 年的 82.63%。以流动负债为主的负债结构有待进一步改善。

所有者权益

近三年公司所有者权益水平增长相对较快，三年复合增长率为 36.98%，主要得益于公司 2011 年定向增发股票 2.2 亿股，募集资金净额 10.25 亿元，导致当年的所有者权益大幅增长。截至 2011 年底，公司所有者权益合计 300,875.09 万元。所有者权益中归属于母公司所有者权益 297,221.83 万元，占所有者权益合计的 98.79%。由于增加合并天顺港口，公司所有者权益中少数股东权益规模相应增加，达到 3,653.26 万元。

近三年公司所有者权益结构较为稳定，截至 2011 年底，归属于母公司所有者权益中，资本公积占 57.46%，实收资本占 25.41%，未分配利润占 14.38%，盈余公积占 2.75%。公司所有者权益中因股本溢价发行使得资本公积占比较大，权益结构稳定性较好。

4. 盈利能力

近三年公司营业收入逐年增长，其中 2010 年受宏观经济环境好转、销售量增加、销售价格上升等影响，营业收入达 374,623.66 万元，较 2009 年增长 39.06%，增幅较大；由于原材料成本上升导致产品价格提高，2011 年公司营业收入 398,375.44 万元，同比上年增长 6.34%。同期，公司净利润波动变化，2010 年、2011 年净利润分别为 18,586.84 万元、3,814.51 万元，分别同比增长 178.41% 和 -79.48%。

从盈利指标看，公司近三年主营业务毛利率分别为 15.89%、13.87%和 11.45%，主要原因一是原辅材料价格持续上涨，且高于产品价格上涨幅度，二是毛利率较高的房地产业务转让给集团。近三年净资产收益率波动变化，分别为 8.33%、10.48%和 1.54%。公司的盈利能力不够稳定。

从期间费用情况看，随着公司生产经营规模的扩大，近三年公司期间费用年平均增长 12.05%，低于同期营业收入的平均增长率 21.61%，体现了公司的规模效益和良好的费用控制能力。近三年公司期间费用占营业收入比例均保持在 13.29%以下，且呈不断下降趋势，体现了公司生产和销售规模扩大的同时管理水平不断提升。

从同行业比较情况看，2011 年公司盈利能力在造纸行业上市公司中属于较好水平（表 13）。未来随着公司新 80 万吨造纸项目的建成投产，产品结构调整及向纸箱等下游产业链延伸，将为公司提供新的利润增长点，生产规模和经济效益再上新台阶，抵御行业周期风险的能力得以增强，公司盈利能力有望进一步提升。

表 13 2011 年造纸行业上市公司相关指标比较

企业名称	销售毛利率	净资产收益率 ROE（加权）	总资产报酬率 ROA
晨鸣纸业	15.87%	4.50%	2.55%
景兴纸业	13.98%	5.35%	5.04%
银鸽投资	3.72%	-11.16%	-2.67%
福建南纸	0.77%	-18.50%	-4.44%
岳阳林纸	18.92%	3.46%	4.06%
山鹰纸业	11.49%	1.00%	3.02%

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据

总体看，受原材料上涨、行业竞争加剧、下游行业增长趋缓等因素影响，公司的盈利能力不够稳定，未来随着公司新 80 万吨造纸项目的建成投产，其产品竞争力将进一步增强，盈利能力也将随之稳步提升。

5. 现金流

近三年公司经营活动产生的现金流量净额波动式变化，2011 年公司经营活动产生的现金流量净额达到-20,611.96 万元，较 2010 年减少 163.89%，其主要原因是票据贴现 2011 年度减少 5.4 亿；应收票据存量增加 1.6 亿；收到其他与经营活动现金流增加 1.82 亿（主要是收回 3 个月以上保证金），合计影响经营活动产生的现金流量净额减少 5.2 亿。如果公司 2011 年没有主动减少票据贴现额，则公司经营活动现金净流量将保持在 3.3 亿元以上，呈同比同向正增长态势。近三年公司现金收入比逐年降低，三年平均值为 79.43%，2011 年为 62.46%，现金收入比不高的原因为公司销售收到的银行承兑汇票较多，实际上公司收入实现质量较高。

