

信用等级公告

联合[2007]177号

联合资信评估有限公司通过对安徽山鹰纸业股份有限公司 2007 年 4.7 亿元可转换公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

安徽山鹰纸业股份有限公司
2007 年 4.7 亿元可转换公司债券的信用等级为
AA⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零零七年四月十六日



安徽山鹰纸业股份有限公司

2007 年 4.7 亿元可转换公司债券信用评级分析报告

评级结果

AA-

评级时间:

2007 年 4 月 16 日

主要数据

项 目	2004 年	2005 年	2006 年
资产总额 (万元)	172703.67	192683.24	250976.64
所有者权益 (万元)	87818.18	93620.89	120077.14
主营业务收入 (万元)	123229.09	148012.20	162818.67
利润总额 (万元)	5385.12	7048.17	10578.19
资产负债率 (%)	49.06	51.37	51.74
全部债务资本化比率 (%)	43.07	44.41	45.38
净资产收益率 (%)	5.47	6.76	8.97
流动比率 (%)	128.35	107.30	72.77
EBITDA 利息倍数 (倍)	6.44	6.37	5.28
债务保护倍数 (倍)	0.16	0.18	0.19

分析员

张晓斌

电话 010-85679696-8839

邮箱 zhxb@lianheratings.com.cn

张志军

电话 010-85679696-8836

邮箱 zzj@lianheratings.com.cn

电话

8610-85679696

传真

8610-85679228

地址

100022

北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号

中环世贸中心 D 座 7 层

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

Http: www.lianheratings.com.cn

评级观点

造纸工业是与国民经济发展和社会文明建设息息相关的重要产业,在现代经济中发挥的作用越来越显著。

安徽山鹰纸业股份有限公司(以下简称“公司”)作为安徽省大型纸板及纸箱生产基地之一,近年来纸板产销规模迅速扩张,整体经营状况良好。公司主营业务突出,资产质量较好,负债水平适中,盈利能力逐年提高,经营活动获取现金的能力较强。本期 4.7 亿元可转债由徽商银行提供担保,能够在一定程度上提升本期可转债的信用。

总体看,本期可转债到期不能偿付的风险较小。

优势

1. 近几年,我国造纸行业整体发展良好,并且是国家近年投资的重点,行业发展前景良好。
2. 公司主营业务突出,盈利能力正常,市场占有率较高。
3. 公司主导产品箱纸板生产规模迅速扩张,为今后发展奠定了坚实基础。
4. 人民币升值会降低进口废纸和进口设备的采购成本。

关注

1. 公司生产规模与国内外大企业相比仍然偏小,在一定程度上影响了企业的竞争力。
2. 近几年废纸供应价格处于较高水平,废纸价格的变化会对公司的生产经营产生较大影响。
3. 单一的产品结构会在一定程度上降低公司抵御风险的能力。

4. 公司负债水平逐年上升，债务负担偏重。
5. 近年来，公司流动比率逐年下降，短期支付压力大。

信用评级报告声明

- 除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与安徽山鹰纸业股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与安徽山鹰纸业股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 联合资信与评估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。
- 本信用评级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，未因安徽山鹰纸业股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。
- 联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。
- 安徽山鹰纸业股份有限公司 2007 年 4.7 亿元可转债信用等级自本期债券发行之日起至到期日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内该债券的信用等级有可能发生变化。

一、发行人概况

安徽山鹰纸业股份有限公司前身为马鞍山市山鹰造纸有限责任公司，1999年10月，经安徽省人民政府皖府股字[1999]第26号文件批准，马鞍山市山鹰造纸有限责任公司变更为安徽山鹰纸业股份有限公司。2001年底公司成功发行6000万社会公众股并在上海证券交易所挂牌上市，成为安徽省造纸行业首家上市公司。经中国证券监督管理委员会证监发行字[2003]第56号文核准，公司于2003年6月16日发行可转换公司债券25000万元。经中国证券监督管理委员会证监发行字[2004]第160号文核准，公司于2004年12月向社会公众增发A股98834499股。公司于2006年5月18日完成股权分置改革。截至2006年底，马鞍山山鹰纸业集团有限公司（以下简称“山鹰集团”）持有公司59157540股，占13.87%，为公司第一大股东，其他股东持股比例均未超过5%。公司实际控制人为马鞍山市国有资产管理局。

公司主要经营业务包括：纸、纸板、纸箱的制造，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、零配件进口等。公司主要产品为箱纸板、瓦楞原纸和纸箱，拥有50万吨箱纸板及瓦楞原纸生产能力以及3.8亿平方米纸箱生产能力。截至2006年底，公司下属7家控股子公司、2家参股公司和2家分公司（详见附件5），拥有员工总数1221人。

截至2006年底，公司合并资产总额250976.64万元，负债总额129848.50万元，所有者权益120077.14万元。2006年实现主营业务收入162818.67万元，利润总额10578.19万元，净利润10765.48万元；经营活动现金流量净额12376.82万元，现金及现金等价物净增加额-1695.71万元。

注册地址：安徽省马鞍山市勤俭路3号。法定代表人：王德贤。

二、本期可转换公司债券概况

本期可转换公司债券（以下简称“本期可转债”）设置的主要发行条款如下：

1. 发行规模、票面金额及期限

本期可转债发行规模为47000万元，票面金额100元，期限为5年。

2. 利率及付息

本期可转债票面利率第一年为1.4%，第二年为1.7%，第三年为2.0%，第四年为2.3%，第五年为2.6%，到期未转股按2.8%进行补偿。

本期可转债利息自发行之日起每年支付一次，计息起始日为本期可转债发行首日，每年的付息日期为自本期可转债发行首日起每满一年的当日。公司将在付息债权登记日之后5个交易日之内支付当年利息。在付息债权登记日前（包括付息债权登记日）转换成公司股票的可转债不享受当年度利息。

3. 转股期及转股的初始价格

本期发行可转债的转股期自公司可转债发行结束之日（募集资金划至发行人账户之日）起6个月后至可转债到期日止。

本期发行可转债的初始转股价格为募集说明书公告日前20个交易日公司股票交易均价和前1交易日的交易均价之间的较高者。

4. 转股价格调整

在本期可转债发行后，当公司因送红股、增发新股或配股、派息等情况（不包括因可转债转股增加的股本）使公司股份或股东权益发生变化时，将进行转股价格的调整。

在本期可转债发行后，因公司分立、合并、减资等原因引起股份变动或股东权益发生变化时，公司将根据可转债持有人在前述原因引起的股份变动、股东权益变化前后的权益不变的原则，经公司股东大会批准后，对转股价格进

行调整。

5. 转股价格向下修正条款

在本可转债存续期间，当公司股票在连续20个交易日的收盘价不高于当期转股价格的90%时，公司董事会有权提出向下修正转股价格的方案。转股价格修正方案须提交公司股东大会表决，且须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上同意。股东大会进行表决时，持有公司可转债的股东应当回避。但修正后的转股价格不低于前项规定的股东大会召开日前20个交易日公司股票交易均价和前1交易日的交易均价，同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产和股票面值。

公司行使向下修正转股价格的权力不得代替前述的“转股价格的调整”。

6. 回售条款

自本期可转债发行之日起24个月后，若公司A股股票在任意连续20个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%，则可转债持有人有权以面值的105%（含当期利息）的价格将其持有的可转债全部或部分回售给公司。

可转债持有人在回售条件首次满足后不实施回售的，当年不应再按上述约定条件行使回售权。

7. 附加回售条款

在本期发行的可转债存续期内，若公司经股东大会批准改变或发生经中国证监会认定为改变本期发行可转债募集资金用途的，则可转债持有人享有一次回售的权利。可转债持有人有权以面值的105%（含当期利息）的价格向本公司回售全部或部分持有的可转债。可转债持有人在本次附加回售申报期内未进行附加回售申报的，不应再行使本次附加回售权。

8. 赎回条款

自本期可转债发行之日起12个月后，若公

司A股股票任意连续20个交易日的收盘价高于当期转股价格的125%，则公司有权以面值的105%（含当期利息）的价格赎回全部或部分未转股的可转债。

在赎回条件首次满足时不行使赎回权的，则公司当年内不能再行使赎回权。

9. 担保条款

本期4.7亿元可转债由徽商银行提供担保。

三、本期可转换公司债券筹资项目概况

本期可转债的发行额度为47000万元，扣除发行费用，预计募集资金净额为45000万元。本次募集资金将用于年产20万吨高强瓦楞原纸技改工程项目和引进2500mm五层瓦楞纸板及全自动纸箱印刷系统项目。本次募集资金投资项目的总投资为51936.21万元，其中利用募集资金投入45000万元，募集资金不足部分由公司自筹或向银行借款解决。

