

信用等级公告

联合[2019]657号

山鹰国际控股股份公司：

联合信用评级有限公司通过对山鹰国际控股股份公司主体长期信用状况和 2019 年拟公开发行的可转换公司债券进行综合分析和评估，确定：

山鹰国际控股股份公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

山鹰国际控股股份公司 2019 年拟公开发行的可转换公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一九年五月十三日

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>

山鹰国际控股股份公司

2019年公开发行可转换公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AA+

公司主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

发行规模：不超过人民币26.56亿元（含）

债券期限：6年

转股期限：自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2019年5月13日

主要财务数据：

项目	2016年	2017年	2018年	19年3月
资产总额（亿元）	200.49	269.31	359.06	390.91
所有者权益（亿元）	84.27	104.45	135.35	139.57
长期债务（亿元）	26.10	38.22	66.89	64.72
全部债务（亿元）	95.64	130.65	178.43	205.55
营业收入（亿元）	121.35	174.70	243.67	52.16
净利润（亿元）	3.59	20.20	34.37	4.50
EBITDA（亿元）	17.40	34.33	56.21	--
经营性净现金流（亿元）	9.43	27.80	32.48	-3.99
营业利润率（%）	15.48	22.04	21.99	18.72
净资产收益率（%）	4.92	21.41	28.66	--
资产负债率（%）	57.97	61.21	62.30	64.30
全部债务资本化比率（%）	53.16	55.57	56.86	59.53
流动比率（倍）	0.84	0.74	0.80	0.81
EBITDA全部债务比（倍）	0.18	0.26	0.32	--
EBITDA利息倍数（倍）	3.75	5.89	6.65	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.66	1.29	2.12	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数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；3、2019年1~3月财务报表数据未经审计，相关指标未年化；4、其他流动负债已调整至短期债务，长期应付款已调整至长期债务。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对山鹰国际控股股份公司（以下简称“公司”或“山鹰纸业”）的评级反映了其作为国内大型包装纸生产企业之一，在区域环境、行业地位、采购渠道、经营规模、技术水平等方面具备的综合竞争优势。近年来，公司通过外延并购，其资产总额和收入规模均有大幅提升，扩大了在华南区域的市场占有率并拓展了海外市场，进一步完善了业务布局；此外，受益于造纸行业景气度回升，公司主要产品价格均有所上涨，公司盈利能力大幅提升，经营活动现金流状况良好。同时，联合评级也关注到公司所处造纸行业市场竞争激烈，废纸价格波动不利于公司成本控制，债务负担较重且以短期偿债压力较大，在建及拟建项目资金支出压力较大以及商誉规模较大等因素对公司信用水平可能带来不利影响。

未来随着在建产能建成投产，公司生产规模将进一步扩大，有利于进一步增强其综合实力，联合评级对公司评级展望为“稳定”。

本次债券募集资金拟主要用于爱拓环保能源（浙江）有限公司造纸废弃物资源综合利用项目等项目。同时本次可转换公司债券发行条款设计偏向于转股，考虑到未来转股因素，预计公司的资本结构有进一步优化的可能，偿债压力将得以减轻。

基于对公司主体长期信用以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次可转换债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司作为包装纸龙头企业之一，经营规模较大，产品链条较完整，技术水平先进，品牌知名度较高。

2. 公司立足于长三角和华中中等经济发达地区, 用纸需求较大, 同时公司通过并购进一步拓展了华南区域和海外市场, 扩大公司市场覆盖范围, 进一步完善公司业务布局。

3. 公司建立了长期国内外采购网络, 具有一定议价能力、废纸供应充足, 公司通过收购加强在欧洲的废纸回收能力, 公司国外废纸进口受影响程度较小, 原料供应较有保障。

4. 受益于造纸行业景气度回升, 公司主要产品价格均有所提高, 公司盈利能力大幅提升, 经营活动现金流状况良好。

关注

1. 公司原材料为废纸, 受政策影响国外废纸供给趋紧, 国内价格涨幅较大, 公司国内废纸采购易受市场价格波动影响, 不利于公司生产成本控制。

2. 公司债务规模较大, 整体债务负担较重, 且短期债务占比很高, 短期偿付压力较大。

3. 公司在建和拟建工程投资规模较大, 面临较大资金支出压力。

4. 公司商誉规模较大, 若被收购企业经营业绩未达预期, 公司将面临一定的商誉减值风险; 公司融资租赁业务规模持续扩大, 有一定的逾期风险。

分析师

蒲雅修

电话: 010-85172818

邮箱: puyx@unitedratings.com.cn

刘冰华

电话: 010-85172818

邮箱: liubh@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）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的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，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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

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

分析师：

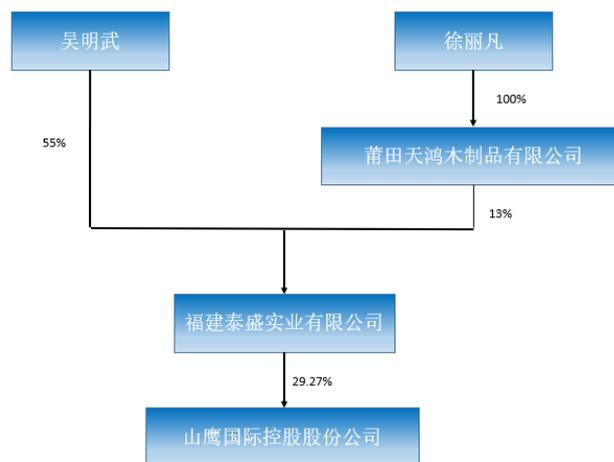


联合信用评级有限公司

一、主体概况

山鹰国际控股股份公司（以下简称“公司”或“山鹰纸业”）是于1999年10月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，成立时注册资本为10,050万元人民币，名称变更为安徽山鹰纸业股份有限公司（以下简称“山鹰纸业”）。山鹰纸业于2001年12月在上海证券交易所挂牌上市，股票简称为“山鹰纸业”，股票代码为“600567.SH”。2017年7月，山鹰纸业变更为现名。后历经多次增资及股权转让，截至2019年3月底，公司股本总额为4,584,584,837股，全部为无限售流通股，公司控股股东为福建泰盛实业有限公司（以下简称“泰盛实业”），持股比例29.27%，截至2019年4月12日，泰盛实业共质押107,050.00万股，占其持有公司股份79.77%，质押比例较高；公司实际控制人为吴明武、徐丽凡夫妇。

图1 截至2019年3月底公司股权结构情况



资料来源：公司提供

公司的经营范围包括：对制造业、资源、高科技、流通、服务领域的投资与管理；贸易代理；进出口业务（国家限定企业经营或禁止进出口的商品和技术除外）；承包各类境外国际招标工程；纸、纸板、纸箱制造；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；废纸回收。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至2019年3月底，公司设有财经中心、风险合规中心、公共事务中心、供应链中心、证券部、产业事业部等11个职能部门（见附件1），合并范围内子公司90家；拥有在职员工11,053人。

截至2018年底，公司合并资产总额359.06亿元，负债合计223.71亿元，所有者权益（含少数股东权益）135.35亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计131.81亿元。2018年，公司实现营业收入243.67亿元，净利润（含少数股东损益）34.37亿元，其中归属于母公司所有者的净利润32.04亿元；经营活动产生的现金流量净额32.48亿元，现金及现金等价物净增加额2.17亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额390.91亿元，负债合计251.34亿元，所有者权益（含少数股东权益）139.57亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计136.10亿元。2019年1~3月，公司实现营业收入52.16亿元，净利润（含少数股东损益）4.50亿元，其中归属于母公司所有者

的净利润 4.58 亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.99 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.52 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

本次发行的可转换公司债券名称为“山鹰国际控股股份公司 2019 年公开发行可转换公司债券”（以下简称“本次债券”），本次债券及未来转换的 A 股股票拟在上海证券交易所上市。本次拟发行可转换公司债券募集资金总额不超过人民币 26.56 亿元（含），具体募集资金数额提请公司股东大会授权董事会在上述额度范围内确定。本次债券转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止。本次债券每张面值为人民币 100 元，按面值发行；票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平提请公司股东大会授权董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定；本次债券期限为 6 年，采用每年付息一次的付息方式，到期一次还本付息，计息起始日为可转换公司债券发行首日。

（1）转股条款

初始转股价格的确定依据

本次发行的可转换公司债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司 A 股股票交易均价，具体初始转股价格由股东大会授权董事会在本次发行前根据市场和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定。

公告日前二十个交易日公司 A 股股票交易均价=前二十个交易日公司 A 股股票交易总额/该二十个交易日公司 A 股股票交易总量；

公告日前一个交易日公司 A 股股票交易均价=前一个交易日公司 A 股股票交易总额/该日公司 A 股股票交易总量。

转股价格的调整方法及计算公式

在本次发行之后，若公司发生派送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况，则转股价格相应调整。具体的转股价格调整公式如下：

送股或转增股本： $P1=P/(1+n)$ ；

增发新股或配股： $P1=(P+A \times k)/(1+k)$ ；

上述两项同时进行： $P1=(P+A \times k)/(1+n+k)$ ；

派发现金股利： $P1=P-D$ ；

上述三项同时进行： $P1=(P-D+A \times k)/(1+n+k)$ 。

其中：P 为调整前转股价，n 为派送股票股利或转增股本率，k 为增发新股或配股率，A 为增发新股价或配股价，D 为每股派送现金股利，P1 为调整后转股价。

当公司出现上述股份和/或股东权益变化情况时，将依次进行转股价格调整，并在中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）指定的上市公司信息披露媒体上刊登转股价格调整的公告，并于公告中载明转股价格调整日、调整办法及暂停转股时期（如需）。当转股价格调整日为本次债券持有人转股申请日或之后，转换股份登记日之前，则该持有人的转股申请按公司调整

后的转股价格执行。

当公司可能发生股份回购、合并、分立或任何其他情形使公司股份类别、数量和/或股东权益发生变化从而可能影响本次债券持有人的债权利益或转股衍生权益时，公司将视具体情况按照公平、公正、公允的原则以及充分保护本次债券持有人权益的原则调整转股价格。有关转股价格调整内容及操作办法将依据届时国家有关法律法规及证券监管部门的相关规定来制订。

修正条款

在本次债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 80% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者。

(2) 赎回条款

到期赎回条款

在本次债券期满后五个交易日内，公司将赎回未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐人（主承销商）协商确定。

有条件赎回条款

在本次债券转股期内，如果公司股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或本次债券未转股余额不足人民币 3,000 万元时，公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。

当期应计利息的计算公式为： $IA=B \times i \times t / 365$

IA：指当期应计利息；

B：指本次债券持有人持有的可转换公司债券票面总金额；

i：指可转换公司债券当年票面利率；

t：指计息天数，即从上一个付息日起至本计息年度赎回日止的实际日历天数（算头不算尾）。

若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

(3) 回售条款

有条件回售条款

本次债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述三十个交易日须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。

本次债券最后两个计息年度，可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约

定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不应再行使回售权。可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。

附加回售条款

若本次发行可转换公司债券募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺相比出现变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的全部或部分可转换公司债券的权利。在上述情形下，可转换公司债券持有人可以在回售申报期内进行回售，在回售申报期内不实施回售的，自动丧失该回售权。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金总额不超过人民币 26.56 亿元（含），扣除发行费用后全部用于以下项目：

表 1 本次债券募集资金用途（单位：万元）

序号	项目名称	投资总额	拟使用募集资金
1	爱拓环保能源（浙江）有限公司造纸废弃物资源综合利用项目	108,195.25	92,000.00
2	公安县杨家厂镇工业园固废综合利用项目	56,930.00	40,000.00
3	山鹰国际控股股份公司资源综合利用发电项目	77,618.00	68,000.00
4	补充流动资金项目及偿还银行贷款	65,600.00	65,600.00
合计		308,343.25	265,600.00

资料来源：公司提供

爱拓环保能源（浙江）有限公司（以下简称“爱拓环保”）位于浙江省嘉兴市海盐县经济开发区内，为公司间接控股全资子公司，建设规模为：项目总装机容量 50MW，拟建 1 台 200t/h 高温高压循环流化床锅炉+1 台凝汽式汽轮机组+50MW 发电机。项目总投资额为 108,195.25 万元，拟使用募集资金 92,000.00 万元。目前该项目已取得嘉兴市环境保护局《关于爱拓环保能源（浙江）有限公司造纸废弃物资源综合利用项目环境影响报告书的批复》（嘉（盐）环建【2018】315 号），且已经向海盐县经济开发区管委会备案，并已取得造纸废弃物资源综合利用项目备案文件，备案文号为 2018-330000-77-03-090188-000。根据可研报告估算，项目建设期 2 年，运行期 20 年，该项目全部投资所得税后内部收益率为 9.28%。