投资活动方面，近三年投资活动产生的现金流量净额为负，持续下跌，主要是公司的 80 万吨（45 万吨+35 万吨）造纸项目以及污泥焚烧综合利用项目均处在建设投资期，导致近三年的投资支出不断攀升；2011 年公司投资活动产生的现金流量净额达到-51,025.15 万元，相比 2010 年有较大跌幅，跌幅比例为 100.68%。

从筹资活动来看，近三年筹资活动产生的现金流量净额大幅增长，2011 年筹资活动现金流量净额 127,280.93 万元，较上年增长 814.81%，主要是受公司 2011 年定向增发募集资金净额 10.25 亿元影响。

从公司 2009 年~2011 年现金流量情况来看，由于存在着较大的投资资金需求，公司近三年

经营活动现金尚不能够覆盖投资支出，存在一定程度的对外融资需求。

总体看，公司经营现金规模较大，收入实现质量较高。目前公司投资的项目尚处于大规模建设期，经营活动产生的现金流量净额不能满足投资需求，仍有一定的外部融资需求。

6. 偿债能力

近三年，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比平稳增长，2011 年三项指标分别为 0.90、0.71 和 0.66（倍），处于同行业上市公司较好水平。

近三年，公司资产负债率逐年降低，2011 年底资产负债率为 55.43%，处于同行业上市公司较低水平；近三年来公司 EBITDA 波动式变化，2011 年为 40,550.50 万元；2011 年 EBITDA 利息倍数为 2.80 倍，较上年有所降低，主要是由于公司利润总额减少、资本化利息增加所致；2011 年 EBITDA 全部债务比为 0.13 倍，EBITDA 对全部债务的保护能力一般。

表 14 2011 年公司各项偿债指标与同行业上市公司对比情况

上市公司简称	资产负债率	流动比率	速动比率	经营净现金流量/负债合计
晨鸣纸业	67.51%	0.87	0.58	-0.01
景兴纸业	45.79%	1.21	1.03	0.05
银鸽投资	67.60%	0.94	0.74	-0.12
福建南纸	63.58%	0.80	0.55	0.03
岳阳林纸	72.91%	0.89	0.42	0.03
山鹰纸业	55.43%	0.90	0.71	-0.06

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据

截至 2011 年底，山鹰纸业对外担保 4,500.00 万元，主要是公司为关联公司马鞍山山鹰置业有限公司的长期借款担保。公司对外担保规模相对较小，被担保公司整体经营情况正常，公司对外担保风险较小。

整体看，公司偿债能力正常。未来随着新建 80 万吨造纸项目建成投产，带动公司收入与利润的进一步提升，公司偿债能力有望得到增强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2011 年底，公司负债总额为 37.42 亿元，其中长期负债 6.50 亿元，占比仅为 17.37%。本次拟发行公司债规模不超过 8 亿元，相对于公司目前的债务规模，本次债券发债额度适中，对公司负债规模将有一定的影响，但公司的负债结构将得以优化。

以 2011 年底财务数据为基础，假设募集资金净额为 8 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 32.35%、50.44% 和 60.15%，债务负担有所加重，但考虑到部分债券募集资金将用于偿还银行借款、调整债务结构，上述实际的债务指标数据将有所降低。

2. 本期公司债偿债能力分析

以 2011 年的财务数据为基础，公司 2011 年 EBITDA 为 40,550.50 万元，为本期公司债券发行额度（8 亿元）的 0.51 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。公司 2010 年经营活动产生的现金净流入 3.23 亿元，为本期公司债券发行额度（8 亿元）的 0.40 倍，公司经营活动现金流入量规模较大，对本期债券覆盖程度较高。

