信用评级公告

联合〔2022〕2963 号

联合资信评估股份有限公司通过对山鹰国际控股股份公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持山鹰国际控股股份公司主体长期信用等级为 AA^{+}，维持“21 山鹰国际 GN001”的信用等级为 AA^{+}，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年六月七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

山鹰国际控股股份公司 2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
山鹰国际控股股份公司	AA+	稳定	AA+	稳定
22 山鹰国际 GN001	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
21 山鹰国际 GN001	0.90 亿元	0.90 亿元	2024/10/29

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至 2022 年 3 月末尚处于存续期的债券

评级时间：2022 年 6 月 7 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202204

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa		评级结果	AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F3	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
公司原纸和包装落地产能持续增长，现有基地部分产能正处于爬坡期，业绩尚未充分显现；公司在建原纸项目产能较多，在建项目陆续达产后，公司营业总收入、利润总额和市场份额有望得到提升				1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对山鹰国际控股股份公司（以下简称“公司”）的评级，反映了公司作为中国大型机制纸生产商，在区域布局、行业地位、采购渠道、经营规模等方面具备的综合竞争优势。跟踪期内，公司有序推进国内造纸基地的布局，产能规模和营业总收入持续增长，资产规模得到提升。同时，联合资信也关注到，跟踪期内，公司生产所需的废纸等主要原材料价格波动较大，盈利能力出现下滑；债务规模持续增长，存在短期债务压力；在建项目资金需求高；资产受限比例较高，质量一般等因素对公司信用水平可能带来不利影响。

未来，随着在建工程完工投产，产能逐步释放，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。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，维持“21 山鹰国际 GN001”的信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1. **公司在造纸行业整体实力强，在控制原材料成本方面优势显著。**公司是中国境内第“二”大包装纸生产商，形成了从“回收-造纸-包装服务”完整产业链布局；公司加大海外废纸回收布局，同时在境外部署废纸浆加工基地，增强了成本竞争优势。
2. **跟踪期内，公司原纸落地产量持续提升，在市场占有率和议价能力等方面具备显著的综合竞争力。**公司通过自建及并购不断完善国内区域布局，目前在安徽马鞍山、浙江嘉兴、福建漳州、湖北荆州和广东肇庆建有五大造纸基地，截至 2021 年末，公司原纸落地产能位列行业前三；公司包装板块企业布局于沿江沿海经济发达地区，年产量位居中国第二。
3. **公司通过产业结构的调整和一系列的措施改善，增强了持续发展能力和财务弹性。**近年来，公司产业结构调整，聚焦造纸主业，同时通过向下游包装行业延伸，在一定程度上提升了可持续发展能力和财务弹性。

分析师：杨 涵　李敬云
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

关注

1. **公司所在造纸行业易受宏观经济及政策影响。**包装纸行业受宏观经济影响明显；近年来，中国环保政策趋严，造成公司生产所需废纸等原料供应紧张，国际大宗产品价格上涨较快，能源、原料、化辅等价格持续走高对公司产品成本控制形成压力。
2. **控股股东所持有公司股份质押率高。**截至2022年3月末，公司控股股东及其一致行动人累计质押股份数量占其所持公司股份的60.15%，质押比例偏高。
3. **公司在建项目数量较多，未来有一定的融资需求。**截至2022年3月末，公司在建工程总投资额为182.23亿元，年内尚需投资41.65亿元；拟建的宿州项目总投资规模约为114亿元，未来有一定的融资需求。公司未来财务弹性的改善和资产负债的匹配依赖于公司对投资节奏的保持和债务结构的调整。
4. **公司及控股子公司对合并范围内子公司担保金额高，公司资产受限规模大。**截至2022年3月末，公司及控股子公司为合并报表范围内子公司提供的担保余额合计为151.23亿元，占公司2021年末所有者权益的91.56%；截至2021年末，公司资产受限规模为117.21亿元，占资产总额的比例为22.54%，受限比例较高。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产(亿元)	52.23	50.89	44.65	72.69
资产总额(亿元)	425.45	454.37	519.94	557.24
所有者权益(亿元)	148.94	172.29	182.99	184.50
短期债务(亿元)	131.62	134.29	174.27	193.69
长期债务(亿元)	86.18	88.80	98.01	119.83
全部债务(亿元)	217.80	223.09	272.28	313.53
营业总收入(亿元)	232.41	249.69	330.33	79.61
利润总额(亿元)	15.66	16.90	16.50	2.03
EBITDA(亿元)	31.99	37.11	38.51	--
经营性净现金流(亿元)	17.75	5.82	19.69	1.75
营业利润率(%)	18.23	15.98	11.25	10.03
净资产收益率(%)	9.08	8.06	8.49	--
资产负债率(%)	64.99	62.08	64.81	66.89
全部债务资本化比率(%)	59.39	56.42	59.81	62.95
流动比率(%)	77.78	77.32	69.75	77.44
经营现金流动负债比（%）	9.65	3.17	8.73	--
现金短期债务比(倍)	0.40	0.38	0.26	0.38
EBITDA 利息倍数(倍)	3.95	3.36	3.71	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.81	6.01	7.07	--
公司本部（母公司）				
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额(亿元)	283.02	301.70	322.98	--
所有者权益(亿元)	110.20	113.78	113.47	--
全部债务(亿元)	97.55	99.77	114.26	--
营业总收入(亿元)	71.78	67.63	79.27	--
利润总额(亿元)	7.08	7.19	2.46	--
资产负债率(%)	61.06	62.29	64.87	--
全部债务资本化比率(%)	46.96	46.72	50.17	--
流动比率(%)	69.54	72.66	64.00	--
经营现金流动负债比(%)	21.70	6.88	7.78	--

注：1.公司 2022 年 1 季度财务报表未经审计；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

评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 山鹰国际 GN001	AA+	AA+	稳定	2021.7.22	杨 涵 杨 恒	一般工商企业主体信用评级方法（2019 年） 一般工商企业主体信用评级模型（2019 年）	阅读全文
山鹰转债	AA+	AA+	稳定	2020.11.17	高佳悦 罗 峤	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法（主体）	阅读全文
鹰 19 转债	AA+	AA+	稳定	2020.8.6	蒲雅修 刘冰华	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法（主体）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受山鹰国际控股股份公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

山鹰国际控股股份公司 2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于山鹰国际控股股份公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

山鹰国际控股股份公司（以下简称“公司”或“山鹰国际”）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 10050 万元，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（证券简称为“山鹰纸业股票代码为“600567.SH”）。2017 年 7 月，山鹰纸业变更为现名。2020 年 11 月，公司变更证券简称为“山鹰国际”。后历经多次增资及股权转让，截至 2022 年 3 月末，公司股本为 46.16 亿元，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”），持股比例为 28.12%。公司实际控制人为吴明武和徐丽凡夫妇。截至 2022 年 3 月末，泰盛实业及其一致行动人共质押 8.93 亿股，占其持有公司股份的 60.15%。

公司经营范围：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 2021 年末，公司纳入合并范围的子公司共 140 家。截至 2022 年 3 月末，公司下设财经中心、转型变革中心、法务合规中心等部门。

