

信用等级公告

联合[2015]441 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拟发行的 2016 年公司债券进行综合分析和评估，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拟发行的 2016 年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：



邵伟

二零一五年八月二十日

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

2016 年公司债券信用评级分析报告

本次公司债券信用等级: AA

公司主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

本次发行规模: 不超过 10 亿元

债券期限: 3+2+2 年

还本付息方式: 每年付息一次, 到期一次还本

评级时间: 2015 年 8 月 20 日

财务数据:

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-6 月
资产总额(亿元)	78.31	181.82	185.00	189.76
所有者权益(亿元)	29.82	59.54	59.93	61.38
长期债务(亿元)	23.98	31.62	25.70	20.93
全部债务(亿元)	43.43	104.39	104.88	108.66
营业收入(亿元)	41.43	65.78	77.35	42.82
净利润(亿元)	-0.27	2.08	1.11	1.34
EBITDA(亿元)	4.42	12.34	13.10	--
经营性净现金流(亿元)	0.05	8.60	14.42	2.98
营业利润率(%)	11.80	16.67	16.25	18.55
净资产收益率(%)	-0.90	--	1.85	2.20
资产负债率(%)	61.92	67.25	67.61	67.66
全部债务资本化比率(%)	59.29	63.68	63.64	63.90
流动比率	1.38	0.83	0.68	0.66
EBITDA 全部债务比	0.10	0.12	0.12	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.99	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 年半年度数据未经审计, 相关指标未年化。

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”)的评级反映了其作为国内大型造纸包装生产企业, 在区域环境、行业地位、废纸采购网络、产能规模、技术水平等方面具备的显著优势; 同时, 联合评级也关注到公司主营板块造纸包装行业景气程度下行, 公司产品价格下降, 盈利水平下滑, 债务负担较重、资金支出压力大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来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; 同时, 根据公司最新的非公开发行股票预案, 若能发行成功, 公司资产规模扩大、资产负债结构将进一步优化, 募投项目实施后将扩大公司生产规模、提高公司盈利能力, 有利于增强公司抗风险能力和综合实力; 联合评级对公司评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本次债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 公司本次债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司地处经济发达的华东地区, 废纸供应量充足、纸产品消费量大; 同时, 公司位于长江中下游黄金水道, 水、陆交通便利、运输成本较低, 公司区位优势明显。

2. 2013 年公司完成重大资产重组, 加之 80 万吨生产线投产, 公司生产规模迅速扩大、产能增加, 有利于公司增强规模效应, 提升规模生产效率。

3. 公司销售渠道畅通, 资产重组完成后, 销售渠道互相补充, 销售区域覆盖度有所增长。

4. 公司建立了国内外采购网络, 具有一

4. 公司建立了国内外采购网络，具有一定议价能力、废纸供应充足，为公司生产提供了有力的保证。

关注

1. 公司所属造纸行业景气度下行，产能过剩严重、产品价格下滑，公司面临不利的经营环境。

2. 公司在建和拟建工程较多，需持续投入资金规模较大，未来将面临一定资金支出压力。

3. 公司有息债务规模较大，债务负担较重，且短期债务占比较高，债务规模不尽合理。

4. 近两年，公司利润水平大幅下滑，利润总额对营业外收入的依赖程度较高。

5. 公司资产重组事项完成后在企业文化、管理体制、生产运营等各方面的整合情况仍需持续关注。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@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（100022）

Http: //www. unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用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信用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安徽山鹰纸业股份有限公司及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，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。

分析师：



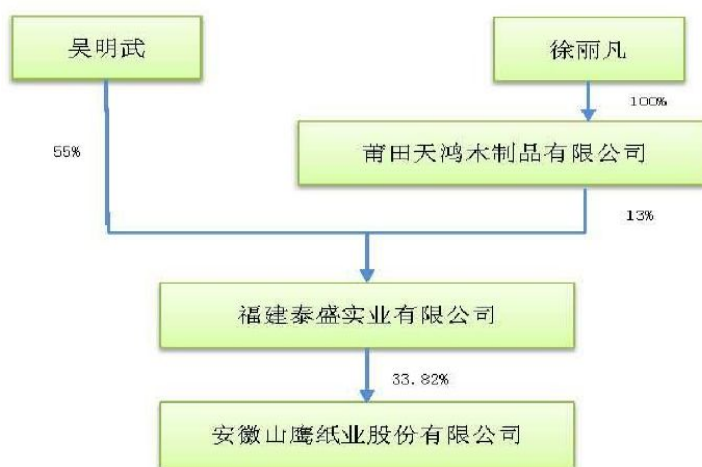
一、主体概况

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。

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%，注册资本 37.67 亿元，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 2015 年 6 月底，公司拥有在职员工 9,398 人。

截至 2014 年底，公司资产总额合计 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 6 月底，公司合并资产总额 189.76 亿元，负债合计 128.39 亿元，所有者权益 61.38 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 60.81 亿元；2015 年 1~6 月，公司实现合并营业收入 42.82 亿元，净利润（含少数股东损益）1.34 亿元。经营活动产生的现金流量净额 2.98 亿元，现

金及现金等价物净增加额 0.68 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、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“安徽山鹰纸业股份有限公司 2016 年公司债券”，发行规模不超过人民币 10.00 亿元，期限为不超过 7 年，附第 3 年末及第 5 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本次发行的公司债券为固定利率债券，票面利率由公司的主承销商通过市场询价协商确定。本次公司债券按年付息、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。

2. 本次债券募集资金用途

公司拟将本次债券募集资金扣除发行费用后用于补充公司流动资金。

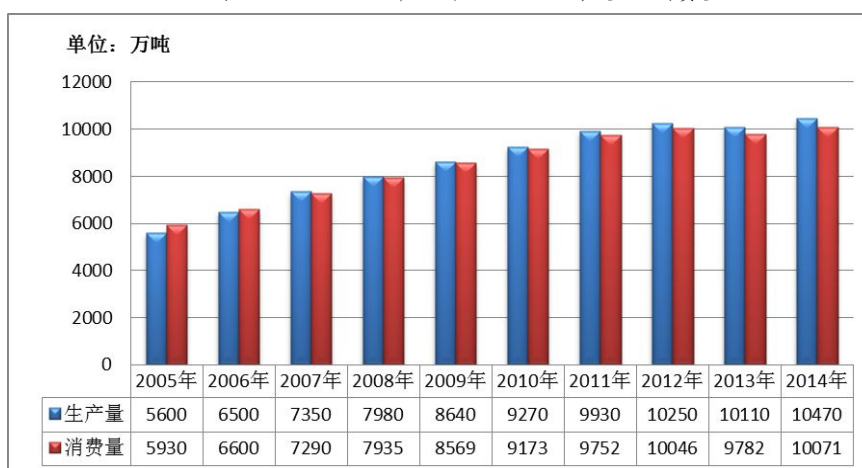
三、行业分析

公司主营业务为机制纸、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。

图 2 2005~2014 年全国纸及纸板生产量、消费量



资料来源：中国造纸协会

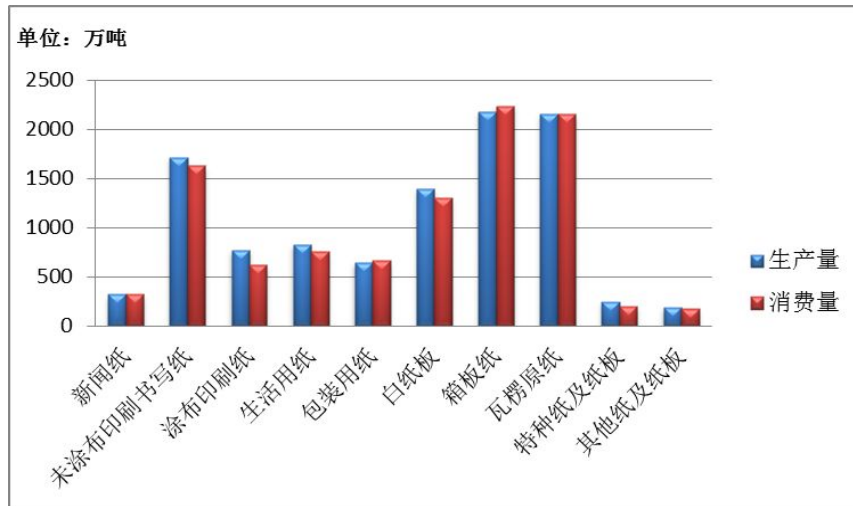
中国是传统的造纸大国，近十年来，我国造纸行业得到国家的大力支持，发展迅速，造纸行业也逐步从早期的产能分散、工艺粗放式生产向集约型发展模式转变。通过引进技术装备与国内

自主创新相结合，中国造纸行业逐步具备建设大型项目的能力，部分领头企业已经完成了由传统造纸行业向现代化造纸行业的转变，步入世界先进造纸企业的行列。同时，纸品生产量和消费量均快速增长，我国纸及纸板的生产量和消费量已连续多年保持在世界第 1 位。2005~2014 年，我国纸品生产量年均增长 7.20%，纸品消费量年均增长 6.06%。据中国造纸协会统计，截至 2014 年底，全国纸及纸板生产企业约 3,000 家，纸品生产量达 10,470 万吨，较上年增长 3.56%，消费量达 10,071 万吨，较上年增长 2.95%，人均消费量 74 千克。

从纸制品的用途来看，我国纸制品主要分为包装纸、文化用纸、新闻纸及其他纸品四大类。包装纸包括瓦楞纸、箱板纸、白卡纸等，其中瓦楞原纸是瓦楞纸板的重要组成材料之一，要求纤维结合强度好，直面平整，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。

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%。从产品种类来看，2014 年我国主要纸及纸板产品新闻纸、未涂布印刷书写纸、涂布印刷纸、生活用纸、包装用纸、白板纸、箱板纸、瓦楞原纸、特种纸及纸板、其他纸及纸板等生产量与消费量如下图所示。

图 3 2014 年我国主要纸及纸板产品生产量与消费量



资料来源：中国造纸协会

2014 年新闻纸生产量 325 万吨，较上年减少 9.72%；消费量 321 万吨，较上年增长-11.33%。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%。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%。生活用纸生产量 830 万吨，较上年增长 4.40%；消费量 759 万吨，较上年增长 1.73%。包装用纸生产量 650 万吨，较上年增长 2.36%；消费量 665 万吨，较上年增长 2.31%。白板纸生产量 1,395 万吨，较上年增长 2.57%；消费量 1,301 万吨，较上年减少 0.69%。箱板纸生产量 2,180 万吨，较上年增长 6.86%；消费量 2,240 万吨，较上年增长 6.36%。瓦楞原纸生产量 2,155 万吨，较上年增长 6.95%；

消费量 2,152 万吨，较上年增长 6.91%。综合看，绝大部分纸品产量增幅依然高于消费增幅。

2015 年上半年，新闻纸产量 171.71 万吨，同比下降 2.63%；未涂布印刷书写纸 386.34 万吨，同比下降 1.43%；生活用纸产量 190.01 万吨，同比下降 4.89%；箱板纸产量 503.64 万吨，同比增长 14.99%；瓦楞纸箱产量 2,116.41 万吨，同比增长 6.87%。

