

信用评级公告

联合〔2021〕6399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及其拟发行的山鹰国际控股股份公司 2021 年度第一期绿色中期票据的信用状况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^+ ，山鹰国际控股股份公司 2021 年度第一期绿色中期票据信用等级为 AA^+ ，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十二日

山鹰国际控股股份公司

2021年度第一期绿色中期票据信用评级报告

评级结果：

公司主体信用等级：AA⁺

本期中期票据信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

债项概况：

债券规模：2 亿元

债券期限：5 年

偿还方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息

募集资金用途：山鹰热电（吉林）有限公司生物质热电联产项目建设

评级时间：2021 年 7 月 22 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	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型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	B	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	F2	现金流	资产质量	3
			盈利能力	1
			现金流量	3
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

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，反映了公司作为业务范围辐射箱板纸、瓦楞原纸、纸板及纸箱的生产和销售以及国内外再生纤维贸易业务等相关领域的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。近年来，公司有序推进国内造纸基地的优势布局，落地产能增长；公司剥离融资租赁和北欧纸业，引入战略投资人对下属子公司增资，金融风险和商誉规模得以控制，资产质量有所提升。同时，联合资信也关注到，公司生产所需的废纸等重要原材料受进口政策受限影响供应存在不确定性；主要原材料价格波动较大；有息债务快速增长，短期偿付规模较大；在建项目资金需求高；收入实现质量有待提升，资产质量有待提高等因素对公司信用水平可能带来不利影响。

公司 EBITDA 和经营活动现金流入量净额对本期中期票据覆盖程度很高。

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，公司经营业绩和资本实力有望得到进一步提升，联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

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。公司是中国境内第三大包装纸生产商，形成了从废纸采购到箱板纸纸制品加工的完整上下游产业链布局；中国进口废纸配额总量逐年减少，公司加大海外废纸浆线布局，同时在东南亚、欧洲部署外废纸浆加工基地，进一步增强全球低成本竞争优势。
2. 公司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、广东肇庆建有五大造纸基地，截至 2020 年底，公司落地产能约 600 万吨，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，贴近行业头部客户聚集地，产业辐射江苏、浙江、安徽、

分析师：杨 涵

杨 恒

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

福建、广东、湖北、山东、陕西、四川、天津等省市，年产量超过14亿平方米，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。近两年，公司产业结构调整，聚焦造纸主业，通过向下游包装延伸以及在债务、融资结构和战略管理等方面的改善，一定程度上增强了公司的持续发展能力和财务弹性。
4. 公司 EBITDA 和经营活动现金流入量净额对本期中期票据覆盖程度很高。

关注

1. 公司所在行业为造纸及纸制品业行业，易受宏观经济及政策影响。造纸及纸制品业与国家经济发展和国民消费增长息息相关，受宏观经济影响明显；近年来，中国环保政策趋严，外国废纸进口管控加强，未经分拣的废纸进口受到大幅限制，对公司产品成本控制形成压力。
2. 公司近年来持续并购造成债务规模较大，债务结构有待改善。伴随主营业务扩张，近年来公司纸机等生产建设支出和并购资金支出持续保持在较高水平，增加了公司资金调配压力，造成公司短期债务规模较大，债务结构有待改善。
3. 公司控股股东所持有公司股份质押率较高。截至2021年7月21日，控股股东泰盛实业及其一致行动人累计质押股份数量占其所持公司股份的69.51%，质押比例较高。
4. 公司在建项目数量较多，未来面临较大融资需求。公司在建工程拟投资金额较大，未来面临较大融资需求。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。
5. 公司整体资产质量有待提高。截至2020年底，公司资产受限规模占资产总额的比例为21.83%，受限比例较高。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	40.20	47.22	41.87	40.09
资产总额(亿元)	359.06	425.45	454.37	483.83
所有者权益(亿元)	135.35	148.94	172.29	177.75
短期债务(亿元)	111.53	131.62	134.29	154.65
长期债务(亿元)	66.13	86.18	88.80	86.22
全部债务(亿元)	177.67	217.80	223.09	240.87
营业收入(亿元)	243.67	232.41	249.69	68.29
利润总额(亿元)	39.16	15.66	16.90	5.90
EBITDA(亿元)	56.21	31.99	37.11	--
经营性净现金流(亿)	32.48	13.35	11.70	-3.27
营业利润率(%)	21.99	18.23	15.98	14.00
净资产收益率(%)	25.39	9.08	8.06	--
资产负债率(%)	62.30	64.99	62.08	63.26
全部债务资本化比率	56.76	59.39	56.42	57.54
流动比率(%)	79.62	77.78	77.32	75.08
经营现金流动负债	21.49	7.25	6.38	--
现金短期债务比	0.36	0.36	0.31	0.26
EBITDA 利息倍数	6.53	3.95	3.36	--
全部债务	3.16	6.81	6.01	--
公司本部（母公司）				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	252.08	283.02	301.70	302.48
所有者权益（亿	104.76	110.20	113.78	116.28
全部债务(亿元)	84.70	97.55	99.77	103.81
营业收入(亿元)	79.71	71.78	67.63	16.55
利润总额(亿元)	12.24	7.08	7.19	1.66
资产负债率（%）	58.44	61.06	62.29	61.56
全部债务资本化比	44.71	46.96	46.72	47.17
流动比率（%）	72.09	69.54	72.66	72.26
经营现金流动负债比(%)	37.22	21.70	6.88	--

注：2021 年 1—3 月财务报表未经审计

主体评级历史：

债项 级别	主体 级别	评级 展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	AA ⁺	稳定	2021/6/16	杨涵 高嘉悦 杨恒	一般工商企业信用评级方法 一般工商企业主体信用评级模型	阅读全文
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
AA ⁺	AA ⁺	稳定	2020/08/06	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

声 明

一、本报告引用的资料主要由山鹰国际控股股份公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，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、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

山鹰国际控股股份公司

2021 年度第一期绿色中期票据信用评级报告

一、主体概况

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2021年3月底,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2021年7月21日,泰盛实业及其一致行动人共质押10.32亿股,占其持有公司股份的69.51%。

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2020年底,公司纳入合并范围的子公司包括浙江山鹰纸业有限公司、山鹰纸业销售有限公司等117家公司。公司内设财经中心、创新研发中心、风险合规中心、公共事务中心、供应链中心、流程信息中心、人力资源中心、产业事业部、战略投资中心和证券部等职能部门及4个专业委员会。

截至2020年底,公司(合并)资产总额为

454.37亿元,所有者权益合计为172.29亿元(含少数股东权益16.33亿元)。2020年,公司实现营业总收入249.69亿元,利润总额16.90亿元。

截至2021年3月底,公司(合并)资产总额为483.83亿元,所有者权益合计为177.75亿元(含少数股东权益17.28亿元)。2021年1-3月,公司实现营业总收入68.29亿元,利润总额5.90亿元。

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、本期中期票据概况

公司申请注册总额度为5亿元的中期票据,本期计划发行2021年度第一期绿色中期票据(以下简称“本期中期票据”),拟发行额度2亿元,发行期限为5年。本期中期票据每年付息一次,到期一次还本,最后一期利息随本金一起兑付。

本期中期票据募集资金将全部用于山鹰热电(吉林)有限公司生物质热电联产项目建设。该生物质热电联产项目位于吉林省扶余市陶赖昭工业园区,建设内容包括新建2台75吨/小时高温高压循环流化床锅炉,2台15兆瓦高温高压抽汽式汽轮发电机组,配套建设烟气净化工艺系统等。项目总投资36650万元,除募集资金20000万元外,其余资金均为自筹。项目自有资金16650万元,已全部筹集到位。本期中期票据募投项目山鹰热电(吉林)有限公司生物质热电联产项目已于2021年4月开工建设,预计将于2022年12月完成建设并投产。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020年中国经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经

济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021年一季度，中国国内生产总值现价24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表1 2017—2021年一季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP(万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP增速(%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30(5.00)
规模以上工业增加值增速(%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50(6.80)
固定资产投资增速(%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60(2.90)
社会消费品零售总额增速(%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90(4.20)
出口增速(%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速(%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI增幅(%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI增幅(%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率(%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速(%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70(4.50)
公共财政收入增速(%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速(%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和Wind数据整理

消费对GDP的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创2007年以来新高。从两年平均增长来看，2021年一季度社会消费品增速为4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对GDP增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额9.60万亿元，同比增长25.60%，两年平均增长2.90%，与疫情前正常水平差距较

大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对GDP增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差7592.90亿元，较上年同期扩大690.60%，净出口对GDP增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到2007年以来的最高水平。一季度三大需求对GDP增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格

指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高

速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支

出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计 2021 年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

四、行业分析

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，中国经济增速较放缓，面临经济下行压力。2018 年以后，由于受到中美贸易摩擦导致原材料价格攀升，环保压力加大以及下游需求疲软导致价格走低等因素的影响，行业内企业盈利下滑，行业整体景气度有所下降，造纸企业利润有所下滑。2020 年上半年，新冠疫情给全球及中国经济带来了巨大的挑战，对各行业生产与需求产生了较为明显的负面影响。工业造纸和包装行业既是国民经济的重要组成部分，又与下游食品、饮料、服装、电子、家电、日化、机械等领域息息相关。国内工业造纸包装的主要需求是通过内需和出口行为衍生而来。2020 年上半年，由于国内外物流不畅和下游消费者受居家隔离及经济受到冲击影响而导致消费意愿一定程度下降，需求有所滞后，造纸行业运行总体承压。2020 年下半年以来，随着国内疫情逐步得到有效控制和

复工复产，以及在海外疫情下政府救济措施提振海外居民消费，内需逐步恢复、出口超预期表现等因素的共同推动下，造纸行业景气度回升。

根据中国造纸业协会统计，制浆造纸及纸制品全行业 2020 年完成纸浆、纸及纸板和纸制品合计 25498 万吨，同比增长 1.22%；其中：纸及纸板产量 11260 万吨，同比增长 4.60%；纸浆产量 7378 万吨，同比增长 2.37%；纸制品产量 6860 万吨，同比增长-4.97%；全行业营业收入完成 1.30 万亿元，同比下降 2.24%；实现利润总额 827 亿元，同比增长 21.24%。