截至 2021 年末，公司合并资产总额 519.94 亿元，所有者权益 182.99 亿元（含少数股东权益 17.82 亿元）；2021 年，公司营业总收入 330.33 亿元，利润总额 16.50 亿元。

截至 2022 年 3 月末，公司合并资产总额 557.24 亿元，所有者权益 184.50 亿元（含少数股东权益 17.56 亿元）；2022 年 1－3 月，公司营业总收入 79.61 亿元，利润总额 2.03 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。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2022 年 3 月末，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用，并在付息日正常付息。

表 1 截至 2022 年 3 月末公司存续债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
21 山鹰国际 GN001	0.90	0.90	2021/10/29	3 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2　2021 一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般

公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力稳市场主体、保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50%增长目标的困难有所加大。

五、行业环境分析

目前，公司主营业务涉及原纸生产、再生纤维（废纸贸易）和纸制品（包装）等领域。

1.行业概况

近年来，受废纸进口限制政策、环保压力加大等因素影响，造纸行业落后产能不断出清，行业集中度进一步提升。未来造纸行业内资源优势明显并且满足环保要求的大型企业具备较强的竞争优势，有望获得较好的发展。

近年来，全球经济复苏缓慢，中国经济增速放缓，面临经济下行压力。造纸包装行业下游与国民消费需求息息相关，未来中国经济向“内循环”经济结构优化，将促进行业长期稳定发展。

2021 年，造纸和纸制品业增加值累计增长 6.3%，其中 12 月份同比增长 1.9%。机制纸及纸板（外购原纸加工除外）产量 13583.9 万吨，累计增长 6.8%；新闻纸产量 89.6 万吨，累计下降 11.2%。其中 12 月份，机制纸及纸板（外购原纸加工除外）产量 1234.4 万吨，同比增长 1.2%；新闻纸产量 8.9 万吨，同比下降 10.1%。同期，纸浆、纸及其制品出口 938 万吨，同比增长 2.4%；出口额约 243.6 亿美元，同比增长 16%。其中 12 月份出口 95 万吨，同比增长 20.9%；出口额约 24.5 亿美元，同比增长 18%。

在双碳目标下，越来越高的环保标准、减碳排放等要求加速了造纸企业的兼并重组、加速行业优胜劣汰洗牌。对比发达国家，国内包装纸行业集中度仍然偏低，2021 年国内箱板纸 CR4（行业最大 4 家企业市场占有率）为 54%，美国 CR4 常年稳定在 70%以上；国内瓦楞纸 CR4 为 22%，美国为 40%左右，造纸龙头企业扩张

和行业集中度提升仍有很大的空间。国内包装纸市场虽然总产能大于需求，但是落后产能的淘汰速度也在加快。据卓创统计，2020—2021 年，箱板瓦楞纸淘汰产能超过 700 万吨，约占现有产能 10%，落后产能的加速退出，将有利促进行业向绿色、循环、高质量方向发展。

2. 行业政策

从行业政策来看，2019 年 8 月，国家市场监督管理总局发布《纸浆纤维湿重的测定》等 4 项造纸国家标准，对纸、纸板和纸制品邻苯二甲酸酯的测定、纸浆纤维湿重的测定等均规定了测定标准。2019 年 12 月，国务院关税税则委员会公布《关于 2020 年进口暂定税率等调整方案的通知》，中国将降低 150 多项木材和纸制品的进口关税，平均税率水平从 5.30%左右降低至 3.20%左右。根据《国务院关税税则委员会关于开展对美加征关税商品市场化采购排除工作的公告》，国务院关税税则委员会决定，开展对美加征关税商品市场化采购排除工作，根据相关中国境内企业的申请，对符合条件、按市场化和商业化原则自美采购的进口商品，在一定期限内不再加征对美 301 措施反制关税。2020 年 11 月 25 日生态环境部、商务部、国家发改委、海关总署联合发布《关于全面禁止进口固体废物有关事项公告》，正式明确了从 2021 年 1 月 1 日起中国全面禁止进口固体废物。而我国造纸用原料（木浆、废纸和木片）对外依存度约在 50%以上；其中，废纸方面，年废纸进口量占全球废纸贸易量的 40%，进口废纸制成的纸浆已占纸浆总量的 20%。加之国内废纸回收利用程度已接近饱和，所以这一政策的颁布直接影响到国内造纸业的原材料供应保障问题。目前，公司已积极采取相应措施，通过海外设厂、并购来布局海外制浆、造纸等方式合理降低由于政策变化所带来风险。

六、基础素质分析

1. 产权状况

公司产权状况未发生变化，实际控制人及一致行动人股权质押比例偏高。

截至2022年3月末，公司股本为46.16亿元，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”），持股比例为28.12%。公司实际控制人为吴明武和徐丽凡夫妇。截至2022年3月末，泰盛实业及其一致行动人共质押8.93亿股，占其持有公司股份的60.15%，质押比例偏高。

2. 企业规模及竞争力

公司作为国内大型造纸企业，产业链完备，产能规模大，区位优势突出，特别在包装纸领域具有较强的竞争实力。

公司是集再生纤维收购、包装原纸生产、纸板、纸箱生产制造、物流于一体的纸业集团企业，连续被评为高新技术企业。公司主营业务为箱板纸、瓦楞原纸、特种纸、纸板及纸制品包装的生产和销售以及国内外回收纤维贸易业务，主要产品被广泛用于消费电子、家电、化工、轻工等消费品及工业品行业。公司凭借产业链一体化的优势，实现造纸、包装及回收纤维三项业务协同发展。公司在安徽马鞍山、浙江嘉兴、福建漳州、湖北荆州、广东肇庆建有五大造纸基地，产能位居行业前三；公司包装板块企业布局于沿江沿海经济发达地区，年产量位居中国第二。同时，公司通过回收纤维资源获取、优势市场及高端纸种的部署推动国际战略布局。公司持续在美国、英国、澳大利亚、日本、荷兰等回收纤维主要来源地开展贸易业务，在东南亚及欧洲布局再生浆，保证上游原材料的供应。

3. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：91340500150523317H），截至2022年4月26日，公司已结清的信贷信息中，有1笔不良类信用证账户记录和40笔关注类信用证账户记录，根据中国工商银行股份有限公司马鞍山分行、中国农业银行股份有限公司马鞍山金家庄支行、中国工商银行股份有限公司马鞍山金家庄支行和安徽界首农村商业银行股份有限公司分别于2009年1月14日、2013年3月20日、2013年6月19日和2014年4月2日提供说明，上述事项属于信

贷流程系统原因，已全部结清，不存在逾期情况；未结清的信贷信息中无关注类和不良/违约类记录。

截至 2022 年 5 月 1 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司部分治理层和高级管理人员发生变更，主要管理制度未发生重大变化。

2021年10月27日，孙晓民辞去公司第八届董事会董事、董事会薪酬与考核委员会委员及副总裁职务。

2022年4月29日，石春茂先生因个人原因向董事会申请辞去公司副总裁及财务负责人职务。辞职后不再担任公司任何职务。经公司总裁吴明武先生提名，董事会提名委员会审核通过，同意聘任许云先生为公司财务负责人。