未来随着公司新建80万吨造纸项目的建成投产，公司整体竞争实力将进一步增强，经营规模将进一步扩大，其盈利水平、现金流规模均将对本期债券偿还形成有力的保障。

综合以上分析，并考虑到公司规模、行业地位、股东支持、区位优势等因素，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力较强。

九、综合评价

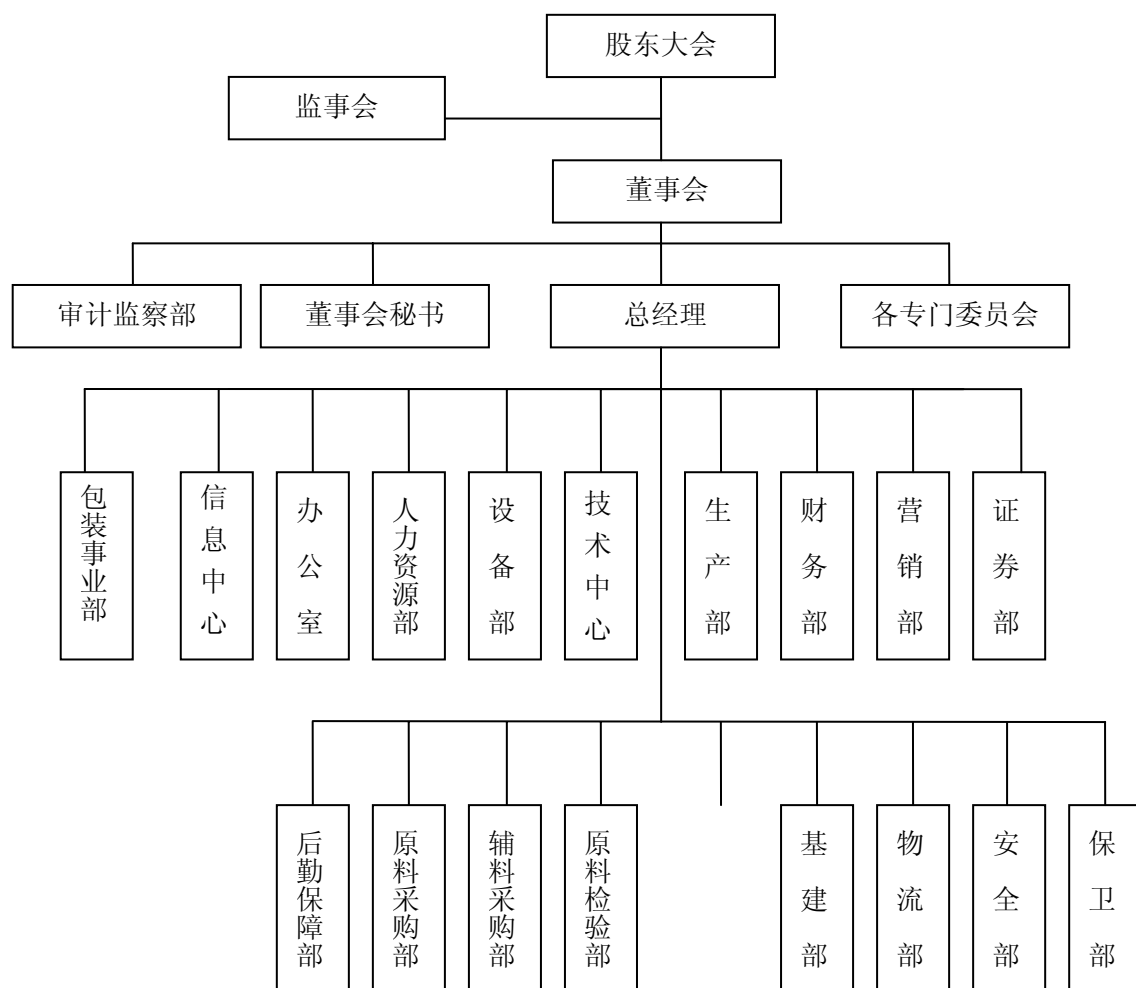
我国造纸行业随着法律、市场、产业环境的进一步规范和完善，仍有较大的发展空间。公司地处经济发达的华东地区，是我国最大的的纸产品消费市场之一；同时，华东地区城市密集，废纸产生量大，为公司提供了广阔的原料市场。公司位于长江中下游黄金水道，紧邻南京、芜湖，水陆交通运输便捷，产品辐射面广。公司所处的皖江城市带，承接了产业转移示范区建设的国家战略。产业转移将为安徽省制造业带来难得的发展机遇，从而为包装造纸业的发展提供广阔的市场空间。公司生产规模较大，销售渠道畅通，在造纸领域具有较强的技术研发实力，主要产品和技术处于国内领先地位。公司产业链向下游延伸有利于消化产能和提高产品附加值。公司 2011 年非公开发行股票募集资金 10.25 亿元，资本实力得以加强，募投加新建的造纸项目建成投产后，将显著提高公司产能，增强综合竞争力，并实现规模收益。