公安县杨家厂镇工业园固废综合利用项目的实施主体为下属子公司山鹰华中纸业（以下简称“华中山鹰”），预计总投资 56,930.00 万元，拟使用募集资金 40,000.00 万元，将处理华中山鹰造纸制浆项目生产过程中产生的废渣和废水处理车间产生的污泥，并向造纸制浆项目的造纸、制浆生产车间提供所需部分热负荷，同时为造纸生产提供部分电能。目前该项目已取得湖北省发改委（鄂发改审批服务【2015】498 号）文件核准及荆州市发展和改革委员会《关于公安县杨家厂镇工业园固废综合利用项目变更核准有关建设内容的通知》（荆发改审批【2017】63 号）核准，同时，该项目已取得湖北省环境保护厅《关于公安县杨家厂镇工业园固体废物综合利用项目环境影响报告书的批复》（鄂环审【2015】341 号）及湖北省环境保护厅《关于同意杨家厂镇工业园固体废物综合利用项目变更企业名称的函》（鄂环函【2017】47 号）。根据可研报告估算，项目建设期 2 年，运行期 20 年，该项目全部投资所得税后内部收益率为 9.42%。

山鹰国际控股股份公司资源综合利用发电项目建设主体为山鹰纸业，建设规模为总装机容量

30MW，拟建 1 台 130t/h 进口循环流化床锅炉+1 台 30MW 抽凝发电机组。该项目为公司造纸污泥及浆渣处理综合利用的配套工程，项目总投资额 77,618.00 万元，拟使用募集资金 68,000.00 万元，该项目已取得马鞍山市环境保护局《关于山鹰国际控股股份公司资源综合利用发电项目环境影响报告书的批复》（马环审【2019】8 号）。该项目已经取得马鞍山市发改委《关于山鹰国际控股股份公司资源综合利用发电项目核准的批复》（马发改秘【2019】44 号）。该项目部分选址用地目前隶属于公司控股股东的其他子公司马鞍山山鹰纸业集团有限公司名下，土地转让相关手续正在准备中。根据可研报告估算，项目建设期 2 年，运行期 20 年，该项目全部投资所得税后内部收益率为 9.50%。

除上述募投项目外，公司拟用于补充流动资金及偿还银行贷款 65,600.00 万元。

若本次发行扣除发行费用后的实际募集资金少于上述项目募集资金拟投入总额，在不改变本次募投项目的前提下，公司董事会可根据项目的实际需求，对上述项目的募集资金投入顺序和金额进行适当调整，募集资金不足部分由公司自筹解决。在本次发行募集资金到位之前，公司将根据募集资金投资项目进度的实际情况以自筹资金先行投入，并在募集资金到位后予以置换。

总体看，上述项目与公司主营业务相关，项目建设完成后公司固废资源将得到有效利用，公司的综合竞争实力将有所提升。

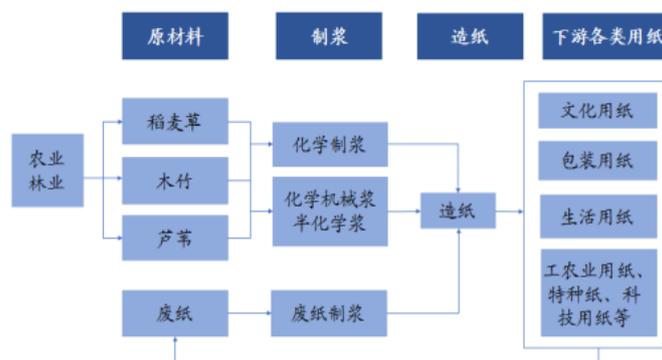
三、行业分析

公司主营业务为包装纸板、纸箱、新闻纸及其它纸制品的生产和销售，属于造纸行业。

1. 行业概况

造纸行业是通过机械的、化学的或者二者结合的方法，把植物纤维加工成纸浆，然后通过手工或机器抄造的方法把纸浆及其添加剂混合均匀而制成纸或纸制品的工业行业。造纸行业是我国重要的基础原材料行业，涉及多个产业，具有资本密集、规模效益显著、资源依赖、能源消耗高、环保要求高、市场集中度低等发展特征，呈现典型的“长链条、重资产、需求多样”的行业特征，典型造纸产业链为“林木-制浆-造纸-纸质用品”。

图 2 造纸行业产业链

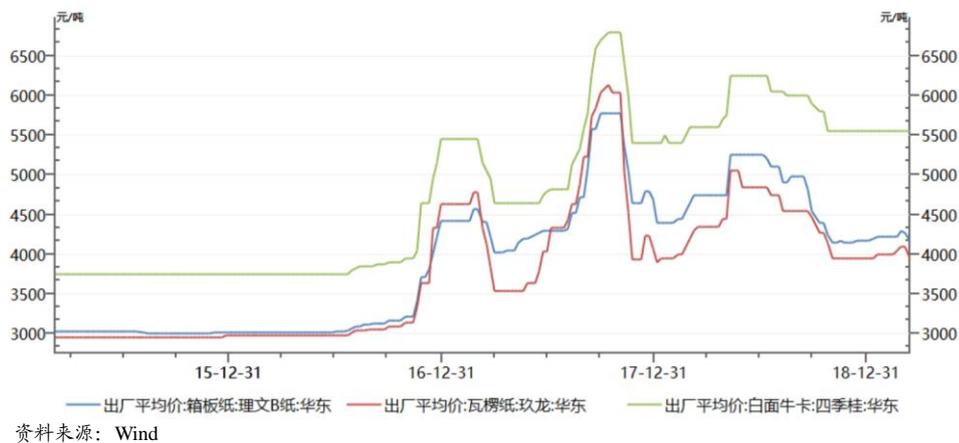


资料来源：联合评级整理

造纸产品按产品用途，按功能分可将其主要分为文化用纸、包装用纸、生活用纸以及特种纸四类；其中文化用纸以新闻纸、双胶纸和铜版纸为主，包装纸以箱板瓦楞、卡纸为主。造纸行业具有以下行业特征：（1）资本密集型：进入造纸行业面临较多障碍壁垒，如资金壁垒、政策壁垒

等。其中，造纸行业资金密集程度相对较高，需要有较大的资金投入，退出成本较高。(2) 规模经济型：对造纸行业的企业来说，经济规模对其发展尤为重要。具备规模经济的造纸企业在增强风险抵御能力、提高议价能力、降低生产及治污成本、控制销售渠道等方面有一定的竞争优势。(3) 资源依赖型：造纸原材料纸浆、废纸浆在纸品成本中所占比重很高，其价格波动对行业的生产成本存在显著的影响，但是由于我国林木资源短缺，导致造纸行业的原材料大部分依赖于进口，造纸行业属于资源依赖型较强的行业。(4) 环保要求高：造纸行业属于高耗能高污染行业。自 2015 年以来，国家出台一系列环保相关法律法规，水环境治理直指造纸业，环保政策趋严给造纸业带来了巨大的成本压力，造纸业将继续向规模化方向发展。

图 3 近年来包装纸各品种出厂平均价变化趋势



近年来，我国纸及纸板生产量和消费量规模整体呈上涨趋势；根据中国造纸协会发布的年度报告显示，2016~2018 年，全国纸及纸板生产量分别为 10,855 万吨、11,130 万吨和 10,435 万吨，消费量分别为 10,419 万吨、10,897 万吨和 10,439 万吨。

根据中国工业和信息化部公布的数据，我国 2010~2015 年共淘汰落后产能 3,972.23 万吨，去产能效果逐步显现。根据中国造纸协会资料，自 2010 年以来我国造纸行业集中度不断提升；自 2010 年以来我国造纸行业集中度不断提升，其中，2017 年全国造纸及纸制品行业规模以上企业单位数从 2013 年的 7,213 家下降至 6,681 家，行业集中度有所提升。

2017 年纸浆价格持续走高，对造纸企业盈利能力产生消极影响，加重成本压力，同时推动纸价上涨。2017 年，造纸行业收入和利润总额继续增长，且增速比 2016 年明显提升，2017 年整个行业延续了 2016 年的上涨态势，行业盈利能力好转，景气度提升。进入 2018 年，受造纸行业政策压力，成本有所上升，以及贸易战等多方面因素影响，行业盈利增速有所放缓。

总体看，造纸行业作为我国重要的基础原材料行业，产品种类较多，下游涉及多个产业，具有资本密集型、规模经济型、资源依赖型和污染程度高等特点；近年来，行业产量整体呈上升趋势，消费量也整体呈上升趋势，但受贸易战等因素影响，2018 年造纸行业盈利增速放缓。

2. 行业上下游

(1) 原料供应

我国造纸工业纸浆主要包括木浆、废纸浆、非木浆三种，已逐步形成以木纤维、废纸为主、非木浆纤维为辅的造纸原料结构。木浆主要用来生产档次较高的白卡纸、办公文化用纸和生活用纸；废纸用来生产新闻纸和包装用纸；非木浆可以用来生产包装用纸和生活用纸，但总体占比较

小。由于我国森林资源缺乏，因此包装用纸的发展主要依赖发达国家的废纸及商品浆。目前我国废纸原料占到了纸浆总消费量的 65%，废纸利用量占到世界废纸利用量的 34.8%。

我国造纸业原材料成本较高，一般原材料成本占纸张平均制造成本的 65~75%，部分企业甚至超过 80%。2011 年以来，我国造纸行业木浆和废纸浆消耗量占纸浆消耗总量的 85% 以上，2017 年达到 94%。2017 年全国纸浆生产总量 7,949 万吨，同比小幅增长 0.30%；其中：木浆 1,050 万吨，同比增长 4.48%；废纸浆 6,302 万吨，同比下降 0.43%；非木浆 597 万吨，同比增长 1.02%。

从消耗量来看，2017 年全国纸浆消耗总量 10,051 万吨，同比增长 2.59%；其中：木浆 3,152 万吨，占 31%（进口木浆 2,112 万吨，占 21%；国产木浆占 10%）；废纸浆 6,302 万吨，占比 63%（进口废纸制浆 21%；国产废纸制浆 42%）；非木浆 597 万吨，占 6%。进口木浆所占比重有所下降，进口废纸浆占废纸浆消耗总量的比重继续小幅下降至 21%，纸浆消耗量中 43% 依靠进口取得，且我国木浆进口源地主要有加拿大、巴西、印尼、智利、美国等，我国木浆价格由进口价和自产价双向决定，特别是国际木浆的供需格局对国内木浆价格有较大影响。

从国际废纸的价格走势看，2016 年以来，美废受周期旺季和美国造纸结构变化影响率先提价，进口废纸价格处于上涨态势，2017 年 9 月，由于限废令开始正式实施，除日废 8# 继续上涨之外，美废、欧废均出现下跌。进入 2018 年，受政策趋严影响，外废价格呈整体上涨趋势，2018 年三季度起，外废价格有所下降。

从国内废纸价格走势来看，2016 年前三季度整体较平稳，受美废价格提升影响，四季度起国废价格随之上涨；2017 年 8 月中旬，环保部发布的新版《进口废物管理目录》（2017 年）中，将未经分拣的废纸从限制进口调整为禁止进口，由于废纸进口周期大概为 3 个月左右，国内造纸企业基于原材料备货需求，抢占国废份额推高了价格上涨；2017 年 6 月底，受限废令影响，国废价格出现大幅度上涨，已达到了自 2012 年以来的最高价格，国废与美废、欧废、日废价格出现分化；进入 2018 年，上半年国废价格仍整体延续上升趋势，进入三季度，国废价格整体呈下降趋势。废纸浆为箱板纸和瓦楞纸等包装用纸的主要原料，受该类纸种需求支撑的影响，国内各企业开始争夺国废份额，国废价格已有较大幅度上升，且部分中小型纸企由于没有外废进口配额，只能选择国废，其成本压力加重，因此采取部分进口、部分国内收购模式的企业，由于拥有完善的原材料采购体系，可分散原料采购风险，保证上游原材料的稳定性，抗风险能力更强。

图 4 2016 年以来进口废纸价格情况

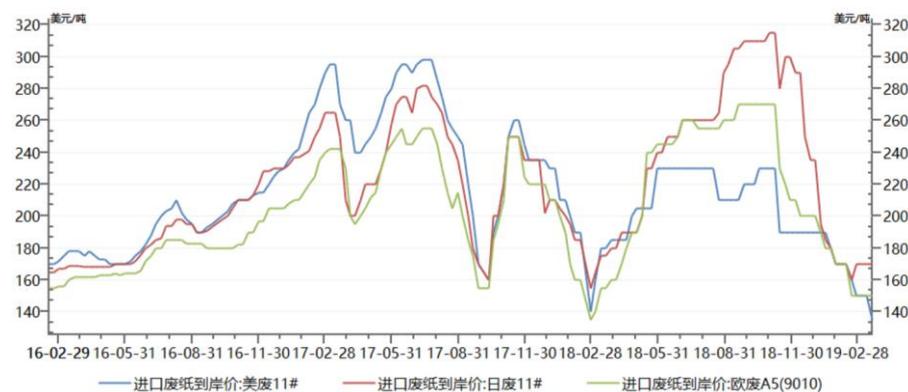


图 5 2016 年以来国内废纸价格情况



资料来源: Wind

另外,目前我国造纸行业原材料较大程度依赖进口的形势也使汇率风险成为影响企业盈利的一个重要因素。汇率的双边波动将很大程度上考验企业的汇率风险管控能力。2016年,人民币汇率逐步走高,利好具有收购外废渠道的企业;2017年,人民币汇率下降,原材料依赖进口的造纸企业的汇率风险管控能力面临挑战;进入2018年,人民币汇率呈快速走高趋势。

