

山鹰国际控股股份公司

2024 年跟踪评级报告

China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.
联合资信评估股份有限公司

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕4846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，确定下调山鹰国际控股股份公司主体长期信用等级为 AA，下调“21 山鹰国际 GN001”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

评级总监：

二〇二四年六月二十四日

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，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。

三、本报告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。

四、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。

五、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。

六、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。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、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。

九、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

2024 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
山鹰国际控股股份公司	AA/稳定	AA+/负面	2024/06/24
21 山鹰国际 GN001	AA/稳定	AA+/负面	

评级观点

跟踪期内，山鹰国际控股股份公司（以下简称“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、经营规模等方面仍具备综合竞争优势；公司根据相关法律法规修订了部分规章制度，公司董事会、监事会因任期届满完成换届选举。2023 年，公司原纸产销量增长，但因销售价格处于相对低位，公司营业总收入下降，随着主要原材料的采购价格下降，综合毛利率同比上升，全年利润总额扭亏为盈，但盈利能力仍待恢复。造纸项目的持续投建提升公司年末的资产规模，债务负担较重，跟踪期内，公司与多个金融机构成立基金，并通过基金对公司子公司增资，部分增资认购款已到位，有助于在一定程度上缓解公司资金压力，同时公司为优化资源配置拟出售海外资产，若成功出售或有助于公司专注产业链发展及回笼资金。公司长短期偿债能力指标表现较弱。“山鹰转债”和“21 山鹰国际 GN001”将于 2024 年内到期，考虑到 2023 年末公司非受限货币资金的保有量较小，公司面临较大的短期偿债压力。

个体调整：公司与多个金融机构成立基金，并通过基金对公司子公司增资，部分增资认购款已到位，子公司资本实力有所增强，且有助于在一定程度上缓解公司资金压力，同时公司为优化资源配置拟出售海外资产，若成功出售或有助于公司专注产业链发展及回笼资金。

外部支持调整：无。

评级展望

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，经营状况或保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：原材料成本大幅下降，公司盈利水平大幅上升；公司通过增资扩股等方式实现资本实力的显著提升；债务负担下降，偿债能力提升；其他有利于公司经营及财务状况获得显著改善的因素。

可能引致评级下调的敏感性因素：行业产能供给及纸品进口量超预期增长，供需失衡导致公司盈利水平大幅恶化，经营活动现金净流入量大幅减少；非受限货币资金保有量持续减少，出现流动性风险；公司核心管理人员或实际控制人变更导致业务或经营风险明显增加；其他对公司经营及财务造成严重不利影响的因素。

优势

- **公司在造纸行业整体实力强，在控制原材料成本方面具备优势。**公司是中国境内大型包装纸生产商，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。
- **公司原纸落地产能持续提升，在市场占有率和议价能力等方面具备综合竞争力。**公司通过自建及并购不断完善国内区域布局，截至 2023 年底，公司在安徽马鞍山、浙江嘉兴、福建漳州、湖北荆州、广东肇庆、吉林扶余建有六大造纸基地，随着浙江山鹰 77 万吨造纸项目和吉林山鹰一期 30 万吨瓦楞纸项目建成投产，公司国内造纸产能提升至 812 万吨/年，截至 2023 年底，公司国内原纸落地产能位列第二；公司包装板块企业布局于沿江沿海经济发达地区，辐射周边客户。
- **公司引入战略投资者，子公司资本实力有所增强，拟出售海外资产事项若成功，或有助于公司专注产业链发展及回笼资金。**2023 年以来，公司分别与交银金融资产投资有限公司、信达资本管理有限公司、财信吉祥人寿保险股份有限公司设立基金，对公司子公司进行增资，截至 2024 年 3 月末，部分增资认购款已到位。公司为优化资源配置拟出售海外资产，若成功出售或有助于公司专注产业链发展及回笼资金，但目前尚未确定交易方案，尚需相关审批流程，仍具有一定的不确定性。

关注

- **公司所在造纸行业易受宏观经济及政策影响，盈利能力仍待恢复。**包装纸行业受宏观经济影响明显；受国外废纸进口限制影响，包装用纸企业生产所需的废纸等原料成本波动较大，叠加部分海外成品纸进口关税取消，国内包装用纸销售价格受到一定冲击。2023 年，公司利润总额为 1.95 亿元，公司非经常性损益为 4.54 亿元，全年经营性盈利仍呈亏损状态，盈利能力仍待恢复。

- **公司在建项目未来仍有一定的资金投入需求。**公司在建项目围绕主业展开，截至 2023 年底，公司在建项目计划投资总额为 217.40 亿元，尚需投资 60.56 亿元，未来仍有一定的资金投入需求。
- **临期债务规模较大，非受限货币资金保有量较小，公司面临较大的短期偿债压力。**“山鹰转债”及“21 山鹰国际 GN001”将于 2024 年内到期，到期债券票面金额合计 23.36 亿元；截至 2023 年底，公司非受限货币资金 6.81 亿元，同时考虑到“山鹰转债”转股比例很低，公司存在较大的短期偿债压力。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均在联合资信官网公开披露

本次评级打分表及结果

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	2
财务风险	F4	现金流	资产质量	3
			盈利能力	4
			现金流量	2
		资本结构		3
		偿债能力		4
指示评级				aa ⁻
个体调整因素：其他有利因素				+1
个体信用等级				aa
外部支持调整因素：--				--
评级结果				AA

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

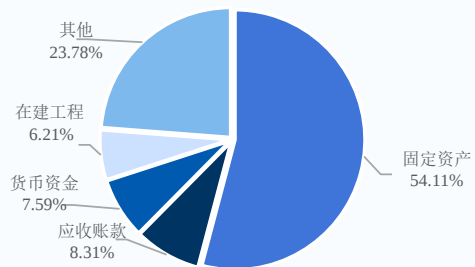
主要财务数据

合并口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	41.69	45.90	53.85
资产总额（亿元）	525.17	547.40	555.16
所有者权益（亿元）	141.27	157.15	158.92
短期债务（亿元）	194.58	210.38	223.12
长期债务（亿元）	127.67	97.74	94.50
全部债务（亿元）	322.25	308.12	317.62
营业总收入（亿元）	340.14	293.33	66.69
利润总额（亿元）	-22.72	1.95	0.38
EBITDA（亿元）	3.22	31.24	--
经营性净现金流（亿元）	2.03	31.67	4.60
营业利润率（%）	6.61	9.00	8.87
净资产收益率（%）	-16.66	0.65	--
资产负债率（%）	73.10	71.29	71.37
全部债务资本化比率（%）	69.52	66.22	66.65
流动比率（%）	53.88	47.51	47.82
经营现金流动负债比（%）	0.82	11.25	--
现金短期债务比（倍）	0.21	0.22	0.24
EBITDA 利息倍数（倍）	0.25	2.40	--
全部债务/EBITDA（倍）	100.04	9.86	--