联合评级也关注到，主要原材料木浆的采购价格波动对公司盈利的稳定性有一定的影响；公司主营包装纸，其增速与工业增加值密切相关，目前生产包装纸的企业较多，竞争较为激烈，行业波动性较大。

中国纸品市场容量大，发展前景较好。未来随着公司新建造纸项目的建成投产，及其在下游纸箱等领域的拓展，公司整体竞争实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，安徽山鹰纸业股份有限公司本期拟发行的不超过 8 亿元公司债券到期不能偿还的风险较低。

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生产设备

纸机、生产线	建成投产时间	年生产能力	主要品种	尚可使用年限
3150mm 三叠网多缸纸机	2000 年 5 月	9 万吨	牛皮箱纸板、 高强瓦楞原纸	8 年
2800mm 超成型多缸纸机	1994 年 12 月	6 万吨	牛皮箱纸板	9 年
1760mm 多网多缸纸机	1997 年 8 月	3 万吨	纱管纸	4 年
4200mm 超成型多缸纸机	1990 年 1 月	12 万吨	牛皮箱纸板、 高强瓦楞原纸	5 年
4800mm 叠网多缸纸机	2003 年 4 月	20 万吨	牛皮箱纸板、 牛皮卡纸	7 年
5500mm 夹网纸机	2008 年 1 月	18 万吨	新闻纸	12 年
5600mm 双长网多缸纸机	2009 年 6 月	20 万吨	挂面箱板纸、 瓦楞原纸	13 年
65000m ³ /d 水处理系统	2006 年 3 月	污水处理量 65000 m ³ /d	污水处理	10 年
51MW/h 发电机组	2006 年 10 月	发电量 2.3 亿度/年	电、蒸汽	10 年
1800mm 五层瓦楞纸板生产线	2003 年 1 月	2,500 万 m ²	瓦楞纸板、 瓦楞纸箱	7 年
2200mm 五层瓦楞纸板生产线	2003 年 7 月	8,000 万 m ²	瓦楞纸板、 瓦楞纸箱	7 年
纸板生产线-1600mm 单面机生产线	2009 年 9 月	500 万 m ²	瓦楞纸板、瓦楞纸箱	13 年
2200mm 五层瓦楞纸板生产线	2003 年 12 月	9,000 万 m ²	瓦楞纸板、瓦楞纸箱	7 年
2500mm 五层瓦楞纸板生产线	2005 年 12 月	10,000 万 m ²	瓦楞纸板、瓦楞纸箱	9 年
2500mm 五层瓦楞纸板生产线	2007 年 3 月	10,000 万 m ²	瓦楞纸板、瓦楞纸箱	11 年
BHS 纸板生产线	2009 年 6 月	10,000 万 m ²	瓦楞纸板、瓦楞纸箱	13 年
2500mm 纸板生产线	2009 年 1 月	10,000 万 m ²	瓦楞纸板、瓦楞纸箱	13 年
水印机 12 台				11 年