2017 年下半年“禁废令”颁布以来，废纸进口量逐年大幅缩减。2020 年全年废纸配额 689.35 万吨，同比减少 33.48%，国内废纸供应明显趋紧。据卓创资讯统计，中国废纸自足率已由 2015 年的 63% 提升至 2019 年的 82%，固废实际可回收量已接近天花板，供给趋于刚性。2020 年供需缺口走阔推动固废价格中枢震荡抬升，国内箱板瓦楞纸产能成本端面临海外产能比较性优势冲击，全年高增长原纸进口量给国内厂商带来经营挑战。然而国内箱板瓦楞纸龙头企业通过平衡全国的回收纤维供需关系加速小产能的淘汰，进一步优化行业竞争格局，促进造纸包装行业以及头部企业的健康发展。2020 年中国经济率先恢复，国内成品纸价中枢抬升吸引了大量进口成品纸涌入国内市场。2020 年箱板纸年进口量达 403.41 万吨，同比增长 83.71%，瓦楞纸年进口量达 396.46 万吨，同比增长 152.30%。同时国内龙头纸厂把握时间窗口，快速在海内外投放再生浆和成品纸产能，扩大成本优势，进一步抢占市场份额。2019 年，中国箱板纸 CR3 达 50%，瓦楞纸 CR3 为 22%。2020 年，由于政策环境的整体趋严和行业成本竞争激烈，市场份额向龙头纸企加速集中。

2. 行业上下游

供给端，造纸业的主要原材料是木浆和废纸浆。国内造纸行业所需木浆依旧对进口依赖程度很高；废纸受“限废令”影响，基本完成进口替代。需求端，中国造纸行业长期需求保持

增长。

2020 年，全国纸浆消耗总量 10200 万吨，较 2019 年增长 5.27%。2020 年，全国木浆消耗量为 4046 万吨，占纸浆消耗总量 40%，其中进口木浆占 25%、国产木浆占 15%。全年，废纸浆消耗 5632 万吨，占纸浆消耗总量 55%，其中进口废纸浆占 2%、用进口废纸制浆占 6%、用国内废纸制浆占 47%。

2020 年纸及纸板进口 1154 万吨，较 2019 年增长 84.64%；纸浆进口 3135 万吨，较 2019 年增长 15.26%；废纸进口 689 万吨，较 2019 年下降 33.49%；纸制品进口 16 万吨，较 2019 年增长 33.33%。2020 年，进口纸浆平均价格为 512.58 美元/吨，较 2019 年平均价格下降 18.57%；进口废纸平均价格为 175.26 美元/吨，较 2019 年平均价格下降 6.53%。

需求端来看，据中国造纸协会调查资料，2020 年全国纸及纸板生产企业约 2500 家，全国纸及纸板生产量 11260 万吨，较 2019 年增长 4.60%。消费量 11827 万吨，较 2019 年增长 10.49%，人均年消费量为 84 千克（14.00 亿人）。2011—2020 年，纸及纸板生产量年均增长率 1.41%，消费量年均增长率 2.17%。中国造纸产品市场需求长期保持增长。

3. 行业竞争

2017 年下半年“禁废令”颁布以来，废纸进口量逐年大幅缩减。2020 年全年废纸配额 689.35 万吨，同比减少 33.48%，国内废纸供应明显趋紧。据卓创资讯统计，中国废纸自足率已由 2015 年的 63% 提升至 2019 年的 82%，国废实际可回收量已接近天花板，供给趋于刚性。2020 年供需缺口走阔推动国废价格中枢震荡抬升，国内箱板瓦楞纸产能成本端面临海外产能比较性优势冲击，全年高增长原纸进口量给国内厂商带来经营挑战。然而国内箱板瓦楞纸龙头企业通过平衡全国的回收纤维供需关系加速小产能的淘汰，进一步优化行业竞争格局，促进造纸包装行业以及头部企业的健康发展。2020 年中国经济率先恢复，国内成品纸价中枢抬升

吸引了大量进口成品纸涌入国内市场。2020 年箱板纸年进口量达 403.41 万吨，同比增长 83.71%，瓦楞纸年进口量达 396.46 万吨，同比增长 152.30%。同时国内龙头纸厂把握时间窗口，快速在海内外投放再生浆和成品纸产能，扩大成本优势，进一步抢占市场份额。2019 年中国箱板纸 CR3 达 50%，瓦楞纸 CR3 为 22%。2020 年，由于政策环境的整体趋严和行业成本竞争激烈，市场份额向龙头纸企加速集中。

4. 行业政策

从行业政策来看，2018 年 8 月，商务部对美废加征 25% 关税，美废价格推升或推升所有外废价格，国废与外废价差将缩小，拥有外废配额的企业成本优势缩小，成本端压力加大或进一步推升产品价格。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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年 3 月底，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 2021 年 7 月 21 日，泰盛实业及其一致行动人共质押 10.32 亿股，占其持有公司股份的 69.51%。

2. 企业规模和竞争力

公司作为国内大型造纸企业，具有先进的生产设备和工艺，产品质量好，具有较高的品牌知名度，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。公司连续被评为高新技术企业，与优质客户建立长期伙伴关系。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，主要产品为“山鹰牌”各类包装原纸、特种纸及纸板、纸箱等纸制品，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，并通过商业模式创新，发展产业互联网。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、广东肇庆建有五大造纸基地，截至2020年底，公司落地产能约600万吨，位居国内行业前三名；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、陕西、四川、天津等省市，年产量超过14亿平方米，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，保证上游原材料的优质供应。

3. 人员素质

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，学历结构符合公司主营行业特点，能够满足公司发展需求。

公司董事会成员7人，公司设总经理（总裁）1人、副总裁5人。公司总经理（总裁）、副总经理（副总裁）、董事会秘书、财务负责人为公司高级管理人员。

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。现任公司董事长、总裁，福建泰盛实业有限公司董事长，莆田天鸿木制品有限公司执行董事，泰盛贸易股份有限公司董事长。曾任吉安集团有限公司执行董事，上海泰盛制浆（集团）有限公司董事长，福建泰盛进发实业有限公司董事长，莆田天鸿木制品有限公司总经理，泰盛科技（集团）股份有限公司董事长，公司董事长、总经理、总裁。

石春茂先生，出生于1970年，中国国籍，博士研究生学位；曾任中兴通讯股份有限公司财税资金部部长、中兴通讯集团财务有限公司副董事长兼总经理、高级副总裁兼首席会计师；自2017年11月起任公司副总裁，兼任公司财务负责人、财经中心总经理。

截至2020年底，公司在职工合计13189人，员工专业构成和教育程度构成如下表：

表2 截至2020年底公司员工情况

项目	构成	占比（%）
专业构成	生产人员	68.74
	销售人员	5.18
	技术人员	9.65
	财务人员	2.49
	行政人员	7.56
	管理人员	6.38
教育程度	硕士及以上	1.65
	大学本科	12.70
	专科	18.89
	高中及以下	66.77

注：合计数与各数之和有差异，系四舍五入造成
资料来源：公司年报，联合资信整理

4. 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2021年5月20日，公司已结清的信贷信息中，有1笔不良类中长期借款、1笔不良类信用证账户信息和145笔关注类账户数（包含2笔中长期借款、28笔短期借款、75笔贴现和40笔信用证），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/违约类信息。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》《证券法》和其他有关规定，设立了股东大会、董事会和监事会，建立了相对完善的法人治理结构，能够较好地规范重大经营决策程序。

股东大会是公司的权力机构，其职权包括决定公司的经营方针和投资计划，审议批准董事会、监事会报告，审议批准公司年度财务预算方案、决算方案，审议批准公司的利润分配和弥补亏损方案，选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项，修改公司章程等。

公司董事会设7名董事，其中董事长1名，独立董事3名；董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。董事由股东大会选举或更换，任期3年。董事任期届满，可连选连任。董事会对股东大会负责，其职权包括召集股东大会、执行股东大会的决议、决定公司的经营计划和投资方案、制订公司年度财务预算和决算方案、制订公司利润分配方案和弥补亏损方案、决定公司内部管理机构的设置、制定公司的基本管理制度等。

公司设监事会。监事会由3名监事组成，设主席1人。监事会应包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表的比例不低于1/3。监事会主席由全体监事过半数选举产生，监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事会的职权包括检查公司财务、对董事和高级管理人员执行公司职务的行为进行监督、向股东大会提出提案等。

公司总经理、副总经理、董事会秘书、财务

负责人为公司高级管理人员。公司设总经理1名，副总经理若干名，由董事会聘任和解聘，对董事会负责，总经理行使主持公司的生产经营管理工作等职权。

2. 管理水平

公司建立了规范的管理制度，内部控制制度健全。

公司根据自身经营特点和所处环境，建立了内控制度，采购管理方面，主辅料实行“统一审批、集中采购”的模式。以原料采购为例，在每月底或下月初，根据生产需求及实际库存量，制订下个月的采购计划，并根据市场情况将月度采购计划分拆成每周采购计划。在执行采购计划时，公司根据实际库存和市场价格的变化适当增加或缩减采购数量，以确保生产所需原料及时供给。

销售管理方面，公司设立山鹰纸业销售有限公司（以下简称“销售公司”）负责原纸销售，所有产品均由销售公司直接销售，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。

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。

七、重大事项

1. 剥离融资租赁业务

公司完成对融资租赁业务剥离,有利于公司聚焦主业,控制金融类业务风险。

2020年4月,公司为聚焦主业,控制金融类业务风险,公司、环宇集团国际控股有限公司(以下简称“环宇国际”)与控股股东泰盛实业及其关联方泰盛(香港)国际控股有限公司(以下简称“香港泰盛”)签署了《股权转让协议》,拟向控股股东泰盛实业及其关联方香港泰盛出售山鹰(上海)融资租赁有限公司(以下简称“山鹰租赁”)100%股权。经协商,确定山鹰租赁100%股权转让价格为56000.00万元,较评估值高1400.00万元。泰盛实业及香港泰盛以现金方式支付上述转让价款。上述交易完成后,公司不再持有山鹰租赁股权,山鹰租赁不再纳入公司合并报表范围。截至2021年4月29日,山鹰租赁对公司的应付股利款、出售融资租赁公司股权的股权转让款和对公司的借款本金及利息已全部结清。