年产20万吨高强瓦楞原纸技改工程

该项目已经马鞍山市发展和改革委员会马发改函[2006]131号文同意备案，项目环境影响报告书已经安徽省环境保护局环评函[2007]223号文批复通过。该项目拟在公司现有厂区内实施。

该项目总投资42024.21万元（其中建设投资38025.15万元，铺底流动资金3999.06万元），其中35000万元来自可转债的募集资金，占投资总额的83.29%，差额部分由公司自筹或向银行借款解决。

该项目产品为高强瓦楞原纸（定量80-150g/m²），年生产能力20万吨，产品质量标准执行瓦楞原纸国家标准（GB/T13023-1991）中A级标准，产品质量和技术性能达到国外同类产品先进水平，可替代部分进口产品。

该项目建成达产后，预计实现年销售收入（含税）58500万元，利润总额7720.01万元，

项目投资利润率18.37%，财务内部收益率为18.82%，投资回收期（含建设期）为6.43年。

截至2006年底，公司已预付948.60万元工程款，占项目总投资的2.26%。

2500mm五层瓦楞纸板及全自动纸箱印刷项目

公司拟利用本期发行可转债募集资金10000万元向控股子公司马鞍山市天福纸箱纸品有限公司（以下简称“天福公司”，公司持股99.64%）进行单方面增资，增资资金将用于实施引进2500mm五层瓦楞纸板及全自动纸箱印刷系统项目，其中9912万元用于该项目投资，其余88万元用于补充天福公司流动资金。

天福公司为公司控股子公司，成立于1999年4月。截至2007年3月31日，天福公司注册资本为3500万元，其中公司的出资比例为99.64%，马鞍山市金家庄区残疾人联合会的出资比例为0.36%。2006年，天福公司实现主营业务收入43785.96万元，净利润5183.65万元。

该项目已经马鞍山市发展和改革委员会马发改函[2006]248号文同意备案，项目环境影响评价报告表已经马鞍山市环境保护局审查通过。

该项目总投资9912万元，其中建设投资9030万元，铺底流动资金882万元。该项目产品为五层瓦楞纸板和瓦楞纸箱，五层瓦楞纸板生产规模为10000万m²/年，其中自用五层瓦楞纸板3150万m²/年，外售五层瓦楞纸板6850万m²/年。

该项目产品采用国家标准，产品质量和技术性能达到国外同类产品先进水平，其中出口产品包装用瓦楞纸板采用GB6534-85标准，出口产品包装用瓦楞纸箱采用GB6533-85标准。

本项目的建设期为1年，投产期1年。项目建成达产后，预计实现年销售收入（含税）30154.50万元，生产期年均利润总额为2923.39万元，投资利润率24.42%，财务内部收益率为21.69%，投资回收期（含建设期）为5.61年。

截至2006年12月31日，天福公司利用银行借款先期投入了2962.75万元用于订购进口印刷生产线。本次募集资金到位后，将用募集资金偿还银行借款。

综合以上，本次募集资金项目投产后，可增加公司的资产规模和生产能力，有利于实现规模效益，降低单位产品成本，强化公司竞争优势，提高公司的经营业绩。

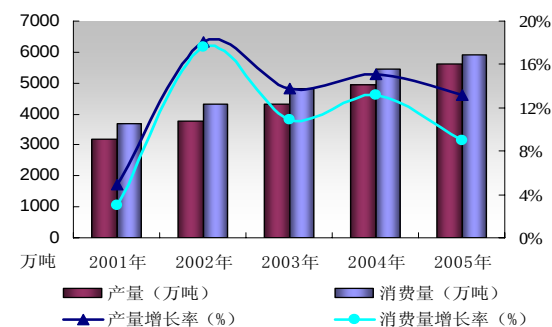
四、行业分析

1. 行业现状

造纸工业属于国民经济的基础原材料工业，在产品总产量中，80%以上作为生产资料用于新闻出版、印刷、商品包装等领域，其他20%用于人们的日常生活消费。造纸工业关联度大，涉及林业、农业、机械制造、化工、热电、交通运输、环保等产业，对上下游产业经济有一定的拉动作用。目前，在美国、加拿大、日本、芬兰、瑞典等发达国家，造纸工业已成为其国民经济的支柱产业之一。纸及纸板的生产和消费水平，已成为衡量一个国家现代化水平和文明程度的重要标志之一。我国是造纸大国，同时也是消费大国，在总量上供不应求，在结构上高中档产品的供求矛盾突出。

目前，我国造纸总产量已经跃居世界第2位，仅次于美国。据中国包装网报道，2005年我国纸及纸板产量为5600万吨，同比增长13.13%；消费量为5930万吨，同比增长9.03%（参见图1）。

图1 我国造纸、消费量及增长率

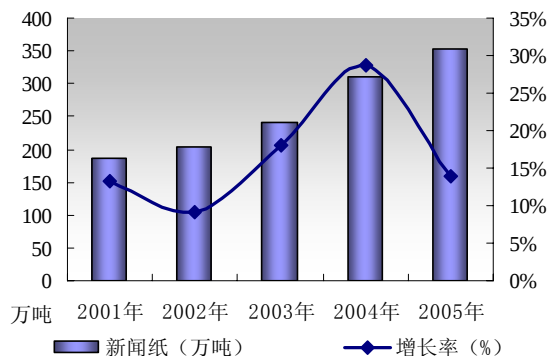


数据来源：中国造纸协会，中国包装网。

新闻纸

新闻纸主要用于报业。随着我国报纸出版业的发展，新闻纸的消费量迅速增长。

图2 近5年我国新闻纸消费量



资料来源：中国造纸年鉴、中金公司研究部

2001年我国新闻纸消费量为173万吨，2005年则达到了353万吨，年均复合增长率为18.48%，高于造纸行业12.6%的整体平均增长率。2005年以来，由于报刊广告不景气和互联网行业的冲击，新闻纸需求增速开始放缓，2005年我国新闻纸需求量增长率较2004年下降较大（参见图2）。

文化纸（胶版纸）

胶版纸又称双胶纸，主要供胶版印刷书刊、图片、插页和需要长期保存的文献、资料等。高档胶版纸用途广泛，主要用于各类书籍及教科书，其次用于广告插页、产品目录、海报等。胶版纸是我国多数中小纸厂的主要产品，很多是采用自制麦草浆和苇浆抄造，生产的纸属于中低档次，在质量相差无几的情况下主要是价格竞争，因此竞争激烈，利润率较低。高档胶版纸的利润率较高，但我国生产高档胶版纸的厂家较少，高档胶版纸经常出现供不应求的局面。

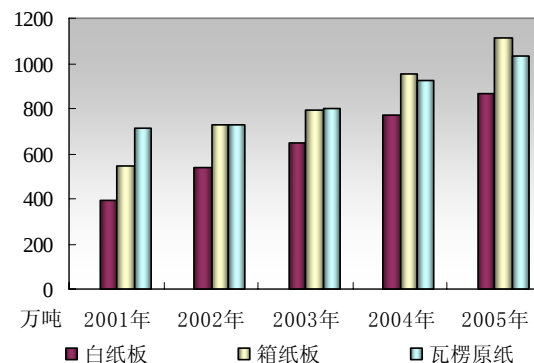
包装纸

包装纸包括涂布白板纸、箱纸板、瓦楞原纸等，主要应用于工业产品运输包装，食品、礼品及各种产品的保护或外观包装材料。

图3是我国主要包装纸近5年产量情况，可

以看出，白板纸、箱纸板和瓦楞原纸产量逐年增长，2005年分别为863万吨、1115万吨和1035万吨，继续保持较好增长态势。

图3 我国主要包装纸产量情况



资料来源：中国造纸年鉴、中金公司研究部

2. 原材料

造纸原材料主要有木浆、废纸、非木浆等，原材料一般占造纸业成本的65%左右。由于造纸产能的迅速扩张，我国对纸浆的需求也出现快速增长。据中国造纸协会统计，2005年我国消耗纸浆5200万吨，增幅达16%，而我国纸浆的产量只有4446万吨，不足部分需要依赖进口来满足。

从消耗结构来看，在三大原材料中，非木浆曾是我国造纸业最主要的原料。然而从世界造纸强国的发展历史来看，使用木浆则是造纸业发展的趋势。在实际生产中，造纸企业为提高纸张产品档次和减少污染，大幅增加了木浆用量，同时废纸浆用量的增长速度迅猛。据中国造纸协会统计，2005年我国消费木浆1144万吨，非木浆1248万吨，废纸浆2808万吨，占比分别为22%、24%和54%，废纸浆的比重已超过一半。