附件 3-1 安徽山鹰纸业股份有限公司
 2009 年～2011 年合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

资产	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	40,836.71	50,915.95	101,773.00	57.87
交易性金融资产				
应收票据	26,866.69	48,166.49	64,101.17	54.46
应收账款	32,612.74	39,640.28	41,320.59	12.56
预付款项	6,048.33	6,324.01	7,199.22	9.10
应收利息				
应收股利				
其他应收款	806.90	932.72	1,074.83	15.41
存货	53,763.70	44,743.84	57,109.59	3.06
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产				
流动资产合计	160,935.08	190,723.29	277,639.24	31.35
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资	3,777.76	3,663.58	766.80	-54.95
投资性房地产	1,811.52	1,765.30	1,719.08	-2.58
固定资产	303,084.28	288,423.20	312,475.25	1.54
生产性生物资产				
油气资产				
在建工程	3,654.58	35,294.21	58,751.32	300.95
工程物资				
固定资产清理				
无形资产	13,505.11	18,882.53	22,025.72	27.71
开发支出				
商誉				
长期待摊费用	0.00	10.58	529.23	!
递延所得税资产	1,031.84	1,173.32	1,205.92	8.11
其他非流动资产				
非流动资产合计	326,865.09	349,212.72	397,473.32	10.27
资产总计	487,800.17	539,936.02	675,112.56	17.64

附件3-2 安徽山鹰纸业股份有限公司
2009 年～2011 年合并资产负债表（负债及股东权益）
(单位：人民币万元)

负债和所有者权益	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	157,534.17	149,259.48	126,555.16	-10.37
交易性金融负债				
应付票据	4,607.00	53,619.00	45,222.72	213.31
应付账款	40,139.31	40,459.92	46,495.17	7.63
预收款项	8,331.66	3,355.74	3,188.74	-38.14
应付职工薪酬	1,002.96	1,600.74	2,441.62	56.03
应交税费	4,762.20	2,910.04	1,876.23	-37.23
应付利息	325.45	428.74	1,958.35	145.30
应付股利	0.85	0.85	0.85	0.00
其他应付款	566.63	1,891.47	2,506.31	110.31
一年内到期的非流动负债 ¹	11,168.00	15,400.00	78,991.00	165.95
其他流动负债	1,990.73	2,009.43	0.00	100.00
流动负债合计	230,428.94	270,935.40	309,236.13	15.84
非流动负债：				
长期借款	75,699.00	73,669.00	63,908.20	-8.12
应付债券	20,385.20	0.00	0.00	-100.00
长期应付款				
专项应付款	942.00	1,080.00	630.00	-18.22
预计负债				
递延所得税负债				
其他非流动负债	0.00	0.00	463.14	
非流动负债合计	97,026.20	74,749.00	65,001.34	-18.15
负债合计	327,455.14	345,684.40	374,237.47	6.90
所有者权益：				
股本	48,354.30	53,524.62	75,524.62	24.98
资本公积	74,890.10	90,285.47	170,783.47	51.01
减：库存股				
专项储备				
盈余公积	6,197.88	8,017.59	8,164.10	14.77
未分配利润	29,027.71	42,485.84	42,749.64	21.36
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	158,469.99	194,313.52	297,221.83	36.95
少数股东权益	1,875.04	-61.90	3,653.26	39.58
所有者权益合计	160,345.03	194,251.62	300,875.09	36.98
负债和所有者权益总计	487,800.17	539,936.02	675,112.56	17.64