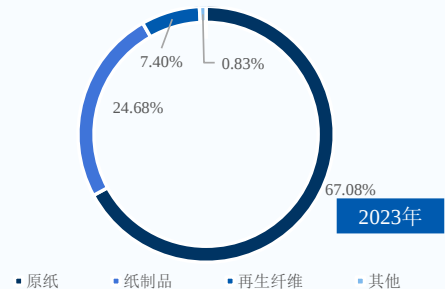
公司本部口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	316.39	316.59	323.65
所有者权益（亿元）	126.32	127.31	127.77
全部债务（亿元）	125.36	126.32	122.92
营业总收入（亿元）	77.78	58.72	12.08
利润总额（亿元）	20.23	1.09	0.57
资产负债率（%）	60.07	59.79	60.52
全部债务资本化比率（%）	49.81	49.80	49.03
流动比率（%）	61.89	53.39	54.61
经营现金流动负债比（%）	15.98	12.84	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 合并报表中长期应付款的有息债务部分计入长期债务及全部债务
资料来源：联合资信根据公司提供的资料及公司财务报告整理

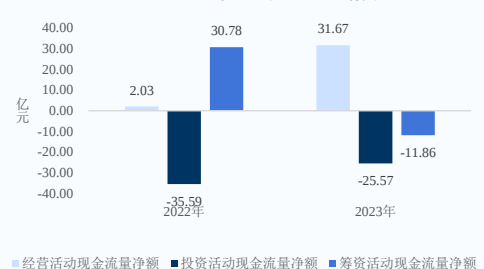
2023 年底公司资产构成



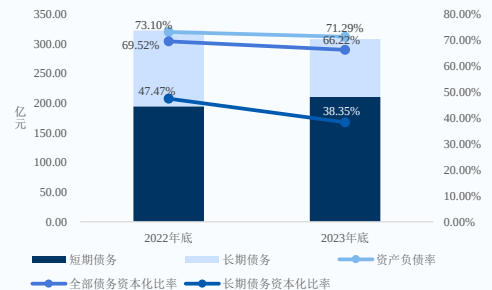
2023 年公司主营业务收入构成



2022—2023 年公司现金流情况



2022—2023 年底公司债务情况



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	特殊条款
21 山鹰国际 GN001	0.90 亿元	0.90 亿元	2024/10/29	交叉保护条款、控制权变更条款

注：1. 上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；2. 上述债券余额系截至 2024 年 3 月底
资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	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+/负面	AA+/负面	2023/06/27	孙长征 王 阳	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
21 山鹰国际 GN001	AA+/稳定	AA+/稳定	2021/07/22	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

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号
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：王 阳 wangyang@lhratings.com

项目组成员：张 乾 zhangqian@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



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

公司系于 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 2024 年 3 月末，公司实收资本为 31.60 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 29.70%。公司实际控制人为吴明武和徐丽凡夫妇。截至 2024 年 6 月 22 日，公司控股股东、实际控制人及其一致行动人累计质押 9.68 亿股，占其持有公司股份的 61.53%。

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，按照联合资信行业分类标准划分为造纸行业（适用于一般工商企业信用评级方法）。

2023 年，公司合并范围子公司增加 11 家，减少 12 家，截至 2023 年底，公司合并范围内合计 156 家子公司。截至 2024 年 3 月底，公司内设财经中心、转型变革中心、法务合规中心、产业事业部等多个职能部门。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 547.40 亿元，所有者权益 157.15 亿元（含少数股东权益 19.68 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 293.33 亿元，利润总额 1.95 亿元。截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 555.16 亿元，所有者权益 158.92 亿元（含少数股东权益 22.03 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 66.69 亿元，利润总额 0.38 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 2023 年底，公司由联合资信评级的存续债券见下表。跟踪期内，下表中债券均正常付息。“21 山鹰国际 GN001”将于 2024 年内到期。

图表 1 • 截至 2023 年底公司由联合资信评级的存续银行间公开发行的债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	到期日	期限
21 山鹰国际 GN001	0.90	0.90	2021/10/29	2024/10/29	3 年

资料来源：联合资信根据公司公告整理

截至 2023 年底，公司存续期普通优先债券为“21 山鹰国际 GN001”。

募集资金使用方面，根据公司公告《关于山鹰国际控股股份公司 2021 年度第一期绿色中期票据募集资金用途相关情况的公告》，截至 2023 年底，“21 山鹰国际 GN001”指定账户中募集资金已全部按照募集说明书中载明用途使用完毕。“21 山鹰国际 GN001”债券附有交叉保护条款及控制权变更条款。

四、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5%左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落

地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2024 年一季度报）](#)》。

五、行业分析

1 行业概况

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。2023 年，随着社会活动恢复，需求增加，造纸企业盈利能力同比有所提高，但近年来国内经济波动，叠加贸易战、废纸进口限制政策以及行业产能供给增加等因素影响，造纸行业盈利能力仍属较弱。

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、环境污染高、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”。

造纸产品按产品用途和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）污染程度高：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。

2020 年以来，在外部社会经济环境波动的背景下，尤其 2022 年国内经济下行压力加大和市场供求关系持续走弱，部分生产上和下游客户均无法正常复工复产，国内行业整体景气度较弱，2023 年，随着社会活动恢复，需求增加，造纸企业盈利能力同比有所提高，但盈利能力仍属较弱。根据国家统计局数据，2023 年，中国机制纸及纸板的产量达到 14405.5 万吨，同比增长 6.6%，创历史新高，但规模以上造纸和纸制品企业营业收入实现 13926.2 亿元，同比下降 2.4%；实现利润总额 508.4 亿元，同比增长 4.4%，造纸行业产能持续增加，市场竞争加剧。

2 行业上下游

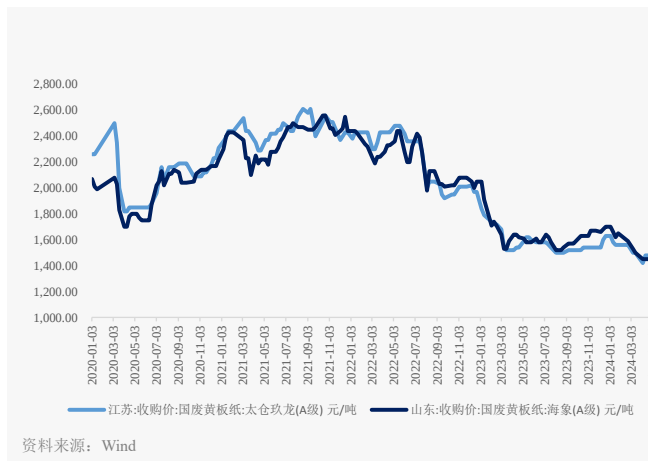
（1）原材料供应

我国木浆进口在总消耗量中占比较高，近年来，进口木浆价格波动较大，2023 年下半年开始随着海外补库拉动需求，纸浆价格偏高运行，对造纸企业成本控制带来较大压力，林浆纸一体化企业具有一定的成本优势。

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。

我国造纸业原材料成本较高，一般原材料成本占纸张制造平均成本的 65%~75%，部分企业甚至超过 80%。由于我国森林资源缺乏，且砍伐政策较为严格，因此包装业的发展主要依赖发达国家的废纸及商品浆。目前，国内造纸行业原料供给对进口依赖程度较高，且价格与国际市场联动性强。废纸原材料方面，2023 年开始国内废纸价格整体处于低位运行态势；木浆原材料方面，2023 年上半年，因下游需求走弱，纸浆价格大幅下降，2023 年下半年开始，随着海外补库拉动需求，纸浆价格偏高运行。