在纸浆消费结构逐步改善的同时，我国纸浆产量结构却遭遇瓶颈。我国天然林资源匮乏，用于造纸原料的速生林起步较晚，目前还不成规模，因此木浆原料短缺，大量木浆需要依靠进口。从2005年数据看，我国纸浆生产中，木浆产量为355万吨，远低于1144万吨的消费量。

因此，我国每年需要从国外进口大量木浆以满足国内纸业生产的需求。同时，我国还需从美国、日本等国进口大量废纸，以满足废纸浆的生产需要。

3. 行业关注

环境保护

据国家环保总局报道，2004年，我国工业废水排放量为221.1亿吨，其中造纸行业废水排放量为31.8亿吨，占总排放量的14.4%，仅次于化工行业。从废水中最主要的化学耗氧量指标COD来看，全国工业COD总排放量为509.7万吨，其中造纸行业占33.0%，高居第一。可以看出，造纸行业是高污染行业，对环境影响大。

根据《国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》（以下简称“十一五”规划纲要“）以及新的产业调整政策，国家环保总局等部门将会针对水源污染、水资源、环境保护等出台新的政策，上述政策将会影响到造纸企业的发展。由于国家环保政策的趋严，造纸企业环保成本加大，不符合环保要求的中小纸厂将被淘汰，符合环保条件的大型造纸企业将从中受益。

行业集中度低

在计划经济时期，我国造纸行业产品差别化小，企业规模小，市场集中度低。随着市场机制的引入，我国造纸行业集中度逐年提高。从表1可以看出，前10名造纸企业在纸品产量、销售收入方面集中度逐年提高，2005年，我国前10名造纸企业在总产量、总销售收入占比分别为19.82%和25.10%；从增量产量来看，产量前10名企业占比要高于总产量比重，表明新的市场多数被大企业占领。

但与国际前50强比较，国内企业规模仍然偏小。2001年世界前50强占全球造纸总产量的55.32%，而2005年我国前20名、前10名造纸企业的产量仅占国内总产量的26.59%和19.82%，我国造纸企业产业集中度与国外企业相比还有较大差距，产业集中度有待进一步提高。近年

来由于环保政策的严格执行，行业集中的速度在加快。

表1 我国前10名造纸企业行业集中度

项目	2002年	2003年	2004年	2005年
行业总产量（万吨）	3780	4300	4950	5930
前10名企业产量（万吨）	529	680	910	1176
占行业总产量比例（%）	13.98	15.81	18.38	19.82
行业销售收入（亿元）	1318	1661	2009	2546
前10名企业总收入（亿元）	245	346	439	639
占行业收入比例（%）	18.58	20.84	21.85	25.10
行业产量增加值（万吨）	580	520	650	980
前10名企业增加产量（万吨）	155	151	230	265
占总增加产量比重（%）	26.65	28.62	35.39	27.11

资料来源：中华纸业，中国银河证券研究中心

人民币升值

我国自2005年7月对人民币实施汇率改革，截至2007年3月底，人民币升值幅度已超过5%，而且，人民币仍有升值的压力。人民币升值将从两个方面影响我国造纸行业：

①降低原材料进口成本。我国造纸业对进口纸浆及废纸的依赖比较大，在纸的生产成本中，以废纸为原料的企业废纸成本占生产成本的50%~60%，以木浆为原料的企业木浆成本约占生产成本的65%~70%，人民币升值将直接降低木浆、废纸的进口成本。

②我国大多数纸张品种生产和消费之间仍存在缺口，需要依靠进口来满足部分需求。从产品构成来看，进口依赖较高的产品主要集中于以木浆为原料的高档文化用纸和高档包装纸，人民币升值将降低这类纸在国内市场的销售价格。

总体看，人民币升值对以内销为主的造纸工业的影响是利大于弊。

4. 国家政策

产业政策支持

“十一五”规划纲要提出了“调整造纸工业原料结构，降低水资源消耗和污染物排放，淘汰落后草浆生产线，有条件的地区实施林纸

一体化工程”的要求。2007年，我国将正式颁布《造纸产业发展政策》和《造纸工业发展“十一五”规划纲要》，上述政策实施后，造纸企业将面临一次大规模整合，不符合环保要求的中小纸厂将被淘汰。国家产业政策将鼓励大型企业的进一步发展，整合完成后，大型造纸企业将面临更好的发展机遇。

林纸一体化

2004年2月16日，国务院在《全国林纸一体化工程建设“十五”及2010年专项规划》中指出，我国将用10年左右的时间，建设速生丰产造纸林基地15500万公顷，新增木浆产量550万吨，实现造纸工业与林业共同发展。

为引导社会资金投向林纸一体化建设，调动银行贷款的积极性，发挥政府宏观调控作用，国家在加强统筹规划的同时，初期可以注入资本金或贴息方式对林纸一体化建设给予适当的资金支持。另外，为了拓宽林纸一体化建设的融资渠道，国家鼓励国内各种所有制的企业和外资投资建设林纸一体化项目，并在外国政府贷款、国际金融组织贷款、国内外商业银行贷款等方面对林纸一体化建设给予支持。

反倾销保护

由于我国造纸企业技术水平低、规模小，竞争力明显落后于国外大型造纸公司。为了保护国内造纸企业，我国商务部及其前身国家经贸委先后对多种纸产品实施反倾销。经过近10年的努力，商务部的反倾销措施基本覆盖了造纸行业各个类别（参见表2）。

国家对造纸行业的反倾销保护使得我国造纸行业获得了长足的发展，竞争力大幅提升。以新闻纸为例，自1998年我国对美国、加拿大和韩国进口新闻纸实施反倾销措施以来，国内新闻纸行业获得了发展良机，新上了一批国际一流的大型纸机。目前国产新闻纸已成为国内市场的主流，并成功出口到国外。

但是，由于反倾销保护政策的实施，使得我国国内造纸企业产能急剧扩张，尤其是新闻

纸产能扩张已经显现，企业市场压力逐年增大。随着反倾销政策期限的即将到期，我国企业将失去政策保护，经营压力将有所增加。

表2 我国对造纸行业采取反倾销保护政策

政策发布时期	政策内容
1997年 12月10日	对原产于加拿大、韩国和美国的进口新闻纸征收55%~78%的反倾销税，为期5年。
2003年 8月6日	通过“反倾销调查”终裁，对原产韩国、日本的进口铜版纸征收4%~71%的反倾销税，为期5年。
2004年 6月30日	自2004年6月30日起，对原产于加拿大、韩国、美国的新闻纸仍然按照原对外贸易经济合作部1999年第4号公告公布的征税范围和税率继续征收反倾销税，为期5年。
2005年 9月30日	对进口未漂白箱纸板征收9%~65.2%的反倾销税，为期5年。
2006年 10月16日	对原产于日本的进口电容器纸实施反倾销税。

资料来源：中国银河证券研究中心

税收优惠政策

近几年我国造纸业的快速发展，尤其是进口纸和纸浆的用汇总额仅次于石油和钢材，已经受到政府的高度重视。国家已将造纸行业列入国债支持技术改造的重点行业之一，制定了一批国债技改项目，并且对列入国家财政债券支持的重点造纸技术改造项目将给予以下优惠政策：进口设备免征关税和进口环节增值税；项目专项贷款企业可享受国家财政贴息优惠政策；技术改造所需国产设备投资的40%可享受抵免企业所得税；暂停征收固定资产投资方向调节税。

可以看出，国家在产业政策、林纸一体化、反倾销保护、税收优惠政策等方面都对造纸行业给予了大力支持，有利于造纸企业的发展。

5. 未来发展

根据中国造纸协会的《关于造纸工业“十五”计划的意见》，我国造纸行业未来发展趋势如下：

①调整原料结构。逐步实现以木材纤维为主，扩大废纸回收利用，合理使用非木纤维，

使木纤维纸及纸板占总消费量的比重进一步提高；

②调整产品结构。实现多元化，增加市场有效供给，适应多元化消费结构需要；重点发展包装纸板、高档新闻纸、胶印书刊纸、办公用纸、涂布纸等短缺产品；

③调整企业结构，实现大型企业集团化，中小企业特色化，企业经济类型多元化，使企业组织结构和规模结构逐步趋于合理；

④调整技术结构，加快技术进步与技术创新，推进装备逐步实现现代化。重点开发高强度、高得率、低污染以至无污染的制浆生产技术，造纸方面重点发展低定量、高质量、低消耗、高效率的生产技术；

⑤调整区域布局，力求资源配置合理化。东北地区以技改和扩建为主，南方地区逐步发展成为我国木浆纸重要生产基地，东南地区重点发展深加工及高附加值的产品，西北地区适当发展具有一定规模的造纸企业。