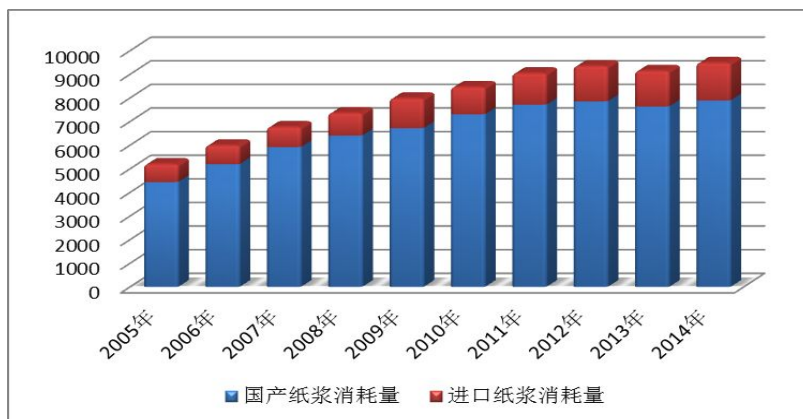
总体看，我国造纸行业处于成长期到成熟期的过渡阶段，目前行业内产能过剩严重，但从长期来看，仍具有一定的成长空间。

2. 行业上下游

原料供应

造纸业的上游主要原材料是纸浆和废纸，2005~2014 年，全国纸浆消耗总量整体上呈增长态势，2014 年全国纸浆消耗总量 9,484 万吨，较上年增长 3.68%。木浆 2,540 万吨，占纸浆消耗总量 27%，其中进口木浆占 17%，国产木浆占 10%；废纸浆 6,189 万吨，占纸浆消耗总量 65%（进口废纸浆占 24%，国产废纸浆占 41%）；非木浆 755 万吨，占纸浆消耗总量的 8%。目前，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、日本等。

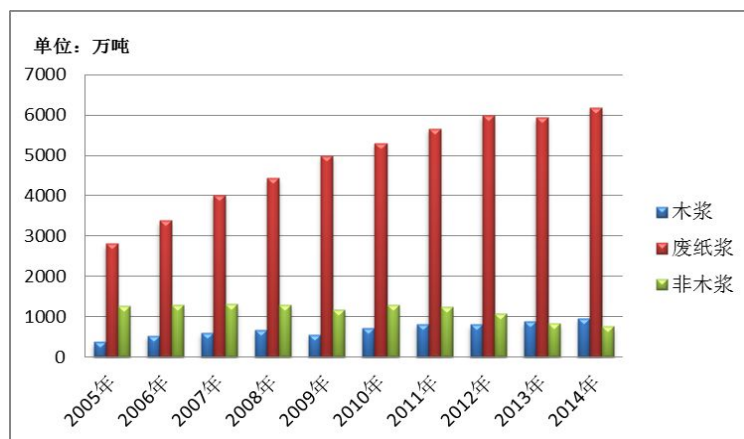
图 4 2005~2014 年全国纸浆消耗总量（单位：万吨）



资料来源：中国造纸协会

国产纸浆方面，近十年来木浆、废纸浆产量总体呈增长趋势，非木浆产量有所下降。截至 2014 年底，全国纸浆生产总量 7,906 万吨，较上年增长 3.33%。其中：木浆总量 962 万吨，较上年增长 9.07%；废纸浆 6,189 万吨，较上年增长 4.19%；非木浆 755 吨，较上年下降 8.93%。2014 年国产纸浆市场价格持续下滑，中国造纸协会纸浆价格总指数连连下跌，2014 年底收于 94.41 点，较 2013 年下跌 6.4%，市场平均价格较 2013 年下跌近 300 元/吨。据中国造纸协会，2015 年初，我国造纸行业有回暖之势，中国造纸协会纸浆价格总指数回升至 98.83，但进入 5 月末，我国造纸行业淡季特征开始显现，进入 6 月份，造纸行业基本进入淡季，纸张市场需求低迷，多家纸厂停产、限产。传导至上游纸浆市场，导致纸浆需求同样低迷，其市场量价齐跌，6 月份中国造纸协会纸浆价格总指数回落至 97.65。

图 5 2005~2014 年全国纸浆生产量



资料来源：中国造纸协会

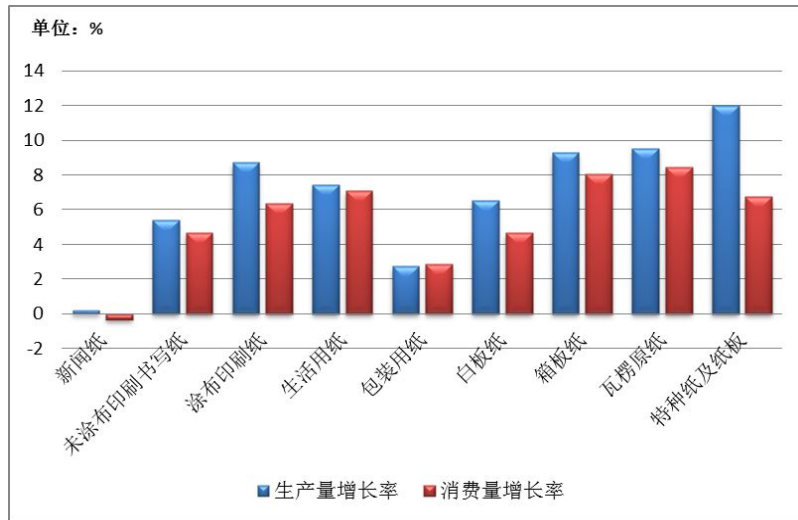
进口纸浆方面，国内造纸行业原料供给对进口有一定依赖，且价格与国际市场联动性强。2014 年废纸进口量为 2,752 万吨，较 2013 年的 2,924 万吨减少 172 万吨，同比下降 5.87%；进口金额总量 53.46 亿美元，同比下降 9.85%；2014 年进口均价 194.26 美元/吨，较 2013 年进口均价 202.82 美元/吨，同比下降 4.22%。2014 年纸浆进口量为 1,797 万吨，较 2013 年增长 6.65%。

下游需求

在我国，纸制品中约有 80%用于生产消费，20%用于生活消费，主要用于印刷、装饰、日化、新闻出版、卫生、食品包装、医药保健品、电子电器、机械等行业，造纸业对这些下游产业具有一定的拉动作用。

从消费量来看，随着我国经济结构调整，宏观经济增速放缓，纸品消费量增速也明显放缓，其中，因新兴数字媒体对传统纸媒造成较大冲击，导致新闻纸消费量出现负增长。分产品种类来看，2005~2014 年，新闻纸消费量年均增长率为-0.34%；未涂布印刷书写纸消费量年均增长率为 4.68%，低于生产量年均增长率 5.38%；涂布印刷纸消费量年均增长率为 6.35%，低于生产量年均增长率 8.73%；生活用纸消费量年均增长率为 7.08%，低于生产量年均增长率 7.42%；包装用纸消费量年均增长率为 2.86%，略高于生产量年均增长率 2.73%；白板纸消费量年均增长率为 4.67%，低于生产量年均增长率 6.52%；箱板纸消费量年均增长率为 8.05%，低于生产量年均增长率 9.29%；瓦楞原纸消费量年均增长率为 8.47%，低于生产量年均增长率 9.53%；特种纸及纸板消费量年均增长率为 6.74%，远低于生产量年均增长率 12.02%。纸品消费量增长率低于生产量增长率，下游需求低迷，短期内难以消化过剩产能。

图 6 2005~2014 年纸及纸品主要产品生产量和消费量增长率



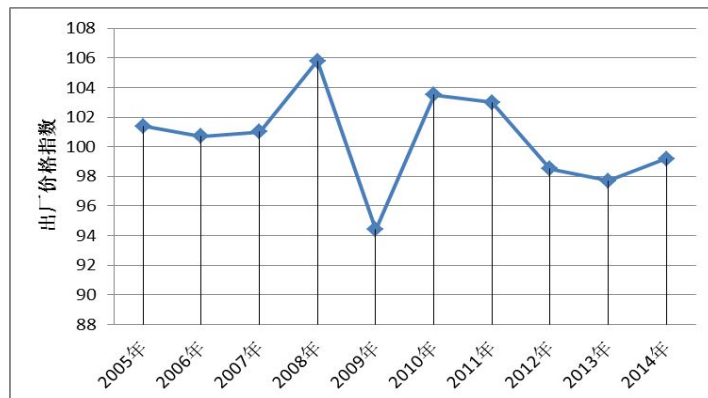
资料来源：中国造纸协会

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。

3. 产品价格

从纸品价格来看，2005~2014 年纸品价格波动变化，总体上看纸品价格呈走低态势。2008 年纸品出厂价格指数达 105.8，为十年来最高值；2009 年受国际金融危机影响，纸品价格急剧下滑，纸品出厂价格指数下降至 94.4，为十年来最低值；随着国家刺激消费相关政策以及国家十大产业调整振兴计划等宏观政策措施的出台，2010 年纸品价格出现好转；2011~2013 年，受国家宏观经济下行及行业产能严重过剩影响，下游需求增长放缓，纸品出厂价格指数持续下滑；2014 年以来中国纸品消费市场整体仍实现了一定增长，但延续了增速放缓的态势。2014 年纸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进一步下降可能。

图 7 2005~2014 年造纸业及纸制品业工业生产者出厂价格指数



资料来源：国家统计局

由于宏观经济景气度偏低，过去几年集中释放的新增产能在短期内难以消化，且造纸行业竞争激烈，纸品价格持续走低，毛利率下滑，期间费用高企等诸多因素导致造纸企业利润空间收窄。在包装、印刷等传统工业消费领域，纸品需求持续低迷，造纸行业投资增速放缓。2014 年造纸行业疲软状况仍未实现实质性改观及明显的复苏迹象，主要纸制品出厂价格均在地位徘徊。

总体看，受宏观经济下行及行业内产能过剩影响，纸品价格呈走低之势，短期内将仍在地位徘徊。

4. 竞争格局

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，产业集中度较低，大量技术落后、规模小的造纸企业仍在市场中占有一定的份额。根据中国造纸协会公开资料，2014 年我国有规模以上造纸生产企业 2,962 家，其中大中型造纸企业 533 家，占比 17.99%；小型企业 2,429 家，占比 82.01%。小型企业平均年生产规模非常小，而年产 100 万吨以上的大型企业只有 17 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，也很难将成本压力转嫁到下游行业。且小型企业往往生产设备落后，废水、废气、废渣等污染物处理不达标，对环境造成严重不良影响。