图表 2 • 近年来国内废纸价格走势



图表 3 • 近年来木浆价格走势



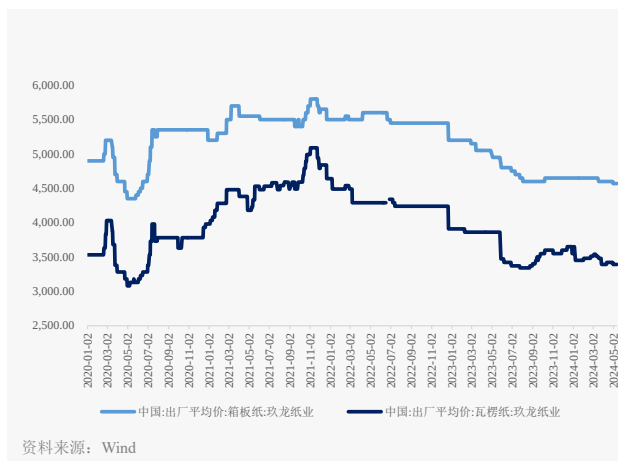
(2) 下游销售

近年来，造纸行业受上游原材料价格波动影响，原纸产品价格整体呈现较为明显的波动趋势，受下游需求差异影响，各纸种的市场表现有所分化。

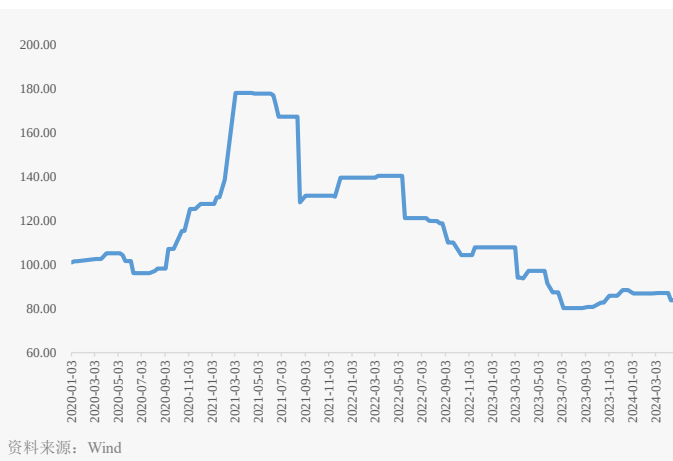
造纸产品按产品用途，主要分为文化用纸、包装用纸、生活用纸以及特种纸四类。文化用纸指用于资讯传递、文化传承为目的的一类纸的统称，故与印刷业有密切关系，常见的文化用纸如铜版纸、新闻用纸、双胶纸等。包装用纸指用于包装目的的一类纸的统称，具体包括白板纸、白卡纸、瓦楞原纸等。生活用纸指为照顾个人居家、外出等所使用的各类卫生擦拭用纸，包括卫生纸、抽取式卫生纸、纸手帕、湿巾、厨房纸巾等。特种纸主要是指具有特殊用途的、附加值较高且产量比较小的纸张。

纸品销售价格方面，自 2023 年初，受国内经济下行压力加大和市场消费需求减弱影响，包装用纸价格呈持续回落态势，2023 年下半年开始价格企稳；白卡纸由于行业大型企业产能逐步投产，销售价格出现明显回落，也于 2023 年下半年保持低位运行状态。

图表 4 • 近年来包装用纸价格情况（单位：元/吨）



图表 5 • 白卡纸价格指数



3 行业政策

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，包括加大废纸进口限制力度等以重点推进污染防治和废纸回收利用，目前国内主要造纸企业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；同时，部分纸品的零关税政策或在一定程度上提高东南亚低价再生箱板瓦楞的进口量。

从行业政策来看，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》等。

同时，造纸企业发展也受到原材料及下游销售方面政策的影响。具体来看，原材料方面，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，国内主要造纸企业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的风险。

进口关税政策方面，2022年12月29日，国务院关税税则委员会办公室调整我国部分商品进出口关税，2023年1月1日起降低部分木材与林浆纸产品的关税政策正式施行。除牛皮箱板纸、新闻纸之外，新的关税政策将绝大部分成品纸的进口关税从旧版的最惠国税率5%-6%下降至零，林浆纸产业链上的主要产品——木片、针叶浆和成品纸制品基本上实现了全部进口零关税。目前与中国有直接的林浆纸进出口往来的国家基本都在中国最惠国名单中，享受最惠国关税待遇。考虑到纸品国内外价差及东南亚产销结构，关税政策或在一定程度上提高中国对东南亚低价再生箱板瓦楞的进口量。据海关总署统计，2023年箱板纸进口总量532.46万吨，同比增长48.15%；瓦楞纸进口量359.11万吨，同比增长47.82%。

4 行业竞争

受废纸进口限制政策等多种因素影响，造纸行业盈利能力整体呈减弱趋势；同时随着落后产能的不断出清，未来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。

从行业竞争来看，近年来，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和行业优胜劣汰洗牌的进程。包装纸方面，对比发达国家，国内包装纸行业集中度仍然偏低，2023年国内箱板纸CR4（行业最大4家企业市场占有率）约为50%，美国箱板纸CR4常年稳定在70%以上。瓦楞纸方面，根据卓创资讯数据，2023年，国内瓦楞纸CR4为20.87%，美国为40%左右。造纸龙头企业扩张和行业集中度仍有很大的提升空间。另外，国内包装纸市场整体产能过剩，落后产能的淘汰速度也在加快。2023年，国内箱板瓦楞纸新增产能合计322万吨，2024年预计新增产能90万吨。白卡纸方面，以金光纸业（中国）投资有限公司（包括山东博汇纸业股份有限公司）、山东晨鸣纸业集团股份有限公司（以下简称“晨鸣纸业”）、山东太阳纸业股份有限公司产能为主。2023年，白卡纸行业新增产能约为230万吨，主要为亚太森博（广东）纸业有限公司、联盛纸业（龙海）有限公司和仙鹤股份有限公司¹投产；2024年预计投放产能420万吨，白卡纸行业整体供过于求。

未来，造纸企业将面临产品结构优化、产品创新转型、原材料成本控制和环保成本提高等多因素挑战，行业内企业分化和结构调整或将加速，根据国内造纸行业生产、造纸行业原材料供应等因素分析，未来具有原料供给及产业链优势的大型纸企将具备较强的竞争优势。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，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；股权结构无重大变化；过往债务履约情况良好。

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人及股权结构均未发生重大变化。截至2024年3月底，公司实收资本为31.60亿元，控股股东泰盛实业持股比例为29.70%，吴明武先生、徐丽凡女士为公司实际控制人。截至2024年6月22日，公司控股股东、实际控制人及其一致行动人累计质押9.68亿股，占其持有公司股份的61.53%。

企业规模和竞争力方面，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。截至2023年底，公司在安徽马鞍山、浙江嘉兴、福建漳州、湖北荆州、广东肇庆、吉林扶余建有六大造纸基地，随着浙江山鹰77万吨造纸项目和吉林山鹰一期30万吨瓦楞纸项目建成投产，公司国内造纸产能提升至812万吨/年，国内产能位居第二；公司包装板块布局于沿江沿海经济发达地区，辐射周边客户。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

¹ 上述企业包含其关联方。

在美国、英国、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，2023 年，公司通过合作及自建，实现海外再生浆供应量约 90 万吨/年，综合原料成本得到进一步优化。同时，公司配套各个造纸基地形成 50 万吨竹木纤维产能，通过采用杨木片、枝丫材、竹纤维等进行低碱制浆作为纤维补充，替代优质固废及长纤外废资源，实现竹木纤维资源综合利用。