此外,由于我国林木资源较少,人均森林面积不足世界平均水平的1/4,人均森林蓄积量只有世界平均水平的1/7,因此我国拥有林浆纸一体化项目的造纸企业仅限于为数不多的几家大型造纸企业,加之林地从建设期到采伐期需要5~8年的时间,在此期间的建设成本投入也将加大造纸企业的成本支出压力,预计我国造纸行业未来3~5年内对进口木浆的依赖难以改变。进入2018年,进口木浆价格和国内木浆价格均呈上涨趋势,林纸一体化企业在原料端相对于中小型纸企具有一定的成本优势。

总体看,我国木浆进口在总消耗量中占比依然较高,2018年以来,进口木浆价格上涨;受“限废令”及排污许可证等因素影响,2017年以来,国废价格整体走高,但进入2018年三季度,国废价格整体呈下降趋势,原料价格的剧烈波动对造纸企业成本控制带来较大压力。采购渠道丰富的造纸企业具备竞争优势,此外,短期内林纸一体化企业的成本优势尚不明显。

(2) 下游需求

造纸产品按产品用途,主要分为文化用纸、包装用纸、生活用纸以及特种纸四类。文化用纸指用于资讯传递、文化传承为目的的一类纸的统称,故与印刷业有密切关系,常见的文化用纸如铜版纸、新闻用纸、双胶纸等。包装用纸指用于包装目的的一类纸的统称,具体包括白板纸、白卡纸、瓦楞原纸等。生活用纸指为照顾个人居家、外出等所使用的各类卫生擦拭用纸,包括卫生纸、抽取式卫生纸手帕、湿巾、厨房纸巾等。特种纸主要是指具有特殊用途的、附加值较高且产量比较小的纸张。

受到下游需求差异的影响,各纸种的市场表现有所分化。其中,新闻纸由于原材料废纸进口受限,产量继续下滑,造成市场供应紧张,价格有所回升;文化纸(双胶纸和轻涂纸、未涂布印刷书写纸)受电子传媒、电子化办公、电子数据的影响,需求量及产量增速均有所放缓。

箱板纸和瓦楞原纸是生产瓦楞纸箱的主要原材料,而瓦楞纸箱被广泛用于快递包装。近年来,我国快递业经历了快速发展,2012年规模以上快递企业收入迈入千亿元时代,2017年已达4,957.11亿元的规模,同比增速达40%以上,预计未来仍将持续快速发展。2012年以来,受益于物流行业的快速发展,箱板纸和瓦楞原纸生产量和消费量整体市场规模处于持续增长态势,箱板纸和瓦楞原纸呈现供需弱平衡的状态,且随着落后产能的淘汰,大型企业陆续有新增产能投产。2017年,

箱板纸和瓦楞原纸生产量合计4,720.00万吨，消费量合计4,906.00万吨，分别同比增长3.17%和5.85%，消费量有所上升，预计未来市场规模仍保持5%左右的增长，处于包装纸行业的企业将享受行业增长带来的效应，但随着目前中美贸易战的不断升级，部分产品出口受到关税影响，抑制部分包装纸需求，未来包装纸需求将影响。

总体看，近年来，包装纸行业产销量整体呈现上涨趋势，受各项环保政策趋严以及成本上升影响，未来拥有废纸采购渠道的大中型企业竞争力更强。

3. 行业竞争

近年来，通过新建和收购重组等方式，我国大型造纸企业新增产能不断增长，从2012年下半年造纸行业景气度下滑开始，到2016年年中，几乎所有纸种均出现产能过剩的情况。但在供给侧改革、环保政策日趋严格下，多个环节成本均有所上升，倒闭中小企业关停退出造成行业总产能不可逆的下降，供给端淘汰落后产能将陆续完成出清，造纸行业集中度不断提高。从全国造纸企业的数量来看，我国造纸及纸制品企业数量持续减少，2015~2017年，我国分别拥有造纸及纸制品企业6,737家、6,704家和6,681家，其中亏损企业数量分别为831家、751家和677家。截至2017年底，我国造纸行业规模以上企业亏损总额41亿元，同比下降46.8%。2017年我国造纸行业规模以上企业实现主营业务收入15,203亿元，同比增长13.6%，较上年提升7.1个百分点；造纸行业实现利润总额为1,028.6亿元，同比增长36.2%，较上年提升20.1个百分点。

根据中国造纸协会2017年《中国造纸工业年度报告》显示，龙头企业即玖龙纸业（控股）有限公司、理文造纸有限公司、山鹰纸业（含福建省联盛纸业有限责任公司（以下简称“联盛纸业”）和浙江景兴纸业股份有限公司四家共生产2,580.19万吨，占包装纸总生产量的37.69%，包装纸行业集中度一般，集中度较上年上升了2.25个百分点；预计随着环保督查以及限废令的影响，未来行业集中度将呈上升趋势，具有废料循环利用系统、采购渠道丰富的龙头包装纸企业将具有更强的抗风险能力和较高的信用水平。

我国正在转型为可持续发展经济体，基于原材料供应、市场价格波动和国家环保政策等因素影响，包装纸行业将迎来新一轮的整改，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，获得较好发展。一方面，随着国民经济的平稳运行，造纸行业景气度不断攀升，国内造纸行业对造纸原材料存在巨大需求，再生纤维原料（废纸）作为包装用纸的主要原料，其供应和价格将成为影响行业发展的主要因素之一；包装纸行业的市场竞争将更多转向对原材料渠道的争夺，而拥有成熟的国内外废纸收购渠道的企业将在未来的竞争中占据优势。另一方面，随着国家环保监管标准更为严格，高度重视管理和环保标准的企业将发挥庞大潜力以实现更为稳定的长远发展，而包装纸行业内更多环保不达标的落后产能将遭淘汰。

总体看，随着竞争加剧，行业内企业整合及国家政策对造纸企业的环保标准不断提高，行业内企业优胜劣汰形式进一步加剧，中小企业关停，大型造纸企业产能不断增长，造纸行业集中度将不断提高。

4. 行业政策

目前造纸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》、《国务院关于加快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。

表 2 造纸行业节能减排政策

时间	文件	主要内容
2016.11	国务院办公厅关于印发控制污染物排放许可制实施方案的通知	国家将分步实现排污许可全覆盖，率先对火电、造纸行业企业核发排污许可证。
2017.01	关于开展火电、造纸行业和京津试点城市高架源排污许可管理工作的通知	在 2017 年 6 月 30 日前，完成全国火电和造纸行业企业排污许可证申请与核发，试点北京市、保定市、廊坊市的钢铁、水泥高架源排污许可证申请与核发。从 2017 年 7 月 1 日起，上述行业企业应持证排污，建立自行监测、信息公开、记录台账及定期报告制度。
2017.04	国家环境保护标准“十三五”发展规划	完善造纸等行业水污染物排放标准技术内容；修订污水综合排放标准，完善工业源水污染物控制指标和要求；制修印刷包装等行业大气污染物排放标准；修订一般工业固体废物贮存、处置场污染控制标准。
2017.08	新版《进口废物管理目录》2017	将未经分拣的废纸从限制进口调整为禁止进口。
2018.01	《环境保护税法》	环境保护税统筹考虑本地区环境承载能力、污染物排放现状和经济社会生态发展目标要求，在法定幅度内确定了税额方案。
2018.8	商务部 2018 年第 55 号公告和《国务院关税则委员会关于对原产于美国约 160 亿美元进口商品加征关税的公告》（税委会公告〔2018〕7 号）	美废进口关税由 0% 加至 25%，自 2018 年 8 月 23 日 12 时生效

资料来源：联合评级整理

总体看，造纸行业作为高耗能、高污染行业，近年来国家出台了一系列环保相关法律法规，环保督查组进驻、排污许可证制度的实施、加大废纸进口限制力度以重点推进污染防治和废纸回收利用，同时中美贸易战中对美废加关税将进一步推升纸品产品价格，使得行业面临更加复杂的政策环境。

5. 行业关注

（1）产品同质化风险

目前我国规模较大的造纸企业的设备、技术均从国外进口，导致产品同质化严重，只能依靠低价来获得竞争力。企业应加快新技术开发和应用，开发深加工纸质产品，以应对市场变化，增强竞争力。

（2）市场竞争风险

我国造纸企业面临着国际化的竞争，一方面，国内企业在经过多年发展后具备了一定的规模实力和资金实力，未来仍会进一步扩大企业规模、提高技术水平、提升产品档次。另一方面，国外知名造纸企业如 APP、瑞典 STORAENSO、芬兰 UPM、日本王子和韩国韩松等也通过独资、合资的方式在中国设立生产基地，凭借其规模、技术等方面的优势直接参与国内市场竞争，使得市场竞争不断加剧。

（3）环保风险

制浆造纸行业在生产过程中产生的工业“三废”会对环境造成一定的污染，目前国家环保政策继续趋严，政府层面对环保政策的执行力度远超预期，可能使得生产成本增加，压缩企业利润

空间。

(4) 原料风险

目前我国造纸行业原材料大量依赖进口,原材料价格波动会对纸厂的盈利能力产生重要影响,目前国家对进口废纸政策趋严,中小型造纸企业将无法获得废纸进口配额,只能使用价格更高的固废,同时也难以将原材料价格上涨转移给下游。

6. 行业发展

造纸行业作为国民经济的基础原材料工业,在目前国内造纸工业人均消费纸量远低于发达国家水平的背景下,行业仍具有较好的增长空间。但是,目前造纸行业集中度仍然不高,原料依赖强、环保压力大的问题仍然存在,这将促使造纸企业继续进行大规模整合,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。

“十三五”期间,造纸行业将以调整为主线,包括原料的调整、资源的调整、区域发展的调整。通过调整,提高发展的质量,用先进产能代替落后产能,提高经济效益,实现行业和谐、持续、绿色发展。坚持自主创新,加快技术进步,加大国际合作,提高品牌知名度;通过调整布局、资源整合,提高行业集中度,实现企业数量减少 30%,主营业务收入争取达到 500 亿元。

总体看,未来,我国造纸行业的发展将以调整为主线,通过调整布局、资源整合,提高行业集中度,形成合理的产业新布局。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司主要从事箱板纸、瓦楞原纸、纸板及纸箱的生产和销售以及国内外废纸贸易业务,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。公司于 2017 年被评为中国轻工造纸行业十强企业,排名第 8;中国轻工业百强企业,排名 35。公司包装纸产销量位居国内第三名,占国内市场份额约为 9%。

在原材料供应方面,公司布局了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。

截至 2018 年底,公司在国内外共拥有 9 个造纸基地,分别位于安徽马鞍山、浙江嘉兴海盐、湖北荆州公安(尚在建设中)和福建漳州,瑞典 Saffle、Backhammar、Amotfors、挪威 Greaker 的特种纸生产基地以及美国肯塔基州的集造纸和制浆一体化的“Phoenix Paper Wickliffe LLC”(以下简称“凤凰纸业”);公司拥有 21 条生产线,包括国内部分 13 条生产线、Nordic Paper(以下简称“北欧纸业”)8 条生产线,共计拥有 406 万吨的造纸设计产能和 12 亿平方米以上的中高档包装纸箱的生产能力。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。此外,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,能有效降低电力使用成本。

区域布局上,公司在天津、福建、浙江、合肥、湖北、安徽和江苏等省市布局了纸箱厂,现有产能分布在经济发达、人口稠密的地区,具有市场活跃和客户集中度高优势。2017 年,公司通过收购北欧纸业,介入了技术壁垒高、盈利能力强的高端特种纸细分市场;2018 年,公司通过并购开拓福建市场以及海外市场占有率,有利于公司整体造纸技术的提升和产品结构的改善,并对公司全球化战略协同具有重要意义。

公司的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。

总体看，公司作为国内大型造纸企业之一，具有先进的生产设备和工艺，产品质量具有较高的品牌信誉，生产规模大，采购渠道通畅，现有产能分布在经济发达、人口稠密的地区，自有港口便于公司产品运输，公司在包装纸领域具有较强的竞争实力。

2. 人员素质

截至 2018 年底，公司主要高级管理人员包括董事长（兼总裁）1 人、副总裁 6 人（其中 1 人兼财务负责人）共 7 人。

公司董事长兼总裁吴明武先生，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（以下简称“莆田天鸿”）总经理，自 2013 年起任公司董事长、总经理，泰盛实业董事长，莆田天鸿执行董事、泰盛科技（集团）股份有限公司董事长、泰盛贸易股份有限公司董事长。

截至 2018 年底，公司拥有职工 11,091 人。从学历构成看，硕士及以上学历占 0.83%，大学本科学历占 7.10%，专科学历占 13.16%，中专、高中及以下学历占 78.91%；从岗位构成看，技术人员占 8.80%，生产人员占 72.79%，销售人员占 4.72%，财务人员占 1.97%，行政人员占 5.77%，其他管理人员占 5.95%。

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；公司员工中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。截至 2019 年 3 月底，公司拥有技术人员 1,026 人，其中从事研发的科技人员有 759 人；2016~2018 年，公司用于研发支出合计 3.12 亿元、4.43 亿元和 5.91 亿元，占营业收入比重分别为 2.57%、2.54%和 2.43%；公司拥有发明专利 35 项，实用新型 138 项，外观设计 1 项。