总体来看，从中国造纸协会对未来造纸产业发展趋势的判断中可以看出，南方地区将是我国木浆纸的重要生产基地，且有利于拥有原料资源的大型企业的发展。

五、基础素质

1. 企业规模

表3 公司主要业务运营子公司

子公司名称	主营业务	公司持股	2006年收入(万元)
马鞍山市天福纸箱纸品有限公司	纸箱制造	99.64%	43785.96
马鞍山市蓝天废旧物资回收有限公司	原料采购	95.00%	30898.99
苏州山鹰纸业纸品有限公司	纸箱制造	87.50%	2842.63
扬州山鹰纸业包装有限公司	纸箱制造	91.49%	13355.25
杭州山鹰纸业纸品有限公司	纸箱制造	90.00%	1869.29

资料来源：公司年报

公司是我国较早从事纸板及纸箱产品生产的企业之一。多年来，公司始终坚持“发展生态纸业，走循环经济道路”，以废纸为主要原

料，生产再生包装纸板，在发展造纸的同时扩大纸箱的经营规模。2006年公司纸及纸板（包括箱纸板和瓦楞原纸）销售48.51万吨，产销率达到100.28%；纸箱销售34339.16万平方米，产销率达到96.47%。截至2006年底，公司主要控股子公司情况见表3。

纸板主要用于包装材料，在公司的销售区域内（安徽省、江苏省、浙江省、福建省及上海市）对公司影响较大的包装纸板生产企业的生产规模见表4。从表4可以看出，公司主要竞争厂商对公司的发展构成一定的威胁，公司在未来几年面临的竞争环境将更加激烈。

表4 华东主要包装纸公司生产规模情况

企业名称	生产能力(万吨)	
	箱纸板	瓦楞原纸
太仓玖龙	50	45
江苏理文(常州)	20	35
山鹰纸业	40	10
上海中隆	35	--
景兴纸业	22	4
无锡荣成纸业	10	20

资料来源：公司提供。

2. 人力资源

截至2006年底，公司本部拥有职工总数1221人，其中拥有本科及以上学历的106人。按专业岗位划分，生产人员占75.68%，技术人员占13.27%，行政人员占6.14%，营销人员占2.87%，财务人员占2.04%。公司以生产人员为主，符合公司经营特点，但人员素质有待提高。

公司现有高层管理人员18人，均在公司任职多年，熟悉公司经营管理特点和发展方向，拥有丰富的造纸生产企业管理经验。公司董事长王德贤先生，现年60岁，大专文化，高级经济师，中国造纸协会理事，安徽省造纸协会副理事长，曾获安徽省优秀企业家、安徽省有突出贡献的厂长经理、中国轻工业系统优秀企业家等荣誉称号，1983年起历任马鞍山市造纸厂副厂长、厂长，山鹰有限公司董事长、总经理，集团公司总经理。公司总经理汤涌泉先生，现

年53岁，大专文化，高级经济师，1987年起历任马鞍山市造纸厂生产科长、技术副厂长，山鹰有限公司副总经理，集团公司副总经理。

综合来看，公司作为造纸加工企业，人员构成基本合理，中、高级管理人员具有多年的相关工作经历，企业管理经验丰富，有利于公司的长远发展。

3. 地理位置

公司地处长江下游南岸的马鞍山市，特定的地理位置为公司业务发展提供了区位优势。公司距南京仅30公里，紧靠长江黄金水道，水陆交通便捷，是该地区唯一主营包装纸板的上市公司。公司地处经济发达的华东地区，是我国最大的也是最具增长潜力的纸产品消费市场之一；同时，华东地区城市密集，废纸产生量大，为公司提供了广阔的产品市场和原料市场。公司拥有专用港口运输码头和火车运输线，并且拥有专门的车队为公司提供运输服务。

4. 技术水平

公司为国家重点高新技术企业和科技部技术创新重点联系企业，建有省级企业技术中心。“九五”以来，公司共开发7个新产品近百种规格，荣获4项国家级和省级新产品。其中废纸再生精制浆技术开发及高档纸板中试基地建设列入国家技术创新项目计划。公司核心技术包括废纸处理技术、纸板抄造技术、生产过程自控技术等，这些技术主要从国外引进，并通过消化吸收以适应自身的发展。综合来看，公司研究开发机构健全，技术实力较强，实验检测条件手段较为完善。

5. 环境保护

公司目前生产所需蒸汽基本上由自备电厂供给，锅炉烟气很少，并已采用电除尘处理。废渣主要有煤渣和造纸过程中产生的杂物（多为塑料、胶带等轻质可燃物），其中煤渣外卖，对产生的杂物进行焚烧处理，回收余热。

公司以废纸为原料生产包装纸板，无自制化学浆和漂白过程，污染较轻。公司按照国家污染排放标准对污染物进行处理，采用先进的多圆盘过滤机、白水澄清器和美国麦王公司凹式水处理技术，并增加二级生化处理，加强废水处理和废物的综合利用。

可以看出，环境因素对公司经营产生不良影响的风险较小。

6. 税收优惠

公司子公司马鞍山市蓝天废旧物资回收有限公司（以下简称“蓝天公司”）自2001年5月1日起，其收购的废旧物资免缴增值税；控股子公司天福公司、扬州山鹰纸业包装有限公司（以下简称“扬州山鹰”）均为福利企业，享受增值税先征收后全额退还的优惠政策，并且免征企业所得税；公司8万吨箱纸板项目以及垃圾发电（1-3期工程）技术改造项目国产设备投资额的40%可享受所得税抵免政策。

综合以上，公司技术实力较强，外部环境良好，有利于公司长远发展。

六、治理结构与公司管理

1. 管理体制

公司是按照《中华人民共和国公司法》成立的股份有限公司，自上市以来严格按照《上市公司治理准则》、《公司章程》和中国证券监督管理委员会相关法律法规的要求规范运作，建立了符合现代企业制度的法人治理结构。公司控股股东山鹰集团，代表马鞍山国有资产管理局行使国有资产出资人职能。

公司董事会成立了4个专门委员会，能够保证董事会进行正确决策。公司制订了《监事会议事规则》，按照规定召开监事会并开展工作，公司监事本着对股东负责的精神，对公司财务、重大事项以及公司董事、经理和其他高级管理人员履行职责的合法合规性进行监督。

公司内设办公室、发展规划部、人力资源

部、设备部、技术开发中心、品质保证部、证券部、生产部、财务部、营销部、审计监察部等职能部门，职责分工明确。截至 2006 年底，公司下属 7 家控股子公司、2 家参股子公司和 2 家分公司（详见附件 5）。

公司通过向控股子公司派驻高层管理人员和财务负责人实现对下属公司的控制和管理，同时通过开展审计监督，规范下属公司的投资行为，确保经营指标真实。

2. 内部控制

高级管理人员考核方面，公司根据年度生产、销售、效益等指标完成情况，按照相关规定和内部经济责任制确定标准，对高级管理人员进行考评，建立了高级管理人员的薪酬与其职责、贡献挂钩的激励机制。

质量控制方面，公司于 1999 年 11 月通过 ISO9002 国际质量体系认证，主要产品均按相应国家标准、企业标准或用户特定要求组织生产，采用 ISO9002 国际质量保证体系控制产品质量。公司连续多年荣获“安徽省质量最佳企业”称号，产品质量稳定。

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。公司对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。近三年来，公司没有受到安全生产管理部门的行政处罚。

财务管理方面，一方面，公司建立了完善的财务规章制度和预算管理体制，提高了公司的财务管理水平；另一方面，公司正在积极运作资金结算中心，统一协调本部与各子公司内部资金的管理，以提高公司的资金运作效率，加强对下属公司的资金管理。

公司通过加强完善现有 ERP 体系，进一步做好信息化管理工作，提高公司整体管理水平和管理效率，以满足公司迅速扩大的生产规模对管理提出的要求。

总体看，公司建立了较为完善的现代企业法人治理结构，管理体系运行顺畅，整体管理水平较高。

七、生产经营

公司业务主要包括箱纸板、瓦楞原纸和纸箱生产销售等。2006 年，公司实现主营业务收入 162818.67 万元，其中箱纸板和瓦楞原纸占主营业务收入的 56.31%，瓦楞纸板及纸箱占 43.69%，公司以箱纸板、瓦楞原纸以及纸箱生产为主的业务格局已经形成。