许云先生出生于1978年，中国籍，会计学博士，中国注册会计师非执业会员、国际财务管理协会高级国际财务管理师、美国供应管理协会注册供应管理专业人士、厦门国家会计学院兼职论文导师。现任公司财务负责人、财经中心总经理，曾任公司造纸事业部供应链总监、马鞍山造纸基地财务总监、包装事业部综合管理总监。

除上述事项外，跟踪期内，公司股权结构以及主要管理制度未发生重大变化。

八、重大事项

1. 非公开发行股票预案

公司于 2022 年 5 月 9 日发布《2022 年度非公开发行 A 股股票预案》。公司拟向控股股东拟出资设立全资子公司浙江泰欣实业有限公司（以下简称“泰欣实业”）非公开发行股票 8.47 亿股（占发行前公司总股本的 18.36%），募集资金 20.00 亿元。扣除发行费用后，募集资金将全部用于补充流动资金。本次非公开发行的定价基准日为 2022 年 5 月 9 日，发行价格为 2.36 元/股。公司通过本次非公开发行股票有利于优化资本结构，扩展直接融资渠道，满足经营发展的资金需求。

九、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司继续推进国内造纸基地的优势布局，原纸和纸制品落地产能持续提升，营业收入大幅增长；同时，受疫情影响，原料、化辅、能源、运输等成本上升，毛利率下滑。

2021年，公司营业总收入大幅增长。其中，原纸产品是公司营业收入的核心来源，受益于落地产能增长，收入保持稳定增长；纸制品主要为公司生产包装产品，收入大幅增长；再生纤维主要为废纸贸易业务，2021年得益于废纸贸易规模扩大，收入大幅增长。

2021年，公司毛利率有所下降，主要系原料、化辅、能源、运输等成本上升所致。具体来看，公司原纸业务毛利率降幅较大；纸制品业务毛利率变化不大；再生纤维业务毛利率有所下降，主要系境外采购成本和运输成本影响所致。

2022年1－3月，公司实现营业总收入79.61亿元，同比增长16.59%，毛利率较上年同期减少4.21个百分点。2022年1－3月，公司实现国内原纸产量144.48万吨，国内原纸销量130.53万吨，产销率90.35%，同比上升3.52个百分点。瓦楞箱板纸箱产量4.63亿平方米，瓦楞箱板纸箱销量4.96亿平方米，同比上升较快。

表3　2019－2021年公司营业总收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

业务分类	2019 年			2020 年			2021 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
原纸	167.02	71.87	22.26	181.94	72.87	19.78	212.06	64.20	14.72
纸制品	43.93	18.90	13.12	48.62	19.47	10.32	72.95	22.08	10.02
再生纤维	14.25	6.13	5.06	14.23	5.70	2.06	32.47	9.83	1.30
其他	7.20	3.10	8.87	4.90	1.96	10.06	12.85	3.89	10.3
合计	**232.41**	**100.00**	**19.06**	**249.69**	**100.00**	**16.74**	**330.33**	**100.00**	**12.19**

资料来源：公司提供

2. 原材料采购

受国外废纸进口额度限制因素影响，公司国外废纸采购量下降、国内废纸采购量增加；公司通过海外设厂、并购来布局海外制浆、造纸等方式合理降低由于政策变化所带来风险，原材料采购集中度仍较低。

公司的主要原材料为废纸、木浆、硫酸铝、淀粉、施胶剂等。公司所需的能源主要系电能。公司自备热电厂，造纸生产使用的电力主要由热电厂提供；造纸生产使用的蒸汽由热电厂提供；热电厂主要消耗煤。2021年，公司原纸和纸制品主要成本基本为直接材料。废纸和木浆等主要原材料供应情况和价格变动对公司包装纸和包装业务生产经营具有重大影响。

表 4　2021 年公司产品成本构成情况

产品	项目	占比（%）
原纸	直接材料	95.63
	直接人工	0.93
	制造费用	3.45
	合计	**100.00**
纸制品	直接材料	87.91
	直接人工	6.00
	制造费用	6.09
	合计	**100.00**

资料来源：公司年度报告

公司国内造纸板块的原材料废纸主要通过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”）负责采购。环宇国际位于香港，已具备较完善的全球回收纤维采购体系。环宇国际通过位于境外子公司以及Waste Paper Trade C.V.及子公司（以下简称“WPT”）共同开展国外再生纤维的贸易工作。由于中国政策限制，公司不能直接进口再生纤维（国外废纸）作为生产原料，仅能采用境外基地提供的再生浆作为境内造纸业务原料。2021年，公司海外再生纤维业务全年贸易量为239万吨，超过公司生产需要部分用于增加市场控制力。截至2021年末，公司在泰国等东南亚地区布局再生浆产能110万吨，年产32万吨英国及荷兰再生浆产能将于2022年上半年投产。

2021年，公司国内废纸采购量大幅增长，主要系原纸产量提升，国外废纸进口受限所致；煤炭采购量有所增长，主要系产量增长所致。

原材料和能源采购价格方面，2021年，受废纸进口限制影响，国内废纸价格持续增长；煤炭价格大幅增长，主要系大宗商品价格上涨所致。

废纸采购结算方式方面，国内废纸采购一般在 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。

公司生产所需能源主要为电力和煤炭。电力由公司热电厂供给（截至2020年底，自供电比率约为74%，在建项目达产后将达到90%以上），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。供应商给予公司30天左右的账期。受煤炭价格波动影响，采购量在各年有一定波动。

表 5　2019－2021 年公司主要原料和能源采购情况

原料	项目	2019 年	2020 年	2021 年
国外废纸	采购量（万吨）	149.34	90.59	3.29
	采购均价（元/吨）	1546.38	1326.07	1473.42
	采购金额（亿元）	23.09	12.01	0.48
国内废纸	采购量（万吨）	317.70	403.46	531.78
	采购均价（元/吨）	2064.62	2033.52	2365.56
	采购金额（亿元）	65.59	82.04	125.80
煤炭	采购量（万吨）	196.02	206.05	234.46
	采购均价（元/吨）	553.50	555.26	920.43
	采购金额（亿元）	10.85	11.44	21.58

注：目前，公司基本不采购国外废纸用于直接制造原纸，2021 年再生纤维（国外废纸）贸易量为 239 万吨
资料来源：公司提供

2021年，公司向前五名供应商采购额合计为18.01亿元，占年度采购总额6.21%，其中不存在关联方采购。公司采购集中度很低。

3. 生产和销售

2021年，公司持续推进产能布局，原纸和纸制品落地产能持续增长，位居国内领先地位，造纸产量持续增长，产销量均有不同程度提升。

公司包装纸主要生产基地和销售区域为中国境内。截至2021年末，公司在安徽马鞍山、浙

江嘉兴、福建漳州、湖北荆州、广东肇庆建有五大造纸基地；公司包装板块企业布局于沿江沿海经济发达地区，贴近行业头部客户聚集地，产业辐射江苏、浙江、安徽、福建、广东、湖北、山东、四川、天津等省市。