2. 不再将北欧纸业纳入合并范围

2020年10月22日,公司所属企业Nordic Paper Holding AB(以下简称“北欧纸业”)在瑞典斯德哥尔摩Nasdaq OMX交易所上市(股票代码:“NPAPER”)。公司通过SUTRIV Holding AB间接持有北欧纸业32220312股股票,占北欧纸业总股本的48.16%。基于分拆后的第一大股东地位,公司初步认定仍保有对北欧纸业的控制权。

在2020年年度审计过程中,公司与审计机构对北欧纸业是否应继续纳入合并报表范围进行了复核,根据审计意见,北欧纸业分拆上市后,公司不再为北欧纸业法律层面上的母公司,也不能实际控制北欧纸业治理层并主导北欧纸业日常经营活动,公司管理层基于以下四点原因对北欧纸业不再纳入合并报表范围进行了审慎确认。(一)根据瑞典法律规定和当地律师意见,SUTRIV Holding AB不是北欧纸业法律层面上的母公司,对北欧纸业没有法律赋予的控制权。(二)根据北欧纸业相关治理规则,公司在提名委员会、董事会中表决权未过半数,不能控制提名委员会及董事会。(三)北欧纸业日常经营由首席执行官根据董事会的指示管理公司,首席执行官由董事会选举产生,公司已无法主导首席执行官任命,因此不能控制北欧纸业的日常财务、经营管理决策活动。(四)公司以48.16%的持股比例,位列北欧纸业第一大股东,但北欧纸业自然人持股比例低,银行、基金、养老保险基金等财务投资机构持股比例略高于公司持股份额。股东大会表决事项的通过比例依据投票事项本身的重要程度和特殊程度来定。公司并不能完全控制北欧纸业的股东大会。

综上所述,自2020年11月1日起,公司持有北欧纸业股权的目的并非通过参与被投资方的相关活动而享有可变回报,运用对被投资方的权力影响其回报金额,而是通过转让处置股权方式收回投资。根据《企业会计准则第33号--合并财务报表》关于控制权的规定,公司实际已无法控制北欧纸业,因此公司决定自2020年11月1日起不再将北欧纸业纳入公司合并报表范围。

2020年1月至10月,北欧纸业仍纳入公司2020年度合并报表范围核算。北欧纸业在此期间的营业收入186647.77万元,占公司合并报表营业收入的7.48%,净利润15323.06万元,占公司归属于母公司所有者的净利润的11.03%。本次调整系会计处理,不会对公司的经营发展产生不利影响。北欧纸业不再纳入公司合并报表范围后,相应的长期股权投资由成本

法改为按权益法核算，该等核算方法的切换合计增加投资收益金额为 24508.77 万元，增加当期归属于母公司所有者的净利润金额为 24508.77 万元，占 2020 年经审计归属于母公司所有者的净利润的 16.10%。公司 2017 年收购北欧纸业形成的商誉已全额核销，按 2020 年 10 月 30 日汇率折算，公司合并报表商誉减少 157385.78 万元。

公司通过本次分拆上市合计回收约 24.41 亿瑞典克朗资金，含出售价款 14.91 亿及分红 9.50 亿。

自公司 2017 年 10 月以 24 亿瑞典克朗收购北欧纸业 100% 股权以来，北欧纸业累计贡献净利润 10.04 亿瑞典克朗（截至 2020 年 12 月 31 日），公司已累计收回现金 26.91 亿瑞典克朗。公司与北欧纸业业务相对独立，不存在为北欧纸业提供担保、委托理财的情况。

3. 引入战略投资

为进一步降低企业资产负债率、优化资本结构，促进公司长期持续健康发展。2020 年 11 月 9 日，公司、公司全资子公司浙江山鹰纸业（以下简称“浙江山鹰”）与信鹰基金等签署了《债权转让协议》及《债转股协议》，公司拟引进战略投资者信鹰基金以收购中国农业银行海盐县支行所拥有的对浙江山鹰的 9.89 亿元贷款债权并同步债权转股权方式对浙江山鹰进行增资，实施市场化债转股，浙江山鹰贷款银行已于 2020 年 11 月 9 日收到 9.89 亿元标的债权转让价款。

以北京中企华资产评估有限责任公司于评估基准日 2019 年 12 月 31 日对浙江山鹰的评估结果为基础，信鹰基金拟出资人民币 9.89 亿元认购浙江山鹰新增股份 311006289 股，增资完成后信鹰基金持有浙江山鹰的股权比例为 11.78%。鉴于 2020 年 6 月 3 日，第七届董事会第三十七次会议审议通过了《关于使用募集资金对全资子公司增资的议案》，公司将以 2019 年公开发行可转换公司债券（以下简称“鹰 19 转债”）的募集资金人民币 110000 万元及相关

利息对浙江山鹰进行增资，预计“鹰 19 转债”募集资金增资完成后，信鹰基金持有浙江山鹰的股权比例将由 11.78% 降至 10.41%，公司持有浙江山鹰的股权比例约为 89.59%。公司将继续作为浙江山鹰控股股东。

八、经营分析

1. 经营概况

近年来，公司有序推进国内造纸基地的态势布局，落地产能持续增长，公司营业收入有所增长，受造纸产品价格承压下行和收入准则调整影响，综合毛利率呈下降态势。

2018—2020 年，公司营业收入呈波动增长态势。2020 年，公司实现营业收入 249.69 亿元，同比增长 7.44%，其中原纸业务实现收入 181.93 亿元，同比增长 8.93%，对营业收入的贡献率为 72.87%；纸制品实现收入 48.62 亿元，同比增长 10.66%，对营业收入的贡献率为 19.47%；再生纤维业务为公司贸易业务，实现收入 14.23 亿元，同比变化不大；其他业务收入规模较小，主要包括原融资租赁业务和运输服务，受公司剥离山鹰租赁影响，2020 年，公司实现其他业务收入 4.90 亿元，同比下降 31.94%。

毛利率方面，2018—2020 年，公司毛利率呈下降态势，其中 2019 年毛利率下降主要系造纸产品价格下降所致，2020 年，公司根据新收入准则要求，将原记入“销售费用”的“运杂费”记入“主营业务成本”，造成公司毛利率大幅下降，剔除相关因素后，公司各综合毛利率同比出现提升。2020 年，公司综合毛利率为 16.74%，剔除新收入准则影响，同比提升 0.95 个百分点，其中原纸业务毛利率为 19.78%，同比提升 1.13 个百分点，是公司经营利润的核心来源；纸制品业务毛利率为 10.32%，同比提升 0.83 个百分点；再生纤维业务毛利率为 2.06%，同比下降 3.00 个百分点，主要系集团内部交易亏损所致。

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 68.29 亿元，较 2020 年同期增长 78.02%，主要系新冠肺炎疫情影响弱化，销量同比同期大幅增加所致；同期，公司营业收入综合毛利率为 14.91%，同

比同期下降8.21个百分点，主要系收入准则调整

以及剥离北欧纸业相关业务所致。

表 3 2018—2020 年及 2021 年 1—3 月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
原纸	185.94	76.31	26.59	167.02	71.87	22.26	181.94	72.87	19.78	44.82	65.63	17.62
纸制品	43.69	17.93	13.22	43.93	18.90	13.12	48.62	19.47	10.32	15.28	22.38	10.74
再生纤维	10.54	4.33	3.19	14.25	6.13	5.06	14.23	5.70	2.06	5.60	8.20	4.54
其他	3.50	1.43	17.75	7.20	3.10	8.87	4.90	1.96	10.06	2.59	3.79	--
合计	243.67	100.00	23.05	232.41	100.00	19.06	249.69	100.00	16.74	68.29	100.00	14.91

注：2020 年，公司根据新收入准则要求，将原计入“销售费用”的“运杂费”计入“主营业务成本”，造成公司毛利率大幅下降；公司于 2020 年剥离融资租赁业务，造成其他业务收入下降；2021 年 1 季度其他业务毛利率未能获得
资料来源：公司提供

2. 原材料采购

近年来，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；整体采购成本有所下降；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，有利于公司生产成本控制；原材料采购集中度很低。

公司的主要原材料为进口废纸（美废、欧废、日废等）、国内废纸、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。2020 年，公司包装纸生产成本中直接材料占 86.83%，直接材料中废纸、煤炭等原材料占直接材料的比重约为 95%；包装业务（纸制品）生产成本中直接材料占比为 86.97%（主要为原纸等），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。

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。环宇国际通过位于美国、欧洲、日本、澳洲的子公司以及 WPT 共同开展国外回收纤维的贸易工作，2020 年，公司海外再生纤维板块全年贸易量为 276.3 万吨，同比下降 9.4%。

从国内造纸板块的原材料采购量来看，2018—2020 年，国内废纸采购量持续增长，主要

系原纸产量提升，加之国外废纸进口额度限制，因而增加国内废纸采购所致；同期，国外废纸采购量持续下降；煤炭采购量持续增长，主要系产量增长所致。2021 年 1—3 月，公司国外废纸采购量大幅下降，占生产所需原材料的比重很低，公司生产所需废纸基本被国内废纸替代。

从国内造纸板块的原材料采购价格来看，2020 年，受废纸进口限制影响，国外废纸价格出现下降；国内废纸价格和煤炭价格变化不大；2021 年 1—3 月，新冠疫情影响弱化，国外废纸、国内废纸和煤炭等大宗产品价格均有不同程度提升。

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 97%），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 6 个月~1 年的账期。受煤炭价格波动影响，采购量在各年有一定波动。