1. 原材料采购

公司对原、辅料实行“统一审批、集中采购”的模式，主要原材料为各类废纸和商品木浆，能源主要为电、蒸汽和煤。

公司进口废纸主要采用自营进口方式，国内废纸主要由蓝天公司收购，商品木浆主要由国内的纸浆厂提供，同时进口少量木浆。

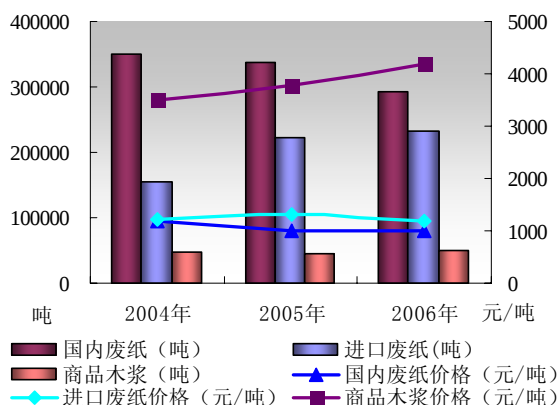
公司国内废纸主要来自江苏、浙江、安徽、上海、湖北等省市，多年来已形成较为稳定的回收网络。商品木浆主要由福建省青州造纸有限责任公司、内蒙古扎兰屯纸浆厂、浙江万帮浆纸集团有限公司、上海恒通原料有限公司等大浆厂供应，同时进口少量木浆。进口废纸采用自营进口方式，主要来自于美国、欧洲和日本，主要供应商为美国艾朗公司和美国柏森公司。

近三年，公司收购国内废纸的价格较为平稳，进口废纸的价格小幅波动，商品木浆的价格自 2005 年 10 月起持续走高。2006 年，公司采购的国内废纸、国外废纸和商品木浆的平均单价分别为 994.05 元/吨、1183.52 元/吨和 4178.63 元/吨（参见图 4）。

公司本部用电、用汽主要由自备电站供给，不足部分从外部购入，煤主要从安徽及四川等地购进。公司与各主要供应商建立了长期稳定

的商业关系，原辅料和能源供应充足、渠道畅通。

图 4 公司废纸及木浆采购情况



资料来源：公司提供，采购数量含天福公司

针对原材料成本占生产成本比重较大以及价格波动程度各异的特点，公司在生产经营中，坚持以成本管理为主线，实行定额管理和招标投标制度，不断进行管理创新，探索出一条独具特色的“四关四低”成本管理法（即对原辅材料严格把好“四关”：入厂价格关、计量验收关、原料防腐关和纸浆流失关；生产经营管理坚持“四低”：最低成本生产、最低成本销售、最低成本技改、最低成本管理）；同时根据不同时期各类原材料价格涨幅不同的特点，及时

调整各类原材料的采购比例。上述措施有效地降低了生产中原辅材料的消耗和成本。

2. 生产经营

主要生产设备

进口废纸（AOCC）处理线 2 条：年处理能力 25 万吨，碎浆系统、除砂系统、筛选系统及打浆系统等关键设备均从美国 TBC 公司引进，生产过程采用 DCS 集散控制，技术装备国际先进。

国内废纸（LOCC）处理线：年处理能力 30 万吨，制浆设备主要采用国内最新技术，部分关键设备从国外引进，技术装备国内先进。

纸板机、纸箱生产线：现有 6 台纸机，2006 年末生产能力 50 万吨；1800mm、2200mm、2500mm 五层瓦楞纸板自动化生产线 9 条，年生产能力 38000 万平方米。

主要生产子公司

纸板产品主要分为箱纸板和瓦楞原纸，全部在公司本部（包括天福公司）生产。纸箱主要由子公司进行生产，所需原材料主要由公司本部提供。2004 年～2006 年公司下属子公司产品生产销售情况见表 5。

表 5 公司下属子公司产品生产销售情况

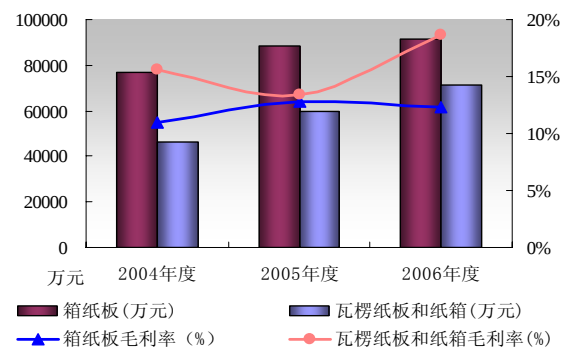
公司名称	产品名称	2004 年度		2005 年度		2006 年度		现有年生产能力
		产量	销量	产量	销量	产量	销量	
天福公司	纸和纸板（吨）	29712.03	24201.78	75136.12	68421.63	100004.88	94972.25	120000
	瓦楞纸板和纸箱（万 m ² ）	5794.48	5817.09	5663.61	5735.93	10251.82	10374.83	12500
苏州山鹰公司	纸箱（万 m ² ）	264.90	256.46	428.25	423.35	1073.24	1046.23	3000
扬州山鹰公司	瓦楞纸板和纸箱（万 m ² ）	5353.46	5372.96	5335.76	5301.41	5838.34	5824.82	16000
杭州山鹰公司	纸箱（万 m ² ）	196.21	196.21	248.74	244.19	823.29	811.83	3000

资料来源：公司提供

公司箱纸板、瓦楞纸板和纸箱的销售收入及毛利率见图 5。从图 5 可以看出，近三年公司箱纸板、瓦楞纸板和纸箱销售收入逐年增长，2006 年分别为 87704.84 万元和 71130.03 万元；

近三年，公司箱纸板、瓦楞纸板和纸箱毛利率有所波动，主要是由于原材料价格波动造成毛利率的波动，2006 年分别为 12.84% 和 18.60%，瓦楞纸板和纸箱毛利率相对较高。

图5 公司主要产品产量及毛利率



资料来源：公司年报

3. 产品销售

公司主导产品为“绿色包装”产品，牛皮箱纸板和瓦楞原纸 2002 年被安徽省技术监督局评为“安徽省名牌产品”；“山鹰”牌商标 1999 年被安徽省工商行政管理局认定为“安徽省著名商标”；2003 年 5 月，“山鹰牌”箱纸板、瓦楞原纸、纸箱被评为“中国著名品牌”；2006 年 12 月，“山鹰牌”纸箱板获得“国家免检产品”称号。

公司产品市场信誉度高。2006 年，公司箱纸板和瓦楞纸板纸箱的市场占有率分别为 4.00% 和 2.30%，市场竞争程度高。

公司建立了以资金管理为重点、责权利相结合的销售责任制，采取“质量以优取胜，价格以廉取胜，品种以全取胜，服务以好取胜”的营销策略，逐步扩大销售网络。公司成立了专门的营销队伍以加强销售工作，并且制定了严格的回款计划以保障资金回笼的力度。公司纸板的销售市场主要集中在江苏、浙江、安徽、上海及福建等省市地区，主要客户有浙江大胜达包装有限公司、宁波亚洲纸管纸箱有限公司、上海景丰电子科技有限公司等。

公司主要产品销售量及销售价格情况见表 6。2006 年公司纸及纸板销售 48.51 万吨（包括对子公司的销售），产销率达到 100.28%；纸箱销售 34339.16 万平方米，产销率达到 96.47%。销售价格方面，2005 年公司纸和纸板、瓦楞纸板和纸箱的销售价格较 2004 年均有所提高，

2006 年销售价格与 2005 年基本持平。

表6 公司产品销售量及销售价格

产品名称	2004 年	2005 年	2006 年
纸和纸板（万吨）	44.76	48.17	48.51
瓦楞纸板和纸箱（平方米）	23864.15	28759.24	34339.16
纸和纸板价格（元/吨）	2574.06	2675.57	2671.41
瓦楞纸板和纸箱价格（元/平方米）	1.95	2.08	2.07

资料来源：公司提供

综合以上，公司主营业务突出，销售渠道畅通，产品市场竞争力较强。但公司产品单一，在一定程度上降低了公司抵御风险的能力。

4. 经营效率

近三年，公司资产总额年均增长 20.55%，所有者权益年均增长 16.93%，主营业务收入年均增长 14.95%，利润总额年均增长 40.15%。总体看，公司增长质量较好。

2004 年~2006 年，公司管理费用率分别为 2.82%、3.69% 和 3.46%，公司管理费用率较低。近三年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数逐年下降，2006 年分别为 5.42 次和 0.73 次。2004 年~2006 年，公司的存货周转次数变化不大，2006 年为 8.69 次。