生产方面，得益于公司新建产能的陆续投产以及生产工艺管理的优化升级，2021年，原纸和纸制品产量持续增长。

销售量方面，公司造纸和包装产业采取“以产定销”和“以销定产”的经营模式，根据客户的需求及订单情况安排生产。；2021年，公司原纸销量和纸制品销量持续增长，产销率维持在很高水平。销售价格方面，2021年，受上游原材料价格上涨影响，2021年，公司原纸价格和纸制品价格均较上年出现增长。

结算方式方面，公司对下游客户的货款结算信用期最长为30天，货款回收方式大致有现款、银行票据两种方式。通常情况下，信用状况优质的客户可获得的更高的信用额度。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。

公司原纸和包装纸产业下端为在全国各地布局包装厂，产品直接服务于通讯、电子、食品、家电、电商快递等下游客户，客户集中度相对分散。2021年，公司对前五名客户销售额为30.14亿元，占年度销售总额9.13%，其中不包含对关联方销售额，公司销售集中度较低。

表 6　2019－2021 年公司产品产销情况

产品	项目	2019 年	2020 年	2021 年
原纸	产量（万吨）	473.59	510.07	602.13
	销量（万吨）	475.71	517.57	582.04
	产销率（%）	100.45	101.45	96.66
	销售均价（元/吨）	3785.50	3515.08	3643.34
纸制品	产量（亿平米）	12.59	14.67	19.88
	销量（亿平米）	12.75	14.66	20.24
	产销率（%）	101.31	99.93	101.83
	销售均价（元/平米）	3.45	3.32	3.60

注：由于公司方便统计，造纸销售部分为原纸大类统计，不再做细分纸拆分；纸制品销售量数据中包含部分外购成品纸。
资料来源：公司提供

4. 经营效率

公司销售债权周转效率、存货周转效率和总资产周转效率均有所增长，经营效率良好。

2021 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均有所增长，2021 年分别为 6.44 次、9.37 次和 0.68 次。考虑到公司生产的造纸产品与其他企业存在一定差异，整体上看，公司经营效率表现处于造纸行业中领先水平。

表 7　2021 年同行业公司经营效率对比情况

股票代码	公司简称	存货周转次数	应收账款周转次数	总资产周转次数
000488.SZ	晨鸣纸业	4.84	14.23	0.38
600103.SH	青山纸业	4.02	22.24	0.53
002078.SZ	太阳纸业	8.26	18.84	0.81
600966.SH	博汇纸业	6.97	25.81	0.83
600567.SH	**山鹰国际**	**9.37**	**7.62**	**0.68**

注：为了增加可比性，表中公司指标计算公式与 Wind 保持一致
资料来源：Wind，联合资信整理

5. 未来发展

未来，公司将继续坚持以“为客户创造长期价值的全球绿色包装一体化解决方案服务商”为战略定位，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。公司在建和拟建项目主要为产能扩建项目，随着现有设计产能充分释放、在建项目的完工，公司综合实力有望进一步增强；同时在建项目数量较多，未来有一定的资金需求。

公司在建项目围绕主业展开，未来仍将面临较大的资金需求。截至2022年3月末，公司重要在建项目计划投资总额为182.23亿元，累计完成投资126.69亿元，2022年4—12月、2023年和2024年分别需投资41.65亿元、10.83亿元和3.06亿元。其中，浙江山鹰77万吨新项目和广东山鹰100万吨高档箱板纸扩建项目尚有较大投资支出需求。公司在建工程按建设规划与时间计划稳步推进，其中广东山鹰100万吨高档箱板纸扩建项目预计于2022年建成投产，考虑投产时间及产能爬坡因素，2022年预计新增产量约50万吨；浙江山鹰77万吨新项目预计于2022年末建成投产。公司在建项目投产后公司年规划产能规模将超过800万吨。新增产能将成为公司新的利润增长点。

重大拟建项目方面，公司拟通过下属山鹰纸业（宿州）有限公司在安徽省宿州市投资建设造纸项目（以下简称“宿州项目”）。宿州项目一期规划70万吨/年热磨纤维及180万吨/年包装纸产能，并配套实施热电联产等；项目总投资为114.45亿元，其中第一阶段年产90万吨包装纸热电联产项目总投资68.54亿元；项目资金来源为自有资金、自筹资金或其他合法来源等。宿州项目整体建设期30个月，并将分阶段实施，第一阶段建设期24个月。

表8 截至2022年3月末公司重要在建工程情况（单位：亿元）

项目名称	项目所在地	计划投资额	已完成投资	尚需投资			资金来源
				2022年4-12月	2023年	2024年	
年产42万吨低定量瓦楞原纸生产线项目、年产38万吨量瓦纸和年产47万吨定2/T纸生产线项目	湖北省公安县青吉工业园	45.08	43.78	1.19	0.11	--	募集资金和自有资金和金融机构贷款
湖北公安县杨家厂镇工业园热电联产项目	湖北省公安县青吉工业园	18.16	13.63	1.68	2.85	--	募集资金和自有资金
湖北公安县杨家厂镇工业园固废综合利用项目	湖北省公安县青吉工业园	7.69	7.14	0.48	0.07	--	募集资金和自有资金
浙江爱拓环保发电项目	浙江省海盐县	9.4	8.57	0.75	0.08	--	金融机构贷款和募集资金
山鹰国际资源综合利用发电项目	安徽省马鞍山市	7.76	6.39	0.78	0.50	0.09	金融机构贷款和募集资金
浙江山鹰77万吨项目	浙江省海盐县	33.60	13.71	16.53	1.68	1.68	金融机构贷款和自有资金
广东100万吨项目	广东省肇庆市	31.76	25.65	4.61	1.50	--	金融机构贷款和募集资金
（宜宾祥泰）一期工程项目	四川省兴文县太平工业园区	3.78	2.03	1.54	0.17	0.04	金融机构贷和自由资金
山鹰纸业（吉林）有限公司年产100万吨制浆及年产100万吨工业包装纸项目（一期）	吉林省松原市陶赖昭工业园区	25	5.79	14.09	3.87	1.25	募集资金和自有资金
合计	--	**182.23**	**126.69**	**41.65**	**10.83**	**3.06**	--

资料来源：公司提供

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2021年度财务报告经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。2022年一季度财务报表未经审计。公司采用最新会计准则编制报表。截至2021年末，公司纳入合并范围的子公司共140家，合并范围增加35家公司，因股权转让减少10家公司，注销2家公司。截至2022年3月底，公司纳入合并范围子公司共146家。较上年新增6家。公司主营业务和重要经营实体未发生重大变更，财务数据可比较性强。

截至 2021 年末，公司合并资产总额 519.94 亿元，所有者权益 182.99 亿元（含少数股东权益 17.82 亿元）；2021 年，公司营业总收入 330.33 亿元，利润总额 16.50 亿元。

截至 2022 年 3 月末，公司合并资产总额 557.24 亿元，所有者权益 184.50 亿元（含少数股东权益 17.56 亿元）；2022 年 1－3 月，公司营业总收入 79.61 亿元，利润总额 2.03 亿元。