信用记录方面，根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：91340500150523317H），截至 2024 年 5 月 10 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 日提供的说明，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。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。截至本报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单；公司在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统上均无重大不利记录。

（二）管理水平

跟踪期内，公司根据相关法律法规修订了部分规章制度；公司董事会、监事会因任期届满完成换届选举，相关人员变动对公司经营暂无重大影响。

跟踪期内，公司根据相关法律法规修订了《公司章程》《独立董事制度》等规章制度，持续完善内控体系。

2023 年 11 月，因第八届董事会、监事会任期届满，公司开展并完成董事会、监事会换届选举工作；2024 年 5 月，董事会聘任石春茂先生为公司副总裁。相关变动情况如下表。

图表 6 • 2023 年及 2024 年 1—5 月公司董事、监事、高级管理人员变动情况

姓名	担任的职务	变动情形	变动原因
潘金堂	董事、副总裁	离任	任期届满
连巧灵	董事	离任	任期届满
魏雄文	独立董事	离任	任期届满
占正奉	监事会主席	离任	任期届满
张家胜	监事	离任	任期届满
陈银景	董事、副总裁	选举	换届选举及聘任
游知	董事	选举	换届选举
许云	董事、财务负责人	选举	换届选举
刘文	独立董事	选举	换届选举
季若愚	监事会主席	选举	换届选举
孔峻	监事	选举	换届选举
石春茂	副总裁	聘任	董事会聘任

资料来源：联合资信根据公司年报及公司公告整理

（三）重大事项

1 公司引入投资者向子公司增资

跟踪期内，公司与多个金融机构成立基金，并通过基金对公司子公司增资，部分增资认购款已到位，有助于在一定程度上缓解公司资金压力，联合资信将持续关注公司增资款项进度及其他投资人的引入情况。

公司 2023 年 1 月 4 日公告，公司全资子公司山鹰投资管理有限公司（以下简称“山鹰资本”）作为有限合伙人拟出资人民币 7.50 亿元参与设立安徽交汇山鹰私募股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“交汇基金”），公司董事会通过上述事项，交汇基金拟出资人民币 15.00 亿元对公司全资子公司山鹰华中纸业有限公司（以下简称“华中山鹰”）增资，增资后华中山鹰由公司全资子公司变更为控股子公司。根据公开信息，交汇基金管理人为交银资本管理有限公司，有限合伙人为山鹰资本及交银金融资产投资有限公司。截至 2023 年 3 月末，交汇基金对华中山鹰的增资资金已到位。截至 2023 年末，公司长期股权投资科目中交汇基金期末余额为 7.48 亿元。

公司 2023 年 12 月 22 日公告，公司全资子公司山鹰资本与信达资本管理有限公司（以下简称“信达资本”）、财信吉祥人寿保险股份有限公司（以下简称“财信人寿”）签署了《芜湖信智鹰恒股权投资合伙企业（有限合伙）合伙协议》，三方共同设立芜湖信智鹰恒股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“信智基金”），信智基金认缴总规模 5.01 亿元，山鹰资本和财信人寿作为有限合伙人，各认缴出资人民币 2.50 亿元，分别占基金总规模的 49.90%；信达资本作为普通合伙人，认缴出资人民币 100.00 万元，占基金总规模的 0.20%。信智基金拟出资不超过人民币 5.00 亿元对公司全资子公司山鹰纸业（广东）有限公司（以下简称“广东山鹰”）增资，增资完成后，广东山鹰由公司全资子公司变更为控股子公司。截至 2024 年 2 月 1 日，信智基金的首期增资认购款 2.60 亿元已缴付到位，广东山鹰将根据约定办理相关工商变更登记手续，剩余增资认购款将于 2024 年 6 月 30 日前到位。

2 公司拟出售北欧纸业

公司为优化资源配置拟出售海外资产，若成功出售或有助于公司专注产业链发展及回笼资金，但目前尚未确定交易方案，尚需相关审批流程，仍具有一定的不确定性。

公司 2024 年 3 月 12 日公告，为优化资源配置，聚焦核心产业链发展，公司拟出售所持子公司 Nordic Paper Holding AB（以下简称“北欧纸业”）48.16%股权中的全部或部分股权，降低公司在欧洲业务的占比。北欧纸业系瑞典斯德哥尔摩 Nasdaq OMX 交易所上市公司，股票代码“NPAPER”，国际证券识别码“SE0014808838”。公司通过 SUTRIV Holding AB 间接持有北欧纸业 32220312 股股份，占北欧纸业总股本的 48.16%。

北欧纸业总部位于瑞典的 Karlstad，旗下共有五家造纸厂，其中三家分布于瑞典，一家位于挪威，一家位于加拿大，其主营造纸行业细分领域的天然防油纸和牛皮纸，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产品，销售区域主要为欧洲和北美的高端市场，部分销往东亚和澳洲。截至 2023 年底，北欧纸业总资产为 27.28 亿元，归属于母公司股东权益为 8.48 亿元；2023 年，北欧纸业营业收入为 31.80 亿元，净利润 2.96 亿元。

此潜在交易的具体交易对象、出售股权比例、出售价格等交易要素尚不确定，交易尚需履行公司内部决策程序及瑞典金融监管机构和相关审查机构批准，能否实施尚存在不确定性。

3 公司拟转让全资子公司部分股权

公司拟向江东集团出售子公司 51%股权，若成功出售或有助于公司专注产业链发展及回笼资金，但目前尚未确定交易方案，尚需相关审批流程，仍具有一定的不确定性。

公司 2024 年 6 月 22 日公告，江东控股集团有限责任公司（以下简称“江东集团”）战略入股公司全资子公司祥恒创意包装股份公司（以下简称“祥恒创意”），公司已于 2024 年 6 月 21 日与江东集团签订了《股权转让之框架协议》，公司拟将全资子公司祥恒创意 51%股权转让给江东集团。根据公开信息查询，江东集团为马鞍山市国有资本投资运营控股集团有限公司的全资子公司。2023 年，祥恒创意总资产为 71.75 亿元，净资产为 22.57 亿元，营业收入为 73.90 亿元，净利润为 3.69 亿元。本次交易需履行国有资产交易程序，在对标的公司进行尽职调查、审计、评估等必要的工作后，履行国资监管审批流程进行交易，最终交易对价需根据国资交易法律法规要求经审计评估，以经审计净资产及评估值孰低价格进行交易。根据公告披露，前期为支持子公司祥恒创意的发展，公司为其提供了约 20 亿元左右的往来借款，若公司最终完成本次股权转让事宜，除股权转让款外，将为公司回笼约 20 亿元往来款。

（四）经营方面

1 业务经营分析

跟踪期内，公司主要原材料的采购价格及主要产品的销售价格均有所下降，原纸产销量增长，公司营业总收入有所下降，毛利率同比上升，全年利润总额扭亏为盈，但盈利能力仍待恢复。2024 年 1—3 月，公司营业总收入同比小幅增长，利润扭亏为盈。公司在建项目围绕主业展开，未来仍面临一定的资金需求，需关注公司的未来投资节奏与公司现金流的匹配情况。