表 1 2014 年造纸企业产量前 15 名企业

排名	单位名称	产量（万吨）		同比增长（%）
		2013 年	2014 年	
1	玖龙纸业（控股）有限公司	1,109.00	1,226.00	10.55
2	理文造纸有限公司	482.71	500.45	3.68
3	山东晨鸣纸业集团股份有限公司	421.20	426.40	1.23
4	华泰集团有限公司	288.60	315.50	9.23
5	山东太阳控股集团有限公司	309.92	315.00	1.64
6	安徽山鹰纸业股份有限公司	243.03	242.00	-0.42
7	福建联盛纸业	138.20	200.29	44.93
8	金东纸业（江苏）股份有限公司	201.95	194.50	-3.69
9	宁波中华纸业有限公司（含宁波亚洲浆纸业有限公司）	163.00	183.04	12.29
10	中国纸业投资有限公司	191.00	178.00	-6.81
11	荣成纸业（中国）控股有限公司	136.00	161.00	18.38
12	山东世纪阳光纸业集团有限公司	108.60	108.80	0.18
13	海南金海浆纸业有限公司	108.00	107.00	-0.93
14	金红叶纸业集团有限公司	91.18	106.87	17.21
15	浙江景兴纸业股份有限公司	98.84	106.24	7.49

资料来源：中国造纸协会

从竞争格局看，我国造纸行业属于充分竞争的行业，市场决定价格，目前我国造纸行业集中度低，企业间技术水平差距不断减小，产品同质化严重，企业在产品价格上的定价权较弱。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、日本王子及美国、芬兰等国的大型跨国造纸企业纷纷来华投资建厂，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；大量技术落后、规模小、污染严重的企业逐步被市场淘汰，从长期看，行业内的落后产能将进一步被淘汰。

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，从而被市场淘汰。目前，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，还处于成长时期的后期，大规模的兼并重组情况仍将继续，并推动整个行业的结构升级。

总体看，我国造纸行业集中度有所提高，但仍处于较低水平，未来行业内收购兼并活动仍将继续，落后及过剩产能将进一步被淘汰。

5. 行业政策

目前造纸行业企业进行生产所依据的法律法规及政策主要包括《中华人民共和国环境保护法》、《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》、《制浆造纸行业清洁生产评价指标体系》、国发（2015）17号《水污染防治行动计划》、国家发改委《产业结构调整指导目录（2011年本）》、《造纸产业发展政策》、《制浆造纸工业水污染物排放标准》（GB3544—2008）等。

2012年，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》，明确指出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，淘汰扩后造纸产能1000万吨以上，并通过兼并重组，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。

2014年，工信部发布工业行业淘汰落后和过剩产能企业名单，名单中涉及造纸企业273家，多数为产能低于5万吨/年的低端造纸企业，并要求落后产能彻底拆除淘汰，不得向其他地区转移，落后产能淘汰执行力度有所加大。

总体看，相关行业政策为造纸行业淘汰落后和过剩产能，进行产业结构调整，促进造纸行业转型升级提供了有力支持。

6. 行业关注

竞争加剧

我国造纸行业市场化程度高，行业竞争激烈，截至2014年底，我国规模以上造纸企业2,429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、日本王子及美国、芬兰等国的职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。

环保成本增加

造纸行业是传统意义上的重污染行业，也是除化工以外的第二大废水排放源行业。同时，造纸过程中还会产生废气、废渣等污染物，对环境造成不良影响。随着国家对三废排放标准的提高以及最新《环保法》的出台，对造纸企业的原料、产品、设备、技术、工艺、污染物处理等提出了更高的要求，使生产成本大幅提升。

原材料价格波动

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主要依靠进口，议价能力较弱，原材料价格上涨时也难以转嫁到下游，且人民币汇率波动也会直接影响进口原材料价格，原材料价格波动会造纸企业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，近年来煤炭价格波动较大，不利于造纸企业的成本控制。

自主创新能力不足

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，技术进步较快，但自主创新能力建设比较薄弱，产学研水平较低，引进技术消化吸收再创新不足，在新工艺、新设备和新产品的开发商缺乏自主创新的产业化重大成果。关键设备仍然依赖进口，所系必须要加快技术创新和自主研发，提高技术和生产效率，降低成本，提高企业综合竞争实力。

总体看，我国造纸行业迎来发展的机遇期，但在竞争、环保、生产、技术等方面仍面临诸多挑战。

7. 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：

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。

加大环保投入，降低环保风险

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，造纸行业属于国民经济中重要的基础原材料行业，消费量增速与宏观经济增速高度相关。随着我国经济结构调整，经济增速放缓将带动纸品总体消费量增速回落，短期内难以消化过剩产能，造纸行业整体产能过剩情况仍将继续。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、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。公司拥有废纸收购渠道、包装原纸生产及纸板纸箱制造完整产业链，较为完整的产业链为公司带来了较强的成本控制能力。公司产业链上端有国内外废纸收购网络，国外采购网络覆盖美国、英国、澳大利亚、荷兰、日本等国家，原料供应充足并能充分保障废纸品质，保障生产的成品纸质量。公司产业下端在天津、福建、浙江、合肥、湖北、安徽和江苏等省市布局了纸箱厂，以满足客户的不同需求。

截至 2015 年 6 月底，公司拥有 10 条生产线，拥有 305.6 万吨的造纸产能和 10 亿平方米中高档包装纸箱的生产能力，2014 年实现造纸产量 241.73 万吨，瓦楞箱板纸箱产量 7.93 亿平方米。公司主要生产设备均引进国外先进设备，生产过程采用 DCS 集散控制，技术装备先进。公司主导产品为箱板纸和高强瓦楞原纸等“绿色包装”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。公司拥有自备电站，实行热电联产，可自主调峰供电、用电，公司电站装备被压发电机组和抽凝发电机组，有效降低电力使用成本。

公司自有港口马鞍山天顺港为公司原材料采购和产品运输提供了便利条件，降低了生产成本。马鞍山天顺港由公司子公司马鞍山天顺港口有限责任公司负责运营，是马鞍山唯一一家集装箱专业码头，建有泊位 2 个，兼顾靠泊 1 万吨级海轮。2014 年 6 月，随着公司年产 80 万吨项目的建成，对进出口吞吐量提出新的要求，公司对控股子公司马鞍山天顺港口有限责任公司增资 4650 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%。

总体看，公司生产规模较大、采购渠道通畅、产品市场认可度高，公司总体竞争实力较强。

2. 人员素质

截至 2014 年底，公司主要高级管理人员包括董事长（兼总经理）1 人、副总经理 5 人、财务负责人 1 人和董事会秘书 1 人，共 7 人。

公司董事长、总经理吴明武先生，出生于 1967 年，中国国籍（中国香港居民），高级经济师；曾任吉安集团有限公司执行董事，上海泰盛制浆（集团）有限公司董事长，福建泰盛进发实业有限公司董事长，莆田天鸿木制品有限公司总经理，现任公司董事长、总经理，福建泰盛实业有限公司董事长，莆田天鸿木制品有限公司执行董事。徐丽凡为吴明武先生配偶。

公司副董事长夏林先生，出生于 1957 年，大专学历，经济师，全国“五一”劳动奖章获得者；曾任马鞍山市造纸厂能源科科长、副厂长，马鞍山市山鹰造纸有限责任公司副总经理，马鞍山山鹰纸业集团有限公司董事、总经理，公司副总经理、董事长、副董事长、党委书记；现任公司副董事长、党委书记。

公司财务负责人孙晓民先生，出生于 1977 年，博士研究生学历；曾任上海泰盛制浆（集团）有限公司推进办主任及总裁助理，吉安集团股份有限公司总裁助理、财务部部长、财务总监、董事会秘书、董事，公司财务负责人；现任公司董事、财务负责人。

截至 2015 年 6 月底，公司拥有职工 9,398 人，从学历构成看，硕士及以上学历占比 0.49%，大学本科学历占比 6.54%，专科学历占比 11.42%，中专、高中及以下学历占比 81.55%；从岗位构成看，技术人员占 9.03%，生产人员占 73.66%，销售人员占 3.68%，财务人员占 1.26%，行政人员占 4.78%，其他管理人员占 7.59%；从年龄构成看，30 岁以下的占 34.91%，31~39 岁占 26.93%，40~49 岁占 28.86%，50 岁以上的占 9.30%。

总体看，公司主要高层管理人员具有良好的专业背景和丰富的管理经验；公司员工生产人员所占比重较高，年龄、学历结构合理，符合公司主营行业特点，能够满足公司发展需求。

3. 技术水平及装备工艺

公司是国家高新技术企业，同时建有省级企业技术中心及博士后科研工作站、有较强的科研实力和持续创新能力。公司目前拥有技术人员 849 人，其中从事研发的科技人员有 536 人；2014 年公司用于研发支出合计 2.37 亿元，占营业收入比重为 3.06%。截至 2015 年 6 月底，公司研发项目共计 56 项，实现科技成果转化 14 项；开发出多项新产品和新技术，如：帘式涂布牛卡纸、凹印涂布牛卡纸、丹桂涂布牛卡纸、造纸废水的深度处理及回用技术、废纸挂面漂白技术、红檀挂面箱板纸等；公司拥有发明专利 8 项，实用新型专利 7 项。

公司引进了国外一流造纸设备和技术，机器设备自动化程度高。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。）；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 7,920mm，最高运行车速可到 1,600m/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，公司核心技术及装备工艺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。

4. 环保与节能减排

废水处理

公司主要使用废纸作为原料，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多圆盘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。目前，公司每日排污量为 6.5 万吨，日处理能力为 12 万吨。公司经过处理后的水质达到：COD_{Cr}<90mg/l; BOD₅<20mg/l; SS<30mg/l, 可达到《造纸工业水污染物排放标准》(GB3544-2008) 的排放要求。

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，节能降耗成效明显。

总体看，近年来公司大力开展节能减排工作，积极发展循环经济发展模式，环保风险较低。

5. 外部环境

区位优势

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。

税收优惠

根据财政部及国家税务总局《关于促进残疾人就业税收优惠政策的通知》(财税【2007】92 号文)的规定，公司子公司天福纸品、扬州山鹰、莆田祥恒和浙江祥恒均经民政部门认定为社会福利企业，增值税享受按实际安置残疾人员的人数每人每年 3.50 万元的限额即征即退的税收优惠政策。

根据安徽省科学技术厅、安徽省财政厅、安徽省国家税务局、安徽省地方税务局联合发布的《关于公布安徽省 2014 年第二批高新技术企业认定名单的通知》(科高【2015】1 号)，公司 2014 年通过高新技术企业复审，自 2014 年起按 15% 的税率计缴企业所得税，有效期为 3 年；根据科学技术部火炬高科技产业开发中心发布的《关于浙江省 2014 年第二批高新技术企业备案的复函》(国科火字【2015】31 号)，吉安集团被评为高新技术企业，自 2014 年起按 15% 的税率计缴企业所得税，有效期为 3 年。

总体看，公司区位优势明显，交通便利，享有税收优惠政策，整体面临良好的外部环境。

五、公司管理

1. 治理结构

公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上海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，行使决定公司的经营方针和投资计划、审议批准董事会的报告等职权。董事会是公司常设决策机构，对股东会负责，公司董事会由 7 名董事组成，其中独立董事 3 人，设董事长 1 人，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；董事会行使召集股东大会，并向股东大会报告工作，决定公司的经营计划和投资方案等职权。监事会由 3 名监事组成，其中职工监事 1 人，设主席 1 人，监事会主席由全体监事过半数选举产生；监事会行使对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见，检查公司财务等职权。

公司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。

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. 管理体系

公司目前设有造纸事业部、包装事业部、采购商务部、法务部等 11 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。