2. 资产质量

截至2021年末，随着扩产能项目持续投入，公司资产总额有所增长，资产构成以非流动资产为主，符合公司所处行业特征；公司资产受限比例较高，整体资产质量良好。

截至2021年末，公司合并资产总额较上年末增长14.43%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年末变化不大。

表 9　2019－2021 年及 2022 年 3 月末公司资产主要构成

项目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	**143.10**	**33.64**	**141.89**	**31.23**	**157.34**	**30.26**	**184.50**	**33.11**
货币资金	47.09	11.07	40.77	8.97	38.90	7.48	61.29	11.00
应收账款	30.54	7.18	35.77	7.87	50.91	9.79	46.40	8.33
存货	21.76	5.11	23.85	5.25	38.09	7.33	42.27	7.59
非流动资产	**282.34**	**66.36**	**312.48**	**68.77**	**362.61**	**69.74**	**372.74**	**66.89**
固定资产	134.94	31.72	177.00	38.95	222.09	42.71	219.56	39.40
在建工程	70.69	16.62	52.85	11.63	49.65	9.55	63.19	11.34

无形资产	17.54	4.12	19.24	4.24	22.08	4.25	22.88	4.11
商誉	34.38	8.08	19.27	4.24	19.00	3.65	18.96	3.40
资产总额	**425.45**	**100.00**	**454.37**	**100.00**	**519.94**	**100.00**	**557.24**	**100.00**

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

截至2021年末，公司流动资产较上年末增长10.89%，主要系应收账款和存货增长所致。公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成。

截至2021年末，公司货币资金较上年末下降4.57%；使用受限货币资金为23.37亿元，受限比例很高，主要为各类保证金。

截至2021年末，公司应收账款账面价值较上年末增长42.33%，主要系营业收入增长所致；应收账款账龄以1年以内为主（占96.58%），累计计提坏账1.47亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为5.76亿元，占比为11.00%，集中度较低。

截至2021年末，公司存货较上年末增长59.73%，主要系新并入企业增加存货以及原料、产成品库存增加所致。存货主要由原材料（22.53亿元）和库存商品（15.08亿元）构成。

（2）非流动资产

截至2021年末，公司非流动资产较上年末增长16.04%，公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产和商誉构成。

截至2021年末，公司固定资产较上年末增长25.47%，主要系在建工程转固所致。固定资产主要由房屋及建筑物和机器设备构成，累计计提折旧93.08亿元；固定资产成新率69.52%，成新率一般。

截至2021年末，公司在建工程较上年末下降6.07%；在建工程主要为（广东山鹰）100万吨高档箱板纸扩建项目、（浙江山鹰）77万吨新项目和（山鹰国际）资源综合利用发电工程等。

截至2021年末，公司商誉较上年末变化不大；商誉主要构成为投资山鹰华南纸业有限公司（14.19亿元）等公司形成。

截至2021年末，公司所有权或使用权受到限制的资产主要为货币资金和固定资产。公司资产受限比例较高。截至2022年3月末，公司及控股子公司为合并报表范围内子公司提供的担保余额合计为151.23亿元，占公司2022年末所有者权益的91.56%，公司内部担保金额很高。

表10 截至2021年末公司受限资产情况（单位：亿元、%）

项目	金额	受限原因	占资产总额比例
货币资金	23.37	各类保证金	4.49
投资性房地产	8.00	银行借款抵押	1.54
固定资产	71.95	银行借款抵押	13.84
无形资产	4.69	银行借款抵押	0.90
在建工程	0.24	银行借款抵押	0.05
其他非流动资产	8.95	银行借款质押	1.72
合计	**117.21**	--	**22.54**

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

截至2022年3月末，公司合并资产总额557.24亿元，较上年末增长7.17%，主要系货币资金和在建工程增长所致。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年末变化不大。

3. 资本结构

（1）所有者权益

截至2021年末，公司所有者权益有所增长，以股本和未分配利润为主，权益结构稳定性一般。

截至2021年末，公司所有者权益较上年末增长6.21%，主要系留存收益积累所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为90.26%，少数股东权益占比为9.74%。在所有者权益中，股本、资本公积和未分配利润分别占18.07%、24.24%和48.79%。

截至2022年3月末，公司所有者权益184.50亿元，较上年末变化不大，所有者权益结构较上年末变化不大。所有者权益结构稳定性一般。

（2）负债

截至2021年末，公司负债规模整体有所增长，以流动负债为主，债务结构有待改善，整体债务负担略高。

表 11　2019－2021 年及 2022 年 3 月末公司负债主要构成

项目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	**183.98**	**66.54**	**183.52**	**65.06**	**225.59**	**66.95**	**238.26**	**63.92**
短期借款	116.42	42.10	116.81	41.41	145.90	43.30	167.83	45.03
应付账款	38.10	13.78	39.18	13.89	38.62	11.46	35.88	9.63
一年内到期的非流动负债	11.85	4.29	14.10	5.00	22.74	6.75	20.98	5.63
非流动负债	**92.53**	**33.46**	**98.56**	**34.94**	**111.37**	**33.05**	**134.48**	**36.08**
长期借款	48.62	17.58	49.52	17.55	55.90	16.59	77.19	20.71
应付债券	37.55	13.58	39.28	13.93	41.25	12.24	41.63	11.17
负债总额	**276.51**	**100.00**	**282.08**	**100.00**	**336.96**	**100.00**	**372.74**	**100.00**

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

截至2021年末，公司流动负债较上年末增长22.92%，主要系短期借款增长所致。公司流动负债主要由短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债构成。

截至2021年末，公司短期借款较上年末增长24.90%；短期借款主要构成为保证借款（35.90亿元）、抵押借款（68.88亿元）、保证及抵押借款（18.17亿元）和保证及抵押及质押借款（11.29亿元）。

截至2021年末，公司应付账款38.62亿元，较上年末变化不大。应付账款主要为应付材料采购等经营款项（26.16亿元）和应付长期资产购置款项（10.07亿元）。

截至2021年末，公司一年内到期的非流动负债较上年末增长61.28%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。

截至2021年末，公司非流动负债较上年末增长13.00%，主要系长期借款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。

截至2021年末，公司长期借款较上年末增长12.88%，主要构成为抵押及保证借款。

截至2021年末，公司应付债券41.25亿元，较上年末增长5.00%，主要系公司发行中期票据所致；应付债券构成为“山鹰转债”“鹰19转债”和“21山鹰国际 GN001”。

截至 2022 年 3 月末，公司负债总额较上年末增长 10.62%，主要系有息债务增长所致。负债结构较上年末变化不大。截至 2022 年 3 月末，公司流动负债较上年末增长 5.62%，主要系短期借款增长所致。截至 2022 年 3 月末，公司非流动负债较上年末增长 20.75%，主要系长期借款增长所致。

全部债务方面，截至 2021 年末，公司全部债务较上年末增长 22.05%。债务结构方面，短期债务占 64.00%，长期债务占 36.00%，以短期债务为主，其中，短期债务 174.27 亿元，较上年末增长 29.77%；长期债务 98.01 亿元，较上年末增长 10.37%。从债务指标来看，截至 2021 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 64.81%、59.81%和 34.88%，较上年末均有所增长。