供应商集中度方面，公司采购相对分散。2020 年，公司向前五名供应商采购额合计为

19.67亿元，占年度采购总额9.46%；前五名供应商中不存在关联方采购。公司采购集中度很低。

表4 2018-2020年及2021年1-3月主要原料采购量及采购价格（单位：万吨、元/吨、亿元）

原料	项目	2018年	2019年	2020年	2021年1-3月
国外废纸	采购量	236.52	149.34	90.59	3.19
	采购均价	1606.09	1546.38	1326.07	1443.41
	采购金额	37.99	23.09	12.01	0.46
国内废纸	采购量	244.58	317.70	403.46	133.40
	采购均价	2597.27	2064.62	2033.52	2347.99
	采购金额	63.52	65.59	82.04	31.32
煤炭	采购量	195.90	196.02	206.05	66.73
	采购均价	607.70	553.50	555.26	785.52
	采购金额	11.91	10.85	11.44	5.24

资料来源：公司提供

表5 截至2020年底公司重要下属子公司财务情况（单位：亿元）

公司名称	经营范围	资产总额	负债总额	所有者权益	营业收入	净利润
浙江山鹰纸业有限公司	原纸生产	157.94	74.38	83.42	57.08	5.16
山鹰华南纸业有限公司	原纸生产	35.24	15.99	19.23	25.36	1.02
山鹰华中纸业有限公司	原纸生产	78.74	44.33	34.31	19.33	0.73
马鞍山天顺港口有限责任公司	物流服务	2.41	0.13	2.28	0.59	0.22
祥恒(莆田)包装有限公司	包装	6.12	4.37	1.74	5.33	0.21
荆州联宇再生资源有限公司	贸易采购	0.35	0.06	0.29	5.40	0.19
武汉祥恒包装有限公司	包装	4.60	3.56	1.02	4.37	0.19
中山中健环保包装股份有限公司	包装	2.35	0.69	1.67	1.69	0.17
浙江祥恒包装有限公司	包装	4.04	1.74	2.28	4.28	0.17
青岛恒广泰包装有限公司	包装	1.89	1.26	0.62	3.47	0.16

资料来源：公司年度报告

公司主要采用以销定产的生产模式，在安排生产的过程中，尽量在一条生产线上大批量生产某种产品，避免频繁改变生产线生产的品种影响产品质量。近年来，公司落地产能逐年增长。截至2020年底，公司在安徽马鞍山（安徽山鹰）、浙江嘉兴（浙江山鹰、海盐基地）、福建漳州（华南山鹰）、湖北荆州（华中山鹰）、广东肇庆（广东山鹰）建有五大造纸基地，落地产能约528.92万吨，位列国内造纸行业前三名。

表6 截至2020年底公司造纸基地情况

基地	纸种
安徽马鞍山	牛皮箱板纸、挂面箱板纸、新闻纸、瓦楞纸
海盐基地	牛皮箱板纸、挂面箱板纸、白面牛卡纸、高强瓦楞原纸

3. 生产和销售

近年来，国内供给侧改革进程持续推进，造纸行业产能向行业龙头企业集中，公司继续加快产能布局，原纸和纸制品产能位居国内领先地位，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。公司境外生产基地位于美国肯塔基州。其中，国内重要造纸子公司包括浙江山鹰纸业有限公司（以下简称“浙江山鹰”）、山鹰华南纸业有限公司（以下简称“华南山鹰”）、山鹰华中纸业有限公司（以下简称“华中山鹰”）、山鹰纸业（广东）有限公司（以下简称“广东山鹰”）和公司本部马鞍山生产基地（以下简称“安徽山鹰”）。

华中山鹰	挂面箱板纸、牛皮箱板纸、高强瓦楞原纸
华南山鹰	牛皮箱板纸、高强瓦楞原纸
广东山鹰	伸性纸、牛皮纸
合计	--

资料来源：公司提供

公司纸制品（包装）生产基地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、陕西、四川、天津等省市，年产量超过14亿平方米，位居中国第二。

成本构成方面，公司原纸和纸制品成本中直接材料占比占据主要部分，产品成本对国内废纸等原材料价格波动敏感性强；制造费用和直接人工在产品成本中所占比重相对较低。

表 7 2018—2020 年公司造纸及包装产品成本构成情况（单位：%）

产品	项目	2018 年	2019 年	2020 年
原纸	直接材料	90.88	89.64	86.83
	直接人工	2.97	3.22	2.83
	制造费用	6.15	7.14	10.34
	合计	100.00	100.00	100.00
纸制品	直接材料	89.46	88.15	86.97
	直接人工	4.64	5.34	5.11
	制造费用	5.90	6.51	7.92
	合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司年度报告

产量及产能利用率情况方面，2018—2020年，公司落地产能呈增长态势。截至2020年底，原纸产能为528.92万吨。同期，公司新建产能的陆续投产以及生产工艺管理的优化升级，投入产出比提升，2020年，公司原纸产量为510.57万吨，纸

制品产量为14.67亿平方米，均呈逐年增长态势。2018—2020年，公司原纸产能利用率处于较高水平，其中受疫情影响，2020年上半年部分产能未能完全释放，2020年原纸产能利用率有所下降。

表 8 2018—2020 年及 2021 年 1—3 月公司产品产销情况

产品	项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月
原纸	产能（单位：万吨）	466.00	456.00	528.92	--
	产量（单位：万吨）	463.21	473.59	510.07	153.68
	产能利用率（单位：%）	99.40	103.86	96.44	--
	销量（单位：万吨）	460.63	475.71	517.57	126.09
	产销率（单位：%）	99.44	100.45	101.45	82.04
	销售均价（单位：元/吨）	4337.38	3785.5	3515.08	3554.96
纸制品	产能（单位：亿m ² ）	14.5	15.00	17.50	--
	产量（单位：亿m ² ）	12.17	12.59	14.67	4.27
	产能利用率（%）	83.93	83.93	83.80	--
	销量（单位：亿m ² ）	12.18	12.75	14.66	4.43
	产销率（单位：%）	100.08	101.31	99.93	103.94
	销售均价（单位：元/m ² ）	3.59	3.45	3.32	3.45

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

资料来源：公司提供

公司采取直销与经销相结合的模式。国内市场以自营销售为主，经销为辅；国外市场以经销为主，自营销售为辅。造纸基地的销售统一由造纸事业部销售部负责销售。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。

销售区域分布上，截至 2020 年底，公司国内造纸产能战略布局于华东、华南和华中地区，约占国内市场总量 75%的区域，在华东地区占据市场份额首位。公司包装业务布局于沿江沿

海经济发达地区，产品销售区域覆盖长三角、珠三角及环渤海湾等地，贴近行业头部客户聚集地，便于公司为客户提供一体化的包装服务，有利于客户的开拓和保持客户的稳定性。公司同时配套建设了港口、仓库等物流仓储产业，将有力协同主营业务的快速发展。公司境外销售所占比重大相对较低，主要销售区域位于中国境内。

表 9 公司区主要区域销售分布情况（单位：亿元、%）

区域	2018 年		2019 年		2020 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
境内	213.53	87.63	194.69	83.77	218.46	87.49
境外	30.13	12.37	37.72	16.23	31.23	12.51
合计	243.66	100.00	232.41	100.00	249.69	100.00

资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

销量方面，2018年以来，国内持续推进造纸行业供给侧改革，小产能的淘汰，进一步优化了行业竞争格局，促进造纸包装行业以及头部企业的健康发展；同时，公司落地产能逐步扩大，销量规模持续增长，主要产品产销率处于高位。

销售价格方面，2018年，在造纸行业供给侧改革等多方面因素驱动之下，公司原纸和纸制品售价均大幅增长，整体毛利率处于高位；2019年以来，受原材料价格下降等因素影响，公司原纸和纸制品售价有所下降。2020年，中国经济率先恢复，大量进口成品纸涌入国内市场，原纸和纸制品价格承压下行。

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。2020 年，公司对前五名客户销售额为 19.82

亿元，占年度销售总额 7.94%，其中不包含对关联方销售额，不存在对单一客户过度依赖的情况。

4.经营效率

2018—2020年，公司存货周转效率有所提升，销售债权周转效率和总资产周转效率有所下降，经营效率良好。

2018—2020年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数呈下降趋势，2020年分别为6.13次和0.57次，同比略有下降；同期，存货周转次数有所提升，2020年为9.12次。同行业比较方面，2020年公司应收账款周转次数相对较低，存货周转率和总资产周转次数优于同业平均水平。

表 10 2020 年同行业公司经营效率对比情况（单位：次）

证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
太阳纸业	13.42	6.50	0.63
晨鸣纸业	13.63	4.77	0.32
金光纸业	4.54	9.05	0.34
山鹰国际	7.53	9.12	0.57

注：为便于与同行业上市公司进行比较，表格中数据均引自 Wind
资料来源：Wind

5.在建工程

公司在建项目围绕主业展开，未来投资需求较大，存在一定筹资压力。

截至2021年3月底，公司主要在建项目计划投资额为189.35亿元，完成投资94.74亿元，未来尚需投资94.61亿元，其中2021年4—12月、2022年和2023年分别需要投资48.12亿元、36.86亿元和8.97亿元。公司存在一定对外筹资压力。

表 11 截至 2021 年 3 月底公司主要在建项目情况（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
				2021 年 4—12 月	2022 年	2023 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	42.63	1.23	1.22	--	募集资金和自有资金
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	12.29	0.95	0.8	4.12	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	6.15	1.06	0.34	0.14	募集资金和自有资金

浙江爱拓环保发电项目	海盐	10.38	8.15	1.77	0.46	--	募集资金和银行借款
山鹰国际资源综合利用发电项目	安徽省马鞍山市	7.76	4.89	0.8	1.2	0.87	募集资金、金融机构贷款和其他来源
凤凰纸业厂房设备改造工	美国肯塔基州	13.05	12.65	0.4	--	--	金融机构贷款和其他来源
浙江山鹰 77 万吨项目	海盐	27.6	2.71	11.09	9.66	4.14	募集资金、金融机构贷款及其他来源
广东 100 万吨项目	广东肇庆	25.8	4.59	14.44	6.56	0.22	募集资金、金融机构贷款和自有资金
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）	松原市陶赖昭工业园区	18.33	3.75	4.97	9.62	--	金融机构贷款和自有资金
合计	-	173.85	97.81	36.71	29.86	9.49	