整体来看，公司近年来主营业务收入逐年增长，但整体经营效率呈下降趋势。

5. 未来发展

公司“十一五”发展思路是：以科学发展观为指导，坚持走发展生态纸业和循环经济之路，以市场为导向，以提高经济效益为中心，以创新为手段，大力推进科技进步，加快发展高档包装纸板，大力发展纸箱等下游产品，进一步做大、做强、做优，建设现代化大型一流企业。

未来三年，公司建设项目主要有：

①年产 30 万吨纸板技改工程，该工程为公司 2004 年增发新股募集资金投资项目，总投资为 89900 万元，其中自有资金投入 40000 万元，银行借款 49900 万元。截至 2006 年 12 月 31 日已累计投入 29222 万元，预计还需新增投资约

60678 万元；

②新建年产 20 万吨高强瓦楞原纸技改工程项目和天福公司引进 2500mm 五层瓦楞纸板及全自动纸箱印刷系统项目，总投资 51936.21 万元，本次可转债募集资金将用于上述两个项目建设，不足部分由公司自筹解决。

上述项目建成后，可增加公司的生产能力，增强公司竞争优势，提升公司的经营业绩。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2004 年度会计报表经天健会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；2005 年和 2006 年度会计报表经德勤华永会计师事务所审计，出具了标准无保留意见的审计报告。近三年公司会计报表具有可比性。

截至 2006 年底，公司资产总额 250976.64 万元，负债总额 129848.50 万元，所有者权益 120077.14 万元。2006 年实现主营业务收入 162818.67 万元，利润总额 10578.19 万元，净利润 10765.48 万元；经营活动现金流量净额 12376.82 万元，现金及现金等价物净增加额 -1695.71 万元。

截至 2006 年底，母公司资产总额 226926.84 万元，负债总额 106424.40 万元，所有者权益 120502.44 万元。2006 年实现主营业务收入 125535.62 万元，利润总额 10486.46 万元，净利润 10775.67 万元；经营活动现金流量净额 16193.87 万元，现金及现金等价物净增加额 -3286.93 万元。

以下分析以合并报表为准。

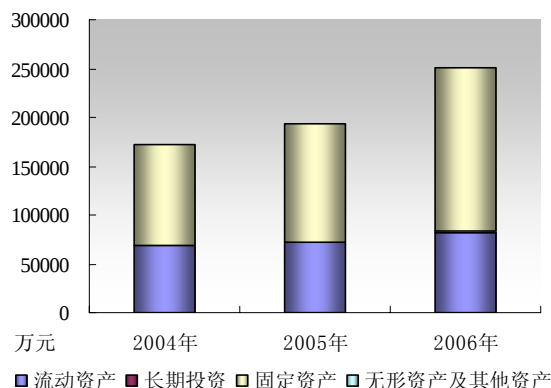
2. 资产质量

近三年，公司资产总额年均增长 20.55%，主要是固定资产增加所致。截至 2006 年底，公

司资产总额 250976.64 万元，其中流动资产占 32.70%，固定资产占 66.57%，长期投资占 0.70%，无形资产及其他资产占 0.02%（参见图 6）。总体来说，近三年公司资产构成基本稳定，构成正常。

截至 2006 年底，公司流动资产合计 82071.19 万元，其中货币资金占 30.03%，应收票据占 12.75%，应收款项净额（包括应收账款和其他应收款）占 25.84%，预付账款占 12.84%，存货净额占 18.54%。

图 6 近三年公司资产构成



截至 2006 年底，公司应收票据 10462.85 万元，其中银行承兑汇票占 98.61%，商业承兑汇票占 1.39%，公司应收票据风险较低。

2004 年~2006 年，公司应收账款年均增长 45.61%，主要是公司对信用好的客户实施延长收款政策，增加赊销比例所致。截至 2006 年底，公司应收账款总额 22657.77 万元，其中 1 年以内的占 91.84%，1~2 年的占 2.04%，2~3 年的占 1.45%，3 年以上的占 4.67%，1 年以内应收账款所占比重较大。随着应收账款的增加，公司坏账准备也逐年增加，2006 年公司计提坏账准备 2649.81 万元，坏账准备计提比较充分。

截至 2006 年底，公司其他应收款总额 1263.74 万元，其中 1 年以内占 48.75%，1~2 年占 44.13%，2~3 年占 1.36%，3 年以上占 5.76%，公司其他应收款以 1~2 年为主。2006 年，公司其他应收款提取坏账准备 66.82 万元，

其他应收款质量一般。

截至 2006 年底，公司预付账款 10538.17 万元，较 2005 年增加 7726.62 万元，主要是公司控股子公司马鞍山山鹰置业有限公司预付的土地款项。

2004 年~2006 年，公司存货净额基本稳定。截至 2006 年底，公司存货净额 15212.19 万元，其中原材料占 85.32%，工程施工占 0.15%，库存商品占 14.53%。2006 年，公司未对存货提取跌价准备。

2004 年和 2005 年公司长期投资没有变化，2006 年较 2005 年增加 1266.80 万元，其中对联营企业马鞍山市天顺港口有限责任公司投资增加 1000 万元，对徽商银行投资增加 266.80 万元。截至 2006 年底，公司长期投资 1776.80 万元，2006 年公司实现长期投资收益 50.00 万元。

近三年，公司固定资产原值年均增加 18.90%，主要是增加机器设备所致。截至 2006 年底，公司固定资产原值 149421.96 万元，累计折旧 30819.53 万元，固定资产净值 118582.42 万元。

截至 2006 年底，公司在建工程 48498.40 万元，较 2005 年底增加较大，主要是增加年产 30 万吨纸板技改工程和新建印刷包装生产基地等工程所致。

总体看，近三年公司资产以流动资产、固定资产为主，资产构成基本稳定，整体资产质量较好。

截至 2006 年底，母公司资产总额 226926.85 万元，其中流动资产占 32.34%、长期投资占 15.48%、固定资产占 49.97%、无形资产占 2.21%，母公司资产以固定资产、流动资产和长期投资为主。

3. 负债及所有者权益

截至 2006 年底，公司股本 42664.10 万元，较 2005 年增加 15729.39 万元，主要是 2003 年可转债转股所致。截至 2006 年底，公司所有者

权益 120077.14 万元，其中股本占 35.53%，资本公积占 43.97%，盈余公积占 4.81%，未分配利润占 15.69%，公司所有者权益以实收资本和资本公积为主，稳定性较好。

2004 年~2006 年，公司负债总额年均增长率 23.80%，主要是流动负债增加所致。截至 2006 年底，公司负债总额 129848.50 万元，其中流动负债占负债总额的 86.86%，长期负债占 13.14%，公司负债以短期负债为主，债务结构有待改善。

截至 2006 年底，公司流动负债 112782.59 万元，其中短期借款占 62.04%，应付票据占 6.91%，应付账款占 20.54%，预收账款占 0.78%，其他应付款占 1.09%，一年内到期的长期负债占 5.32%，公司流动负债以短期借款为主。

截至 2006 年底，公司长期负债 17065.90 万元，长期借款 16780.00 万元，全部是担保借款；应付债券为 108.47 万元，为 2003 年 6 月公司发行的可转债，截至 2007 年 2 月 13 日，上述可转债中 84.80 万元由公司赎回，其余已全部转为公司股权。

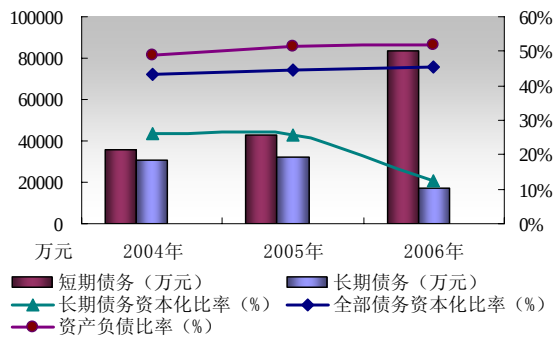
2004 年~2006 年，公司资产负债比率略有上升，近三年分别为 49.06%、51.37%和 51.74%，公司负债水平正常。截至 2006 年底，公司债务总额 100656.77 万元，其中短期债务占债务总额的 83.22%，长期债务占 16.78%，公司债务以短期债务为主。

近三年，公司全部债务资本化比率略有升高，长期债务资本化比率逐年下降，2006 年底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率分别 12.24%和 45.38%，债务负担偏重（参见图 7）。

本期 4.7 亿元可转债发行后，如不考虑其他因素，以 2006 年底的合并财务数据为基准，公司的资产负债比率、全部债务资本化率将分别攀升至 59.35%和 54.93%，公司债务负担进一步加重。考虑到部分债券持有人将转换为公司股权，本期 4.7 亿元企业债券发行后，我们预计公