跟踪期内，原纸及纸制品仍是公司主营业务收入的主要构成。2023 年，随着行业新增产能释放，以及 2023 年初开始部分纸制品零关税进口政策正式施行，短时间对纸品市场形成一定冲击，公司原纸价格持续下降并于 2023 年下半年低位企稳，原纸和纸制品的全年销售收入均有所下降。毛利率方面，受益于原材料价格下降，公司各类产品的毛利率均有所提升，带动公司综合毛利率同比上升。分季度来看，收入方面，第一至第四季度的营业收入分别为 63.51 亿元、73.96 亿元、75.64 亿元和 80.21 亿元，逐季增长，全年营业收入同比仍有所下降；利润方面，第一至第四季度，归属于上市公司股东的净利润为-3.41 亿元、0.70 亿元、1.55 亿元和 2.73 亿元，其中第一季度受行业新

增产能释放及关税政策施行的影响，出现经营性亏损，但随着进口纸的冲击逐渐弱化，第二季度开始扭亏为盈，全年利润总额 1.95 亿元，同比扭亏为盈。

2024 年 1—3 月，公司营业总收入同比增长 5.00%至 66.69 亿元，利润总额为 0.38 亿元，同比扭亏为盈。

图表 7 • 2022—2023 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
原纸	218.03	65.30%	6.16%	192.41	67.08%	7.51%
纸制品	76.78	23.00%	10.71%	70.80	24.68%	13.40%
再生纤维	37.11	11.12%	3.13%	21.24	7.40%	10.67%
其他	1.95	0.59%	30.07%	2.38	0.83%	41.15%
合计	333.87	100.00%	7.01%	286.83	100.00%	9.48%

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

采购方面，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和煤炭。公司自备热电厂，造纸生产使用的电力、蒸汽主要由热电厂提供；热电厂主要消耗煤。2023 年，公司原纸和纸制品主要成本为直接材料，公司国内废纸采购量增加；为强化原料成本管控，下游各大纸厂利用其对国内废纸定价的影响力，下调国废黄板纸的采购价格，2023 年国废黄板纸的价格跌至相对低位，公司国内废纸采购价格也有所下降；煤炭采购量变化不大，采购均价随行就市，同比有所下降。综上，公司国内废纸和煤炭的采购金额均有所下降。电力由公司燃煤自备电厂供给，不足部分向本地电网调剂，公司利用峰谷电价差异，降低用电成本，高峰以自备热电厂供电为主，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。2023 年，公司向前五名供应商采购额合计为 30.08 亿元，占年度采购总额 11.38%，其中关联方采购额为 12.90 亿元，占年度采购总额 4.88%。公司采购集中度低。

图表 8 • 公司主要原料和能源采购情况

原材料	项目	单位	2022 年	2023 年
国内废纸	采购量	万吨	551.20	611.16
	采购均价	元/吨	2272.19	1642.37
	采购金额	亿元	125.24	100.38
煤炭	采购量	万吨	196.21	196.04
	采购均价	元/吨	1055.92	810.76
	采购金额	亿元	20.72	15.89

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

生产方面，截至 2023 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、吉林扶余建有六大造纸基地，落地产能由上年的 700 万吨增至 812 万吨；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、贵州等省市。公司造纸业务仍采取“以产定销”模式，根据市场的整体情况安排生产，包装产业仍采取“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。2023 年，公司原纸产销量均有所增长，与公司国内废纸的采购量变动趋势相符，产销率处于较高水平，销售均价同比有所下降；纸制品产销量略有降低但变动不大，产销率处于较高水平，销售均价微降。公司原纸和包装纸产业下端为在全国各地布局的包装厂，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。2023 年，公司对前五名客户销售额为 22.05 亿元，占年度销售总额 7.52%，公司销售集中度低。

图表 9 • 公司产品产销情况

原材料	项目	2022 年	2023 年
原纸	产量（万吨）	614.81	678.47
	销量（万吨）	616.29	677.73
	产销率（%）	100.24	99.89
	销售均价（元/吨）	3538.14	2839.09
纸制品	产量（亿平方米）	21.48	20.60

销量（亿平方米）	21.36	20.66
产销率（%）	99.44	100.29
销售均价（元/平方米）	3.59	3.43

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 未来发展

公司未来发展规划有一定可实施性，有利于提升综合竞争力，公司在建项目围绕主业展开，未来仍面临一定的资金需求，需关注公司的未来投资节奏与公司现金流的匹配情况。

公司将拓展下游包装业务，为价值客户提供包装定制方案，推进“回收-造纸-包装”的一体化模式。公司在包装大客户市场进行开拓，未来公司计划与更多行业头部客户建立长期合作，提供从造纸到包装的一体化解决方案能力。在原材料方面，公司通过搭建资源回收平台，优化再生资源回收体系。公司在建项目围绕主业展开，主要为箱板纸、瓦楞纸及包装纸的新建产线及原产线扩建项目，除宿州山鹰年产 90 万吨包装纸项目（以下简称“宿州山鹰项目”）外，其他项目的投资情况均已接近尾声，宿州山鹰项目未来仍面临一定的资金需求。

图表 10 • 截至 2023 年底公司在建工程情况（单位：亿元）

项目名称	预算数	工程累计投入占 预算比例	工程进度	尚需投资	资金来源
（华中山鹰）年产 42 万吨低定量瓦楞原纸/T 纸生产线项目、年产 38 万吨高定量瓦纸和年产 47 万吨低定量 T2/T 纸生产线项目	45.08	97.94%	99.93%	0.03	募集资金和自有资金
（浙江山鹰）77 万吨新项目	44.04	98.51%	99.03%	0.43	金融机构贷款和募集资金
（山鹰吉林）100 万吨制浆及 100 万吨工业包装纸项目一期工程	17.21	73.87%	93.44%	1.13	自有资金
（山鹰热电）生物质热电联产项目	4.66	81.45%	93.40%	0.31	自有资金
（宿州山鹰）年产 90 万吨包装纸项目	62.50	6.38%	6.38%	58.51	自有资金
（嘉兴祥恒）绿色包装项目	4.44	94.35%	96.59%	0.15	金融机构贷款和其他来源
合计	217.40	--	--	60.56	--

资料来源：联合资信根据公司年报整理

（五）财务方面

公司 2023 年财务报告由信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“审计机构”）进行审计，审计结论为标准无保留意见；公司的 2024 年一季度财务报表未经审计。

2023 年，公司合并范围子公司增加 11 家，减少 12 家，截至 2023 年底，公司合并范围内合计 156 家子公司。跟踪期内，公司合并范围子公司规模变化不大，财务数据可比性较强。

1 主要财务数据变化

2023 年，公司盈利能力和经营获现能力同比好转，但扣除非经常性损益的经营性盈利仍呈亏损状态；造纸项目的持续投建推升公司年末的资产规模，公司经营活动现金净流入量与投资活动现金净流出量呈紧平衡状态，外部投资人的引入在一定程度上对公司的资金压力有所缓解。截至 2023 年末，公司债务负担较重，“山鹰转债”和“21 山鹰国际 GN001”将于 2024 年内到期，考虑到 2023 年末公司非受限货币资金的保有量较小，公司面临较大的短期偿债压力。