资料来源：公司提供

6. 未来发展

未来五年，公司将以“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，聚焦价值创造，向下游调整战略重心，塑造跨产业链协同业务组合。

2021—2025 年，公司将全面开启第三个五年战略规划与目标的新征程。公司将以“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，聚焦价值创造，向下游调整战略重心，塑造跨产业链协同业务组合。公司从四个方面定义新五年战略。（1）在产业链中游段，通过推进区域产能战略布局，持续夯实公司“中国包装纸行业龙头”地位，铸就“品质成本全球领先”的品质标签；（2）在产业链上游段，通过持续构建“全球领先的再生纤维、创新原料供应体系”，更加深入参与再生原料回收环节，高效整合全球优质再生纤维获取渠道，同时研发新型补充性优质纤维原料，多维度保障公司战略性原料安全；（3）在产业链下游段，通过搭建以价值客户为导向的全新管理构架及服务理念，通过云印产业互联平台整合集团内包装产能及优质社会产能，打造包装产业云工厂，成为“为全球价值客户提供绿色包装一体化解决方案服务商”。（4）在全产业链上践行企业的社会责任。公司将继续坚持绿色可持续发展道路，为中国“2030 实现碳达峰、2060 实现碳中和”战略目标履行企业应尽的责任；在公司第三个五年战略规划期间，公司将聚焦整固、稳健前行，通过创新驱动和降本增效，实现产品服务双升级，为股东创造更大企业价值。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018—2019年年度财务报告，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供了2020年度财务报告，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2021年1—3月财务报表未经审计。

截至2019年底，公司纳入合并范围的子公司104家，新纳入合并范围子公司15家，不在纳入合并范围子公司1家。截至2020年底，公司纳入合并范围的子公司117家，因投资、并购等原因合并范围增加山鹰国际（香港）有限公司、山鹰纸业（吉林）有限公司、佛山市东大包装有限公司等21家公司，因股权转让减少山鹰（上海）融资租赁有限公司、Nordic Paper Holding AB及下属的 Nordic Paper Bäckhammar AB、Nordic Paper Säffle AB、Nordic Paper Amotfors AB、Nordic Paper AS 等6家公司，注销深圳前海山鹰新时代新兴产业发展基金合伙企业（有限合伙）、深圳前海山鹰新时代新兴产业二号发展基金合伙企业（有限合伙）等2家公司。公司合并范围变化对财务数据可比性存在一定影响。

截至2020年底，公司（合并）资产总额为454.37亿元，所有者权益合计为172.29亿元（含少数股东权益16.33亿元）。2020年，公司实现营业收入249.69亿元，利润总额16.90亿元。

截至2021年3月底，公司（合并）资产总额为483.83亿元，所有者权益合计为177.75亿元（含少数股东权益17.28亿元）。2021年1—3月，公司实现营业收入68.29亿元，利润总额5.90亿元。

2. 资产质量

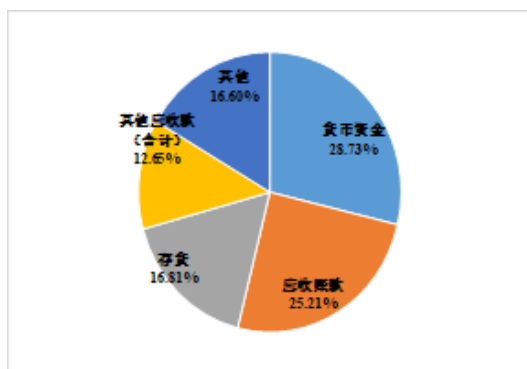
随着扩产能项目持续投入，公司资产总额有所增长，资产构成仍以非流动资产为主，符合公司所处行业特征；公司资产受限比例较高，整体资产质量有待提高。

2018—2020年底，公司资产总额逐年增长。截至2020年底，公司资产总额为454.37亿元，较上年底增长6.80%，主要系固定资产增长所致。截至2020年底，公司资产总额中流动资产占31.23%，非流动资产占68.77%。公司资产以非流动资产为主。

（1）流动资产

2018—2020年底，公司流动资产呈增长态势。截至2020年底，公司流动资产为141.89亿元，较上年底变化不大。截至2020年底，公司流动资产主要由货币资金（占28.73%）、应收账款（占25.21%）、其他应收款（合计）（占12.65%）和存货（占16.81%）构成。

图1 截至2020年底公司流动资产构成



数据来源：公司财务报告，联合资信整理

2018—2020年底，公司货币资金波动增长。截至2020年底，公司货币资金为40.77亿元，较上年底下降13.43%，主要是投资活动支出所致；货币资金主要构成为银行存款（22.79亿元）和其他货币资金（17.98亿元）；其中使用权受限

的货币资金为17.98亿元，占比为44.10%，为各类保证金。

2018—2020年底，公司应收账款逐年增长。截至2020年底，公司应收账款为35.77亿元，较上年底增长17.13%，主要是营业收入规模扩大所致；应收账款账面余额37.11亿元，计提坏账准备1.34亿元，计提比例为3.60%，其中账龄在1年以内的占95.02%；按欠款方归集的年末余额前五名应收账款汇总金额占应收账款年末余额合计数的比例为13.42%。公司应收账款账龄结构较短，集中度很低，坏账计提谨慎。

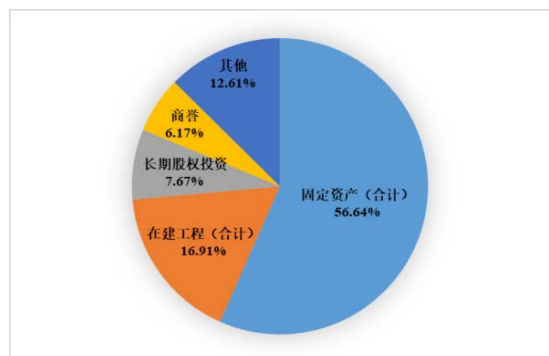
2018—2020年底，公司存货波动下降。截至2020年底，公司存货为23.85亿元，较上年底增长9.59%，主要是公司增加原材料储备所致；存货账面余额为23.86亿元，计提跌价准备0.01亿元；存货账面价值主要为原材料（17.80亿元）和库存商品（5.61亿元）。

截至2020年底，公司其他应收款（合计）为17.95亿元，主要为剥离山鹰租赁后应收回的内部拆借款（14.37亿元）、应收退税及补助款（1.85亿元）以及部分押金和保证金；截至目前，公司对山鹰租赁的拆借款已经全额收回。

（2）非流动资产

2018—2020年底，公司非流动资产呈增长态势。截至2020年底，公司非流动资产为312.48亿元，较2019年底增长10.60%，主要系固定资产和长期股权投资增长所致；非流动资产主要由长期股权投资（占7.67%）、固定资产（合计）（占56.64%）、在建工程（合计）（占16.91%）和商誉（占6.17%）构成。

图2 截至2020年底公司非流动资产构成



数据来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2020 年底，公司其他权益工具投资为 4.84 亿元，较上年底略有增长，构成为公司投资的非上市权益工具投资（3.89 亿元）和上市权益工具投资。

2018—2020 年底，公司长期股权投资呈增长态势。截至 2020 年底，公司长期股权投资为 23.96 亿元，较上年底增长 129.45%，主要是北欧纸业剩余股权转入长期股权投资所致；主要构成为公司所持北欧纸业股权（11.24 亿元）、宁波梅山保税港区玖申投资合伙企业（有限合伙）（2.51 亿元）和嘉兴英凰股权投资合伙企业（3.95 亿元）等。

2018—2020 年底，公司固定资产呈增长态势。截至 2020 年底，公司固定资产为 177.00 亿元，较上年底增长 31.17%，主要是在建工程转入所致；固定资产累计计提折旧 81.89 亿元，固定资产成新率为 64.51%，成新率一般；固定资产账面价值主要构成为房屋及建筑物（60.57 亿元）和机器设备（114.76 亿元）。

截至 2020 年底，公司在建工程为 52.85 亿元，较上年底下降 25.24%，主要是在建工程转固所致；主要构成为凤凰纸业厂房设备改造工程（21.31 亿元）、爱拓环保固废燃烧发电项目（6.87 亿元）、公安县杨家厂镇业园固废综合利用项目（5.48 亿元）和公司本部资源综合利用发电工程（3.97 亿元）等。

2018—2020 年底，公司无形资产逐年增长。截至 2020 年底，公司无形资产为 19.24 亿元，较上年底增长 9.71%，主要是购置土地使用权所致；无形资产主要构成为土地使用权（16.06 亿元）和软件（1.56 亿元）。

2018—2020 年底，公司商誉呈下降趋势。截至 2020 年底，公司商誉为 19.27 亿元，较上年底下降 43.95%，主要是公司不再将合并北欧纸业形成的商誉纳入合并范围所致；公司商誉主要系并购山鹰华南纸业有限公司（14.19 亿元）和 Waste Paper Trade C.V.及子公司（2.42 亿元）形成商誉。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额为 483.83 亿元，较 2020 年底增长 6.49%，主要系公司增加

原材料和原纸的存货备货和预付款所致；资产总额中流动资产占 32.38%，非流动资产占 67.62%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

截至 2020 年底，公司受限资产账面价值合计为 99.19 亿元，占资产总额的比例为 21.83%，受限比例较高。

表 8 截至 2020 年底公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	17.98	各类保证金
应收票据	0.17	银行借款抵押
投资性房地产	9.12	银行借款抵押
固定资产	66.05	银行借款抵押
无形资产	3.78	银行借款抵押
债权投资	0.81	银行借款抵押
其他流动资产	1.28	银行借款抵押
合计	99.19	-

资料来源：公司提供

3. 资本结构

（1）所有者权益

近年来，公司持续盈利，并引入战略投资人对下属企业增资，所有者权益规模快速增长，权益结构中未分配利润和少数股东权益占比高，权益结构稳定性一般。

2018—2020 年底，公司所有者权益逐年增长。截至 2020 年底，公司所有者权益为 172.29 亿元，较上年底增长 15.68%，主要系利润积累所致以及引入战略投资人对下属浙江山鹰增资所致。截至 2020 年底，公司归属于母公司权益合计中实收资本占 21.07%、资本公积占 28.15%、盈余公积占 2.56%、未分配利润占 48.99%；所有者权益中归属于母公司所有者权益占 90.52%，少数股东权益占 9.48%。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益为 177.75 亿元，较 2020 年底增长 3.17%。公司所有者权益构成基本保持稳定。