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。

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。2013年，公司实施重大资产重组，通过定向增发股票 159,071.64 万股认购吉安集团 99.85% 的股权，公司实际经营主体是在原山鹰纸业的基础上增加合并吉安集团。从 2012 年财务情况来看，吉安集团合并资产总计 89.53 亿元，实现合并收入 41.68 亿元，净利润 0.60 亿元，整体资产规模略高于山鹰纸业，盈利能力较山鹰纸业强。由于合并范围变化，2012 年和 2013 年、2014 年公司收入、利润等相关数据可比性较低，本报告以 2013 年和 2014 年财务数据分析为主。

2012~2014 年，公司营业收入快速增长，分别实现营业收入 41.43 亿元、65.78 亿元和 77.35 亿元，其中，主营业务收入占营业收入比重均保持在 97% 以上，公司主营业务突出；2012 年公司实现净利润 -0.27 亿元；受造纸包装行业产能过剩，产品价格下滑影响，2013~2014 年公司净利润有所下降，分别为 2.08 亿元和 1.11 亿元。

表 2 2012~2014 年公司主营业务收入构成和毛利情况（单位：万元、%）

项目	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
箱板原纸及制品	325,718.82	79.26	10.09	559,702.57	87.21	17.85	629,782.53	83.09	18.48	377,750.31	89.85	20.11
文化纸	4,371.57	1.06	19.71	421.12	0.07	14.29	1,256.77	0.17	2.46	341.45	0.08	3.86
新闻纸	78,240.05	19.04	20.67	28,450.23	4.43	13.29	77,942.85	10.28	9.25	28,303.95	6.73	13.90
废纸	--	--	--	52,227.49	8.14	5.20	46,973.15	6.20	2.15	12,682.24	3.02	3.53
其他	2,626.04	0.64	53.26	972.71	0.15	29.33	2,039.88	0.27	51.98	1,335.81	0.32	58.30
合计	410,956.49	100.00	12.49	641,774.11	100.00	16.63	757,995.18	100.00	16.58	420,413.76	100.00	19.30

资料来源：公司审计报告

从主营业务收入构成看，箱板原纸及制品占主营业务收入比重均保持在 79%以上，为公司主营业务收入的主要来源，2013 年受益于公司重大资产重组，公司箱板原纸及制品收入为 55.97 亿元，占主营业务收入比重为 87.21%，2014 年公司规模效应进一步显现，箱板原纸及制品收入提高 12.52%至 62.98 亿元，但受新闻纸收入增加影响，其占主营业务收入比重微幅下降至 83.09%。2013~2014 年，新闻纸产品收入大幅增加 173.96%，分别为 2.85 亿元和 7.79 亿元，占主营业务收入比重由 4.43%提高至 10.28%。废纸和文化纸占主营业务收入比重均不高，2014 年比重分别为 6.20%和 0.17%；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。其他收入主要为天顺港港口服务费收入和子公司浙江中远发仓储服务有限公司的运输收入。

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；2012 年箱板原纸及制品毛利率为 10.09%，2013~2014 年，箱板原纸及制品毛利率小幅上升至 18.48%，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；受报业对新闻纸的需求下降，公司面临较大库存压力影响，2014 年公司加大促销力度，新闻纸毛利率较 2013 年小幅下降 4.04 个百分点；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，2014 年公司文化纸毛利率大幅降低至 2.46%；2014 年废纸毛利率降至 2.15%，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。2013~2014 年，公司主营业务综合毛利率分别为 16.63%和 16.58%，基本保持稳定。

2015 年 1~6 月，公司实现营业收入 42.82 亿元，较 2014 年同期增加 8.58%，其中主营业务收入 42.04 亿元；实现净利润 1.34 亿元，较 2014 年同期增加 35.18%。

总体看，2013 年公司完成的重大资产重组事项使公司生产经营规模大幅增长，产业链得以完善，规模效应逐渐体现；箱板原纸及制品是公司主要收入来源，受重组后有效整合影响，近两年公司主营产品毛利率有所上升。

2. 成本构成和原材料采购

公司主营产品成本构成主要包括原材料、制造费用和直接人工；其中，原材料在成本构成中占比较高，受人工费用上涨影响，2013~2014 年直接人工占比有所上升，如下表所示。

表3 2012~2014年生产成本构成（单位：%）

项目	2012年	2013年	2014年
原材料占比	88.27	88.93	87.96
制造费用占比	9.19	9.17	9.67
直接人工占比	2.54	1.90	2.37
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

公司生产所需主要原材料为各类废纸和商品木浆。资产重组前，公司进口废纸采用自营进口方式，废纸收购特别是进口废纸收购网络建设相对滞后，整体议价能力较弱。吉安集团拥有强大的国内外废纸收购网络，对上游成本控制能力较为突出，资产重组完成后，借力于吉安集团废纸收购网络，有利于稳定公司废纸供应，提升公司整体成本控制能力。目前，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7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、荷兰、日本等国家。

公司下设采购商务部，对原、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。公司建立有供应商和服务商管理系统，并引入评估、录入和淘汰机制，对于重点供应商的评估每年不低于一次，对于同一种原材料，公司通常选择3家供应商以避免物料供应不足的风险。

在价格确定方面，公司建立了采购物资的数据信息库，随时收集采购物品的质量、价格等市场信息，为公司定价委员会提供信息支持；最终采购价格由公司与供应商协商确定。

在原材料质量方面，公司制定有验收标准和要求，由品检部或质量部负责按照标准执行；公司对废纸和木浆实行抽检，抽检率为5%~10%，抽检指标主要包括水分、杂质和重量等，对于检验不合格的产品将在付款时扣除不合格产品金额。

在采购结算方面，公司通常预付部分保证金，待收到原材料并验收合格后付款，付款周期为3~6个月，付款方式由公司与供应商协商确定，国外废纸采购采用信用证结算。采购周期来看，国内废纸通常至少保留5天周转时间的库存量，国外废纸则保留30~45天周转时间的库存量。

公司生产所需能源主要为电力和煤炭。电力由公司自备电厂供给，可满足用电量的60%左右，不足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，电力按月度结算。煤炭采购则选用稳定的战略合作商，主要从内蒙古、山西和秦皇岛等地购进，给予公司6个月~1年的账期。

表4 公司2012~2015年6月主要原材料采购量及采购价格（单位：吨、元/吨）

原材料	项目	2012年	2013年	2014年	2015年6月
国外废纸	采购量	653,760.84	1,658,953.42	1,882,280.65	1,151,696.24
	采购价格	1,520.54	1,376.09	1,286.01	1,139.64
国内废纸	采购量	446,840.49	789,214.08	1,190,326.30	870,655.11
	采购价格	1,273.21	1,203.05	1,175.24	1,195.84
木浆	采购量	19,078.68	20,757.85	19,004.64	7,613.45
	采购价格	3,957.13	4,081.26	4,337.35	3,737.44

资料来源：公司提供

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。

从原材料采购量来看，2013 年~2014 年公司废纸采购量呈逐年增长态势；废纸采购以国外废纸采购为主，近两年国外废纸采购量呈逐年增加，2014 年国外废纸采购量较 2013 年增长 13.46% 至 188.23 万吨。近两年，国内废纸采购量逐年增加，2014 年国内废纸采购量为 119.03 万吨。因工艺流程逐步改良，近两年公司木浆采购量大幅下滑，2014 年为 1.90 万吨。2015 年 1~6 月，公司采购国外废纸 115.17 万吨，国内废纸 87.07 万吨，木浆 0.76 万吨，除了国内废纸价格小幅上涨外，国外废纸和木浆采购价格均较 2014 年有所下降。

从原材料采购价格来看，受造纸行业不景气影响，废纸采购价格逐年下降；其中，近三年国内、国外废纸采购价格分别复合下降 5.73%和 5.43%。

从原材料供应商集中度看，2014 年公司向前 5 名供应商采购金额合计为 7.93 亿元，占公司全部营业成本的 12.32%，公司不存在向单一供应商采购金额超过采购总额 50%的情况，不存在严重依赖个别供应商的风险。

总体看，公司成本构成以原材料为主，为降低采购成本、稳定废纸供应，公司建立了国内外废纸收购网络，原材料供应充足；前五大供应商占比不高，公司不存在严重依赖个别供应商的风险。

3. 产品生产

公司产品生产主要实行以销定产，但原纸产品会根据市场供求情况，对部分常规产品留存一定规模的备货，以提高交货速度。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执行情况。通过生产计划、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，通过成型、网压、烘干、标胶、卷曲、复卷等工序制程纸张，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。

从产品质量来看，在生产过程中，公司会对产品进行抽检；复卷完成后对产品进行抽样检测，主要是物理指标检验；在过磅前则对产品进行复检，主要是外观检测；检查过程中如发现产品问题则将为低等品降价销售，部分品质过差产品回收利用，目前公司产品合格率为 98%。

公司主要生产装备均从国外引进，其中，年产 80 万吨造纸项目生产设备引进芬兰的生产设备，纸机的净纸幅宽 7,800mm，运行车速分别为 1,500m/min 和 1,100m/min，成型方式分别是夹网成型和三叠网成型，压榨部采用了四辊三压区压榨和双道靴压的方式，大幅度降低蒸汽用量，达到降低能耗的目的；同时公司生产线自动化程度高，能够确保纸机运行的稳定性和操作的安全性。与纸机配套的制浆系统包括进口废纸处理线、固废处理线以及木浆处理线，整线全部引进德国的设备，生产过程采用 DCS 集散控制系统，采用纤维分级处理技术降低能源消耗，整体装备工艺水平较为先进。

表 5 截至 2015 年 6 月底公司主要生产线情况

生产基地	生产线	投产时间	年生产能力 (万吨)	主要产品
吉安集团	PM11	2008	45	牛皮箱板纸
	PM12	2006	20	挂面箱板纸
	PM13	2011	60	涂布牛卡纸、白面牛卡纸
	PM15	2011	10	高强瓦楞原纸
马鞍山造纸 运营中心	PM1	2002	28	牛皮箱板纸
	PM2	2007	18	新闻纸
	PM3	2009	32	挂面箱板纸
	PM4	2001	11	瓦楞原纸
	PM5	2015	45.9	挂面箱板纸
	PM6	2015	35.7	挂面箱板纸
合计			305.6	

资料来源：公司提供

注：PM5 和 PM6 合称年产 80 万吨造纸项目

截至 2015 年 6 月底，公司拥有造纸生产线 10 条，年造纸产能 305.6 万吨。2013 年公司重组完成后，公司产能得以大规模扩张，造纸产能从 90 万吨增加至 225 万吨，纸制品产能从 6 亿平方米增长至 10 亿平方米；2014 年公司年产 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）进入设备调试阶段，并于 2015 年 3 月正式投产 45 万吨、6 月投产 35 万吨，公司造纸产能提升至 305.6 万吨。

从产量情况来看，2012 年公司实现产量 100.87 万吨；受市场需求下降影响，2014 年较 2013 年小幅减少 1.3 万吨。其中，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，其他主要为文化纸，近年来公司调整市场策略逐渐减少文化纸生产，2015 年文化纸已停产。近三年，公司整体产能利用率分别为 96.07%、108.01%和 107.44%，整体产能利用率较高。