公司的资产负债率和全部债务资本化比率将逐渐低于上述预测值。

图7 近三年公司债务结构情况

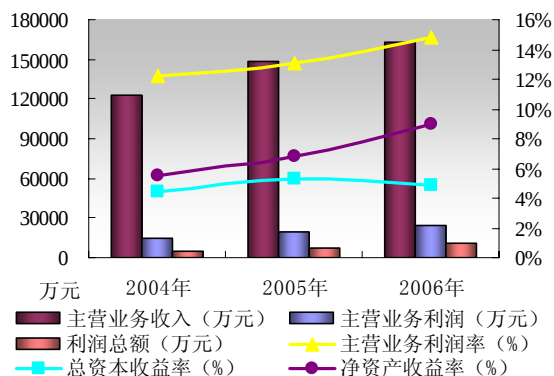


截至 2006 年底，母公司所有者权益 120502.44 万元，负债总额 106424.40 万元。母公司负债构成中，流动负债占 85.17%，长期负债占 14.83%，母公司负债以流动负债为主。截至 2006 年底，母公司资产负债率 46.90%，全部债务资本化比率 33.43%，长期债务资本化比率 11.47%。总体看，母公司债务负担正常。

4. 盈利能力分析

近三年，随着瓦楞纸板及纸箱销售量的增加以及销售价格的上涨，公司主营业务收入年均增长 14.95%，主营业务成本年均增加 13.15%，导致主营业务利润率呈上升趋势，2004 年~2006 年公司主营业务利润率分别为 12.17%、13.06%和 14.84%，公司主营业务盈利能力逐年提高。

图8 近三年公司盈利情况



近三年，公司总资本收益率有所波动，净资产收益率逐年提高，2006年总资本收益率和净资产收益率分别为4.85%和8.97%（参见图8），公司盈利能力逐年提高。总体看，公司盈利能力正常。

从收入实现质量指标看，近三年公司现金收入比率分别为115.34%、114.78%和112.35%，公司收入的实现质量基本正常。

2006 年，母公司实现主营业务收入 125535.62 万元，利润总额 10486.46 万元，净利润 10775.67 万元。

5. 现金流量分析

从经营活动来看，近三年，随着瓦楞纸板和纸箱销售规模的扩张，公司销售商品、提供劳务收到的现金年均增长 13.45%，2006 年为 182933.82 万元。2006 年公司经营活动现金流入量为 186984.77 万元；公司经营活动产生的现金流量净额分别为 4673.85 万元、9091.93 万元和 12376.82 万元，呈增长趋势。

从投资活动来看，2004 年~2006 年，公司投资活动产生的现金流入金额较小，2006 年为 627.10 万元，主要是处置固定资产等收到的现金。2004 年~2006 年，公司对固定资产投资数额逐年增加，2006 年公司投资活动现金流出为 56075.12 万元，主要是对年产 30 万吨纸板技改项目和新建印刷包装生产基地等工程投资支出。近三年，公司每年投资活动产生的现金流量净额均为负值，2004 年~2006 年分别为 -23323.07 万元、-23591.66 万元和 -55448.02 万元。

2004 年~2006 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 -18649.22 万元、-14499.73 万元和 -43071.19 万元，经营活动现金流净额不能满足投资需求。

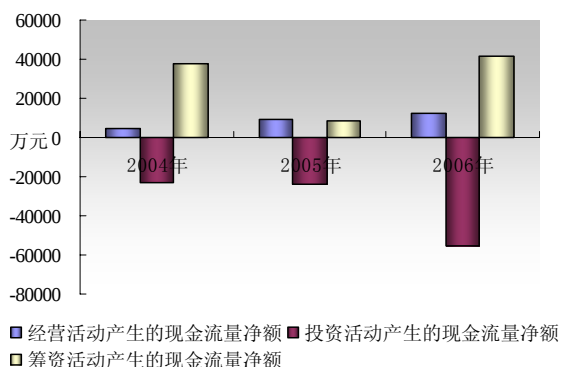
从筹资活动来看，2004 年~2006 年公司筹资活动现金流入有所波动，2006 年为 90792 万元，主要是借款所收到的现金。近三年，公司

筹资活动现金流出主要是偿还债务和支付一定数额的股利和银行利息。2004年~2006年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为37491.06万元、8298.56万元和41375.49万元。

2004年~2006年，公司现金及现金等价物净增加额分别为18841.85万元、-6201.17万元和-1695.71万元。

2006年，母公司经营活动现金流入159819.66万元，经营活动现金流入净额16183.87万元；投资活动现金流量净额-41192.10万元；筹资活动现金流量净额21711.30万元；现金及现金等价物净增加额-3286.93万元。

图9 近三年公司现金流情况



综合来看，近年来，公司经营活动获取现金能力逐年增强，但经营活动不能满足投资活动需要，对外筹资是解决资金余缺的主要手段。

6. 偿债能力分析

从短期偿债能力指标看，2004~2006年公司流动比率和速动比率逐年降低，主要是因为公司经营规模扩大相应增加短期借款所致。2006年底流动比率和速动比率分别为72.77%和59.28%，公司短期支付能力弱；2004年~2006年，公司筹资活动前现金流量净额利息偿还能力均为负值，公司筹资前现金流量净额对利息没保护能力。总体看，目前公司短期偿债能力弱。

从长期偿债能力指标看，近三年公司

EBITDA 有较快增长，2004年~2006年公司EBITDA 分别为12695.40万元、16338.79万元和23525.88万元。2004年~2006年，公司的EBITDA 利息倍数逐年下降，近三年分别为6.44倍、6.37倍和5.28倍，EBITDA 对利息保护能力一般；近三年公司债务保护倍数分别为0.16倍、0.18倍和0.19倍；2004~2006年，公司筹资活动前现金流量净额债务保护倍数分别为-0.28倍、-0.19倍和-0.43倍，筹资活动前现金流量净额对债务没有保护能力。总体看，目前公司对全部债务的保护能力偏弱。

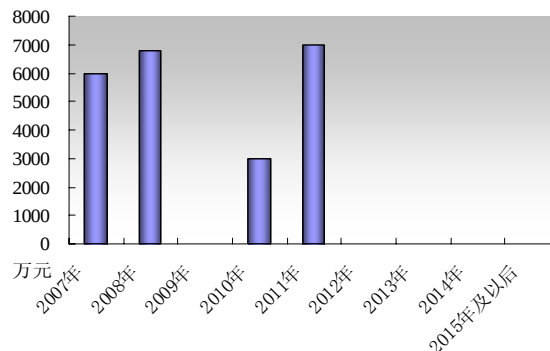
截至2007年3月底，公司无对外提供担保，也不存在逾期借款。

公司与国内银行建立了稳固的合作关系，截至2007年3月底，公司共获得各银行授信额度共计人民币186200万元，其中尚未使用104870万元（全部为公开授信）。

7. 本期债券的偿还

图10反映的是公司现有长期借款的偿还期限分布情况，可以看出，公司在2007年、2008年2010年和2011年将分别偿还长期借款6000万元、6780万元、3000万元和7000万元，其余年份不需偿还长期借款。本期4.7亿元可转债预计2012年偿还，从图10可以看出，公司在2012年没有长期借款需要偿还，有助于公司合理安排本期可转债的到期偿还。考虑到部分债券将转换为公司股权，公司实际的偿还压力将会有所减轻。

图10 公司债务偿还期限



资料来源：公司提供

九、担保实力分析

公司已与徽商银行签订担保协议。我们的分析是建立在“徽商银行为公司发行的本期债券提供无条件不可撤销的连带责任保证担保”在法律上生效的基础上。

1. 担保人行业分析

商业银行是储蓄与投资相互转化的主要中介，在国民经济发展中发挥着重要作用。2006年末中国银行业总资产高达 43.95 万亿元，同比增长 17.3%；总负债达 41.71 万亿元，同比增长 16.5%。银行在金融业中的主体地位进一步增强。

中国银行业的发展和监管呈现良好态势，稳健经营取得新成效，经营指标显著改善，所有者权益、税前利润、资本充足水平和损失准备金抵补率大幅提高。截至 2006 年三季度末，我国商业银行中资本充足率达标的已有 66 家，比年初增加 13 家；达标银行数量占比达 44.30%，达标银行资产占商业银行总资产的 73.58%。银行业总体实力和抗风险能力明显增强。