（2）负债

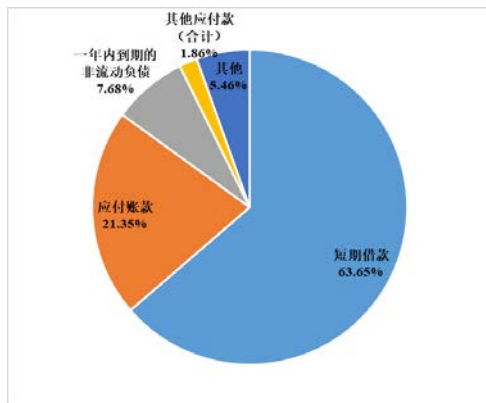
随着扩产能项目的投入，公司债务规模逐年增长；公司债务负担重，且以短期债务为主，债务结构有待优化。

2018—2020 年底，公司负债逐年增长。截至 2020 年底，公司负债总额为 282.08 亿元，较上年底增长 2.01%。截至 2020 年底，公司负债

总额中流动负债占 65.06%，非流动负债占 34.94%。公司负债以流动负债为主。

2018—2020 年底，公司流动负债呈增长态势。截至 2020 年底，公司流动负债为 183.52 亿元，较 2019 年底下降 0.25%；公司流动负债主要由短期借款（占 63.65%）、应付账款（占 21.35%）和一年内到期的非流动负债（占 7.68%）构成。

图 3 截至 2020 年底公司流动负债构成



数据来源：公司财务报告，联合资信整理

2018—2020 年底，公司短期借款逐年增长。截至 2020 年底，公司短期借款为 116.81 亿元，较上年底变化不大，主要构成为保证借款（23.86 亿元）、抵押借款（49.29 亿元）、保证及抵押借款（21.82 亿元）。

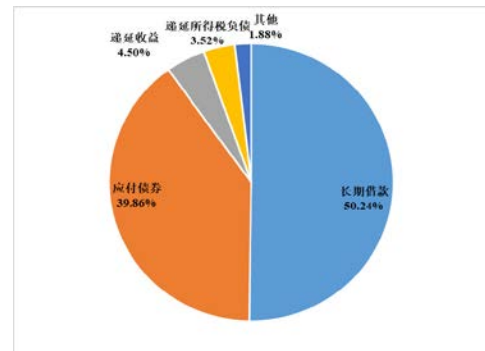
2018—2020 年底，公司应付票据波动增长。截至 2020 年底，公司应付票据为 2.47 亿元，较上年底下降 9.99%，主要是兑付部分商业承兑汇票所致；构成为商业承兑汇票（0.40 亿元）和银行承兑汇票（2.07 亿元）。

2018—2020 年底，公司应付账款逐年增长。截至 2020 年底，公司应付账款为 39.18 亿元，较上年底增长 2.83%，主要构成为应付材料采购等经营款项（26.53 亿元）和应付长期资产购置款项（9.88 亿元）。

截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债为 14.10 亿元，较上年底增长 18.94%，主要是一年内到期的长期借款增长所致；主要构成为一年内到期的长期借款（13.48 亿元）和一年内到期的长期应付款（0.51 亿元）。

2018—2020 年底，公司非流动负债逐年增长。截至 2020 年底，公司非流动负债为 98.56 亿元，较上年底增长 6.51%；公司非流动负债主要由长期借款（占 50.24%）、应付债券（占 39.86%）、递延收益（占 4.50%）和递延所得税负债（占 3.52%）构成。

图 4 截至 2020 年底公司非流动负债构成



数据来源：公司财务报告，联合资信整理

2018—2020 年底，公司长期借款逐年增长。截至 2020 年底，公司长期借款为 49.52 亿元，较上年底增长 1.84%，主要构成为保证借款、抵押及保证借款。

2018—2020 年底，公司应付债券逐年增长。截至 2020 年底，公司应付债券为 39.28 亿元，较上年底增长 4.61%，为公司发行的两期可转换公司债券。

2018—2020 年底，公司全部债务逐年增长。截至 2020 年底，公司全部债务为 223.09 亿元，较 2019 年底增长 2.43%，其中短期债务为 134.29 亿元，长期债务为 88.80 亿元。同期，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呈下降态势，2020 年分别为 62.08%、56.42%和 34.01%，主要系所有者权益规模增厚所致。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额为 306.09 亿元，较 2020 年底增长 8.51%，主要系流动负债增长所致。截至 2021 年 3 月底，公司负债总额中流动负债占 68.17%，非流动负债占 31.83%。公司负债中流动负债占比有所提升。

截至 2021 年 3 月底，公司全部债务为 240.87 亿元，较 2020 年底增长 7.97%，其中短

期债务为154.65亿元,较2020年底增长15.16%,主要是短期借款增加所致;长期债务为86.22亿元,较2020年底下降2.90%;公司短期债务占64.20%,长期债务占35.80%,短期债务占比有所提升。

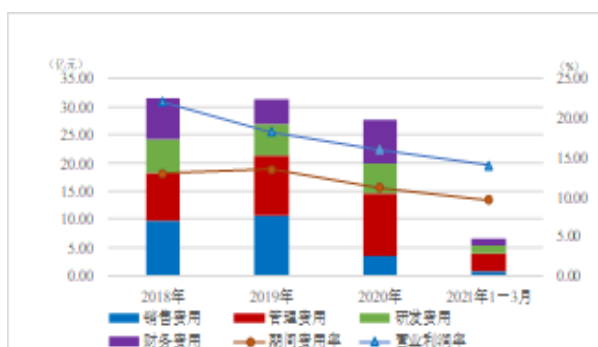
4. 盈利能力

近年来,公司有序推进国内造纸基地的优劣势布局,落地产能和营业收入波动增长,利润总额受销售价格下行影响出现下滑,非经常性损益对利润总额有一定影响。

2018—2020年,公司实现营业收入波动增长。2020年,公司实现营业收入249.69亿元,同比增长7.44%。同期,公司营业成本逐年增长,2020年为207.90亿元,同比增长10.52%。2018—2020年,公司利润总额呈下降趋势,2020年为16.90亿元,同比增长7.91%。

期间费用方面,2018—2020年,公司期间费用呈下降趋势,2020年公司期间费用为27.72亿元,同比下降11.50%,主要系实施新收入准则所致;公司期间费用率逐年下降,2020年为11.10%,同比下降2.38个百分点。2018—2020年,公司销售费用波动下降,2020年为3.40亿元,同比下降68.40%,主要系新收入准则将部分销售费用确认为主营业务成本所致;公司管理费用逐年增长,2020年为11.25亿元,同比增长5.51%;研发费用呈下降趋势,2020年为5.28亿元,同比下降3.97%;财务费用波动增长,2020年为7.80亿元,同比增长76.90%,主要系当期债务增长,利息支出增加以及汇兑损益增长所致。

图5 2018—2020年及2021年1—3月公司期间费用指标



数据来源:公司财务报告,联合资信整理

非经常性损益方面,2018—2020年,公司其他收益波动下降,2020年为6.26亿元,同比变化不大,主要构成为政府补助(6.23亿元),其他收益对利润总额有一定影响。

从盈利指标看,2018—2020年,公司营业利润率逐年下降,2020年为15.98%;总资本收益率波动下降,2020年为6.03%,同比略有增长;净资产收益率逐年下降,2020年为8.06%,同比减少1.02个百分点。

2021年1—3月,公司实现营业收入68.29亿元,同比增长78.02%,主要系新冠肺炎疫情影响弱化,销量较上年同期大幅增加所致;营业成本为58.11亿元,同比增长97.03%,主要系本期销售大幅增加带动成本增加,同时适用新会计准则,商品控制权转移给客户前产生的物流费用上年同期未从销售费用调整列报至营业成本所致;利润总额为5.90亿元,同比增长116.88%。

5. 现金流

2018—2020年,公司经营活动现金流及净额呈下降态势,收入实现质量一般,大规模的投资导致公司投资活动现金呈净流出状态,未来仍面临较大融资需求。

经营活动方面,2018—2020年,公司经营活动现金流入波动下降。2020年,公司经营活动现金流入为226.41亿元,同比增长2.02%,其中销售商品、提供劳务收到的现金为212.56亿元,同比变化不大;收到其他与经营活动有关现金为9.38亿元,主要为收到的政府补助(6.45亿元)、收到押金及保证金(0.93亿元)、单位及个人往来款(0.90亿元)。2018—2020年,公司经营活动现金流出小幅增长。2020年,公司经营活动现金流出为214.71亿元,同比增长2.94%,其中购买商品、接受劳务收到的现金为179.89亿元,同比增长18.29%,主要系营业成本增长所致;支付给职工以及为职工支付的薪酬为16.44亿元,同比增长2.02%;支付其他与经营活动有关的现金为6.87亿元,同比下降55.54%,主要为管理费用中的付现支出(3.92亿元)、销售费用中的付现支出(0.57亿元)和支

付承兑汇票等经营保证金（1.90 亿元）。2018—2020 年，公司经营活动产生的现金流量净额持续下降。2020 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 11.70 亿元，同比下降 12.31%，从收入实现质量来看，2018—2020 年，公司现金收入比小幅下降，2020 年公司现金收入比为 85.13%，公司现金收入质量指标一般。

投资活动方面，2018—2020 年，公司投资活动现金流入持续增长。2020 年，公司投资活动现金流入为 23.19 亿元，同比增长 68.57%，其中处置子公司及其他单位收到的现金净额为 13.96 亿元，主要为处置北欧纸业等单位股权收到现金；收到其他与投资活动有关的现金为 7.72 亿元，主要为赎回银行理财产品收到的现金（6.50 亿元）和收到的融资租赁业务本金及利息（1.10 亿元）。2018—2020 年，公司投资活动现金流出波动增长。2020 年，公司投资活动现金流出为 50.90 亿元，同比增长 21.37%，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金为 34.76 亿元；投资支付的现金为 9.39 亿元；支付其他与投资活动有关的现金为 6.30 亿元，全部为购买银行理财产品支付的现金。2018—2020 年，公司投资活动现金净流量分别为-38.27 亿元、-28.18 亿元和-27.71 亿元。