2015 年 1~6 月，公司原纸产量 134 万吨，其中新闻纸产量 8.97 万吨，涂布纸产量 18.21 万吨，箱板纸产量 106.87 万吨。

表 6 公司 2012~2015 年 6 月产品产量和产能情况（单位：万吨）

产品	2012 年		2013 年		2014 年	
	产量	产能	产量	产能	产量	产能
箱板纸	81.93	105	194.03	225	190.66	225
新闻纸	17.77		18.53		18.47	
涂布纸	0.00		30.30		32.35	
其他	1.17		0.17		0.25	
合计	100.87		243.03		241.73	

资料来源：公司提供

总体看，公司产品生产实行以销定产，生产过程管理严格、生产设备先进，能够满足销售合同所规定的供货义务；但近年来受产能过剩、市场需求不振影响，主要产品产量有所下降。

4. 产品销售

公司设有造纸事业部负责产品销售，销售模式以直销为主，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。2013 年重组完成后，公司原有销售网络与吉安集团相互补充，销售区域覆盖度得以增长，特别是在东北、华南、境外区域的销售网络得以完善。公司

产品运输主要采用汽运为主，船运和火车运输补充的运输方式，运输距离达 700 公里以上时通常采用火车运输，靠近码头、长江和沿海区域则选用船运。产品价格由公司价格委员会根据成本、库存和市场同类产品售价确定，保持一定的价格竞争优势。

公司对下游客户的货款结算信用期一般控制在 30 天左右，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；结算方式根据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（主要是由该类客户内部付款政策决定）。

2013 年资产重组完成后，公司销售范围覆盖区域有所增大；2014 年受下游需求低迷影响，除新闻纸销售量较上年增加之外，其余产品销量均有所下降。从产销率来看，2014 年箱板纸、涂布纸和其他产品产销率均较 2013 年有所下滑，其中，涂布纸产销率较 2013 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公司内部子公司需求，公司减少了一定的对外销量，用以储备库存所致；其他产品主要为文化纸，产销率由 269.79%大幅下降至 100.00%，主要是由于 2013 年库存较多，公司采取减产策略重点消化剩余库存所致。

从销售价格来看，由于行业不景气，2012~2014 年公司主要产品价格大幅下降，其中箱板纸销售均价由 2012 年的 2,917.83 元/吨下降至 2,496.49 元/吨，新闻纸销售均价由 2012 年的 4,398.81 元/吨下降至 3,430.97 元/吨，涂布纸销售均价由 2013 年的 3,137.01 元/吨下降至 2,923.37 元/吨。

2015 年 1~6 月，公司原纸销量 130 万吨，产销率 97.20%，其中新闻纸销量 8.37 万吨，箱板纸销量 99 万吨，涂布纸销量 22.79 万吨，其他产品 0.10 万吨。

表 7 公司 2012~2014 年产品销售情况

产品	项目	2012 年	2013 年	2014 年
箱板纸	产量（万吨）	81.93	194.03	190.66
	销量（万吨）	83.21	193.41	185.26
	产销率（%）	101.56	99.68	97.17
	平均销售价格（元/吨）	2,917.83	2,647.50	2,496.49
新闻纸	产量（万吨）	17.77	18.53	18.47
	销量（万吨）	17.79	18.02	18.36
	产销率（%）	100.11	97.24	99.40
	平均销售价格（元/吨）	4,398.81	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）	1.17	0.17	0.25
	销量（万吨）	0.99	0.45	0.25
	产销率（%）	84.59	269.79	100.00
	平均销售价格（元/吨）	4,417.06	3,871.28	3,021.13

资料来源：公司提供

从销售区域来看，考虑到运输成本，公司主要销售区域为华东地区，其销售收入约占公司总收入的 70%以上；2012~2014 年，随着公司销售网络的扩大，公司在其他地区销售收入有所增加，致使华东地区销售收入占比有所下降；2013 年重组完成后，借助吉安集团销售网络，公司销售范围扩大至境外地区，但境外地区营业收入占比较低。

表8 2012~2015年6月公司产品区域销售情况（单位：万元、%）

区域	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 6 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
华 东	318,940.16	77.61	499,525.66	77.84	531,687.25	70.14	289,207.61	68.79
东 北	2,575.25	0.63	10,884.40	1.70	878.94	0.12	3,127.47	0.74
华 北	14,920.32	3.63	26,060.44	4.06	54,029.02	7.13	13,330.29	3.17
华 南	3,544.53	0.86	32,585.30	5.08	64,995.20	8.57	22,862.01	5.44
华 中	59,697.43	14.53	54,828.45	8.54	90,048.22	11.88	71,848.91	17.09
西 北	4,635.50	1.13	2,794.99	0.44	2,950.13	0.39	3,156.56	0.75
西 南	6,643.29	1.62	6,857.55	1.07	7,669.40	1.01	7,990.23	1.90
境 外	0.00	0.00	8,237.32	1.28	5,737.02	0.76	8,890.69	2.11
合计	410,956.69	100.00	641,774.31	100.00	757,995.18	100.00	420,413.76	100.00

资料来源：公司提供

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。从公司的主要客户看，2014 年公司前五名销售客户销售金额合计为 3.39 亿元，占公司全部营业收入的 4.39%，客户较分散，不存在对单一客户过度依赖的情况。

总体看，2013 年重组完成后，公司销售区域扩大，但受市场不景气影响，主要产品销量有所下滑；公司前五大客户集中度不高，不存在对单一客户过度依赖的风险。

5.经营效率

考虑到 2013 年经营效率指标在计算中涉及 2012 年数据，可比性较差，本章节仅就 2014 年指标进行分析。

2014 年公司应收账款周转次数、存货周转次数分别为 5.67 次和 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为 0.42 次。

表9 2014 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	5.80	3.35	0.37
福建南纸	9.30	3.58	0.44
太阳纸业	15.11	6.78	0.65
岳阳林纸	8.34	1.17	0.39
粤华包	4.17	3.45	0.58
山鹰纸业	6.22	3.84	0.42

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。

从同行业比较情况看（表 8），公司应收账款周转率仍处于行业较低水平，存货周转率和总资产周转率处于行业一般水平。

总体看，公司经营效率保持在适中水平。

6. 重大事项

2015 年 3 月，公司第六届董事会第二次会议、第六届监事会第二次会议和 2015 年第一次临时股东大会审议批准公司《公司非公开发行股票预案》。本次非公开发行股票不超过 80,700 万股（含 80,700 万股），发行价格为不低于 2.48 元/股，定价原则为不低于定价基准日（公司第六届董事会第二次会议决议公告日 2015 年 3 月 14 日）前二十个交易日公司股票均价的 90%）。

2015 年 7 月，公司将本次非公开发行股票的发行价格由 2.48 元/股调整为 2.47 元/股；本次非公开发行数量由不超过 80,700 万股（含 80,700 万股）调整为不超过 81,000 万股（含 81,000 万股）。

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。本次募集资金投资项目已完成备案程序和环评程序。

本次非公开发行实际募集资金不能满足公司项目的资金需求，公司将利用银行贷款、自有资金等自筹资金解决不足部分。本次非公开发行募集资金到位之前，公司将根据项目进度的实际情况以自筹资金先行投入，并在本次募集资金到位后予以置换。

本次募集资金投资项目建设期为 2 年。项目达产后，预计年销售收入为 326,496 万元，净利润 36,538 万元，内部收益率（税后）16.84%，投资回收期（含建设期）为 7.07 年。

表 10 本次募投项目资金计划使用情况

项目	投资金额	比例
建筑工程	38,838	14.00%
设备购置及安装	201,998	72.82%
其他费用	16,633	6.00%
铺底流动资金	277,372	100.00%

资料来源：《非公开发行股票募集资金使用可行性分析报告》

本次非公开发行股票发行后，公司资产规模、净资产都将得到显著增加，资产负债结构进一步优化，公司资产负债率的降低以及流动比率和速动比率的提高，将有助于公司使用财务杠杆的灵活性，有利于提高公司后续持续融资能力和抗风险能力。

本次募集资金投资项目系围绕公司现有主营业务展开，项目实施后将扩大公司的生产规模，提升公司的盈利能力，提高市场占有率，有利于增强公司的市场竞争力和整体实力。

同时，联合评级也关注到，本次募集资金到位后，短期内公司的净资产收益率将因净资产增加而有所下降，未来投资项目收益情况将有待观察；宏观经济形势的波动以及竞争对手新产品或服务的推出、产品或服务价格的变化、市场容量的变化、营销体系的扩张等因素也会对项目的投资回报和公司的预期收益产生影响。

总体看，本次非公开发行股票将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；同时，联合评级也关注到募集资金到位后，短期内公司的净资产收益率将有所下降和多重因素对未来募投项目收益情况的影响。

7. 经营关注

盈利能力下降风险

公司所属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

公司在建和拟建项目较多，需持续投入资金规模较大，且短期内难以形成销售收入，公司未来将面临一定资金支出压力。

产品结构集中风险

公司产品结构高度集中于箱板原纸及制品，盈利模式单一，易受下游包装行业和经济周期影响。

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。

安全生产风险

公司主要产品为纸制品，属于易燃物，一旦发生火灾将对公司经营造成一定影响；防火、防水对公司安全生产管理提出了较高要求。

8. 未来发展

未来，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，公司发展战略比较清晰，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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2012~2014 年度财务报表已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，对 2012~2013 年度财务报表出具了标准无保留审计意见，对公司 2014 年报表出具了带强调事项¹的无保留审计意见；公司 2015 年半年报未经审计。公司自 2014 年度起执行财政部于 2014 年修订或新制定发布的《企业会计准则第 9 号——职工薪酬》等八项具体会计准则，并采用追溯调整法进行了追溯调整，故以下分析中 2013 年财务数据取自 2014 年审计报告期初数或上期数；2012 年财务数据取自 2012 年审计报告。

2013 年泰盛实业与其他二十八方以拥有的吉安集团 99.85% 的股权为对价认购公司定向发行的 159,071.64 万股，该交易行为构成反向购买，按照会计准则相关规定，公司按照购买法原则以吉安集团为实际主体编制合并报表，吉安集团的资产、负债以账面价值确认计量，山鹰纸业重组前的可辨认资产、负债在并入吉安集团合并财务报表时，以购买日（2013 年 7 月 31 日）的公允价值确认计量。

按照相关会计准则，公司公告的 2013 年合并财务报表中，2013 年末数据为包含山鹰纸业和吉安集团的合并数据；2013 年利润表和现金流量表数据系山鹰纸业 2013 年度 8~12 月以及吉安集团 2013 年度的经营成果和现金流量情况。因此，2013 年与 2012 年财务数据的可比性较差。

截至 2014 年底，公司纳入合并报表范围的子公司共 32 家，其中 2014 年新增 3 家子公司如下表所示，2014 年与 2013 年财务数据可比性仍较强。由于 2012 年财务数据可比性较差，本报告财务分析重点以 2013 年和 2014 年财务数据为主。