¹ 2011 年的一年内到期的非流动负债包括了 6 亿短期融资。

附件 4 安徽山鹰纸业股份有限公司

2009 年~2011 年合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
一、营业收入	269,392.09	374,623.66	398,375.44	21.61
减: 营业成本	226,503.94	322,761.96	352,612.74	24.77
营业税金及附加	2,306.61	2,796.32	2,500.31	4.11
销售费用	12,545.29	15,612.76	15,992.54	12.91
管理费用	9,580.05	12,370.81	13,474.55	18.60
财务费用	13,675.39	14,415.61	15,481.99	6.40
资产减值损失	919.30	637.36	702.03	-12.61
加: 公允价值变动收益(损失以“-”号填列)				
投资收益(损失以“-”号填列)	16.17	6,559.66	-39.68	
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益				
汇兑收益(损失以“-”号填列)				
二、营业利润(亏损以“-”号填列)	3,877.67	12,588.49	-2,428.41	
加: 营业外收入	5,347.07	9,843.15	8,422.49	25.51
减: 营业外支出	256.16	273.87	896.94	87.12
其中: 非流动资产处置损失	135.79	92.45	0.00	-100.00
三、利润总额(亏损总额以“-”号填列)	8,968.58	22,157.77	5,097.15	-24.61
减: 所得税费用	2,292.42	3,570.94	1,282.64	-25.20
四、净利润(净亏损以“-”号填列)	6,676.16	18,586.84	3,814.51	-24.41
其中: 归属于母公司所有者的净利润	5,894.85	18,489.32	3,621.78	-21.62
少数股东损益	781.31	97.52	192.72	-50.33
五、每股收益:				
(一) 基本每股收益	0.14	0.35	0.05	-40.24
(二) 稀释每股收益	0.13	0.35	0.05	-37.98
六、其他综合收益				
七、综合收益总额	6,676.16	18,586.84	3,814.51	69.79
归属于母公司所有者的综合收益总额	5,894.85	18,489.32	3,621.78	-21.62
归属于少数股东的综合收益总额	781.31	97.52	192.72	-50.33

附件 5 安徽山鹰纸业股份有限公司
2009 年~2011 年合并现金流量表
(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
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	310,504.69	314,080.25	248,808.64	-10.48
收到的税费返还	4,070.40	6,628.27	2,390.42	-23.37
收到其他与经营活动有关的现金	2,919.52	6,295.46	24,516.58	189.78
经营活动现金流入小计	317,494.61	327,003.98	275,715.64	-6.81
购买商品、接受劳务支付的现金	239,610.36	225,284.23	222,998.09	-3.53
支付给职工以及为职工支付的现金	15,660.63	18,042.82	18,408.85	8.42
支付的各项税费	18,025.30	32,024.15	32,223.13	33.70
支付其他与经营活动有关的现金	14,233.71	19,392.32	22,697.52	26.28
经营活动现金流出小计	287,530.00	294,743.52	296,327.59	1.52
经营活动产生的现金流量净额	29,964.61	32,260.46	-20,611.96	#NUM!
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金		6,500.00	0.00	
取得投资收益收到的现金	857.77	1,368.99	109.97	-64.19
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	225.91	313.48	94.18	-35.43
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	2,365.66		
收到其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流入小计	1,083.68	10,548.13	204.15	-56.60
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	18,182.19	34,974.73	48,274.86	62.94
投资支付的现金				
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	0.00	2,954.44	
支付其他与投资活动有关的现金	1,000.00	1,000.00	0.00	-100.00
投资活动现金流出小计	19,182.19	35,974.73	51,229.30	63.42
投资活动产生的现金流量净额	-18,098.50	-25,426.60	-51,025.15	67.91
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金		0.00	105,717.52	
发行债券所收到的现金	0.00	0.00	60,000.00	
取得借款收到的现金	192,989.20	184,694.57	205,461.23	3.18
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	1,020.00	
筹资活动现金流入小计	192,989.20	184,694.57	372,198.74	38.87
偿还债务支付的现金	177,387.03	152,456.98	228,281.58	13.44
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	13,612.78	17,382.25	16,081.61	8.69
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	942.00	554.63	
筹资活动现金流出小计	190,999.81	170,781.23	244,917.82	13.24
筹资活动产生的现金流量净额	1,989.39	13,913.34	127,280.93	699.88
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	21.30	-10.56	-330.85	
五、现金及现金等价物净增加额	13,876.80	20,736.64	55,312.97	99.65
加: 期初现金及现金等价物余额	4,417.05	18,293.84	39,030.48	197.26
六、期末现金及现金等价物余额	18,293.84	39,030.48	94,343.46	127.09