公司拥有国外一流造纸设备和技术，机器设备自动化程度高。公司的废纸处理技术、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等核心技术，均达到国内先进水平。

（1）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。

（2）造纸系统

公司现有纸机中最宽的纸幅宽度可达 7,920mm，最高运行车速超过 1,500m/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；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；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；采用多圆盘过滤器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，具有较强的生产技术优势。

4. 环保与节能减排

废水处理方面，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。2018 年，马鞍山基地排污许可证核准的两项污染物 COD、氨氮年排放量分别是 2,224 吨、120.2 吨；浙江山鹰纸业有限公司（以下简称“浙江山鹰”）排污许可证核准的两项污染物 COD、氨氮年排放量分别是 767.68 吨、42.65 吨；联盛纸业排污许可证核准的两项污染物 COD、氨氮年排放量分别是 246 吨、72 吨。2018 年污水 COD 排放总量为 1,500.78 吨，氨氮排放量 67.32 吨，年排污总量在核准范围内，无超标排放情况。

废渣处理方面，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。

废气处理方面，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，使得烟尘和二氧化硫均能达标排放。

节能减排方面，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，积极发展循环经济模式，符合国家环保要求。

5. 外部环境

（1）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。

（2）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【2016】52 号文）的规定，马鞍山市天福纸箱纸品有限公司、扬州祥恒包装有限公司、祥恒（莆田）包装有限公司和浙江祥恒包装有限公司等公司经民政部门认定为社会福利企业，增值税享受即征即退的税收优惠政策，安置的每位残疾人每月可退还的增值税具体限额，由县级以上税务机关根据纳税

人所在区县（含县级市、旗，下同）适用的经省（含自治区、直辖市、计划单列市，下同）人民政府批准的月最低工资标准的4倍确定。

根据安徽省科技厅、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2017年第一批高新技术企业认定名单的通知》（科高【2017】62号），公司通过高新技术企业认定，自2017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2017年第一批高新技术企业备案的复函》（国科火字【2017】201号），浙江山鹰被评为高新技术企业，自2017年起按15%的税率计缴企业所得税，有效期为3年。

根据财政部及国家税务总局《关于印发《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》的通知》（财税【2015】78号）的规定，对公司及子公司浙江山鹰已纳增值税额按50%退税率享受即征即退的税收优惠政策。

根据财政部及国家税务总局《关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》（财税【2016】36号）的规定，山鹰（上海）融资租赁有限公司（以下简称“山鹰租赁”）提供有形动产融资租赁服务和有形动产融资性售后回租服务，享受增值税实际税负超过3%的部分实行增值税即征即退政策。

总体看，公司区位优势明显，交通便利，享有一定税收优惠政策，面临良好的外部发展环境。

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；董事由股东大会选举或更换，任期3年。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，监事任期3年，可连选连任。监事会设主席1人，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。

公司设总经理（总裁）1人，设副总经理若干名，均由董事会聘任或解聘。总经理每届任期3年，可连聘连任。总经理对董事会负责，主要行使主持公司的生产经营管理工作、组织实施董事会决议、组织实施公司年度经营计划和投资方案等职权。

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

公司目前设有财经中心、风险合规中心、公共事务中心、供应链中心、证券部、包装事业部、造纸事业部等 11 个职能部门，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。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，原、辅料实行“统一审批、集中采购”的模式。以原料采购为例，公司每月底或下月初，根据生产需求及实际库存量，制订下个月或当月的采购计划，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。

销售管理方面，公司设立山鹰纸业销售有限公司负责原纸销售，所有产品均由山鹰纸业销售有限公司直接销售，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，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，保持较高的性价比优势。

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。

环保控制方面，公司制定了《环境保护管理制度》，规定了环保部门管理职责，成立中心、部门以及班组级三级环保管理网，各部门对本部门所在区域范围内的环保工作负责，并明确了中心总经理是环保工作第一责任人，并制定、审核公司年度环保工作计划。

产品质量方面，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进行监督与管理，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。

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

公司主要从事原纸、纸制品的生产和加工，以及再生纤维贸易业务，原纸主要产品是箱板原纸及制品、新闻纸和特种纸等。2016~2018 年，公司营业收入分别为 121.35 亿元、174.70 亿元和 243.67 亿元，呈逐年增长趋势，年均复合增长 41.70%；营业成本与营业收入变化趋势相同，分别为 101.50 亿元、134.49 亿元和 187.49 亿元，年均复合增长 35.91%。2016~2018 年，公司分别实现营业利润 2.03 亿元、22.91 亿元和 33.39 亿元，年均复合增长 305.37%；实现净利润分别为 3.59

亿元、20.20亿元和34.37亿元，年均复合增长209.45%，其中2018年净利润较上年大幅增长70.11%，主要系公司收到补助、营业外收入大幅增加以及联盛纸业并表后合并范围扩大所致。

2016~2018年，公司主营业务占营业收入的比重分别为98.74%、98.65%和98.77%，主营业务十分突出。受益于造纸行业景气度较高以及联盛纸业并表后合并范围扩大，公司原纸产销量有所增长，2016~2018年，公司原纸业务收入逐年增长，年均复合增长45.79%，占比分别为73.02%、72.98%和77.26%；公司纸制品是包装厂买到箱板原纸后加工而成的纸板（3层或5层等）及纸箱制品，收入呈逐年增长趋势，年均复合增长27.47%，占比分别为22.44%、21.17%和18.15%；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，形成再生纤维销售收入，其收入呈逐年增长趋势，年均复合增长47.11%，占比分别为4.06%、4.83%和4.38%；其中2017年较上年增长71.05%，主要系公司拓宽废纸销售渠道所致。2016~2018年，公司其他业务收入呈波动下降趋势，年均复合下降6.34%。

表3 2016~2018年公司主营业务收入构成和毛利情况（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
原纸	87.48	73.02	18.80	125.76	72.98	26.29	185.94	77.26	26.59
纸制品	26.89	22.44	12.13	36.49	21.17	15.21	43.69	18.15	13.22
再生纤维	4.87	4.06	1.19	8.33	4.83	5.20	10.54	4.38	3.19
其他	0.57	0.48	48.46	1.75	1.02	48.10	0.50	0.21	38.90
合计	119.82	100.00	16.51	172.33	100.00	23.14	240.67	100.00	23.16

资料来源：公司提供

从毛利率来看，2016~2018年，公司主营业务综合毛利率逐年提升，分别为16.51%、23.14%和23.16%。具体来看，2016~2018年，公司原纸业务毛利率分别为18.80%、26.29%和26.59%，呈逐年上升趋势，其中2017年原纸毛利率较上年上升7.49个百分点，主要系原材料供给紧张，原纸主要纸种价格上涨所致；公司纸制品毛利率分别为12.13%、15.21%和13.22%，呈波动上升趋势，2018年较上年下降1.99个百分点，主要系2018年公司纸制品结构调整所致；公司再生纤维毛利率分别为1.19%、5.20%和3.19%，其中2018年较上年下降2.01个百分点，主要系2018年废纸价格大幅下降所致。

2019年1~3月，公司实现营业收入52.16亿元，较上年同期下降3.74%，主要系受市场形势和公司销售策略影响，原纸销量和价格同比略有下滑所致；实现营业利润5.42亿元，较上年同期下降24.49%；净利润4.50亿元，较上年同期下降25.65%，主要系原材料成本上升以及原纸销售价格有所下降，毛利率下降所致。

总体看，近三年，受益于联盛纸业并表后合并范围扩大，公司营业收入增长明显，盈利水平大幅提高，综合毛利率持续提升，整体经营状况较好。

2. 原材料采购

公司主要原材料为废纸、木浆、化学品及电力等辅助材料，其中废纸、木浆等原材料占生产成本的比重在80%左右，废纸和木浆等主要原材料供应情况和价格变动对公司生产经营有较大影响。

在废纸采购方面，公司拥有国内外原料采购网络，即国外纤维原料采购平台及国内纤维原料收购平台，收购的废纸主要用于自身包装纸的生产，在保证自身生产需求的基础上将多余的废纸

销售给第三方。国内废纸主要由子公司马鞍山市蓝天废旧物资回收有限公司面向安徽、江苏、湖北和重庆等省市废品回收站、个体户进行收购，多年来已形成较为稳定的回收网络。公司根据每日废纸收购牌价作为采购价格参考，结合市场行情和原材料库存情况，确定采购量。

公司国外废纸收购业务主要由全资子公司环宇集团国际控股有限公司(以下简称“环宇国际”)作为采购平台负责运营，平台位于香港，负责运营公司在海外设立 5 家子公司，专门从事废纸收购业务，对接当地主要废纸供应商，主要来源是包装厂下脚料、商超以及居民回收点。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。2018 年，公司收购了欧洲地区最大的废纸贸易商之一 Waste Paper Trade C.V.，进一步提升了公司在海外原材料废纸的采购渠道及议价能力，目前公司国外采购网络主要涵盖美国、英国、澳大利亚、日本等国家，废纸供应较为稳定。

从采购量来看，2016~2018 年，国内废纸采购量逐年增长且增速较快，分别为 140.65 万吨、153.08 万吨和 244.58 万吨，年均复合增长 31.87%，其中 2018 年国内废纸采购量较上年增长 59.77%，超过国外采购量，主要系联盛纸业并表后采购量增加，以及国外废纸进口额度限制所致；国外废纸采购量逐年下降，分别为 269.08 万吨、253.23 万吨和 236.52 万吨，年均复合下降 6.25%，主要系国外废纸进口额度限制所致；公司煤炭采购量呈逐年增长趋势，年均复合增长 17.50%，其中 2018 年采购量较上年增长 29.59%，主要系合并联盛纸业增加采购量所致。

从原材料采购价格来看，除国外废纸受进口限制影响外，近三年公司原材料采购价格均有不同程度的上涨。2016~2018 年，公司国外废纸采购均价波动上涨，从 1,241.31 元/吨上涨至 1,606.09 元/吨，年均复合增长 13.75%；国内废纸采购均价从 1,383.15 元/吨上涨至 2,597.27 元/吨，年均复合增长 37.03%，其中，2018 年受国外未经分拣的废纸禁止进口等政策正式实施影响，整体国外废纸进口量大幅下降，国内废纸供给趋紧，采购价格较上年增长 23.86%。

表 4 2016~2018 年公司主要原材料采购情况(单位: 万吨、元/吨、亿元)

原材料	项目	2016 年	2017 年	2018 年
国外废纸	采购量	269.08	253.23	236.52
	采购均价	1,241.31	1,675.81	1,606.09
	采购金额	33.40	42.44	37.99
国内废纸	采购量	140.65	153.08	244.58
	采购均价	1,383.15	2,096.99	2,597.27
	采购金额	19.45	32.10	63.52
煤炭	采购量	141.89	151.17	195.90
	采购均价	425.66	574.15	607.70
	采购金额	6.04	8.68	11.91

资料来源: 公司提供

采购结算方式，国内废纸采购一般在货到后 3 天内付款，国外废纸采购主要采用信用证结算，结算币种为美元，期限为 90 天。从采购周期来看，公司一般控制国外废纸库存在 15 天左右，国内废纸库存一般在 5~8 天左右。

在原材料质量方面，公司制定严格的验收标准和要求，由品管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%~15%，抽检指标主要包括水分、杂质和杂纸，对于检验不合

格的原料将在付款时扣除不合格部分金额。

公司生产所需能源主要为电力和煤炭。电力由公司自备热电厂供给，可满足用电量的 75% 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，降低用电成本，高峰以自用电为主，低谷以外购电居多。公司电费按月度结算。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。

采购集中度方面，2016~2018 年，公司前五大供应商采购额分别为 10.81 亿元、12.44 亿元和 13.42 亿元，分别占年度总采购额的 10.84%、9.39% 和 7.15%，公司采购集中度较低。

总体看，受公司合并范围扩大影响，近年来公司采购量整体呈增长趋势，采购价格整体呈上升趋势，不利于公司生产成本控制；公司为保证稳定废纸供应，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，公司不存在依赖个别供应商的风险。受原材料价格上涨影响，公司生产成本有所上涨，由于有自备发电厂，可满足大部分用电需求，缓解成本上升压力。

3. 产品生产

生产方面，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、复卷等工序制成纸张，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。

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。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 A 级率为 98% 以上。

公司主要生产装备均从国外引进，其中，马鞍山年产 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 2018 年底公司造纸生产基地设计产能情况（单位：万吨）

生产基地	设计产能	备注
浙江山鹰	135	--
马鞍山造纸运营中心	170	--
联盛纸业	75	公司于 2018 年 1 月完成对联盛纸业并购，技改完成后联盛纸业产能将提升至 105 万吨
北欧纸业	26	2017 年 10 月完成收购，特种纸产能 26 万吨（不含浆料）
合计	406	--

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司在国内外共拥有 9 个造纸基地，分别位于安徽马鞍山、浙江嘉兴海盐、

湖北荆州公安（尚在建设中）和福建漳州，瑞典 Saffle、Backhammar、Amotfors、挪威 Greaker 的特种纸生产基地以及美国肯塔基州的集造纸和制浆一体化的凤凰纸业。截至 2018 年底，公司共拥有造纸生产线 21 条，包括国内部分 13 条生产线，北欧纸业 8 条生产线，年造纸设计产能 406 万吨，中高档包装纸箱 12 亿平方米以上，公司纸机近几年均为超设计满产状态。