表 11 2014 年合并范围变化

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

注：因 2013 年数据与 2012 年数据可比性较差，故未列示 2013 年合并范围变化情况。

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 59.93 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 59.50 亿元。2014 年公司实现合并营业收入 77.35 亿元，净利润 1.11 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.10 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 6 月底，公司合并资产总额 189.76 亿元，负债合计 128.39 亿元，所有者权益 61.38 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 60.81 亿元；2015 年 1~6 月，公司实现合并营业收入 42.82 亿元，净利润（含少数股东损益）1.34 亿元。经营活动产生的现金流量净额 2.98 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.68 亿元。

¹ 山鹰纸业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累计将 38,228.07 万元资金预付给自然人张金珍和宋庆孝等 12 名关联自然人用于采购外国废纸，导致公司期末预付账款较期初大幅增长。

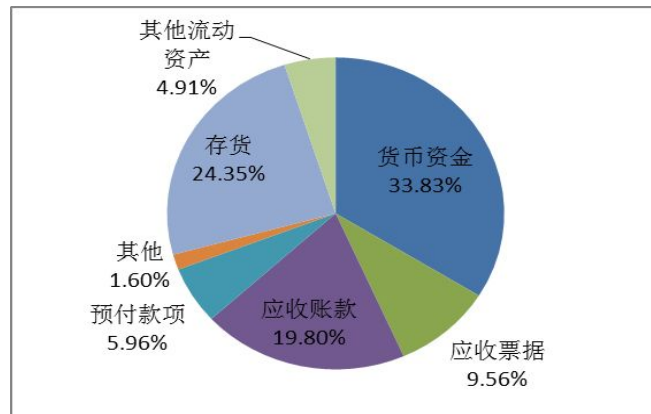
2. 资产质量

截至 2014 年底，公司资产总额 185.00 亿元，较 2013 年底增加 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 2013 年底减少 10.31%，主要系货币资金及应收票据减少所致。公司流动资产主要以货币资金（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 8 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 2013 年底减少 11.77%，主要系银行存款减少所致。公司货币资金中人民币占比 98.93%，美元、欧元、日元等外币资金占比 1.07%。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 2013 年底减少 61.06%，主要系下游客户以票据方式结算的款项减少，期末未到兑付期的票据相应减少所致。公司应收票据以银行承兑汇票为主。

截至 2014 年底，公司应收账款价值 13.24 亿元，较 2013 年底增加 13.60%，主要系公司 80 万吨造纸项目的试运行投产，销售规模扩大，导致应收账款相应增加。从账龄结构来看，账龄在一年以内的应收账款占比 97.54%，账龄为 1~2 年的占比 1.00%，账龄为 2 年以上占比 1.47%，公司应收账款以短期为主。公司累计计提坏账准备 1.05 亿元，其中账龄为 1 年以内的坏账计提比例为 6.00%，账龄为 1~2 年的坏账计提比例为 10.00%，账龄为 2 年以上的坏账计提比例为 100%，坏账准备计提较充分。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 5.17%，公司应收账款客户集中度较小。

表 12 截至 2014 年底公司应收账款前五名情况

单位名称	账面余额（万元）	占应收账款比例（%）
百威英博雪津啤酒有限公司	1,920.29	1.32
苏州佳丰纸业有限公司	1,554.56	1.07
广州日报报业经营有限公司	1,423.21	0.98
上海乐盈纸业有限公司	1,383.77	0.95

人民日报社	1,233.62	0.85
合计	7,515.45	5.17

资料来源：公司年报

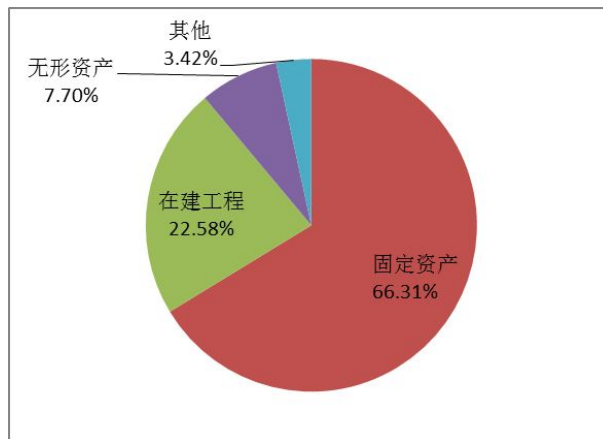
截至 2014 年底，公司预付款项较年初增加 709.26%至 3.98 亿元，主要是公司子公司浙江泰兴纸业有限公司和福建省莆田市阳光纸业有限公司 2014 年度累计将 3.82 亿元资金预付给关联自然人张金珍和宋庆孝等 12 名关联自然人，期末余额为 3.18 亿元。鉴于国内废纸采购业务的特殊性，公司选择与该 12 位自然人合作采购原材料——国内废纸。2014 年下半年出现进口废纸原材料价格与国内价格倒挂，为了节约生产成本，公司决定优先采购进口废纸，同时为了不影响现有区域的国内废纸供应渠道，对上述 12 位自然人的国内废纸供应暂缓交货。为确保上述预付货款的安全，公司将部分款项存放于控股股东下属企业当中。截至 2015 年 5 月 20 日，公司向宋庆孝等 12 位自然人预付的 3.88 亿元款项中，已经收取的履约保证金为 3.11 亿元，剩余 0.78 亿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。

截至 2014 年底，公司存货账面价值 16.28 亿元，较 2013 年底减少 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，存货共计提跌价准备 0.19 亿元，计提比例 1.18%，计提较充分。

非流动资产

截至 2014 年底，公司非流动资产合计 118.14 亿元，较 2013 年底增加 10.12%，主要系在建工程增长所致。公司非流动资产以固定资产（占比 66.31%）、在建工程（占比 22.58%）和无形资产（占比 7.70%）为主。

图 9 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 2013 年底增长 8.05%，主要系在建工程转入所致。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。公司固定资产累计计提折旧 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%。公司无形资产以土地使用

权为主，土地使用权占比 94.17%。截至 2014 年底，公司用于抵押担保的无形资产占比 47.16%。

截至 2015 年 6 月底，公司资产总额 189.76 亿元，较年初增加 2.58%，其中非流动资产合计 119.42 亿元，固定资产增长 24.26% 主要系年产 80 万吨造纸项目转固，非流动资产占资产总额比重为 63.86%，资产结构较年初变动不大。

总体看，公司资产规模有所扩大，公司资产以非流动资产为主，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。

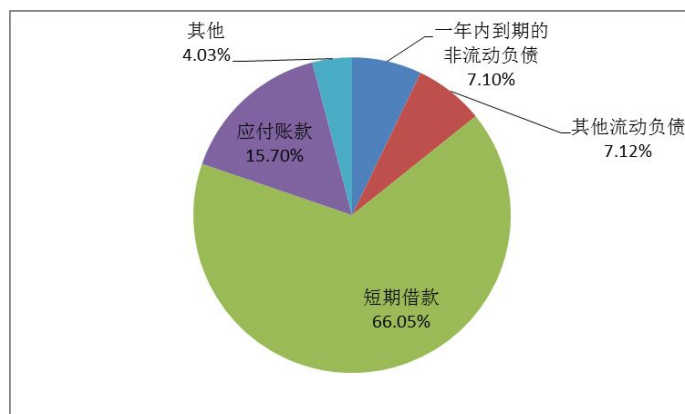
3. 负债和所有者权益

负债

截至 2014 年底，公司负债总额 125.07 亿元，较 2013 年底增加 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 2013 年底增加 9.51%，主要系短期借款、应付账款及一年内到期的非流动负债增长所致。公司流动负债以短期借款（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 10 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 2013 年底增加 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。短期借款中质押借款占比 42.51%，保证借款占比 22.73%，抵押借款占比 17.55%，信用借款占比 17.21%。

截至 2014 年底，公司应付账款合计 15.44 亿元，较 2013 年底增加 14.49%，主要系 80 万吨造纸项目的试运行投产，原材料采购增加所致。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 2.90%。

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 2013 年底减少 22.73%，主要为一年内到期的长期借款。

截至 2014 年底，公司其他流动负债合计 7.00 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%，主要系长期借款及长期应付款减少所致。公司非流动负债以长期借款（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，长期借款中 4.73 亿元和 4.19 亿元将分别于 2016 年和 2017 年到期，7.10 亿元将于 2018 年到期，未来三年公司集中偿付压力较大；应付债券为 2012 年发行的 7 年期 8 亿元公司债券，票面利率为 7.5%，该债权按年付息，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，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 2013 年增加 0.47%，其中短期债务为 79.18 亿元，较 2013 年小幅增加 8.81%，主要系公司 2014 年发行 7.00 亿元短期融资券所致；长期债务为 25.70 亿元（长期应付款为应付融资租赁款，故已计入长期债务），较年初减少 18.73%，主要系长期借款减少所致。公司资产负债率 67.61%，较 2013 年增加 0.36 个百分点；全部债务资本化比率 63.64%，较 2013 年下降 0.04 个百分点；长期债务资本化比率 30.02%，较 2013 年下降 4.67 个百分点。

截至 2015 年 6 月底，公司负债总额 128.39 亿元，较年初增加 2.65%，其中流动负债占比 82.93%，负债规模仍以流动负债为主；流动负债规模较年初增加 8.25%，主要是公司于 2015 年 6 月发行一期 366 天 8 亿元短期融资券致使其他流动负债增加所致。

总体看，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，与资产结构不相匹配，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 6 月底，公司所有者权益合计 61.38 亿元，较年初增加 2.42%，主要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

随着营业规模的扩大，公司 2014 年实现营业收入 77.35 亿元，同比增加 17.59%。其中主营业务收入 75.80 亿元，占营业收入的 97.99%。2014 年公司营业成本 64.38 亿元，同比增长 17.73%，与营业收入增长速度保持一致。2014 年公司实现营业利润 0.17 亿元，同比减少 88.24%，主要系公司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 2013 年减少 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%，主要系公司管理成本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 2013 年上升 1.45 个百分点，公司费用控制能力有待加强。

从营业外收支情况来看，2014 年公司取得营业外收入 1.16 亿元（主要包括政府补助 1.01 亿元及赔、罚款收入等其他营业外收入 0.14 亿元），较 2013 年减少 32.03%，主要系 2013 年公司子公司 Cycle Link（美国）上期诉讼事项和解，2013 年当年的营业外收入相应增加所致；2013 年营业外收入主要包括政府补助 0.51 亿元，合并报表后合并成本小于应享有被投资单位可辨认净资产公允价值产生的收益 0.41 亿元及其他 0.75 亿元。公司 2014 年营业外支出 0.18 亿元，较 2013 年

增长 48.46%，主要系公司子公司莆田恒祥公司七号生产车间发生火灾，导致营业外支出增加。

公司 2014 年实现利润总额 1.15 亿元，较 2013 年大幅下降 62.16%，主要系国内造纸行业景气度下行、产品价格下降，加之公司期间费用大幅增长所致。2013~2014 年营业外收入占利润总额的比例分别为 55.97%和 100.56%，公司利润来源严重依赖营业外收入。

从盈利指标来看，公司 2014 年总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 4.11%、3.71%和 1.85%，盈利能力下降明显。从同行业上市公司盈利能力比较来看，公司盈利能力处于行业中游偏下水平。