截至 2022 年 3 月末，公司全部债务 313.53 亿元，较上年末增长 15.15%。债务结构方面，短期债务占 61.78%，长期债务占 38.22%，以短期债务为主。从债务指标来看，截至 2022 年 3 月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 66.89%、62.95%和 39.38%，较上年末分别提高 2.08 个百分点、3.15 个百分点和 4.50 个百分点。

4. 盈利能力

2021 年，公司有序推进国内造纸基地的优势布局，落地产能和营业总收入持续增长，盈利能力受原纸销售价格和原材料价格波动影响较大，其他收益等损益相对稳定，对利润总额形成有益补充。2022 年一季度，公司营业总收入保持增长，利润总额出现下滑。

2021年，公司实现营业总收入同比增长

32.29%，营业成本同比增长39.52%。

期间费用方面，2021年，公司期间费用总额同比增长18.42%。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为10.73%、41.49%、26.51%和21.27%；其中，销售费用为3.52亿元，同比增长3.50%；管理费用为13.62亿元，同比增长21.12%；研发费用为8.70亿元，同比增长64.95%；财务费用为6.98亿元，同比下降10.44%，主要系境外汇兑收益增加所致。2021年，公司期间费用率为9.94%，同比下降1.16个百分点。

2021年，公司其他收益保持增长，为10.92亿元，其他收益主要构成为资源综合利用产品及劳务增值税即征即退、安置残疾人就业增值税即征即退、按缴纳增值税的一定比例退还的补助等，来源相对稳定；资产处置收益持续增长，2021年为1.24亿元。

表 12　公司盈利能力变化情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
营业总收入（亿元）	232.41	249.69	330.33	79.61
营业成本（亿元）	188.10	207.90	290.06	71.09
利润总额（亿元）	15.66	16.90	16.50	2.03
营业利润率（%）	18.23	15.98	11.25	10.03
总资本收益率（%）	5.64	6.03	5.38	--
净资产收益率（%）	9.08	8.06	8.49	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面，2021 年，公司营业利润率下降 4.73 个百分点，主要系原料、化辅、能源、运输等成本以及造纸产品价格波动所致。2021 年，公司总资本收益率同比下降 0.65 个百分点，净资产收益率同比分别增加 0.43 个百分点。

2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入同比增长 16.59%；营业成本同比增长 22.35%；营业利润率同比下降 3.97 个百分点，主要系原材料价格上升所致；公司实现利润总额同比下降 65.66%。

5. 现金流

2021年，公司经营活动现金流及净额有所增长，考虑到公司票据结算量大的客观情况，收入实现质量尚可，大规模的投资导致公司投资活动现金呈净流出状态，未来仍有一定的融资需求。

从经营活动来看，2021年，公司经营活动现金流入和流出均保持增长，收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2021年，公司投资活动现金流入和流出量均小幅下降。2021年，公司投资活动现金净额为-26.72亿元。2021年，公司筹资活动前现金流量净额为-7.03亿元。

从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动现金流入量有所下降；筹资活动现金流出量有所增长。2021年，公司筹资活动现金净额为0.61亿元。

表 13　公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	221.93	226.41	329.60	79.31
经营活动现金流出小计	204.18	220.59	309.91	77.56
经营活动现金流量净额	**17.75**	**5.82**	**19.69**	**1.75**
投资活动现金流入小计	13.76	23.19	22.38	3.66
投资活动现金流出小计	41.94	50.90	49.09	21.20
投资活动现金流量净额	**-28.18**	**-27.71**	**-26.72**	**-17.54**
筹资活动前现金流量净额	**-10.43**	**-21.89**	**-7.03**	**-15.79**
筹资活动现金流入小计	234.44	183.87	175.76	89.28
筹资活动现金流出小计	212.95	169.62	175.15	60.88
筹资活动现金流量净额	**21.48**	**14.25**	**0.61**	**28.40**
现金收入比	91.63	85.13	95.01	92.75

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2022 年 1—3 月，公司经营活动现金流入同比增长 31.71%，主要系营业收入增长所致；公司经营活动现金净流入同比实现转正。2022 年 1—3 月，公司实现投资活动现金净流出 17.54 亿元。2022 年 1—3 月公司实现筹资活动现金净流入 28.40 亿元。

6. 偿债指标

跟踪期内，公司债务规模持续增长，企业内部担保金额很高，剩余可用授信额度较低，融资渠道有待拓宽，偿债能力指标表现一般。考虑到，公司作为国内大型造纸和包装企业，具备市场议价能力强、应收账款和存货周转效率高、票据结算量大、经营资金回流能力强的行业特征，且公司部分落地产能尚处于爬坡期存在营运资金需求，偿债指标表现依旧很强。

表 14　公司偿债能力指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
短期偿债能力	流动比率（%）	77.78	77.32	69.75	77.44
	速动比率（%）	65.95	64.32	52.86	59.70
	经营现金/流动负债（%）	9.65	3.17	8.73	0.73
	经营现金/短期债务（倍）	0.13	0.04	0.11	0.01
	现金类资产/短期债务（倍）	0.40	0.38	0.26	0.38
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	31.99	37.11	38.51	--
	全部债务/EBITDA（倍）	6.81	6.01	7.07	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.08	0.03	0.07	--
	EBITDA/利息支出（倍）	3.95	3.36	3.71	--
	经营现金/利息（倍）	2.19	0.53	1.90	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标看，2021 年，公司流动比率和速动比率持续下降；公司现金短期债务比持续下降。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标看，2021 年，公司 EBITDA 持续增长；EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 有所增长。整体看，公司长期债务偿债能力尚可。

截至 2022 年 3 月末，公司不存在对合并范围外企业担保。截至 2022 年 3 月末，公司及控股子公司为合并报表范围内子公司提供的担保余额合计为 151.23 亿元，占 2021 年末所有者权益的 91.56%。

截至 2022 年 3 月末，公司无重大未决诉讼。

截至 2022 年 3 月末，公司获得银行授信额度 263.20 亿元，已使用授信额度 222.41 亿元，尚未使用授信 40.79 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。公司为上市公司，具备直接融资渠道。

7. 公司本部（母公司）财务分析

母公司开展部分经营业务，资产主要为生产设备等固定资产以及对子公司的长期股权投资和其他应收款。母公司债务负担重，短期偿债略高，权益结构稳定性较强。

截至 2021 年末，母公司负债总额 209.52 亿元，较上年末增长 11.50%。其中，流动负债 152.10 亿元（占 72.60%），非流动负债 57.42 亿元（占 27.40%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 23.34%）、应付票据（占 9.72%）、其他应付款（合计）（占 55.69%）和一年内到期的非流动负债（占 5.62%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 23.25%）和应付债券（占 71.84%）构成。截至 2021 年末，母公司资产负债率为 64.87%，全部债务资本化比率为 50.17%；全部债务 114.26 亿元，其中短期债务占 51.49%、长期债务占 48.51%。截至 2021 年末，母公司所有者权益为 113.47 亿元，较上年末下降变化不大；所有者权益以股本（占 40.68%）、资本公积（占 34.78%）和未分配利润合计（占 22.57%）为主。