从产量来看，2016~2018 年，公司主要纸产品产量均逐年上升，年均复合增长 14.44%。其中，箱板纸产量波动增长，年均复合增长 10.95%，其中 2018 年公司箱板原纸产量 418.23 万吨，较上年增长 24.10%，主要系合并联盛纸业后产量扩大所致；公司新闻纸产量呈逐年增长趋势，年均复合增长 17.02%，主要系国内新闻纸供给不足，需求量上升所致；公司于 2017 年 10 月完成对北欧纸业的收购，特种纸仅为 2017 年 11 月和 12 月的产量，2018 年，特种纸产量为 25.85 万吨，较上年增加 21.30 万吨。2016~2018 年，公司纸制品产量逐年增长，年均复合增长 2.38%。

表 6 2016~2018 年公司纸产品产量情况（单位：万吨、亿平方米）

产品	2016 年	2017 年	2018 年
箱板原纸	339.75	337.02	418.23
新闻纸	13.97	16.10	19.13
特种纸	--	4.55	25.85
小计	353.72	357.67	463.21
纸制品	11.61	11.69	12.17

资料来源：公司提供

总体看，近年来，由于联盛纸业及北欧纸业并表，公司主要纸产品产能有所扩大，产量逐步提高，纸机均处于超设计满产状态，产能利用率很高。

4. 产品销售

公司原纸及纸制品销售模式以直销为主，并在销售过程中采用优质客户配套跟进、抢占优势区域市场和全方位立体营销等策略。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。产品价格由公司计划管理会议根据成本、库存和市场同类产品售价确定，保持一定的性价比优势。

公司下游客户主要为纸箱厂和报社，主要集中于长三角和华中等地区。公司对下游客户的货款结算信用期最长为 30 天，货款回收方式以现款和银行票据为主，占比分别为 55% 和 45%。通常情况下，信用状况越好的客户可获得的较高的信用额度。货款结算方式根据公司与客户间的业务交易量、担保、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）。

从销量来看，2016~2018 年，原纸的销量分别为 363.25 万吨、353.61 万吨和 460.63 万吨，年均复合增长 12.61%，其中 2018 年销量较上年增长 30.26%，主要系合并联盛纸业所致；纸制品销量分别为 11.59 亿平方米、11.70 亿平方米和 12.18 亿平方米，年均复合增长 2.51%。从产销率来看，近三年公司原纸的产销率波动下降，由 102.70% 下降至 99.44%，但仍处于较高水平；公司纸制品产销率逐年增长，由 99.85% 上升至 100.08%。

表7 公司2016~2018年产品销售情况

产品	项目	2016年	2017年	2018年
原纸	产量(单位:万吨)	353.72	357.67	463.21
	销量(单位:万吨)	363.25	353.61	460.63
	产销率(单位:%)	102.70	98.87	99.44
	平均销售价格(单位:元/吨)	2,636.48	3,863.83	4,337.38
纸制品	产量(单位:亿平方米)	11.61	11.69	12.17
	销量(单位:亿平方米)	11.59	11.70	12.18
	产销率(单位:%)	99.85	100.02	100.08
	平均销售价格(单位:元/平方米)	2.32	3.12	3.59

资料来源:公司提供

从平均销售价格来看,受原材料价格上涨等因素影响,2016~2018年,公司产品价格均逐年上升,其中原纸平均销售价格由2,636.48元/吨上涨至4,337.38元/吨;纸制品平均销售价格由2.32元/平方米上涨至3.59元/平方米,呈逐年上升趋势。

表8 2016~2018年公司产品销售区域分布情况(单位:亿元、%)

区域	2016年		2017年		2018年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
国内	113.19	94.47	166.32	96.51	210.67	87.53
国外	6.63	5.53	6.01	3.49	30.00	12.47
合计	119.82	100.00	172.33	100.00	240.67	100.00

资料来源:公司提供

从销售区域来看,公司主要销售区域为境内销售,近三年境内销售占比分别为94.47%、96.51%和87.53%,呈波动下降趋势;其中2018年,公司境外收入为30.00亿元,较上年大幅增加23.99亿元,占比上升至12.47%,主要系公司收购北欧纸业从而开拓海外市场所致。

从销售集中度来看,2016~2018年,公司前五名销售金额分别为8.06亿元、10.93亿元和21.45亿元,占公司销售总额分别为6.64%、6.26%和8.80%,集中度较低,不存在对单一客户过度依赖的情况。

总体看,近年来公司销售收入逐年增长,受原材料价格上涨影响,2018年公司主要原纸和纸制品销售均价显著上涨;公司产品主要在境内销售,前五大客户集中度较低。

5. 融资租赁与商业保理业务

2016年起,公司在上海自贸区设立山鹰租赁(以下简称“山鹰租赁”,公司直接并间接持有其全部股份)开展融资租赁、租赁、商业保理等业务。截至2018年底,山鹰租赁注册资本5.00亿元,资产总额24.41亿元,净资产5.96亿元,资产负债率为75.59%;2018年,山鹰租赁实现营业收入2.06亿元,净利润0.65亿元。山鹰租赁根据有关政策和规定,按照风险程度将山鹰租赁应收保理款及长期应收款损失准备将划分为正常类、关注类、次级类、可疑类和损失类五级。截至2019年3月底,山鹰租赁整体资金投放规模26.97亿元,其中融资租赁业务放款规模15.39亿元(主要计入“一年内到期的非流动资产”和“长期应收款”中),商业保理业务规模11.58亿元。

在租赁业务行业投向方面,山鹰租赁第一大投向为环保行业,占比21.99%;第二大投向为造纸行业,占比10.72%;第三大投向为公共事业行业,占比4.43%。运营模式方面,山鹰租赁业务

模式为售后回租，主要为承租人将其所拥有的物品出售给山鹰租赁，再从山鹰租赁重新租回，资金来源主要为关联公司借款。截至 2019 年 3 月底，山鹰租赁应收租赁款正常类占比 96.90%，关注类占比 2.3%，逾期占比 0.8%。

在商业保理业务资金投向方面，山鹰租赁资金投向主要为供应链企业，占比 76.24%。商业保理业务运营模式方面，公司供应商将已经或即将形成的应收账款转让给山鹰租赁。截至 2019 年 3 月底，山鹰租赁保理业务正常类占比 100.00%，无关注类和逾期类业务。

总体看，2016 年以来，公司设立山鹰租赁，增加融资租赁和商业保理业务，投向主要为上下游行业以及公司主要业务相关产业，对运营资金有一定的占用，联合评级将持续关注公司融资租赁和商业保理业务的运营情况。

6. 经营效率

2016~2018 年，公司销售规模和利润规模逐年增长，整体经营效率有所提升；其中，公司应收账款周转率逐年增长，分别为 7.29 次、8.53 次和 8.96 次；存货周转率逐年上升，分别为 5.81 次、6.64 次和 7.75 次；总资产周转率逐年上升，分别为 0.63 次、0.74 次和 0.78 次。从同行业对比来看，公司应收账款周转率、存货周转率以及总资产周转率均高于行业平均水平。

表 9 2018 年造纸行业上市公司经营效率指标情况（单位：次）

证券代码	企业名称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
000488.SZ	晨鸣纸业	8.17	3.10	0.27
600963.SH	岳阳林纸	8.35	0.98	0.46
200986.SZ	粤华包	4.87	4.17	0.66
2314.HK	理文造纸	12.90	5.02	0.76
2689.HK	玖龙纸业	5.41	3.77	0.39
--	上述中位值	8.26	3.97	0.56
600567.SH	山鹰纸业	9.46	7.81	0.78

资料来源：Wind，联合评级整理

注：Wind 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 数据。

总体看，公司整体经营效率较高。

7. 在建工程

截至 2019 年 3 月底，公司主要在建工程为“华中山鹰 220 万吨高档包装纸项目一期”、“海盐造纸生产线三期工程”、“凤凰纸业厂房设备改造工程”、“山鹰国际控股股份公司资源综合利用发电项目”和“爱拓环保能源（浙江）有限公司造纸废弃物资源综合利用项目”计划总投资 94.19 亿元，已累计完成投资 28.27 亿元。具体来看，“华中山鹰 220 万吨高档包装纸项目一期”2019 年计划投资 15.47 亿元，2020 年计划投资 4.51 亿元，其中 25.08 亿元为贷款，计划于 2020 年底完工投产；“海盐造纸生产线三期工程”计划总投资 27.70 亿元，其中计划 19.39 亿元为贷款，截至 2019 年 3 月底，公司已投资 1.69 亿元，由于重要设施还在批复中，2019 年尚无投资计划，2020 年计划 8.31 亿元；“凤凰纸业厂房设备改造工程”计划投资 2.83 亿元，全部为自筹资金，截至 2019 年 3 月底，已投入 1.13 亿元，2019 年计划投资 1.70 亿元，计划于 2019 年下半年恢复生产；“山鹰国际控股股份公司资源综合利用发电项目”计划投资 7.76 亿元，截至 2019 年 3 月底，已投资 0.06 亿元，2019 年计划投资 2.97 亿元；“爱拓环保能源（浙江）有限公司造纸废弃物资源综合利

用项目”计划总投资 10.82 亿元，截至 2019 年 3 月底，已投资 0.29 亿元，2019 年计划投资 2.26 亿元。公司在建项目投入资金规模较大，未来面临一定的资金支出压力。

表 10 截至 2019 年 3 月底公司主要在建工程情况 (单位: 亿元、%)

项目名称	投资计划	截至 2019 年 3 月底 已完成投资	资金投入计划				资金筹措方案	
			2019 年 4~12 月	2020 年	2021 年	2022 年	贷款	自筹
华中山鹰 220 万吨高档包装纸项目一期	45.08	25.10	15.47	4.51	--	--	25.08	20.00
海盐造纸生产线三期工程	27.70	1.69	--	8.31	14.93	2.77	19.39	8.31
凤凰纸业厂房设备改造工程	2.83	1.13	1.70	--	--	--	--	2.83
山鹰国际控股股份公司资源综合利用发电项目	7.76	0.06	2.97	3.95	0.78	--	--	7.76
爱拓环保能源(浙江)有限公司造纸废弃物资源综合利用项目	10.82	0.29	2.26	4.05	2.81	1.41	--	10.82
合计	94.19	28.27	22.34	20.82	18.52	4.18	44.47	49.72

资料来源: 公司提供

注: “海盐造纸生产线三期工程”项目尚在推进中, 表中计划与筹措方案为估计数。

总体看, 公司在建项目主要为华中山鹰以及海盐造纸基地生产线, 主要为土地和新建纸机的资金投入, 贴合造纸主营业务, 随着在建项目的完工, 公司综合实力有望进一步增强; 同时在建项目尚需投资规模较大, 公司面临较大的资金支出压力。

8. 重大事项

(1) 公司收购北欧纸业 100.00% 股权

2017 年 7 月, 公司召开的第六届董事会第二十七次会议审议通过了《关于收购北欧纸业(Nordic Paper)公司 100% 股权的议案》。北欧纸业旗下共有四家造纸厂, 目前北欧纸业的浆纸年生产能力 50 万吨, 北欧纸业是欧洲唯一一家浆纸一体化的防油纸生产商。北欧纸业专注于防油纸和牛皮纸的细分领域, 终端产品主要为食品、消费品, 以及建筑、化工等行业特殊要求的增长型产品, 在欧洲防油纸行业的产量和市场占有率均排名第一。

2017 年 10 月, 公司完成出资 24 亿瑞典克朗现金, 约合 19.52 亿元人民币, 收购 Nordic Paper Holding AB (北欧纸业) 100% 股权。北欧纸业项目已申请并取得 5 年期并购贷款约人民币 11 亿元(受汇率波动影响), 剩余收购款约人民币 8.45 亿元将通过自有资金支付。截至 2019 年 3 月底, 公司已全额支付购买对价。

截至 2018 年底, 北欧纸业所有者权益 6.79 亿元; 2018 年, 北欧纸业实现营业收入 23.05 亿元, 实现净利润 2.35 亿元。

公司收购北欧纸业帮助公司进入了高盈利的特种纸细分领域, 增加了防油纸、特种牛皮纸、高强度纸袋纸等新纸种, 完善产品结构。

(2) 公司收购联盛纸业 100% 股权

2017 年 12 月, 公司召开的第七届董事会第二次会议审议通过了《关于收购福建省联盛纸业有限责任公司 100% 股权的议案》。联盛纸业是一家以废纸为主要原材料, 生产高强度瓦楞纸和牛皮箱板纸为主的包装纸造纸生产企业, 地处华南地区。该地区城市密集, 经济发达, 商贸繁荣, 人民生活水平较高, 对包装纸板的需求量相对较高且不断增长。

经过多年发展, 联盛纸业已形成较为完善的采购、生产和销售服务体系。本次收购完成后, 公司在现有安徽马鞍山、浙江嘉兴海盐和湖北荆州公安(建设中)三大造纸生产基地之上, 新增