表 13 2014 年造纸行业上市公司盈利能力指标情况 单位：%

企业名称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
晨鸣纸业	19.78	3.61	3.23
太阳纸业	20.05	8.92	7.31
岳阳林纸	13.54	0.25	3.42
粤华包	16.38	4.70	5.18
山鹰纸业	16.77	1.86	3.43

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。

2015 年 1~6 月，公司实现营业收入 42.82 亿元，较上年同期增加 8.58%；净利润 1.34 亿元，较上年同期增加 35.18%。

总体看，公司营业规模及营业收入有所增长，但公司管理成本和债务规模增长较快导致期间费用大幅增长，营业利润下降明显，且严重依赖营业外收入，剔除非经常损益后盈利能力较差。2014 年公司盈利指标均呈下降态势，盈利能力需提高。

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%，主要系下游客户采用银行承兑汇票结算减少致使销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。2014 年公司现金收入比 82.61%，较 2013 年增加 9.71 个百分点，收入实现质量有所提高。

投资活动方面，2014 年公司投资活动现金流入 4.84 亿元，较 2013 年减少 36.80%，主要系 2013 年公司在购买日持有的现金及现金等价物大于吉安集团支付对价部分收到的现金较多；公司投资活动现金流出 15.43 亿元，较 2013 年大幅增长 195.33%，主要系随着公司并购活动及生产线技改活动的进行，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金大幅增长所致，2014 年公司年产 80 万吨造纸项目投入 9.18 亿元；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。

筹资活动方面，2014 年公司筹资活动现金流入 123.97 亿元，与 2013 年基本持平；公司筹资活动现金流出 130.23 亿元，较 2013 年小幅增长 3.30%，主要系公司债务规模扩大，偿付利息支付的现金增加所致；2014 年公司筹资活动现金流量净额净流出 6.26 亿元，较上年增加 34.07%。

2013~2014 年，公司现金及现金等价物净增加额分别为 6.47 亿元和-2.57 亿元。

2015 年 1~6 月，公司经营活动现金流量净额为 2.98 亿元，公司投资活动现金流量净额为-5.91 亿元，筹资活动现金流量净额为 3.80 亿元。

总体看，公司经营活动现金净流量规模较大，收入实现质量一般；公司投资活动对外部筹资需求较大。

6. 偿债能力

截至 2014 年底，公司全部债务较 2013 年增加 0.47% 至 104.88 亿元，其中短期债务 79.18 亿元，较 2013 年增长 8.81%，主要系短期借款增加及公司 2014 年发行 7.00 亿元短期融资券所致；长期债务 25.70 亿元，较 2013 年下降 18.73%，主要系长期借款减少所致。

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，现金类资产对短期借款的覆盖程度不高。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 2013 年增长 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，与 2013 年保持一致；公司 EBITDA 对全部债务的保障能力一般，存在一定长期偿债压力。

公司与多家商业银行建立了良好的合作关系，截至 2015 年 6 月底，公司本部及下属子公司获得银行授信总额合计 93.92 亿元，其中未使用额度 22.72 亿元，公司间接融资能力较强。

截至 2015 年 6 月底，公司无对外担保事项。

截至 2015 年 6 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，2015 年 6 月已作出一审判决，尚未生效。吉安集团已再次向法院提起反诉并得到受理，截至目前反诉正在审理中。

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 7 月 24 日，公司无已结清和未结清不良信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，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，短期偿债压力有所缓解，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。

八、本次债券偿债能力分析

1. 本次债券对公司现有债务的影响

截至 2015 年 6 月末，公司债务总额为 108.66 亿元，本次拟发行公司债规模不超过 10 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度较小。本次债券发行后，虽然公司债务负担将有所加重，但仍处于可控水平。

以 2015 年 6 月末财务数据为基础，假设募集资金净额为 10 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，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 33.51%、65.91%和 69.28%，债务负担有所加重。

2. 本次债券偿还能力分析

以 2014 年的财务数据为基础，公司 2014 年 EBITDA 为 13.10 亿元，为本次公司债券发行额度（10 亿元）的 1.31 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高。公司 2014 年经营活动产生的现金流入量和经营活动产生的现金净流量分别为 72.91 亿元和 14.42 亿元，分别为本次公司债券发行额度（10 亿元）的 7.29 倍和 1.44 倍，公司经营活动现金流入量和经营活动现金净流量规模较大，对本次债券覆盖程度良好。未来，随着募投项目的实施和行业的逐步回暖，公司经营规模、盈利水平将有望得以改善，公司对本次债券的偿还能力有望得到进一步增强。

综合以上分析，并考虑到公司规模、行业地位、技术水平、盈利能力等因素，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力强。

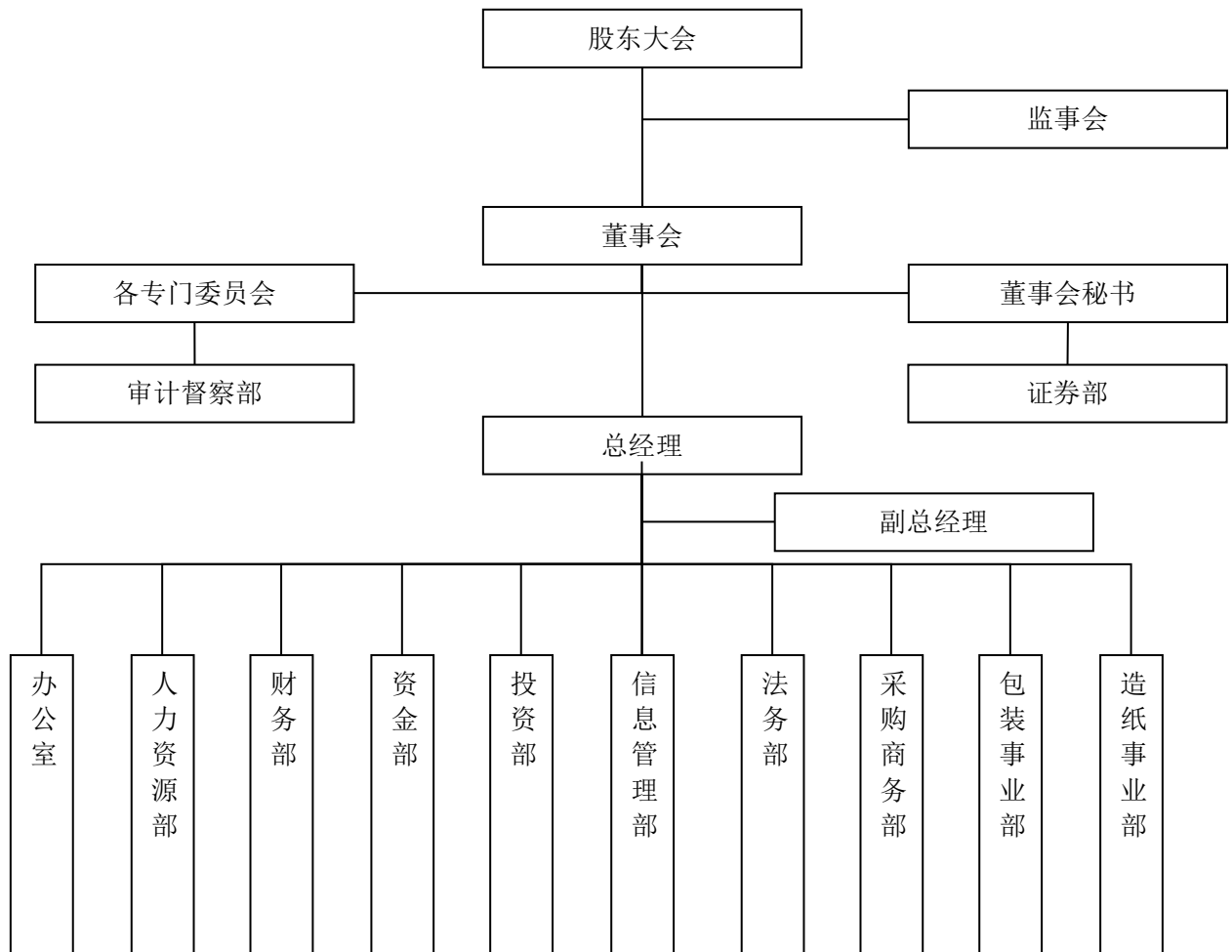
九、综合评价

作为国内大型造纸包装生产企业，公司在行业地位、废纸采购网络、产能规模、区域竞争力、技术水平等方面具备显著的优势；同时，联合评级也关注到公司主营板块造纸包装行业景气程度下行，公司产品价格下降，盈利水平下滑，债务负担较重、资金支出压力大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来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；同时，伴随公司 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；联合评级对公司评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，公司本次债券到期不能偿还的风险很低。

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
2012 年~2015 年 6 月末合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资产	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 6 月
流动资产：					
货币资金	134,278.66	256,356.13	226,180.84	-11.77	242,891.43
交易性金融资产	156.39				
应收票据	99,451.43	164,138.58	63,914.62	-61.06	57,720.58
应收账款	50,983.12	116,519.30	132,370.23	13.60	178,522.44
预付款项	3,607.67	4,923.62	39,845.06	709.26	12,618.66
应收利息	0.00	1,748.46	1,645.83	-5.87	1,124.29
应收股利	0.00	0.00	176.09		0.00
其他应收款	747.96	8,993.64	8,858.61	-1.50	10,407.71
存货	44,928.70	172,508.43	162,820.04	-5.62	172,648.81
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	1,840.26	20,270.27	32,797.44	61.80	27,498.86
流动资产合计	335,994.20	745,458.44	668,608.74	-10.31	703,432.79
非流动资产：					
可供出售金融资产		3,995.78	3,939.34	-1.41	3,587.28
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	766.80	0.00	490.18	--	490.97
投资性房地产	1,672.85	5,930.65	5,903.75	-0.45	5,805.85
固定资产	289,160.61	724,973.13	783,321.62	8.05	973,352.80
生产性生物资产					
油气资产					
在建工程	121,288.64	214,721.83	266,698.13	24.21	82,997.89
工程物资	0.00	4,458.94	807.69	-81.89	890.13
固定资产清理					
无形资产	31,036.48	93,190.82	90,970.81	-2.38	98,616.40
开发支出					
商誉					1,809.74
长期待摊费用	518.03	1,300.67	1,240.56	-4.62	1,107.84
递延所得税资产	1,555.36	7,156.90	12,625.10	76.40	12,677.48
其他非流动资产	1,096.61	17,047.26	15,369.53	-9.84	12,857.02
非流动资产合计	447,095.38	1,072,775.98	1,181,366.70	10.12	1,194,193.39
资产总计	783,089.58	1,818,234.42	1,849,975.44	1.75	1,897,626.18