附件 6 安徽山鹰纸业股份有限公司
2009 年~2011 年合并现金流量表补充资料
 （单位：人民币万元）

补充资料	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
1. 将净利润调节为经营活动现金流量：				
净利润	6,676.16	18,586.84	3,814.51	-24.41
加：资产减值准备	919.30	637.36	702.03	-12.61
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	21,010.72	23,437.26	22,787.85	4.14
无形资产摊销	286.12	360.18	511.80	33.75
长期待摊费用摊销	0.00	0.00	19.92	
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）	118.57	60.48	782.11	156.83
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）				
财务费用（收益以“-”号填列）	12,188.05	11,437.58	11,063.61	-4.72
投资损失（收益以“-”号填列）	-16.17	-6,559.66	39.68	
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	149.47	-723.59	-32.60	
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列）				
存货的减少（增加以“-”号填列）	-9,016.77	-20,901.35	-14,043.83	24.80
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-68,155.53	-38,628.03	-32,527.54	-30.92
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	65,804.69	44,550.82	-13,830.34	
其他	0.00	2.57	100.85	
经营活动产生的现金流量净额	29,964.61	32,260.46	-20,611.96	
2. 不涉及现金收支的重大投资和筹资活动：				
债务转为资本	22,872.60	21,922.30	0.00	-100.00
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3. 现金及现金等价物净变动情况：				
现金的期末余额	18,293.84	39,030.48	94,343.46	127.09
减：现金的期初余额	4,417.05	18,293.84	39,030.48	197.26
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	13,876.80	20,736.64	55,312.97	99.65

附件 7 安徽山鹰纸业股份有限公司

主要财务指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年
经营效率			
应收账款周转次数(次)	7.51	9.82	9.37
存货周转次数(次)	8.42	6.55	6.88
总资产周转次数(次)	0.57	0.73	0.66
现金收入比率(%)	115.26	83.84	62.46
盈利能力			
总资本收益率(%)	9.78	7.35	3.06
总资产报酬率(%)	4.89	7.25	2.84
净资产收益率(%)	4.57 8.33	10.48	1.54
主营业务毛利率(%)	15.89	13.87	11.45
营业利润率(%)	15.06	13.10	10.86
费用收入比(%)	13.29	11.32	11.28
财务构成			
资产负债率(%)	67.13	64.02	55.43
全部债务资本化比率(%)	62.69	60.05	51.12
长期债务资本化比率(%)	37.47	27.50	17.52
担保比率(%)	2.93	5.77	1.50
偿债能力			
EBITDA 利息倍数	2.84	3.76	2.80
EBITDA 全部债务比	0.17	0.21	0.13
经营现金债务保护倍数	0.11	0.11	-0.07
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.04	0.02	-0.23
流动比率	0.70	0.70	0.90
速动比率	0.47	0.54	0.71
现金短期债务比	0.39	0.45	0.66
经营现金流动负债比率	13.00	11.91	-6.67
经营现金利息偿还能力	1.91	1.99	-1.43
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	0.76	0.42	-4.95
本期公司债券偿债能力			
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.56	0.76	0.51

附件 8 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 9 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。

联合信用评级有限公司关于 安徽山鹰纸业股份有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本期债券存续期内，在每年安徽山鹰纸业股份有限公司年报公告后的一个月进行一次定期跟踪评级，并在本期债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

安徽山鹰纸业股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。安徽山鹰纸业股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注安徽山鹰纸业股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现安徽山鹰纸业股份有限公司或本期债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如安徽山鹰纸业股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至安徽山鹰纸业股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站予以公布，并同时报送安徽山鹰纸业股份有限公司、监管部门、交易机构等。

联合信用评级有限公司

二零一二年四月十三日