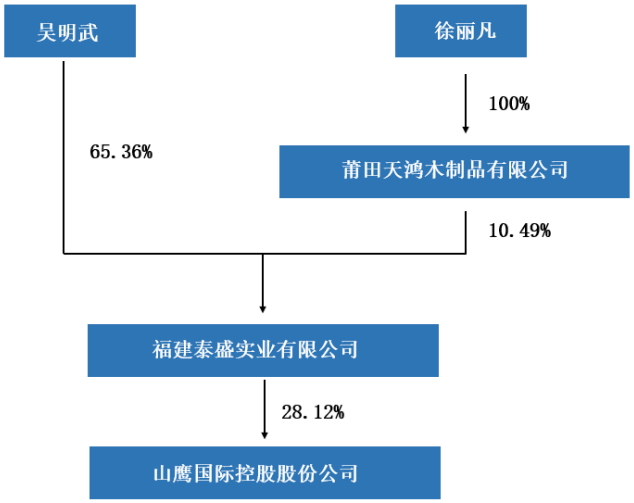
2021 年，母公司营业总收入为 79.27 亿元，营业收入为 79.27 亿元，利润总额为 2.46 亿元。同期，母公司投资收益为 0.05 亿元。

现金流方面，2021 年，公司母公司经营活动现金流净额为 11.83 亿元，投资活动现金流净额-5.56 亿元，筹资活动现金流净额-11.02 亿元。

十一、结论

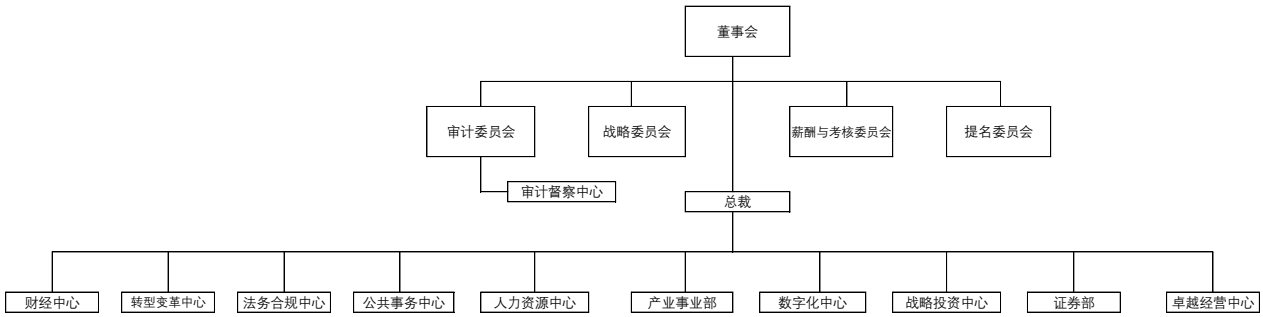
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^{+}，维持“21山鹰国际GN001”的信用等级为AA^{+}，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月末山鹰国际控股股份公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月末山鹰国际控股股份公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2021 年末山鹰国际控股股份公司主要子公司情况

企业名称	持股比例（%）		企业名称	持股比例（%）	
	直接	间接		直接	间接
浙江山鹰纸业有限公司	88.97	--	南昌祥恒包装有限公司	--	100.00
山鹰纸业销售有限公司	100.00	--	中祥检测科技有限公司	--	100.00
山鹰华南纸业有限公司	100.00	--	中山中健环保包装股份有限公司	--	70.00
山鹰华中纸业有限公司	100.00	--	中山市山健包装有限公司	--	70.00
山鹰纸业（广东）有限公司	100.00	--	广西南宁中健包装有限公司	--	70.00
祥恒创意包装有限公司	100.00	--	南宁胜奕兴业包装有限公司	--	70.00
四川山鹰纸业有限公司	100.00	--	祥恒创意(香港)包装有限公司	--	100.00
山鹰纸业（福建）有限公司	100.00	--	佛山市东大包装有限公司	--	68.00
山鹰纸业（湖北）有限公司	100.00	--	吉安祥泰印务有限公司	--	51.00
山鹰纸业（吉林）有限公司	100.00	--	泸州市一圣鸿包装有限公司	--	60.00
马鞍山市天福纸箱纸品有限公司	100.00	--	赤水一盛宏包装制品有限公司	--	60.00
中印科技股份有限公司	60.00	--	安岳一盛宏包装制品有限公司	--	30.60
马鞍山市蓝天废旧物资回收有限公司	95.00	--	贵州祥恒包装有限公司	--	51.00
山鹰（上海）企业管理咨询有限公司	100.00	--	祥恒创意（重庆）新材料有限公司	--	100.00
马鞍山天顺港口有限责任公司	72.33	--	江苏玖润包装有限公司	--	60.00
山鹰投资管理有限公司	100.00	--	宜宾祥泰环保科技有限公司	--	65.00
环宇集团国际控股有限公司	100.00	--	苏州兴华印刷科技有限公司	--	60.00
马鞍山环宇再生资源科技有限公司	100.00	--	重庆祥恒创意包装有限公司	--	100.00
山鹰（上海）招标服务有限公司	100.00	--	珠海市森洋包装科技有限公司	--	40.00
上海云融环保科技有限公司	100.00	--	无锡市集航包装制品有限公司	--	40.00
上海山鹰国际商业管理服务有限公司	100.00	--	台州祥恒包装有限公司	--	100.00
云链智塔(安徽)物联科技有限公司	70.00	--	武汉祥恒新能源有限公司	--	100.00
安徽中鹰浆纸有限公司	100.00	--	佛山市祥恒新能源科技有限公司	--	100.00
上海山鹰供应链管理有限公司	90.00	8.90	嘉兴祥恒新能源科技有限公司	--	100.00
福建省莆田市阳光纸业有限公司	88.97	--	嘉兴祥泰新能源科技有限公司	--	100.00
福建环宇纸业有限公司	88.97	--	扬州祥恒新能源科技有限公司	--	100.00
浙江泰兴纸业有限公司	88.97	--	吉林祥恒新能源科技有限公司	--	100.00
嘉兴路通报关有限公司	88.97	--	上海祥泰千尧包装科技有限公司	--	51.00
浙江中远发仓储服务有限公司	88.97	--	山鹰热电（吉林）有限公司	--	100.00
CycleLink（U.S.A）Inc.	88.97	--	马鞍山天顺力达集装箱服务有限责任公司	--	36.89
GLOBALWINCO.,LTD	88.97	--	马鞍山天顺船务代理有限公司	--	72.33
SUTRIVHoldingAB	88.97	--	深圳前海山鹰原力基金管理有限公司	--	100.00
GlobalWinCapitalCorporation	88.97	--	深圳前海山鹰新时代投资管理有限公司	--	100.00
GlobalWinWickliffeLLC	53.38	--	马鞍山市雄鹰新兴产业投资基金（有限伙）	--	75.00
PhoenixPaperWickliffeLLC	53.38	--	恒健（香港）包装有限公司	--	70.00
山鹰国际（香港）有限公司	88.97	--	VIETNAMZHONGJIANPACKAGECO.,LTD	--	70.00
ShanyingPulp&PaperCo.,LTD	88.97	--	嘉兴祥恒智慧纸品科技有限公司	--	100.00
GoldenCranePrachinburiCo.,Ltd	45.37	--	嘉兴环宇再生资源科技有限公司	--	100.00
GOLDENCRANE(GOLDENDRAGON)CO.,LTD	88.97	--	宇盛（上海）再生资源开发有限公司	--	100.00
FAITHGLORYGLOBALLIMITED	88.97	--	浙江山鹰供应链管理有限公司	--	100.00
漳州宇盛纸业有限公司	100.00	--	CycleLinkAustraliaPTYLtd	--	100.00
荆州联宇再生资源有限公司	100.00	--	CycleLink（UK）Limited	--	100.00
合肥祥恒包装有限公司	100.00	--	CycleLinkCo.,Ltd	--	100.00
合肥华东包装有限公司	100.00	--	CycleLink（Europe）B.V.	--	100.00
合肥祥泰包装有限公司	51.00	--	ContainerTransportOldenburgerBV	--	100.00
合肥祥鹏包装有限公司	51.00	--	ToolBV	--	100.00
武汉祥恒包装有限公司	100.00	--	WastePaperTradeCV	--	100.00
湖北高登纸品包装有限公司	60.00	--	WPTInternationalBV	--	100.00
祥恒（莆田）包装有限公司	100.00	--	WPTCeskos.r.o	--	100.00
谊来（莆田）珠宝工业有限公司	100.00	--	ToolEasternBV	--	100.00
四川祥恒包装制品有限公司	100.00	--	WPTPolskaSpzo.o.Sp.k.	--	100.00
青岛恒广泰包装有限公司	100.00	--	WPTPolskaSpzo.o.	--	100.00
烟台恒广泰包装有限公司	100.00	--	WPTDeutschlandGmbH	--	100.00
祥恒（厦门）包装有限公司	--	100.00	WPTNordicAps	--	100.00
祥恒（天津）包装有限公司	--	100.00	WPTFranceS.a.r.L	--	100.00
浙江祥恒包装有限公司	--	100.00	WPTInternationald.o.o.	100.00	--
祥恒（嘉善）包装有限公司	--	100.00	WPTItalias.r.l	100.00	--
苏州山鹰纸业纸品有限公司	--	100.00	WPTSlovakia	100.00	--
泓达纸品（苏州）有限公司	--	100.00	WPTSvenska	100.00	--
祥恒（杭州）包装有限公司	--	100.00	WPTESPAÑAS.L.	100.00	--
杭州祥恒印务有限公司	--	60.00	WPTRecoveredFibresLtd	100.00	--
马鞍山祥恒包装有限公司	--	100.00	爱拓环保能源（浙江）有限公司	24.09	72.96
滁州祥恒包装有限公司	--	100.00	宁波环深垃圾分类服务有限公司	60.00	--
扬州祥恒包装有限公司	--	100.00	嘉兴环深固废资源循环利用服务有公司	60.00	--
宿迁祥恒包装有限公司	--	60.00	宁波环度固废处置有限公司	36.00	--
祥恒（常州）包装有限公司	--	100.00	江西宇盛再生资源有限公司	100.00	--
祥恒（中山）包装有限公司	--	100.00	江西联宇再生资源有限公司	100.00	--
中山祥鹏包装有限公司	--	51.00	安徽云收收环保科技有限公司	100.00	--
无锡新祥恒包装科技有限公司	--	100.00	青岛云融环保科技有限公司	100.00	--
陕西祥恒包装有限公司	--	100.00	天津云链智塔物联科技有限公司	70.00	--