注：因2012年与2013年、2014年财务数据不具可比性，故附表中变动率为2013~2014年变动率。

附件2-2 安徽山鹰纸业股份有限公司
2012 年~2015 年 6 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	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 6 月
流动负债：					
短期借款	149,474.75	606,509.08	649,664.18	7.12	657,979.54
交易性金融负债	0.00	762.34	0.05	-99.99	0.00
应付票据	15,149.05	0.00	2,257.26	--	2,500.00
应付账款	37,290.56	134,842.92	154,382.95	14.49	151,164.14
预收款项	996.50	4,919.62	3,714.80	-24.49	7,043.61
应付职工薪酬	2,561.36	6,778.82	7,353.94	8.48	5,684.24
应交税费	2,121.18	6,804.43	12,091.41	77.70	7,325.90
应付利息	3,064.07	8,514.13	4,994.60	-41.34	8,506.17
应付股利	0.85	18.85	0.85	-95.51	0.85
其他应付款	3,439.52	8,584.08	9,247.68	7.73	7,681.62
一年内到期的非流动负债	19,823.50	90,423.12	69,871.02	-22.73	66,848.35
其他流动负债	10,000.00	30,000.00	70,000.00	133.33	150,000.00
流动负债合计	243,921.34	898,157.38	983,578.73	9.51	1,064,734.41
非流动负债：					
长期借款	160,863.55	210,314.11	160,875.05	-23.51	118,714.95
应付债券	78,960.70	79,164.31	79,383.93	0.28	79,473.51
长期应付款	0.00	26,764.28	16,750.30	-37.42	11,098.71
专项应付款					
预计负债					
递延收益	0.00	5,418.82	8,270.63	52.63	8,099.90
递延所得税负债	23.46	2,972.92	1,860.43	-37.42	1,753.33
其他非流动负债	1,132.46				
非流动负债合计	240,980.16	324,634.44	267,140.34	-17.71	219,140.40
负债合计	484,901.50	1,222,791.82	1,250,719.07	2.28	1,283,874.82
所有者权益：					
股本	158,601.70	245,670.38	245,670.38		245,670.38
资本公积	87,706.39	309,419.06	309,421.58		309,421.58
减：库存股					
其他综合收益	0.00	2,601.22	2,504.90	-3.70	2,187.56
专项储备					0.00
盈余公积	8,164.10	4,337.75	7,613.57	75.52	7,613.57
未分配利润	39,951.47	29,645.02	29,830.16	0.62	43,229.05
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	294,423.66	591,673.43	595,040.60	0.57	608,122.14
少数股东权益	3,764.42	3,769.16	4,215.76	11.85	5,629.23
所有者权益合计	298,188.08	595,442.60	599,256.36	0.64	613,751.37
负债和所有者权益总计	783,089.58	1,818,234.42	1,849,975.44	1.75	1,897,626.18

注：因2012年与2013年、2014年财务数据不具可比性，故附表中变动率为2013~2014年变动率。

附件 3 安徽山鹰纸业股份有限公司
2012 年~2015 年二季度合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 1~6 月
一、营业收入	414,344.70	657,806.05	773,538.80	17.59	428,197.29
减: 营业成本	363,089.16	546,864.87	643,835.08	17.73	345,686.22
营业税金及附加	2,353.71	1,279.16	3,996.68	212.45	3,076.89
销售费用	17,291.70	28,258.17	36,835.98	30.36	22,374.69
管理费用	15,993.05	29,401.35	35,302.91	20.07	20,006.86
财务费用	19,612.26	36,181.92	49,416.38	36.58	20,923.02
资产减值损失	2,735.75	740.47	3,296.75	345.22	2,678.87
加: 公允价值变动收益	156.39	-556.55	762.28	-236.97	0.05
投资收益	1,311.39	82.62	100.78	21.97	0.78
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)	-5,263.13	14,606.18	1,718.09	-88.24	13,451.58
加: 营业外收入	4,785.48	17,045.78	11,586.46	-32.03	4,742.68
减: 营业外支出	1,781.37	1,199.22	1,782.53	48.64	625.90
其中: 非流动资产处置损失	1,393.86	75.98	254.72	235.24	85.82
三、利润总额(亏损总额以“-”号填列)	-2,286.02	30,452.74	11,522.01	-62.16	17,568.36
减: 所得税费用	400.99	9,629.01	452.55	-95.30	4,216.19
四、净利润(净亏损以“-”号填列)	-2,687.01	20,823.74	11,069.46	-46.84	13,352.17
其中: 归属于母公司所有者的净利润	-2,798.17	20,787.14	10,994.84	-47.11	13,398.88
少数股东损益	111.16	36.59	74.62	103.90	-46.71

注: 因2012年与2013年、2014年财务数据不具可比性, 故附表中变动率为2013~2014年变动率。

附件 4 安徽山鹰纸业股份有限公司
2012 年~2015 年 6 月合并现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 1~6 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	305,409.97	479,529.53	639,037.22	33.26	351,058.97
收到的税费返还	1,834.50	5,509.43	8,857.45	60.77	1,282.71
收到其他与经营活动有关的现金	27,815.55	49,128.11	81,222.60	65.33	92,836.44
经营活动现金流入小计	335,060.02	534,167.07	729,117.27	36.50	445,178.11
购买商品、接受劳务支付的现金	248,109.56	339,175.40	309,954.71	-8.62	237,536.51
支付给职工以及为职工支付的现金	22,673.76	40,269.20	58,559.52	45.42	31,443.43
支付的各项税费	21,947.17	22,132.98	52,468.55	137.06	38,327.58
支付其他与经营活动有关的现金	41,834.67	46,551.99	163,971.64	252.23	108,061.37
经营活动现金流出小计	334,565.15	448,129.58	584,954.43	30.53	415,368.88
经营活动产生的现金流量净额	494.87	86,037.49	144,162.84	67.56	29,809.23
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	10,369.10	7,383.42	3,968.98	-46.24	0.00
取得投资收益收到的现金	112.88	308.21	403.47	30.91	176.09
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	114.61	636.40	919.30	44.45	625.62
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00				0.00
收到其他与投资活动有关的现金	203.01	68,316.44	43,143.88	-36.85	1,069.36
投资活动现金流入小计	10,799.61	76,644.47	48,435.64	-36.80	1,871.06
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	64,752.75	45,328.08	133,141.33	193.73	56,934.62
投资支付的现金	10,000.00	6,933.83	1,204.47	-82.63	4,000.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00				0.00
支付其他与投资活动有关的现金	86.63		20,000.00	--	0.00
投资活动现金流出小计	74,839.38	52,261.91	154,345.80	195.33	60,934.62
投资活动产生的现金流量净额	-64,039.77	24,382.57	-105,910.16	-534.37	-59,063.55
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	0.00	97,171.55	374.50	-99.61	0.00
发行债券所收到的现金	88,855.30				0.00
取得借款收到的现金	567,717.66	1,032,664.13	1,018,221.99	-1.40	496,602.34
收到其他与筹资活动有关的现金	500.00	84,253.94	221,137.03	162.46	215,740.18
筹资活动现金流入小计	657,072.96	1,214,089.61	1,239,733.52	2.11	712,342.52
偿还债务支付的现金	535,117.54	1,041,530.81	1,091,534.00	4.80	527,210.81
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	24,278.17	50,333.27	62,277.62	23.73	19,508.60
支付其他与筹资活动有关的现金	5,153.31	168,912.59	148,514.54	-12.08	127,613.24
筹资活动现金流出小计	564,549.02	1,260,776.66	1,302,326.16	3.30	674,332.65
筹资活动产生的现金流量净额	92,523.94	-46,687.05	-62,592.64	34.07	38,009.87
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	1.12	987.34	-1,338.56	-235.57	-1,970.78
五、现金及现金等价物净增加额	28,980.16	64,720.35	-256,785,260.29	-139.68	6,784.76
加: 期初现金及现金等价物余额	94,343.46	15,690.53	80,410.88	412.48	54,732.35
六、期末现金及现金等价物余额	123,323.62	80,410.88	54,732.35	-31.93	61,517.11

注: 因2012年与2013年、2014年财务数据不具可比性, 故附表中变动率为2013~2014年变动率。

附件 5 安徽山鹰纸业股份有限公司
2012 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	2012 年	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	-2,687.01	20,823.74	11,069.46	-46.84
加: 资产减值准备	2,735.75	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	26,518.22	44,276.02	60,038.61	35.60
无形资产摊销	991.66	1,588.39	2,466.99	55.31
长期待摊费用摊销	11.20	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	1,373.96	1,588.39	2,466.99	55.31
固定资产报废损失				
公允价值变动损失	-156.39	556.55	-762.28	-236.97
财务费用	22,449.95	38,063.22	45,118.21	18.53
投资损失	-1,311.39	-82.62	-100.78	21.97
递延所得税资产减少	-349.44	-78.99	-5,468.19	6,822.54
递延所得税负债增加	23.46	2,488.58	-1,112.49	-144.70
存货的减少	9,061.77	-10,504.47	-1,449.28	-86.20
经营性应收项目的减少	-60,744.28	47,190.27	-103,702.73	-319.75
经营性应付项目的增加	2,577.42	-55,394.82	134,105.36	-342.09
其他	0.00	-4,118.27	0.00	-100.00
经营活动产生的现金流量净额	494.87	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	0.00	6,155.66	0.00	
3.现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	123,323.62	80,410.88	54,732.35	-31.93
减: 现金的期初余额	94,343.46	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	28,980.16	64,720.35	-25,678.53	-139.68

注: 因2012年与2013年、2014年财务数据不具可比性, 故附表中变动率为2013~2014年变动率。

附件 6 安徽山鹰纸业股份有限公司

主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
经营效率				
应收账款周转次数(次)	8.09	--	5.67	--
存货周转次数(次)	6.96	--	3.80	--
总资产周转次数(次)	0.57	--	0.42	0.23
现金收入比率(%)	73.71	72.90	82.61	81.99
盈利能力				
总资产收益率(%)	3.15	--	4.11	0.80
总资产报酬率(%)	2.28	--	3.71	0.94
净资产收益率(%)	-0.90	--	1.85	2.20
主营业务毛利率(%)	12.49	16.63	16.58	16.58
营业利润率(%)	11.80	16.67	16.25	18.55
费用收入比(%)	12.77	14.27	15.71	14.78
财务构成				
资产负债率(%)	61.92	67.25	67.61	67.66
全部债务资本化比率(%)	59.29	63.68	63.64	63.90
长期债务资本化比率(%)	44.58	34.69	30.02	25.43
偿债能力				
EBITDA 利息倍数	1.99	2.37	2.06	--
EBITDA 全部债务比	0.10	0.12	0.12	--
经营现金债务保护倍数	0.00	0.08	0.14	0.03
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.15	0.11	0.04	-0.03
流动比率	1.38	0.83	0.68	0.66
速动比率	1.19	0.64	0.51	0.50
现金短期债务比	1.20	0.58	0.37	0.34
经营现金流动负债比率	0.20	9.58	14.66	2.80
经营现金利息偿还能力	0.02	1.65	2.26	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-2.86	2.12	0.60	--

注：上表中 2013 年部分指标计算过程中涉及 2012 年数据，因财务数据可比性不强，未进行计算；

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+长期应付款

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。

联合信用评级有限公司关于 安徽山鹰纸业股份有限公司 2016 年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，联合评级将在本次债券存续期内，在每年安徽山鹰纸业股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次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相关状况，如发现安徽山鹰纸业股份有限公司或本次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，据以确认或调整本次债券的信用等级。

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和交易所网站予以公布（交易所网站公布时间不晚于本公司网站），并同时报送安徽山鹰纸业股份有限公司、监管部门等。