公司营业总收入和毛利率变化见经营分析部分。分季度看，2023 年第一至第四季度，公司归属于上市公司股东的净利润分别为-3.41 亿元、0.70 亿元、1.55 亿元和 2.73 亿元，经营活动产生的现金流量金额分别为 3.63 亿元、4.08 亿元、11.46 亿元和 12.49 亿元，盈利能力和经营获现能力逐季好转，且 2023 年全年较上年整体有所好转。从期间费用看，2023 年，公司期间费用仍以管理费用和财务费用为主，期间费用率为 12.58%，同比上升 1.77 个百分点，公司期间费用呈现一定的刚性，与营业利润率相比，公司费用控制能力仍有待加强。损益方面，2023 年，公司其他收益和投资收益对公司利润影响很大，其中其他收益以政府补助为主，投资收益以权益法核算的北欧纸业和深

圳市山鹰时代伯乐股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“时代伯乐”）的投资收益为主，公司非经常性损益为 4.54 亿元，扣除非经常性损益后，公司全年经营性盈利仍呈亏损状态。2024 年一季度，公司营业总收入同比增长 5.00%至 66.69 亿元，利润总额 0.38 亿元，同比扭亏为盈，呈小幅盈利状态。

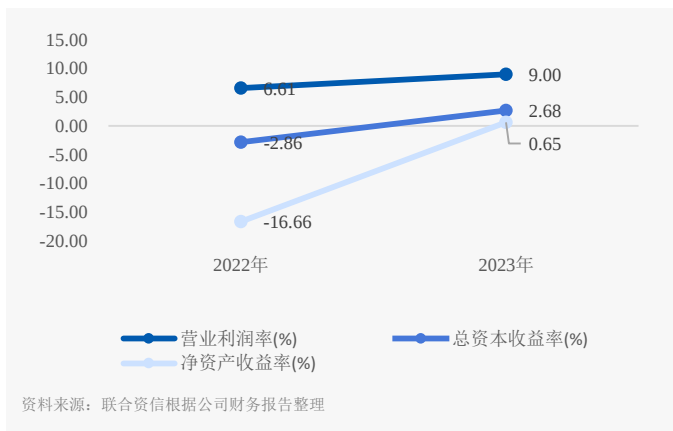
图表 11 • 公司盈利情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
营业总收入	340.14	293.33	66.69
投资收益	0.44	1.78	0.63
其他收益	6.16	9.00	2.14
利润总额	-22.72	1.95	0.38
EBITDA	3.22	31.24	--
营业利润率	6.61%	9.00%	8.87%
期间费用率	10.82%	12.58%	12.45%

注：期间费用率=期间费用/营业总收入*100

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 12 • 2022—2023 年公司盈利指标变化情况



以固定资产为主的非流动资产在资产总额中占比较高，2023 年在建工程的推进及转固，带动年底资产总额规模增长。截至 2023 年底，公司货币资金规模有所增长，但其中受限规模为 34.73 亿元，主要系承兑汇票保证金和信用证保证金所致，公司非受限的货币资金 6.81 亿元，保有量较小；由于原材料价格逐渐下降并相对低位运行，加之公司加强库存管控，2023 年底公司存货规模有所减少；应收账款账龄主要集中在一年以内（占 96.07%），计提坏账准备 1.49 亿元，其中单项计提坏账准备 0.66 亿元，按信用风险特征组合计提坏账准备 0.83 亿元，2023 年底应收账款余额前五名合计占比为 11.49%，较为分散。非流动资产方面，2023 年，公司作为有限合伙人出资参与交汇基金，上述投资增加了 2023 年底公司长期股权投资规模；此外，公司长期股权投资科目中，联营企业北欧纸业（账面余额为 11.91 亿元）规模较大，2023 年宣告发放现金股利 1.00 亿元，另外时代伯乐分红 0.80 亿元；随着浙江山鹰 77 万吨造纸项目（以下简称“浙江项目”）、广东山鹰 100 万吨高档箱板纸扩建项目、宜宾祥泰一期工程项目建成投产，项目从在建工程科目转入固定资产，公司 2023 年底固定资产规模有所增长，在建工程规模相应下降。截至 2024 年 3 月底，公司资产规模和资产结构较上年底变化不大。

图表 13 • 公司资产情况（单位：亿元）

指标	2022 年底		2023 年底		2024 年 1—3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	133.04	25.33%	133.73	24.43%	139.23	25.08%
货币资金	37.38	7.12%	41.54	7.59%	51.85	9.34%
应收账款	43.63	8.31%	45.47	8.31%	40.67	7.33%
存货	33.30	6.34%	28.23	5.16%	30.01	5.41%
非流动资产	392.13	74.67%	413.66	75.57%	415.94	74.92%
长期股权投资	23.26	4.43%	31.92	5.83%	31.75	5.72%
固定资产	255.67	48.68%	296.22	54.11%	293.72	52.91%
在建工程	59.92	11.41%	34.01	6.21%	38.03	6.85%
资产总额	525.17	100.00%	547.40	100.00%	555.16	100.00%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

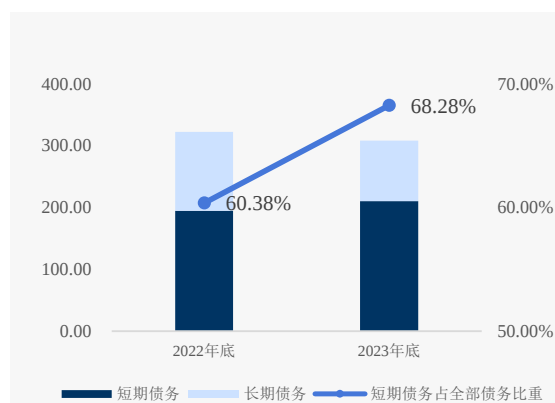
截至 2023 年末，公司负债中有息债务占比较高，公司全部债务规模下降 4.38%至 308.12 亿元，但随着“山鹰转债”和“21 山鹰国际 GN001”兑付日临近，上述债券将于一年内到期，由应付债券科目转为一年内到期的非流动负债科目，公司短期债务占比由上年末的 60.38%增至 2023 年末的 68.28%，公司集中偿债压力很大；公司经营负债中应付账款占比较高，应付账款主要由应付材料采购等经营款项（37.15 亿元）和应付长期资产购置款项（20.24 亿元）构成，公司应付经营款项较上年末增长 57.40%，与公司年末存货规模和 2023 年营业成本变动情况有所背离，主要系公司对供应商账期大幅延长所致。截至 2024 年 3 月底，公司负债规模和负债结构较上年底变化不大。所有者权益方面，2023 年交汇基金对中山鹰增资，使得年末公司少数股东权益有所增加，带动所有者权益整体有所增长。

图表 14 • 公司负债情况（单位：亿元）

指标	2022 年底		2023 年底		2024 年 1—3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	246.91	64.32%	281.50	72.13%	291.17	73.48%
短期借款	158.17	41.20%	150.71	38.62%	163.16	41.18%
应付账款	43.61	11.36%	60.11	15.40%	58.48	14.76%
一年内到期的非流动负债	31.16	8.12%	58.51	14.99%	58.29	14.71%
非流动负债	136.99	35.68%	108.75	27.87%	105.07	26.52%
长期借款	73.65	19.19%	73.15	18.75%	69.44	17.52%
应付债券	42.82	11.15%	19.15	4.91%	19.27	4.86%
负债总额	383.90	100.00%	390.25	100.00%	396.24	100.00%