福建地区包装纸造纸生产基地，进一步扩大了国内区域布局，提高公司盈利能力和综合竞争实力。截至 2018 年 1 月底，联盛纸业已完成相关工商变更登记手续，并取得了新的营业执照，联盛纸业已成为公司全资子公司，2018 年已纳入公司合并报表范围，联盛纸业现有 4 条生产线，技改完成后年产能将达到 105 万吨，公司造纸业务的年产能规模将由 2017 年度的 358 万吨预计将增至近 500 万吨，业务范围已覆盖东南沿海、长三角、珠三角及中部等地。

公司本次出资现金 19.00 亿元收购联盛纸业，截至 2019 年 3 月底，公司已全额支付购买对价。

截至 2018 年底，联盛纸业所有者权益 15.91 亿元；2018 年联盛纸业实现营业收入 32.40 亿元，实现净利润 2.79 亿元。

（3）收购凤凰纸业全部股权

2018 年 7 月，山鹰国际控股股份公司全资子公司浙江山鹰间接控股子公司 Global Win 与 Verso Paper Holding LLC（以下简称“Verso 公司”）于 2018 年 8 月签署了《股权购买协议》。Global Win 出资 1,600 万美元购买 Verso 公司（现已更名为“Phoenix Paper Wickliffe LLC”（即凤凰纸业）全部股权。相关股权已于 2018 年 9 月 6 日完成交割，自交割完成日起 Global Win 持有凤凰纸业全部股权。截至 2018 年 9 月 6 日凤凰纸业净资产评估值为 13,446.36 万美元，约合 92,923.76 万元人民币，评估增值 81,866.64 万元人民币（卖方股东 2016 年启动破产程序后，对闲置状态的标的资产一次性计提重组损失 1.27 亿美元）。由于收购对价低于其可辨认净资产的公允价值，增加 2018 年度归属于上市公司股东的净利润 3.49 亿元。

凤凰纸业位于美国肯塔基州，密西西比河畔，占地约 15,000 亩，紧挨高速公路，有铁路专用线，还拥有专用河运码头，交通运输便利，周边有丰富的木材资源。标的资产现有一条完整的化学制浆和文化纸一体化生产线及配套设施，纸浆年产能 36 万吨，文化纸年产能 30 万吨。因北美当地文化纸市场需求持续下滑，为平衡产品供给及客户需求，标的资产于 2015 年 11 月停产并一直处于闲置状态。收购完成后，公司计划于 2019 年投入 4,200 万美元对现有部分设备进行修复，使得设备达到重新运转状态。修复后，凤凰纸业预计将于 2019 年底具备年产 36 万吨的高端牛卡纸/木浆生产能力，设备使用年限预计可达 20 年以上。本次收购有利于公司在北美落地生产基地，打开北美包装纸市场。

总体看，公司通过收购北欧纸业、联盛纸业以及凤凰纸业，完善公司现有产品结构并且拓展华南地区和海外市场，有利于提高公司市场占有率和综合实力。

9. 经营关注

（1）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，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，虽有价格较低优势，但受进口废纸配额限制，同时收购周期长、供应情况难以把控，不利于保持公司生产经营稳定。

（2）在建项目较多，未来资金支出压力较大

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。

（3）环境及安全生产风险

随着新版《环境保护税法》等环保政策的不断升级加码，若公司环保指标不达标，将面临停产等环保处罚措施。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。

（4）融资租赁和商业保理业务面临逾期风险

公司自 2016 年起开展融资租赁和商业保理业务，近年来，公司融资租赁和商业保理业务规模逐年快速扩大，同时对公司风险控制提出了较高要求，存在一定的逾期风险。

（5）商誉减值风险

近年来，公司持续进行外延并购，形成较大商誉，若被收购单位经营业绩未达预期，公司将面临一定的商誉减值风险。

10. 未来发展

未来公司的战略目标是成为全球领先、最具价值创造力的生态型企业。公司将围绕精益生产、区域布局、品牌与客户、产品结构等价值驱动因素，做大做强核心业务，即工业用纸、包装和再生纤维回收：

（1）工业用纸产业：工业用纸产业的发展战略是优化区域布局，提升在重点市场的占有率；借助卓越运营，降本增效；提升产品品质和服务品质，依托品牌管理构建长期稳定的客户关系，做大做强，成为全国领先工业用纸品牌，逐步实现全球一流企业的目标。

（2）包装产业：包装产业需要增强市场洞察和专业化工厂管理，通过一体化的包装业务组合丰富客户选择，开拓互联网包装和创新商业模式，成为完整包装解决方案提供商。

（3）再生纤维产业：再生纤维产业致力于成为全球废纸资源集成商，为全球客户提供高品质、全品类的废纸资源。通过各产业生态构建及商业模式创新，使公司成为一家以客户为中心，提供环保包装整体解决方案的全球化服务商。

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

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016~2017 年度财务报表已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2018 年财务报表已经华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留审计意见。公司财务报表按照财政部发布的《企业会计准则——基本准则》和各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定，以及中国证监会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》的披露规定编制。

从合并范围变化来看，2017 年合并范围较 2016 年增加子公司 18 家，2018 年合并范围较 2017 年增加子公司 26 家；截至 2018 年底，公司纳入合并范围的子公司共 90 家。考虑到公司持续并购，合并范围有所扩大，公司财务数据可比较性一般。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 359.06 亿元，负债合计 223.71 亿元，所有者权益（含少数股东权益）135.35 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 131.81 亿元。2018 年，公司实现营业收入 243.67 亿元，净利润（含少数股东损益）34.37 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 32.04 亿元；经营活动产生的现金流量净额 32.48 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.17 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 390.91 亿元，负债合计 251.34 亿元，所有者权益（含少数股东权益）139.57 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 136.10 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 52.16 亿元，净利润（含少数股东损益）4.50 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.58 亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.99 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.52

亿元。

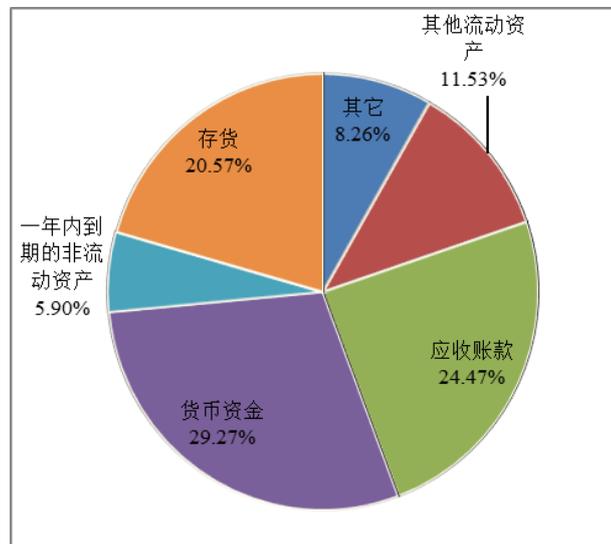
2. 资产质量

2016~2018年，公司资产规模呈逐年增长趋势，年均复合增长33.83%，主要系公司合并范围扩大所致；截至2018年底，公司资产规模359.06亿元，较年初增长33.33%，其中流动资产占比33.51%，较年初下降0.56个百分点，非流动资产占比66.49%，以非流动资产为主。

(1) 流动资产

2016~2018年，公司流动资产呈逐年增长趋势，年均复合增长27.00%，主要系应收账款和货币资金增加所致；截至2018年底，公司流动资产合计120.34亿元，较年初增长31.15%；公司流动资产主要由货币资金（占29.27%）、应收账款（占24.47%）、存货（占20.57%）、一年内到期的非流动资产（占5.90%）和其他流动资产（占11.53%）构成。

图6 截至2018年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2016~2018年，公司货币资金呈逐年增长趋势，年均复合增长26.60%。截至2018年底，公司货币资金35.22亿元，较年初增长51.86%，主要系公司发行可转换公司债券（债券简称：“山鹰转债”）募集资金到账以及合并范围扩大所致；公司货币资金以银行存款（占51.73%）和其他货币资金（占48.26%）为主，其余为库存现金（占0.01%）；公司货币资金中使用受限资金17.00亿元（占48.26%），为各类保证金，受限比例较高。

2016~2018年，公司应收账款呈逐年增长趋势，年均复合增长38.07%，主要系公司合并范围扩大所致。截至2018年底，公司应收账款账面价值29.45亿元，较年初增长33.39%，主要系公司销售收入增长，以及公司合并范围扩大所致；公司应收账款98.33%的账面余额按账龄分析法对应收账款计提坏账准备，其中国内应收账款金额为25.32亿元，国外应收账款为5.38亿元（计提坏账损失161.62万元），其中国内部分1年以内的占97.65%，账龄较短；公司累计计提坏账准备1.26亿元，计提比例4.10%；应收账款受限金额3.74亿元，占应收账款账面价值的12.70%，受限比例较低，主要用于银行借款抵押；应收账款前五名合计金额为4.05亿元，占应收账款余额的13.18%，应收账款集中度一般。

2016~2018年，公司存货账面价值呈逐年增长的趋势，年均复合增长21.16%。截至2018年

底，公司存货账面价值 24.75 亿元，较年初增长 6.35%，主要系原纸库存量上升所致；公司存货主要由原材料（占 67.23%）和库存商品（占 31.35%）构成，公司存货共计计提跌价准备 0.16 亿元，计提比例 0.65%。

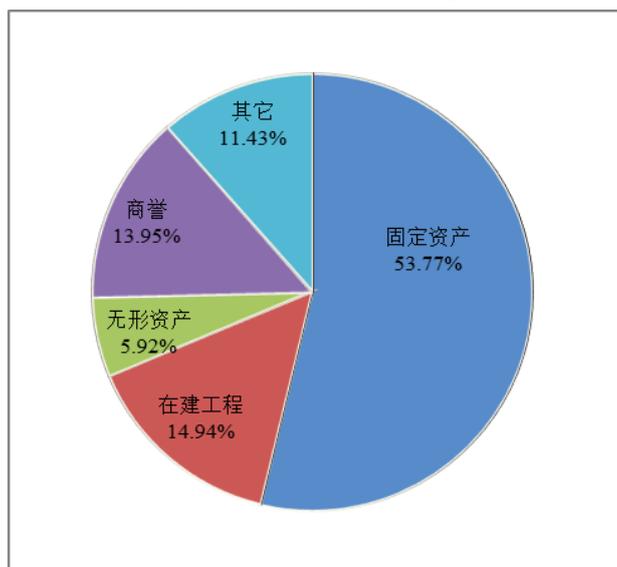
2016~2018 年，公司一年内到期的非流动资产呈逐年增长趋势，年均复合增长 656.44%，主要系公司融资租赁业务扩大所致；截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动资产 7.10 亿元，较年初增长 93.81%，主要系融资租赁款增长所致。

公司其他流动资产包括待抵扣增值税进项、预缴税费和应收保理款项。2016~2018 年，公司其他流动资产呈波动增长趋势，年均复合增长 33.22%。截至 2018 年底，公司其他流动资产 13.87 亿元，较年初大幅增长 99.79%，主要系待抵扣增值税进项和应收保理款项大幅增长所致。

（2）非流动资产

2016~2018 年，公司非流动资产呈逐年增长趋势，年均复合增长 37.71%，主要系公司合并带来的商誉增加以及在建工程增加所致。截至 2018 年底，公司非流动资产合计 238.73 亿元，较年初增长 34.45%；公司非流动资产主要以固定资产（占 53.77%）、在建工程（占 14.94%）、无形资产（占 5.92%）和商誉（占 13.95%）构成。

图 7 截至 2018 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2016~2018 年，公司固定资产呈逐年增长趋势，年均复合增长 15.41%。截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 128.36 亿元，较年初增长 20.13%，主要系合并范围扩大所致，公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 26.58%）和机器设备（占 72.35%）构成，公司固定资产累计计提折旧 92.27 亿元，固定资产成新率 58.18%，成新率一般，公司机器设备中受限资产为 33.96 亿元，占固定资产账面价值的 26.45%，受限比例一般，主要用于银行借款抵押。截至 2018 年底，公司机器设备中，未办妥产权证书的固定资产 7.16 亿元，占比 5.58%。

2016~2018 年，公司在建工程呈波动增长趋势，年均复合增长 52.06%。截至 2018 年底，公司在建工程账面价值 35.67 亿元，较年初大幅增长 131.64%，主要系公司华中山鹰 220 万吨高档包装纸项目建设投入及生产线技改所致；受限在建工程 7.34 亿元（占比 20.58%），主要用于抵押取得银行借款。

2016~2018 年，公司无形资产呈逐年增长趋势，年均复合增长 21.37%。截至 2018 年底，公司无形资产 14.13 亿元，较年初增长 19.63%，主要系公司新增土地和收购联盛纸业新增商标使用权所致；公司无形资产以土地使用权（占比 82.21%）为主；受限无形资产 3.37 亿元（占比 23.83%），主要用于抵押取得银行借款。

2016~2018 年，公司商誉呈逐年大幅增长趋势，年均复合增长 649.07%。截至 2018 年底，公司商誉 33.29 亿元，较年初增加 16.83 亿元，主要系公司收购联盛纸业 100.00% 股权，确认商誉 14.19 亿元以及收购 Waste Paper Trade C.V. 及其子公司 100.00% 股权，确认商誉 2.40 亿元所致，公司未计提减值准备，若被收购单位经营业绩未达预期，公司将面临一定的商誉减值风险。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 66.51 亿元，占比总资产 18.52%，受限比例一般，具体情况见下表。