2018—2020 年，公司筹资活动前现金流出规模持续增长。2020 年，公司筹资活动前产生的现金流量净额为-16.01 亿元，净流出金额逐年增长，存在融资缺口。

筹资活动方面，2018—2020 年，公司筹资活动现金流入波动下降。2020 年，公司筹资活动现金流入为 183.87 亿元，同比下降 21.57%，其中取得借款收到的现金为 161.67 亿元，收到其他与筹资活动有关的现金为 21.79 亿元，主要为收回融资保证金及质押的定期存款（20.36 亿元）。2018—2020 年，公司筹资活动现金流出逐年下降。2020 年，公司筹资活动现金流出为 169.62 亿元，同比下降 20.35%，其中偿还债务支付的现金为 139.06 亿元；分配股利、利润或偿付利息支付的现金为 8.41 亿元，支付其他与筹资活动有关的现金为 22.15 亿元，主要为支付

融资保证金及质押的定期存款（19.41 亿元）。2018—2020 年，公司筹资活动现金流净额波动增长。2020 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 14.25 亿元，同比下降 33.66%。

2021 年 1—3 月，公司经营活动现金流入为 60.22 亿元，经营活动现金净流量为-3.27 亿元；投资活动现金净流量为-10.10 亿元；筹资活动现金净流量为 5.00 亿元。

6. 偿债能力

公司偿债能力指标表现一般，但考虑到公司所处造纸行业特征，公司在造纸行业所处地位、经营规模等方面的竞争优势，其整体偿债能力很强。

从短期偿债指标看，2018—2020 年底，公司流动比率和速动比率变化不大。截至 2020 年底，公司流动比率为 77.32%，同比下降 0.46 个百分点。2020 年底，公司速动比率为 64.32%，同比下降 1.63 个百分点。2018—2020 年，公司经营现金流动负债比逐年下降，2020 年为 6.38%。2018—2020 年，公司现金类资产为 40.20 亿元、47.22 亿元和 41.87 亿元，分别为短期债务的 0.36 倍、0.36 倍和 0.31 倍。公司短期偿债能力指标一般。考虑到造纸行业存货等流动资产周转效率很高，票据结算占比大，通常不会保留大额货币资金的客观情况，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标看，2018—2020 年，公司 EBITDA 为 56.21 亿元、31.99 亿元和 37.11 亿元；EBITDA 利息倍数分别为 6.53 倍、3.95 倍和 3.36 倍；全部债务/EBITDA 倍数分别为 3.16 倍、6.81 倍和 6.01 倍。公司长期偿债能力很强。

截至 2021 年 3 月底，公司与多家商业银行建立了良好的合作关系，公司获得银行授信额度 199.31 亿元，已使用授信额度 170.14 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。

截至 2021 年 3 月底，公司不存在对合并范围之外企业担保。

未决诉讼方面，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,认为浙江山鹰公司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。浙江山鹰于2018年8月17日收到一审判决书,判决浙江山鹰败诉,停止专利侵权,赔偿原告6165.04万元。浙江山鹰于2018年8月27日上诉至山东省高级人民法院,山东省高级人民法院于2019年4月3日作出(2019)鲁民终11号民事裁定书,裁定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,并指令山东省青岛市中级人民法院重审。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公司需支付赔偿,则由泰盛实业承担浙江山鹰公司的全部实际损失,并在该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公司。同时,如该案最终生效司法文书认定浙江山鹰公司需停止专利侵权且不得继续生产涂布白面牛卡,则由泰盛实业承担浙江山鹰进行产品调整所需的全部技术改造费用。截至2020年底,该诉讼正在进行中。

7. 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,且短期偿债压力大,权益结构稳定性较强。

截至2020年底,母公司资产总额为301.70亿元,其中流动资产为97.90亿元;非流动资产为203.80亿元。截至2020年底,公司流动资产主要构成为现金类资产13.90亿元和其他应收款73.84亿元。非流动资产主要构成为长期股权投资141.56亿元和固定资产46.98亿元。截至2020年底,母公司负债合计为187.91亿元,其中全部债务为99.77亿元;全部债务包括长期债务51.86亿元,短期债务47.90亿元。截至2020年底,母公司资产负债率为62.29%,全部债务资本化比率为46.72%,长期债务资本化比率为31.31%。

2020年,母公司营业收入为67.63亿元,营业成本为54.84亿元,期间费用为7.89亿元;其他收益为2.43亿元;投资收益为0.64亿元;利润总

额为7.19亿元。

2020年,母公司经营活动现金流入为291.06亿元,经营活动现金流出为281.79亿元,经营活动现金流净额为9.27亿元。投资活动现金流入为7.03亿元,投资活动现金流出为16.56亿元,投资活动现金流净额为-9.53亿元。筹资活动现金流入为48.56亿元,筹资活动现金流出为44.93亿元,筹资活动现金流净额为3.64亿元。

十一、本次可转换公司债券偿还能力分析

公司经营活动现金流量净额和EBITDA对本期中期票据的覆盖程度高,公司对本期中期票据的偿还能力很强。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行规模2.00亿元,占截至2021年3月底公司全部债务的0.83%。以2021年3月底财务数据为基础,本期中期票据发行后,在其他因素不变的情况下,公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率将增长至33.17%、57.74%和63.41%。本期中期票据发行对公司债务结构影响较低。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2018—2020年,公司经营活动产生的现金流入对本期中期票据的保障程度高,经营活动现金流量净额和EBITDA对本期中期票据的保障程度很高。结合公司在产业链一体化、生产规模、区域布局等方面具备很强的竞争优势,联合资信认为,公司对本期中期票据的偿还能力很强。

表 12 本期中期票据保障能力测算

指标	2018年	2019年	2020年
经营活动现金流入量(亿元)	235.03	221.93	226.41
经营活动现金流入量保障倍数(倍)	117.52	110.97	113.21
经营活动现金流量净额(亿元)	32.48	13.35	11.70
经营活动现金流量净额保障倍数(倍)	16.24	6.68	5.85
EBITDA(亿元)	56.21	31.99	37.11
EBITDA保障倍数(倍)	28.11	16.00	18.56

资料来源:联合资信根据公司财务报告整理

十二、结论

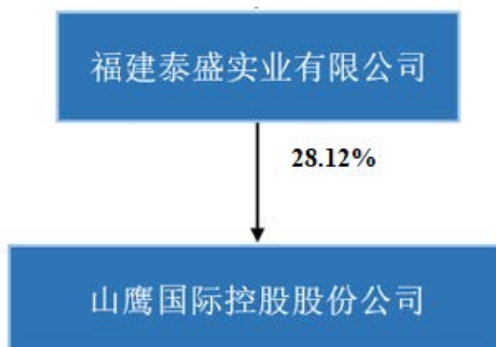
公司作为业务范围辐射箱板纸、瓦楞原纸、纸板及纸箱的生产和销售以及国内外再生纤维贸易业务等相关领域的中国大型机制纸生产商，在区域布局、行业地位、采购渠道、经营规模等方面具备综合竞争优势。近年来，公司有序推进国内造纸基地的优势布局，营业收入持续增长；公司剥离融资租赁和北欧纸业，引入战略投资人对下属子公司增资，金融风险 and 商誉规模得以控制，资产质量有所提升。同时，联合资信也关注到，公司生产所需的废纸等重要原材料受进口政策受限影响供应存在不确定性；主要原材料价格波动较大；有息债务快速增长，短期偿付规模较大；在建项目资金需求高；收入实现质量有待提升，资产质量有待提高等因素对公司信用水平可能带来不利影响。

公司 EBITDA 和经营活动现金流入量净额对本期中期票据覆盖程度很高。

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，公司经营业绩和资本实力有望得到进一步提升，联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底山鹰国际控股股份公司股权结构图