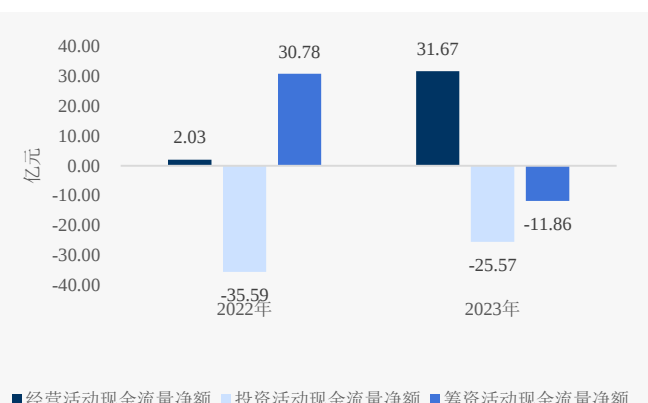
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 15 • 2022—2023 年底公司有息债务情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 16 • 2022—2023 年公司现金流量情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2023 年第一至第四季度，随着公司经营情况逐渐转好，公司经营活动现金净流入量逐季增加，全年经营活动现金净流入 31.67 亿元，同比增幅较大。投资活动方面，2023 年，公司较大规模的在建项目持续投入及交汇基金的投资资金流出，使得当年投资活动现金流仍呈大幅净流出状态，同比净流出量有所收窄，公司经营活动现金净流入量与投资活动现金净流出量呈紧平衡状态。筹资活动方面，由于 2022 年收到融资租赁款规模较大，2023 年此项筹资活动现金流入规模较小，叠加部分短期借款偿还，公司筹资活动现金继续呈净流出态势，净流出规模同比大幅收窄。2024 年 1—3 月，公司经营活动现金净流入 4.60 亿元，投资活动现金净流出 2.45 亿元，筹资活动现金净流出 1.12 亿元。

2 偿债指标变化

跟踪期内，公司长短期偿债指标表现较弱。公司或有负债风险较小，未使用银行授信额度尚可，同时作为上市公司，公司具备直接融资渠道。

图表 17 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年
短期偿债指标	流动比率 (%)	53.88	47.51
	速动比率 (%)	40.40	37.48
	经营现金/流动负债 (%)	0.82	11.25
	经营现金/短期债务 (倍)	0.01	0.15
	现金类资产/短期债务 (倍)	0.21	0.22
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	3.22	31.24
	全部债务/EBITDA (倍)	100.04	9.86

经营现金/全部债务（倍）	0.01	0.10
EBITDA/利息支出（倍）	0.25	2.40
经营现金/利息支出（倍）	0.16	2.44

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

由于部分债券将于一年内到期，从非流动负债科目转入流动负债科目，导致流动负债规模增加，2023 年公司流动比率和速动比率有所下降。随着公司 2023 年盈利和经营获现水平上升，2023 年公司其他各项偿债能力指标均有所优化。

或有负债方面，截至 2023 年底，公司无对合并范围外的担保，公司对子公司的担保余额为 151.26 亿元，担保发生额为 85.56 亿元，担保余额占净资产的比例为 96.25%；公司无重大未决诉讼或仲裁事项。

银行授信方面，截至 2023 年底，公司共计获得银行授信额度 307.70 亿元，已使用 226.47 亿元，尚未使用授信 81.23 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽，公司作为上市公司具备直接融资渠道。

3 公司本部主要变化情况

公司本部开展部分经营业务，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。公司本部短期债务负担重。

截至 2023 年底，公司本部资产占合并口径的 57.83%，负债占合并口径的 48.50%，所有者权益占合并口径的 81.01%。2023 年，公司本部营业总收入占合并口径的 20.02%，利润总额占合并口径的 55.91%。

公司本部承担管理职能及一部分实际生产与销售职能，利润主要来源于主营业务的经营性盈利、其他收益及投资收益。2023 年，公司本部利润总额为 1.09 亿元，其他收益 1.85 亿元，投资收益 0.98 亿元。截至 2023 年末，公司本部资产主要由其他应收款、长期股权投资和固定资产构成；负债规模变动不大，其中流动负债占 81.38%，非流动负债占比较小。公司负债主要由应付票据（占 27.04%）、其他应付款（占 26.77%）和一年内到期的非流动负债（占 19.70%）构成。公司本部 2023 年底资产负债率为 59.79%，较 2022 年底变化不大。截至 2023 年底，公司本部全部债务 126.32 亿元。其中，短期债务占 74.12%、长期债务占 25.88%。截至 2023 年底，公司本部短期债务为 93.63 亿元，公司本部全部债务资本化比率 49.80%，公司本部短期债务负担重。现金流方面，2023 年，公司本部经营活动现金流净额 19.78 亿元，投资活动现金流净额-9.56 亿元，筹资活动现金流净额-11.20 亿元。

（六）ESG 方面

公司注重安全生产与环保投入，履行作为行业头部企业的社会责任，治理结构和内控制度较为完善。整体来看，公司 ESG 表现较好。

环境方面，公司及子公司浙江山鹰纸业有限公司、山鹰华南纸业有限公司、山鹰华中纸业有限公司、山鹰纸业（广东）有限公司、爱拓环保能源（浙江）有限公司（以下简称“爱拓环保”）、武汉祥恒包装有限公司、祥恒（莆田）包装有限公司属于重点排污单位，主要污染物为废水和废气。废水处理方面，公司配置污水处理设置，确保达标排放。跟踪期内，公司投资自建污水处理系统，造纸板块污水处理站采用了厌氧生物系统、好氧生物系统及芬顿氧化三级处理系统等最先进的污水处理技术，污水各项排放指标均优于国家标准，每月发布《清洁生产月报》，对排污指标进行统计及内部公示。同时污水处理配备了自动化控制系统（PLC），并安装在线监测系统，将处理指标实时上传到环保局监控污水排放，已经实现一体化管理。废气治理方面，公司按照国家和地方政府要求办理废气排污许可证，严格执行排污申报、排污登记，建立健全公司内部废气排放管理制度。此外，公司在处理设备选型上，采用成熟可靠、经济合理的废气污染防治技术和设备，使烟气排放符合国家相关环保法律法规要求，满足政府环保部门监管要求，并将排放数据上传至重点排污单位自动监控与基础数据库系统。2023 年，爱拓环保因为氯化氢在线数据超标受到环保局 20 万元处罚，主要系少量含氯特别高的固废原料进入锅炉燃烧，短时间之内超出了脱酸系统的设计处理能力，这是自爱拓环保 2021 年投产以来第一次出现的偶发情况，并非人为主观原因造成氯化氢数据超标。同时爱拓环保已针对此次事项制定了详细的处置方案，后续将加强进厂物料的化验，完善环保数据超标的应急处理预案。