资料来源：公司年度报告

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	52.23	50.89	44.65	72.69
资产总额（亿元）	425.45	454.37	519.94	557.24
所有者权益（亿元）	148.94	172.29	182.99	184.50
短期债务（亿元）	131.62	134.29	174.27	193.69
长期债务（亿元）	86.18	88.80	98.01	119.83
全部债务（亿元）	217.80	223.09	272.28	313.53
营业总收入（亿元）	232.41	249.69	330.33	79.61
利润总额（亿元）	15.66	16.90	16.50	2.03
EBITDA（亿元）	31.99	37.11	38.51	--
经营性净现金流（亿元）	17.75	5.82	19.69	1.75
财务指标				
销售债权周转次数（次）	6.65	6.13	6.44	--
存货周转次数（次）	8.09	9.12	9.37	--
总资产周转次数（次）	0.59	0.57	0.68	--
现金收入比（%）	91.63	85.13	95.01	92.75
营业利润率（%）	18.23	15.98	11.25	10.03
总资本收益率（%）	5.64	6.03	5.38	--
净资产收益率（%）	9.08	8.06	8.49	--
长期债务资本化比率（%）	36.65	34.01	34.88	39.38
全部债务资本化比率（%）	59.39	56.42	59.81	62.95
资产负债率（%）	64.99	62.08	64.81	66.89
流动比率（%）	77.78	77.32	69.75	77.44
速动比率（%）	65.95	64.32	52.86	59.70
经营现金流动负债比（%）	9.65	3.17	8.73	--
现金短期债务比（倍）	0.40	0.38	0.26	0.38
EBITDA 利息倍数（倍）	3.95	3.36	3.71	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.81	6.01	7.07	--

注：1.公司 2022 年 1 季度财务报表未经审计；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

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	21.73	14.81	9.93
资产总额（亿元）	283.02	301.70	322.98
所有者权益（亿元）	110.20	113.78	113.47
短期债务（亿元）	56.00	47.90	58.83
长期债务（亿元）	41.55	51.86	55.43
全部债务（亿元）	97.55	99.77	114.26
营业总收入（亿元）	71.78	67.63	79.27
利润总额（亿元）	7.08	7.19	2.46
EBITDA（亿元）	10.59	11.05	6.77
经营性净现金流（亿元）	28.33	9.27	11.83
财务指标			
销售债权周转次数（次）	7.29	10.56	10.21
存货周转次数（次）	11.46	10.71	10.20
总资产周转次数（次）	0.27	0.23	0.25
现金收入比（%）	105.30	64.94	38.39
营业利润率（%）	18.20	18.40	11.68
总资本收益率（%）	4.77	4.75	2.96
净资产收益率（%）	5.82	5.52	2.15
长期债务资本化比率（%）	27.38	31.31	32.82
全部债务资本化比率（%）	46.96	46.72	50.17
资产负债率（%）	61.06	62.29	64.87
流动比率（%）	69.54	72.66	64.00
速动比率（%）	65.91	68.58	58.67
经营现金流动负债比（%）	21.70	6.88	7.78
现金短期债务比（倍）	0.39	0.31	0.17
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：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

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

附件 3　主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据
短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务
长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务
全部债务=短期债务+长期债务
EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销
利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1　主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	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	不能偿还债务

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持