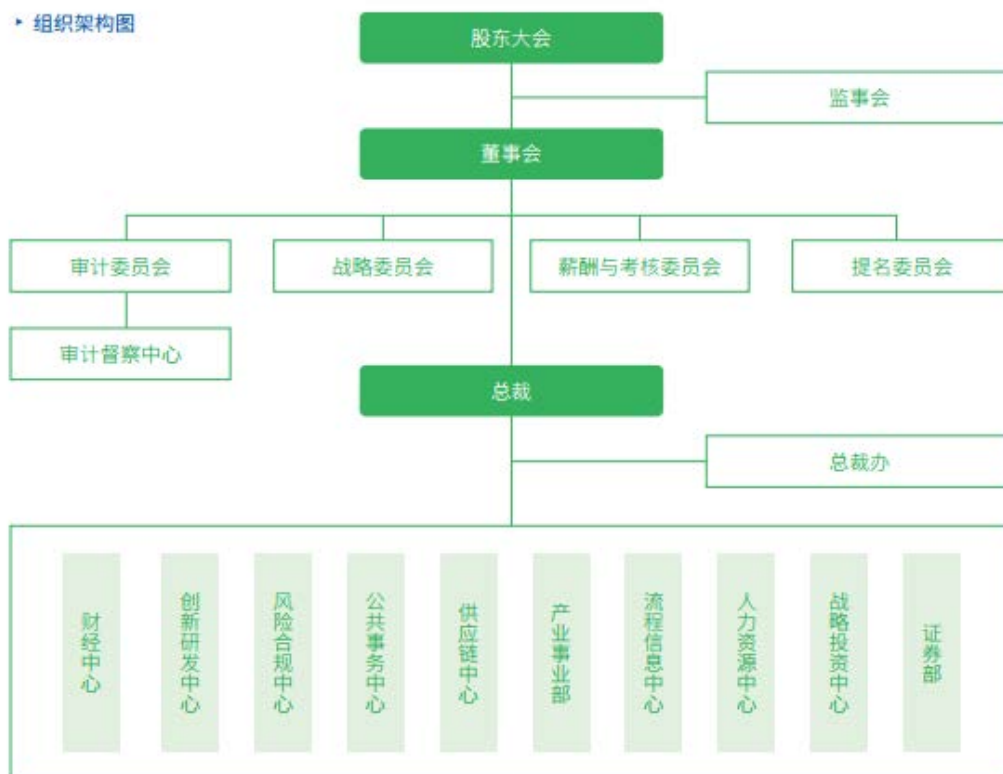


资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年底山鹰国际控股股份公司组织架构图

组织架构

► 组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年底山鹰国际控股股份公司合并范围子公司

企业名称	持股比例%		企业名称	持股比例%	
	直接	间接		直接	间接
浙江山鹰纸业股份有限公司	88.43		嘉兴环宇再生资源科技有限公司		100.00
山鹰纸业销售有限公司	100.00		江西宇盛再生资源有限公司		100.00
马鞍山市天福纸箱纸品有限公司	100.00		浙江泰兴纸业股份有限公司		88.43
山鹰华中纸业股份有限公司	100.00		漳州宇盛纸业股份有限公司		100.00
四川山鹰纸业股份有限公司	100.00		宇盛（上海）再生资源开发有限公司		100.00
山鹰纸业（福建）有限公司	100.00		浙江山鹰供应链管理有限公司		100.00
山鹰纸业（湖北）有限公司	100.00		荆州联宇再生资源有限公司		100.00
山鹰华南纸业股份有限公司	100.00		江西联宇再生资源有限公司		100.00
山鹰纸业（吉林）有限公司	100.00		环宇集团国际控股有限公司	100.00	
山鹰纸业（广东）有限公司	100.00		CycleLink（U.S.A）Inc.		88.43
山鹰国际（香港）有限公司		88.43	CycleLinkAustraliaPTYLtd		100.00
ShanyingPulp&PaperCo.,LTD		88.43	CycleLink（UK）Limited		100.00
GoldenCranePrachinburiCo.,Ltd		45.10	CycleLinkCo.,Ltd		100.00
GOLDENCRANE(GOLDENDRAGON)CO.,LTD		88.43	CycleLink（Europe）B.V.		100.00
山鹰热电（吉林）有限公司		100.00	ContainerTransportOldenburgerBV		100.00
SUTRIVHoldingAB		88.43	ToolBV		100.00
GlobalWinWickliffeLLC		53.06	WastePaperTradeCV		100.00
PhoenixPaperWickliffeLLC		53.06	WPTInternationalBV		100.00
合肥祥恒包装有限公司		100.00	WPTCeskos.r.o		100.00
武汉祥恒包装有限公司		100.00	ToolEasternBV		100.00
合肥华东包装有限公司		100.00	WPTPolskaSpz.o.Sp.k.		100.00
祥恒（莆田）包装有限公司		100.00	WPTPolskaSpz.o.		100.00
祥恒（厦门）包装有限公司		100.00	WPTDeutschlandGmbH		100.00
祥恒（天津）包装有限公司		100.00	WPTNordicAps		100.00
四川祥恒包装制品有限公司		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
祥恒（杭州）包装有限公司		100.00	WPTSvenska		100.00
马鞍山祥恒包装有限公司		100.00	WPTESPAÑAS.L.		100.00
扬州祥恒包装有限公司		100.00	浙江中远发仓储服务有限公司		88.43
祥恒（常州）包装有限公司		100.00	马鞍山天顺港口有限责任公司	72.33	
祥恒创意包装有限公司	100.00		马鞍山天顺力达集装箱服务有限公司		36.89
青岛恒广泰包装有限公司		100.00	马鞍山天顺船务代理有限公司		72.33
烟台恒广泰包装有限公司		100.00	滨来（莆田）珠宝工业有限公司		100.00
祥恒（中山）包装有限公司		100.00	山鹰投资管理有限公司	100.00	
无锡新祥恒包装科技有限公司		100.00	深圳前海山鹰原力基金管理有限公司		100.00
中印科技股份有限公司	60.00		深圳前海山鹰新时代投资管理有限公司		100.00
陕西祥恒包装有限公司		100.00	马鞍山市雄鹰新兴产业投资基金（有限合伙）		75.00
南昌祥恒包装有限公司		100.00	安徽省鹰隼恒富一期新兴产业基金（有限合伙）		97.50
中祥检测科技有限公司		100.00	安徽省鹰隼恒富二期新兴产业基金（有限合伙）		99.9
中山中健环保包装股份有限公司		70.00	云印技术（深圳）有限公司		68.43
广西南宁中健包装有限公司		70.00	深圳市云印电子商务有限公司		68.43
中山市山健包装有限公司		70.00	宁波云印微供电子商务有限公司		68.43
南宁胜奕兴业包装有限公司		49.00	深圳市云印商业保理有限公司		68.43
恒健（香港）包装有限公司		70.00	厦门包印通科技有限公司		68.43
祥恒创意(香港)包装有限公司		100.00	苏州云工包装科技有限公司		41.06
佛山市东大包装有限公司		68.00	上海云恒包装科技有限公司		34.90
VIETNAMZHONGJIANPACKAGECO.,LTD		70.00	GLOBALWINCO.,LTD		88.43
祥恒创意（重庆）新材料有限公司		100.00	GlobalWinCapitalCorporation		88.43
吉安祥泰印务有限公司		51.00	上海山鹰国际商业管理服务有限公司	100.00	
泸州市一圣鸿包装有限公司		60.00	爱拓环保能源（浙江）有限公司		100.00
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	
嘉兴祥恒智慧纸品科技有限公司		100.00	嘉兴路通报关有限公司		88.43
马鞍山市蓝天废旧物资回收有限公司	95.00		宁波环深垃圾分类服务有限公司		60.00
上海山鹰供应链管理有限公司		88.43	山鹰（上海）招标服务有限公司	100.00	
福建省莆田市阳光纸业股份有限公司		88.43	上海云融环保科技有限公司	55.00	
福建环宇纸业股份有限公司		88.43	FAITHGLORYGLOBALLIMITED		88.43
马鞍山环宇再生资源科技有限公司	100.00				

资料来源：公司提供

附件 2-1 财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	40.20	47.22	41.87	40.09
资产总额（亿元）	359.06	425.45	454.37	483.83
所有者权益（亿元）	135.35	148.94	172.29	177.75
短期债务（亿元）	111.53	131.62	134.29	154.65
长期债务（亿元）	66.13	86.18	88.80	86.22
全部债务（亿元）	177.67	217.80	223.09	240.87
营业收入（亿元）	243.67	232.41	249.69	68.29
利润总额（亿元）	39.16	15.66	16.90	5.90
EBITDA（亿元）	56.21	31.99	37.11	--
经营性净现金流（亿元）	32.48	13.35	11.70	-3.27
财务指标				
销售债权周转次数（次）	7.39	6.65	6.13	--
存货周转次数（次）	7.81	8.09	9.12	--
总资产周转次数（次）	0.78	0.59	0.57	--
现金收入比（%）	91.83	91.63	85.13	83.51
营业利润率（%）	21.99	18.23	15.98	14.00
总资本收益率（%）	13.68	5.64	6.03	--
净资产收益率（%）	25.39	9.08	8.06	--
长期债务资本化比率（%）	32.82	36.65	34.01	32.66
全部债务资本化比率（%）	56.76	59.39	56.42	57.54
资产负债率（%）	62.30	64.99	62.08	63.26
流动比率（%）	79.62	77.78	77.32	75.08
速动比率（%）	63.24	65.95	64.32	58.64
经营现金流动负债比（%）	21.49	7.25	6.38	--
现金短期债务比（倍）	0.36	0.36	0.31	0.26
EBITDA 利息倍数（倍）	6.53	3.95	3.36	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.16	6.81	6.01	--

注：公司 2021 年 1—3 月财务报表未经审计

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 财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	14.31	20.51	13.90	12.16
资产总额（亿元）	252.08	283.02	301.70	302.48
所有者权益（亿元）	104.76	110.20	113.78	116.28
短期债务（亿元）	44.03	56.00	47.90	52.47
长期债务（亿元）	40.68	41.55	51.86	51.34
全部债务（亿元）	84.70	97.55	99.77	103.81
营业收入（亿元）	79.71	71.78	67.63	16.55
利润总额（亿元）	12.24	7.08	7.19	1.66
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	39.55	28.33	9.27	3.06
财务指标				
销售债权周转次数（次）	13.39	7.77	12.66	--
存货周转次数（次）	11.12	11.46	10.71	--
总资产周转次数（次）	0.36	0.27	0.23	--
现金收入比（%）	95.75	105.30	64.94	83.76
营业利润率（%）	23.83	18.20	18.40	16.16
总资本收益率（%）	-	-	-	-
净资产收益率（%）	10.14	5.82	5.52	--
长期债务资本化比率（%）	27.97	27.38	31.31	30.63
全部债务资本化比率（%）	44.71	46.96	46.72	47.17
资产负债率（%）	58.44	61.06	62.29	61.56
流动比率（%）	72.09	69.54	72.66	72.26
速动比率（%）	66.98	65.91	68.58	72.26
经营现金流动负债比（%）	37.22	21.70	6.88	--
现金短期债务比（倍）	0.33	0.37	0.29	0.23
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：2021 年 1—3 月财务报表未经审计

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	(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	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
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	(营业收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业收入 × 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

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

长期债务=长期借款+应付债券

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+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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。详见下表：

信用等级设置	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，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	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	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	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	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	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其含义

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 评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估股份有限公司关于 山鹰国际控股股份公司 2021 年度第一期绿色中期票据的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券存续期内，在每年山鹰国际控股股份公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，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资信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或本次（期）债券如发生重大变化，或发生可能对山鹰国际控股股份公司或本次（期）债券信用等级产生较大影响的重大事项，山鹰国际控股股份公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信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，联合资信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跟踪评级资料，导致联合资信无法对山鹰国际控股股份公司或本次（期）债券信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（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。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 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。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。