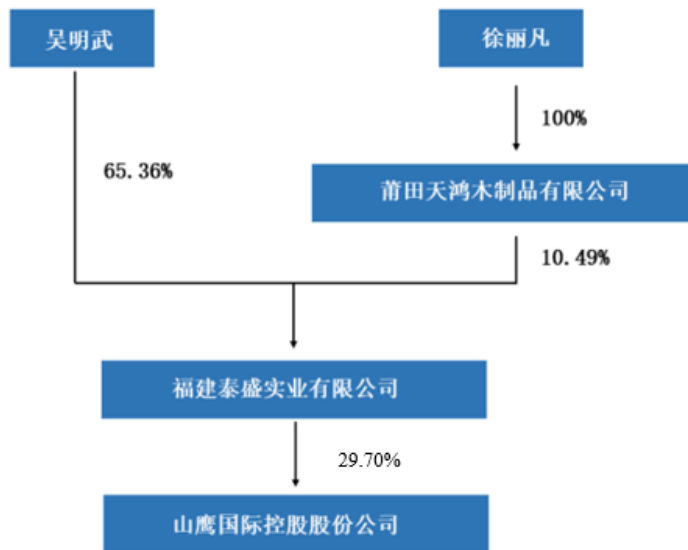
社会责任方面，跟踪期内，公司对外捐赠资金 120.10 万元，捐赠项目包括扶老助残实践活动捐助、遵义市绥阳县红十字会捐赠、莆田市荔城区慈善总会一次性捐款等；公司参与慈善公益募捐活动，捐款资金 52.80 万元。

公司治理方面详见管理水平相关章节。

七、跟踪评级结论

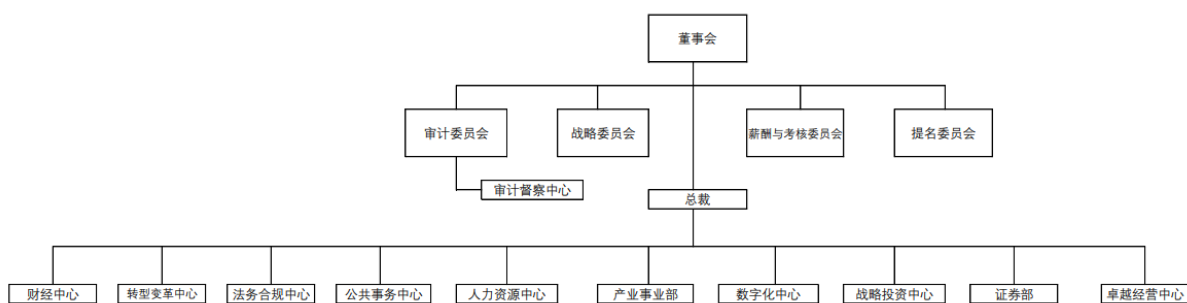
基于对公司经营风险及财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定下调公司主体长期信用等级为 AA，下调“21 山鹰国际 GN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司公告整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2023 年底）

子公司名称	注册资本金（万元）	业务性质	持股比例		取得方式
			直接	间接	
浙江山鹰纸业有限公司	298691.82	制造业	100.00	--	非同一控制下企业合并
山鹰华南纸业有限公司	140000.00	制造业	100.00	--	非同一控制下企业合并
山鹰华中纸业有限公司	502221.96	制造业	73.15	--	投资设立
浙江祥恒包装有限公司	6000.00	制造业	--	100.00	非同一控制下企业合并
中山中健环保包装股份有限公司	4847.63	制造业	--	70.00	非同一控制下企业合并

资料来源：联合资信根据公司年报整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	41.69	45.90	53.85
应收账款（亿元）	43.63	45.47	40.67
其他应收款（亿元）	2.10	2.50	2.90
存货（亿元）	33.30	28.23	30.01
长期股权投资（亿元）	23.26	31.92	31.75
固定资产（亿元）	255.67	296.22	293.72
在建工程（亿元）	59.92	34.01	38.03
资产总额（亿元）	525.17	547.40	555.16
实收资本（亿元）	33.06	31.60	31.60
少数股东权益（亿元）	5.41	19.68	22.03
所有者权益（亿元）	141.27	157.15	158.92
短期债务（亿元）	194.58	210.38	223.12
长期债务（亿元）	127.67	97.74	94.50
全部债务（亿元）	322.25	308.12	317.62
营业总收入（亿元）	340.14	293.33	66.69
营业成本（亿元）	315.54	264.38	60.10
其他收益（亿元）	6.16	9.00	2.14
利润总额（亿元）	-22.72	1.95	0.38
EBITDA（亿元）	3.22	31.24	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	306.87	265.45	62.72
经营活动现金流入小计（亿元）	320.90	278.50	64.79
经营活动现金流量净额（亿元）	2.03	31.67	4.60
投资活动现金流量净额（亿元）	-35.59	-25.57	-2.45
筹资活动现金流量净额（亿元）	30.78	-11.86	-1.12
财务指标			
销售债权周转次数（次）	6.50	5.95	--
存货周转次数（次）	8.84	8.59	--
总资产周转次数（次）	0.65	0.55	--
现金收入比（%）	90.22	90.49	94.05
营业利润率（%）	6.61	9.00	8.87
总资本收益率（%）	-2.86	2.68	--
净资产收益率（%）	-16.66	0.65	--
长期债务资本化比率（%）	47.47	38.35	37.29
全部债务资本化比率（%）	69.52	66.22	66.65
资产负债率（%）	73.10	71.29	71.37
流动比率（%）	53.88	47.51	47.82
速动比率（%）	40.40	37.48	37.51
经营现金流动负债比（%）	0.82	11.25	--
现金短期债务比（倍）	0.21	0.22	0.24
EBITDA 利息倍数（倍）	0.25	2.40	--
全部债务/EBITDA（倍）	100.04	9.86	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 长期应付款的有息债务部分计入长期债务及全部债务
 资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	12.68	18.18	16.84
应收账款（亿元）	8.93	7.92	7.29
其他应收款（亿元）	48.85	48.82	58.06
存货（亿元）	7.35	5.48	5.66
长期股权投资（亿元）	170.27	180.79	181.09
固定资产（亿元）	49.80	46.86	46.13
在建工程（亿元）	1.54	1.59	1.53
资产总额（亿元）	316.39	316.59	323.65
实收资本（亿元）	46.16	44.71	44.71
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	126.32	127.31	127.77
短期债务（亿元）	75.43	93.63	94.04
长期债务（亿元）	49.93	32.69	28.88
全部债务（亿元）	125.36	126.32	122.92
营业总收入（亿元）	77.78	58.72	12.08
营业成本（亿元）	70.78	51.85	10.78
其他收益（亿元）	1.25	1.85	0.36
利润总额（亿元）	20.23	1.09	0.57
EBITDA（亿元）	24.79	5.11	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	32.75	83.45	14.57
经营活动现金流入小计（亿元）	300.57	425.64	126.35
经营活动现金流量净额（亿元）	21.68	19.78	-0.49
投资活动现金流量净额（亿元）	-17.47	-9.56	0.70
筹资活动现金流量净额（亿元）	-4.64	-11.20	-0.12
财务指标			
销售债权周转次数（次）	7.20	6.73	--
存货周转次数（次）	9.16	8.08	--
总资产周转次数（次）	0.24	0.19	--
现金收入比（%）	42.11	142.12	120.61
营业利润率（%）	8.51	10.64	9.66
总资本收益率（%）	10.01	2.00	--
净资产收益率（%）	16.34	0.83	--
长期债务资本化比率（%）	28.33	20.43	18.44
全部债务资本化比率（%）	49.81	49.80	49.03
资产负债率（%）	60.07	59.79	60.52
流动比率（%）	61.89	53.39	54.61
速动比率（%）	56.48	49.83	51.19
经营现金流动负债比（%）	15.98	12.84	--
现金短期债务比（倍）	0.17	0.19	0.18
EBITDA 利息倍数（倍）	5.43	1.27	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.06	24.71	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

附件3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
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	
总资产收益率	(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