表 11 截至 2018 年底公司使用资产受限情况（单位：万元、%）

科目	账面价值	占资产总额比例	受限类型及用途
货币资金	169,968.38	4.73	保证金
固定资产	339,553.30	9.46	用于银行借款抵押
无形资产	33,671.33	0.94	用于银行借款抵押
应收账款	37,383.99	1.04	用于银行借款抵押
投资性房地产	11,078.12	0.31	用于银行借款抵押
在建工程	73,408.76	2.04	用于银行借款抵押
合计	665,063.87	18.52	--

资料来源：公司年报

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 390.91 亿元，较年初增长 8.87%；其中流动资产 146.47 亿元，占比 37.47%，非流动资产 244.44 亿元，占比 62.53%，资产结构仍以非流动资产为主。

总体看，近年来，由于合并范围扩大，公司资产规模持续增长，以非流动资产为主，符合公司所处行业特性；公司有一定比例资产受限，商誉规模增长较快，整体资产质量一般。

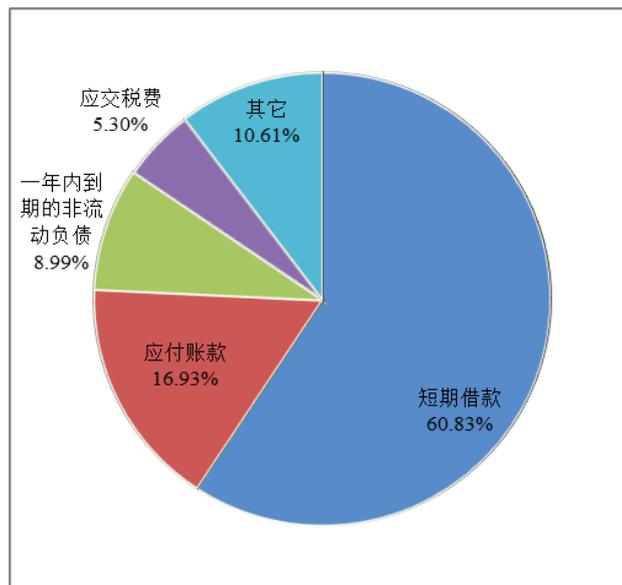
3. 负债和所有者权益

（1）流动负债

2016~2018 年，公司负债规模呈逐年增长趋势，年均复合增长 38.74%。截至 2018 年底，公司负债合计 223.71 亿元，较年初增长 35.70%，主要系短期借款增加所致；其中流动负债占 67.56%，非流动负债占 32.44%，以流动负债为主。

2016~2018 年，公司流动负债呈逐年增长趋势，年均复合增长 30.27%。截至 2018 年底，公司流动负债 151.14 亿元，较年初增长 22.57%，主要系短期借款增加所致；公司流动负债主要由短期借款（占 60.83%）、应付账款（占 16.93%）、应交税费（占 5.30%）和一年内到期的非流动负债（占 8.99%）构成。

图 8 截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2016~2018 年，公司短期借款呈波动增长趋势，年均复合增长 30.66%。截至 2017 年底，公司短期借款 50.39 亿元，较年初下降 6.44%，主要系调整公司负债结构所致；截至 2018 年底，公司短期借款 91.94 亿元，较年初大幅增长 82.46%，主要系公司短期融资券到期增加借款所致，其中，质押借款占 12.94%，抵押借款占 27.49%，保证借款占 47.59%；

2016~2018 年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长 31.29%。截至 2018 年底，公司应付账款 25.58 亿元，较年初增长 20.59%，主要系公司应付采购经营款以及公司合并范围扩大所致，其中账龄超过一年的重要应付账款为 0.65 亿元，占比 2.54%。

2016~2018 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 33.03%。截至 2018 年底，公司一年内到期的流动负债 13.58 亿元，较年初增长 143.60%，主要系“12 山鹰债”于 2019 年到期兑付转入所致。

2016~2018 年，公司应交税费逐年增长，年均复合增长 179.23%。截至 2018 年底，公司应交税费 8.01 亿元，较年初增长 129.93%，主要系增值税增长所致。

（2）非流动负债

2016~2018 年，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长 63.48%。截至 2018 年底，公司非流动负债 72.57 亿元，较年初增长 74.68%，主要系长期借款大幅增加所致；其中非流动负债主要由长期借款（占 50.23%）和应付债券（占 40.90%）构成。

2016~2018 年，公司长期借款呈逐年大幅增长趋势，年均复合增长 111.14%。截至 2017 年底，公司长期借款 19.60 亿元，较年初增长 139.64%，主要系公司收购北欧纸业申请的并购贷款增加所致。截至 2018 年底，公司长期借款 36.45 亿元，较年初增长 86.03%，主要系公司持续并购以及增加在建工程投入而增加长期借款所致，公司长期借款主要由抵押借款（占 41.79%）、保证借款（占 39.83%）和抵质押及保证借款（占 18.38%）构成。

2016~2018 年，公司应付债券呈波动增长趋势，年均复合增长 28.69%。截至 2017 年底，公司应付债券 17.83 亿元，较年初小幅下降 0.48%，主要系公司回售“12 山鹰债”0.11 亿元所致。截至 2018 年底，公司应付债券 29.68 亿元，较年初增长 66.41%，主要系公司发行“山鹰转债”所致。

2016~2018年，公司全部债务分别为95.64亿元、130.65亿元和178.43亿元，年均复合增长36.59%。截至2018年底，公司全部债务178.43亿元，较年初增长36.56%；其中短期债务111.53亿元，较年初增长20.67%，主要系公司短期借款增长所致，占比62.51%；长期债务66.89亿元，较年初增长75.02%，主要系长期借款增加所致，占比37.49%，仍以短期债务为主，债务结构有待调整。从债务指标来看，2016~2018年，公司资产负债率呈逐年上升趋势，分别为57.97%、61.21%和62.30%；全部债务资本化比率呈逐年上升趋势，分别为53.16%、55.57%和56.86%；长期债务资本化比率呈逐年上升趋势，分别为23.64%、26.79%和33.08%，公司债务负担较重，但仍属可控。

截至2019年3月底，公司负债合计251.34亿元，较年初增长12.35%，主要系短期借款和应付账款增加所致，其中流动负债占72.12%，非流动负债占27.88%，仍以流动负债为主。截至2019年3月底，公司全部债务205.28亿元，较年初增长26.27%，其中短期债务占68.60%，长期债务占31.40%；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64.30%、59.53%和31.59%，债务负担有所加重。

总体看，近年来，公司负债规模逐年增长，以流动负债为主；公司债务负担较重，且以短期债务为主，短期债务压力较大，债务结构有待优化。

（3）所有者权益

2016~2018年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长26.73%。截至2018年底，公司所有者权益合计135.35亿元，较年初增长29.58%，其中归属于母公司所有者权益为131.81亿元（占比97.38%），较年初增长27.14%，主要系利润增长带来未分配利润增加所致；从权益结构来看，归属于母公司所有者权益以股本（占24.84%）、资本公积（占33.15%）和未分配利润（占38.05%）为主，公司所有者权益结构稳定性尚可。

2016~2018年，公司未分配利润呈逐年大幅增长趋势，年均复合增长171.69%。截至2018年底，公司未分配利润为50.16亿元，较年初增长99.90%，主要系公司利润增长所致。

截至2019年3月底，公司所有者权益合计139.57亿元，较年初增长3.11%，权益结构变化不大。

总体看，近年来，由于公司合并范围扩大，公司所有者权益规模呈逐年增长趋势，以股本和资本公积为主，权益结构稳定性尚可。

4. 盈利能力

由于联盛纸业并表以及公司主要纸产品价格均上涨影响，公司盈利能力大幅提升。2016~2018年，公司营业收入分别为121.35亿元、174.70亿元和243.67亿元，呈逐年增长趋势，年均复合增长41.70%；营业成本与营业收入变化趋势相同，分别为101.50亿元、134.49亿元和187.49亿元，年均复合增长35.91%。2016~2018年，公司分别实现营业利润2.03亿元、22.91亿元和33.39亿元，年均复合增长305.37%；实现净利润分别为3.59亿元、20.20亿元和34.37亿元，年均复合增长209.45%，其中2018年净利润较上年大幅增长70.11%，主要系公司收到补助和营业外收入大幅增加所致。

从期间费用来看，2016~2018年，公司费用总额逐年增长，分别为16.39亿元、19.34亿元和31.52亿元，年均复合增长38.68%。2018年，公司期间费用较上年增长62.99%，主要系公司销售规模扩大所致，其中销售费用占30.62%、管理费用占27.19%、研发费用占18.77%、财务费用占23.42%。2016~2018年，销售费用分别为5.94亿元、6.96亿元和9.65亿元，年均复合增长27.52%，

主要系公司合并范围扩大以及销售规模增长使得运输成本增加所致；管理费用呈逐年增长趋势，分别为 4.96 亿元、6.22 亿元和 8.57 亿元，年均复合增长 31.42%，主要系公司合并范围扩大致使管理人员薪酬、办公经费等增加所致；财务费用分别为 5.49 亿元、6.16 亿元和 7.38 亿元，年均复合增长 15.96%，其中，2018 年公司财务费用 7.38 亿元，较上年增长 19.91%，主要系公司发行超短期融资券以及增加借款带来利息支出增加所致；2018 年度，公司研发费用按研发项目和费用明细单独核算并计入“管理费用”，根据财会[2018]15 号的规定，编制财务报表时分类至“研发费用”项目，公司研发费用 5.91 亿元，主要为直接材料投入费用。2016~2018 年，公司费用收入比分别为 13.50%、11.07%和 10.51%，呈逐年下降趋势，费用控制力不断提高。

2016~2018 年，公司营业外收入分别为 2.69 亿元、0.13 亿元和 5.99 亿元，呈波动上升趋势，年均复合增长 49.16%，占当期利润总额的比重分别为 59.88%、0.58%和 15.30%，营业外收入对利润总额的贡献大幅下降。2017 年，公司营业外收入 0.13 亿元，较上年减少 2.56 亿元，主要系公司执行财政部制定的《企业会计准则第 16 号—政府补助》，将与企业日常活动相关的政府补助计入其他收益中所致。2018 年，公司营业外收入 5.99 亿元，较上年大幅增加 5.86 亿元，主要系公司收购凤凰纸业的合并成本小于取得的可辨认净资产公允价值份额的金额，形成“负商誉”计入营业外收入所致。

2017 年，公司新增其他收益 4.51 亿元，主要系收到税收返还（4.22 亿元）和收到政府补助及奖励（0.23 亿元），占营业利润比重为 19.70%。2018 年，公司其他收益 10.44 亿元，较上年增长 131.36%，主要为收到税收返还 8.24 亿元、收到政府补助及奖励 1.36 亿元，占当期营业利润比重为 31.27%，公司其他收益对营业利润贡献较大。

从盈利指标来看，2016~2018 年，公司营业利润率呈波动上升趋势，分别为 15.48%、22.04%和 21.99%；总资本收益率分别为 4.64%、12.43%和 15.63%，总资产报酬率分别为 4.63%、11.85%和 15.16%，净资产收益率分别为 4.92%、21.41%和 28.66%，均呈逐年上升趋势，且 2018 年呈现较大幅度上升。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较高水平。

表 12 2018 年造纸行业上市公司盈利能力指标情况（单位：%）

证券代码	企业名称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
000488.SZ	晨鸣纸业	31.27	9.50	5.56
600963.SH	岳阳林纸	20.79	4.57	3.83
200986.SZ	粤华包	8.87	-0.14	0.55
2314.HK	理文造纸	23.31	21.66	14.98
2689.HK	玖龙纸业	15.54	12.49	4.16
--	上述中位值	21.92	11.00	4.86
600567.SH	山鹰纸业	23.05	27.21	14.38

资料来源：Wind，联合评级整理

注：Wind 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 数据。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 52.16 亿元，较上年同期下降 3.74%，主要系受市场形势和公司销售策略影响，原纸销量和收入同比略有下滑所致；实现营业利润 5.42 亿元，较上年同期下降 24.49%；净利润 4.50 亿元，较上年同期下降 25.65%，主要系原材料成本上升以及原纸销售价格有所下降，毛利率下降所致。

总体看，近年来，由于合并范围扩大，公司收入规模有较大幅度提升，费用控制能力持续提高，其他收益以及营业外收入对公司利润贡献较大，整体盈利能力处于行业中上水平。

5. 现金流

从经营活动看，2016~2018年，公司经营活动产生的现金流入分别为118.39亿元、170.13亿元和235.03亿元，呈逐年增长趋势，年均复合增长40.90%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金，分别为105.06亿元、151.89亿元和223.76亿元，呈逐年增长趋势，年均复合增长45.94%；公司收到其他与经营活动有关的现金分别为10.32亿元、13.28亿元和4.58亿元，逐年下降33.39%，主要系收回承兑汇票等经营保证金逐年下降所致。2016~2018年，公司经营活动现金流出逐年增长，分别为108.96亿元、142.33亿元和202.55亿元，年均复合增长36.35%。2018年，公司保理融资及融资租赁净增加额为3.38亿元，较上年大幅增加3.18亿元，主要系公司保理融资支出增加所致。受上述因素影响，2016~2018年，公司经营活动现金流量净额分别为9.43亿元、27.80亿元和32.48亿元，呈逐年增长趋势，年均复合增长85.60%。从收入实现看，近三年公司现金收入比分别为86.58%、86.95%和91.83%，呈逐年上升趋势。

从投资活动看，2016~2018年，公司投资活动产生的现金流入波动下降，分别为12.48亿元、5.69亿元和6.23亿元，年均复合下降29.36%，其中2017年较上年下降81.49%，主要系收回委托理财产品和利率互换业务投资减少所致；2018年，公司投资活动现金流入6.23亿元，较上年增长9.42%，主要系收到的融资租赁业务本金及利息增长所致。2016~2018年，公司投资活动产生的现金流出波动增长，分别为24.15亿元、57.65亿元和44.50亿元，年均复合增长35.73%，其中2017年，公司投资活动现金流出57.65亿元，较上年大幅增长138.67%，主要系并购子公司以及开展融资租赁业务所致；2018年公司投资活动现金流出较上年下降22.81%，主要系投资支付的现金以及支付其他与公司活动有关的现金下降所致，其中，2018年公司投资支付的现金3.59亿元，较上年下降61.16%，主要系并购支出较上年同期下降所致；公司支付其他与投资活动有关的现金6.88亿元，较上年下降63.15%，主要系公司支付的融资租赁业务款项下降所致。受上述因素影响，2016~2018年，公司投资活动产生的现金流量均为净流出状态，净流出规模分别为11.67亿元、51.95亿元和38.27亿元。

从筹资活动看，2016~2018年，公司筹资活动现金流入呈逐年增长趋势，分别为188.61亿元、191.94亿元和223.23亿元，年均复合增长8.79%。2016~2018年，公司筹资活动现金流出分别为176.94亿元、165.29亿元和214.56亿元，呈波动增长趋势，年均复合增长10.12%。2018年，公司筹资活动现金流出较上年增长29.81%，主要系公司支付其他与筹资活动有关的现金增长所致，其中公司支付其他与筹资活动有关的现金75.00亿元，较上年大幅增长90.26%，主要系偿还短期融资券本息所致。受上述因素影响，2016~2018年，筹资活动产生的现金流量净额分别为11.67亿元、26.65亿元和8.67亿元。

2019年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额为-3.99亿元，投资活动产生的现金流量净额为-6.56亿元，筹资活动产生的现金流量净额为20.19亿元，现金及现金等价物净增加额9.52亿元。

总体看，近年来，公司经营活动现金流持续净流入，收入实现质量一般；公司经营活动现金流不能满足其投资活动资金需求，公司投资活动对外部筹资需求较大，筹资方式主要为发行债券和银行借款。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016~2018年，公司流动比率呈波动下降趋势，分别为0.84倍、0.74倍和0.80倍；速动比率呈波动下降趋势，分别为0.65倍、0.56倍和0.63倍，流动资产对流动负

债的保护程度一般。2016~2018年，公司现金短期债务比波动下降，分别为0.47倍、0.35倍和0.36倍，现金类资产对短期债务覆盖程度一般。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2016~2018年，公司EBITDA呈逐年增长趋势，分别为17.40亿元、34.33亿元和56.21亿元，年均复合增长79.72%，主要系利润总额增长所致。2018年，公司EBITDA由利润总额（占69.67%）、计入财务费用的利息支出（占15.05%）、摊销（占1.02%）和折旧（占14.26%）构成，以利润总额和折旧为主。2016~2018年，公司EBITDA全部债务比逐年上升，分别为0.18倍、0.26倍和0.32倍，EBITDA对全部债务的保障能力逐年提高；EBITDA利息倍数逐年上升，分别为3.75倍、5.89倍和6.65倍，EBITDA对利息的保障能力较强。整体看，公司长期偿债能力尚可。

公司与多家商业银行建立了良好的合作关系，截至2018年底，公司本部及下属子公司获得银行授信总额合计178.04亿元，已使用额度122.89亿元，公司间接融资渠道较为畅通；公司为上海证券交易所上市公司，具备直接融资渠道。

截至2018年底，公司无对外担保事项。

截至2018年底，公司未决诉讼如下：山东世纪阳光纸业集团有限公司（以下简称“世纪阳光公司”）于2012年6月向潍坊市中级人民法院提起诉讼，认为浙江山鹰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。浙江山鹰已于近日收到山东高院（2019）鲁民终11号《民事裁定书》，裁定如下：“1、撤销山东省潍坊市中级人民法院（2012）潍知初字第361号民事判决；2、指令山东省青岛市中级人民法院重审；3、上诉人浙江山鹰预交的二审案件受理费350,052元予以退回。”根据重大资产重组时泰盛实业相关承诺，世纪阳光公司专利侵权议案最终生效司法文书认定浙江山鹰需支付赔偿，则由泰盛实业承担浙江山鹰的全部实际损失，并在该等金额确定之日起三十个工作日内将等额人民币补偿给浙江山鹰。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G1034050200000260F），截至2019年4月16日，公司已结清的信贷信息中，有1笔贷款不良违约类信息，7笔贷款关注类信息，根据马鞍山农商行马钢花园支行2015年1月提供的说明，公司一笔承兑汇票被退票后没有及时解付，导致该票显示逾期；未结清的信贷信息中无关注类和不良/违约类信息，过往债务履约情况较好。

总体看，近年来，公司长短期偿债能力指标表现一般，但考虑到公司在行业地位、经营规模等方面的优势，其整体偿债能力很强。

八、本次债券偿债能力分析

1. 本次可转换公司债券对目前债务的影响

截至2019年3月底，公司债务总额为205.28亿元，本次拟发行可转换公司债券规模不超过26.56亿元，总发债额度相对于公司全部债务规模的12.94%，相对于公司目前的债务规模，本次债券发债额度不大。

以2019年3月底财务数据为基础，假设募集资金净额为26.56亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，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由64.30%、59.53%和31.59%上升至66.57%、62.42%和39.47%，公司的负债水平有所上升，债务负担进一步加重，但考虑到可转换债券具有转股的可能性，如果公司股价未来上涨超过转股价，公司本次发行的可转换债券将转换为公司的权益，有利于公司降低资产负债率和减轻债务负担。

2. 本次债券偿还能力分析

以 2018 年的财务数据为基础，公司 2018 年 EBITDA 为 56.21 亿元，为本次可转换公司债券发行额度（26.56 亿元）的 2.12 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高。公司 2018 年经营活动产生的现金流入量 235.03 亿元，分别为本次公司债券发行额度（26.56 亿元）的 8.85 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券覆盖程度较高。

从本次债券的发行条款来看，公司设置了转股价格修正条款（在本次债券存续期间，当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 80% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决），同时制定了有条件赎回条款（在本次债券转股期内，如果公司股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或本次债券未转股余额不足人民币 3,000 万元时），公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券，公司还置顶了回售条款（如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司）。上述条款有利于鼓励债券投资者将持有的债券转股。本次可转债发行后，考虑到未来转股因素，实际需要偿还的债券本息有可能低于发行时的预计水平，同时转股后公司的资产负债率将进一步降低。

综合以上分析，并考虑到公司在经营规模、行业地位、技术水平、盈利能力等方面的竞争优势，联合评级认为，本次可转换公司债券到期无法还本付息的风险很低。

九、综合评价

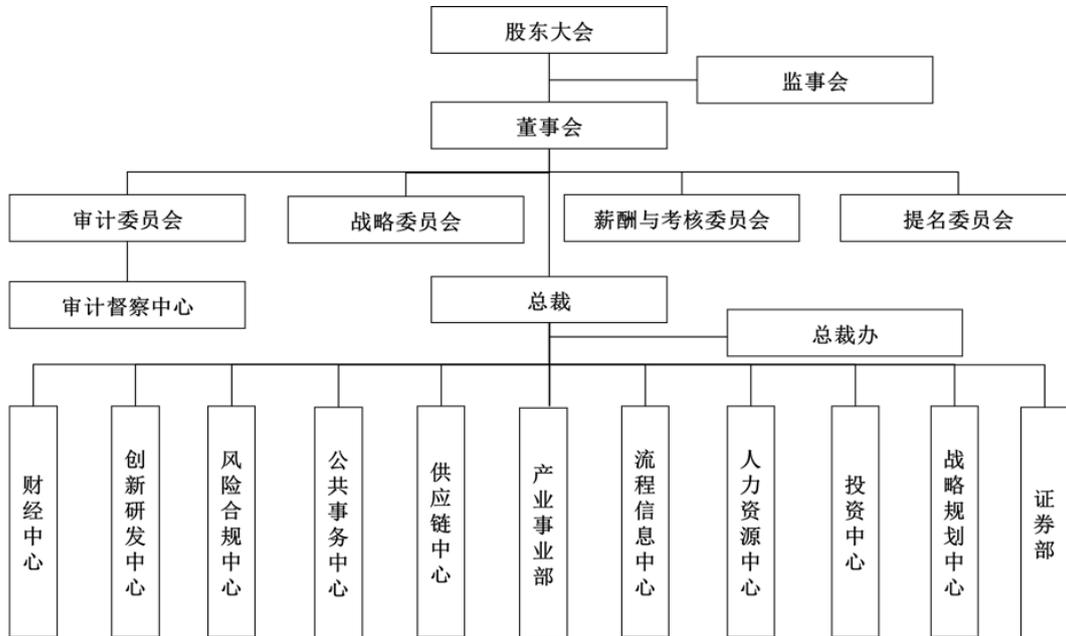
联合评级对公司的评级反映了其作为国内大型包装纸生产企业之一，在区域环境、行业地位、采购渠道、经营规模、技术水平等方面具备的综合竞争优势。近年来，公司通过外延并购，其资产总额和收入规模均有大幅提升，扩大了在华南区域的市场占有率并拓展了海外市场，进一步完善了业务布局；此外，受益于造纸行业景气度回升，公司主要产品价格均有所上涨，公司盈利能力大幅提升，经营活动现金流状况良好。同时，联合评级也关注到公司所处造纸行业市场竞争激烈，废纸价格波动不利于公司成本控制，债务负担较重且以短期偿债压力较大，在建及拟建项目资金支出压力较大以及商誉规模较大等因素对公司信用水平可能带来不利影响。

未来随着在建产能建成投产，公司生产规模将进一步扩大，有利于进一步增强其综合实力，联合评级对公司评级展望为“稳定”。

本次债券募集资金拟主要用于爱拓环保能源（浙江）有限公司造纸废弃物资源综合利用项目等项目。同时本次可转换公司债券发行条款设计偏向于转股，考虑到未来转股因素，预计公司的资本结构有进一步优化的可能，偿债压力将得以减轻。

基于对公司主体长期信用以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次可转换债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 山鹰国际控股股份公司 组织结构图



附件 2 山鹰国际控股股份公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额 (亿元)	200.49	269.31	359.06	390.91
所有者权益 (亿元)	84.27	104.45	135.35	139.57
短期债务 (亿元)	69.54	92.43	111.53	140.83
长期债务 (亿元)	26.10	38.22	66.89	64.45
全部债务 (亿元)	95.64	130.65	178.43	205.28
营业收入 (亿元)	121.35	174.70	243.67	52.16
净利润 (亿元)	3.59	20.20	34.37	4.50
EBITDA (亿元)	17.40	34.33	56.21	--
经营性净现金流 (亿元)	9.43	27.80	32.48	-3.99
应收账款周转次数 (次)	7.29	8.53	8.96	--
存货周转次数 (次)	5.81	6.64	7.75	--
总资产周转次数 (次)	0.63	0.74	0.78	0.18
现金收入比率 (%)	86.58	86.95	91.83	89.85
总资本收益率 (%)	4.64	12.41	15.60	--
总资产报酬率 (%)	4.63	11.85	15.16	--
净资产收益率 (%)	4.92	21.41	28.66	4.02
营业利润率 (%)	15.48	22.04	21.99	18.72
费用收入比 (%)	13.50	11.07	10.51	10.53
资产负债率 (%)	57.97	61.21	62.30	64.30
全部债务资本化比率 (%)	53.16	55.57	56.86	59.53
长期债务资本化比率 (%)	23.64	26.79	33.08	31.59
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.75	5.89	6.65	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.18	0.26	0.32	--
流动比率 (倍)	0.84	0.74	0.80	0.81
速动比率 (倍)	0.65	0.56	0.63	0.66
现金短期债务比 (倍)	0.47	0.35	0.36	0.40
经营现金流动负债比率 (%)	10.59	22.54	21.49	-2.20
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.66	1.29	2.12	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；

2、本报告中部分合计数与各相加数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；

3、2019 年 1~3 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化；

4、其他流动负债已调整至短期债务，长期应付款已调整至长期债务。

附件3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
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/本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期融资款+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 山鹰国际控股股份公司 2019年公开发行可转换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（期）债券存续期内，并在每年山鹰国际控股股份公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

山鹰国际控股股份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。山鹰国际控股股份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山鹰国际控股股份公司的相关状况，以及包括转股、赎回及回售等在内的可转换债券下设特殊条款，如发现山鹰国际控股股份公司或本次（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，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如山鹰国际控股股份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，直至山鹰国际控股股份公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送山鹰国际控股股份公司、监管部门等。