2006 年中国银行业总体风险状况进一步好转。银监会成立以来，一直把银行业不良贷款的下降作为监管工作的重中之重，积极推进银行业金融机构体制和机制改革，不断推动商业银行积极清收贷款和利用拨备核销贷款损失，提高信贷资产质量，连续 4 年实现了商业银行不良贷款余额和比例的“双下降”。据统计，2006 年 12 月末中国境内商业银行（包括国有商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、农村商业银行和外资银行）不良贷款余额 12549.2 亿元，比 2006 年初减少 584.4 亿元，不良贷款率为 7.09%，比 2006 年初下降 1.51 个百分点。主要商业银行（国有商业银行和股份制商业银行）不良贷款余额 11703.0 亿元，比 2006 年初减少 493.6 亿元，不良贷款率 7.51%，比

2006 年初下降 1.39 个百分点。其中，国有商业银行不良贷款余额 10534.9 亿元，比 2006 年初减少 189.9 亿元，不良贷款率 9.22%，比 2006 年初下降 1.28 个百分点。股份制商业银行不良贷款余额 1168.1 亿元，比 2006 年初增加 303.7 亿元，不良贷款率 2.81%，比 2006 年初下降 1.39 个百分点。

2005 年以来，经过重组改制，交通银行、中国建设银行、中国银行、中国工商银行先后在香港、上海挂牌上市交易。中行、建行、工行、交行等国有大行的成功改制上市将成为我国金融体系“大变革”的里程碑，我国银行业的整体素质和经营机制发生或开始发生根本性转变，奠定了我国金融业健康发展的格局。

2006 年 12 月 11 日，国务院颁布实施了《中华人民共和国外资银行管理条例》及相应《实施细则》，外资银行可以从事全面人民币业务，但外资银行采用分行模式仍只能从事部分人民币业务，外资银行如果要从事全面人民币业务，还需采用法人银行模式。可以看出，外资银行要在人民币业务领域对中资银行构成威胁还需几年时间。

总体看来，我国银行业在良好的经营环境中，资产质量、盈利能力、管理水平均有明显提高，外资银行的进入在短期内不会对中资银行构成全面威胁。

2. 担保人担保能力分析

徽商银行是经中国银监会批准的第一家由城市商业银行、城市信用社合并重组成立的区域性股份制商业银行。徽商银行是在合肥市商业银行更名的基础上，吸收了芜湖、安庆、马鞍山、淮北、蚌埠等 5 家城市商业银行和六安、铜陵、淮南、阜阳等 4 座城市的 7 家信用社而成立的。截至 2006 年底，徽商银行注册资本 25 亿元，总部设在合肥，下设总行营业部以及 11 家分行，拥有网点 180 个，在职员工 3336 人。

徽商银行的成立揭开了中国城市商业银行发展历史上合并重组新的一页，徽商银行本着“立足地方经济，立足中小企业，立足广大市民”，坚持“服务城市市民生活，服务城市工商企业，服务城市市政建设”，以区域化、资本化、国际化为方向，为客户提供更多优质的金融服务，为股东谋取最大经济利益，为地方经济的持续快速发展贡献力量。

截至 2006 年底，徽商银行基本情况见表 7。从表 7 可以看出，截至 2006 年底，徽商银行资产总额 718.37 亿元，股东权益 32.58 亿元，2006 年实现营业收入 23.77 亿元，利息收入 20.74 亿元，净利润 3.76 亿元。截至 2006 年底，徽商银行资本充足率 8.65%，不良贷款率 2.32%。

表 7 徽商银行主要指标

项 目	2006 年
资产总额（亿元）	718.37
存款总额（亿元）	631.00
贷款总额（亿元）	442.00
股东权益（亿元）	32.58
营业收入（亿元）	23.77
利息收入（亿元）	20.74
净利润（亿元）	3.76
平均总资产收益率（%）	0.64
平均净资产收益率（%）	13.45
准备金覆盖率（%）	74.33
不良贷款率（%）	2.32
资本充足率（%）	8.65
核心资本充足率（%）	7.53
成本收入比（%）	43.42
人民币流动性比例（%）	39.58
存贷比（%）	70.06

资料来源：公司提供

本期 4.7 亿元可转债占 2006 年底徽商银行存款总额的 0.74%，贷款总额的 1.06%，相当于徽商银行 2006 年营业收入的 19.77%，利息收入的 22.66%，立即偿还本期担保的可转债对徽商银行的影响较大。

总的来看，徽商银行整体担保实力较强，可在一定程度上提升本期企业债的信用状况。

十、综合评价

造纸工业是与国民经济发展和社会文明建

设息息相关的重要产业，近年来，国家出台一系列政策有利于大型造纸企业的长远发展。

公司作为安徽省大型纸板及纸箱生产基地之一，近年来纸板产销规模迅速扩张，整体经营状况良好。公司法人治理结构基本完善，管理体系运行顺畅，整体管理水平较高。公司主营业务突出，主要产品市场占有率较高，且资产质量较好，负债水平适中，盈利能力逐年提高，经营活动获取现金的能力较强，但短期支付压力较大。

本期 4.7 亿元可转债由徽商银行提供担保，能够在一定程度上提升本期可转债的信用。

总体看，本期可转债到期不能偿付的风险较小。

附件 1-1 资产负债表（资产类）

（单位：万元）

资 产	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动资产				
货币资金	27793.83	21367.15	24649.94	-5.83
短期投资	0.00	0.00	0.00	--
应收票据	10939.70	12211.25	10462.85	-2.20
应收账款	9437.09	17411.46	20007.96	45.61
其他应收款	1577.31	1064.69	1196.92	-12.89
预付账款	3431.80	2811.55	10538.17	75.24
应收补贴款	0.00	0.00	0.00	--
应收出口退税	0.00	0.00	0.00	--
存货	15126.13	16497.46	15212.19	0.28
待摊费用	0.00	2.50	3.16	--
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	--
流动资产合计	68305.86	71366.05	82071.19	9.61
长期投资				
长期股权投资	500.00	500.00	1766.80	87.98
长期债权投资	0.00	0.00	0.00	--
长期投资净额	500.00	500.00	1766.80	87.98
固定资产				
固定资产原值	105690.96	138007.93	149421.96	18.90
减：累计折旧	16769.43	22910.71	30839.53	35.61
固定资产净值	88921.53	115097.21	118582.42	15.48
固定资产净值减值准备	0.00	45.45	0.00	--
固定资产净额	88921.53	115051.77	118582.42	15.48
工程物资	0.00	0.00	0.00	--
在建工程	14924.39	5751.04	48498.40	80.27
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	--
待处理固定资产净损失	0.00	0.00	0.00	--
固定资产合计	103845.92	120802.80	167080.82	26.84
无形资产及其他资产				
无形资产	0.00	14.39	52.33	--
长期待摊费用	51.89	0.00	5.49	-67.47
其他长期资产	0.00	0.00	0.00	--
无形资产及其他资产合计	51.89	14.39	57.82	5.56
递延税项				
递延税项借项	0.00	0.00	0.00	--
资产总计	172703.67	192683.24	250976.64	20.55

附件 1-2 资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：万元）

负债及所有者权益	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动负债				
短期借款	20362.68	39365.80	69970.00	85.37
应付票据	10940.80	200.00	7798.30	-15.57
应付账款	14901.90	18573.49	23162.88	24.67
预收账款	843.46	837.46	881.59	2.24
应付工资	53.08	57.61	548.07	221.34
应付福利费	286.51	373.30	397.31	17.76
应付利润（股利）	0.00	0.00	62.71	--
应交税金	207.44	1667.80	1781.58	193.06
其他未交款	33.85	75.54	43.06	12.79
其他应付款	1033.57	1244.33	1227.18	8.96
预提费用	255.04	1114.89	909.91	88.89
一年内到期的长期负债	4300.00	3000.00	6000.00	18.12
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	--
流动负债合计	53218.32	66510.23	112782.59	45.58
长期负债				
长期借款	9500.00	12500.00	16780.00	32.90
应付债券	21466.34	19792.02	108.47	-92.89
长期应付款	19.71	0.00	0.00	-100.00
专项应付款	524.02	177.43	177.43	-41.81
其他长期负债	0.00	0.00	0.00	--
长期负债合计	31510.06	32469.45	17065.90	-26.41
递延税项				
递延税项贷款	0.00	0.00	0.00	--
负债合计	84728.38	98979.68	129848.50	23.80
少数股东权益	157.11	82.67	1051.00	158.64
所有者权益				
实收资本	26493.42	26934.71	42664.10	26.90
资本公积	47272.99	48973.60	52802.97	5.69
盈余公积	3421.34	4697.56	5775.13	29.92
未分配利润	10630.43	13015.02	18834.94	33.11
未确认的投资损失（以“-”号填列）	0.00	0.00	0.00	--
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00	--
所有者权益合计	87818.18	93620.89	120077.14	16.93
负债及所有者权益合计	172703.67	192683.24	250976.64	20.55

附件 2 利润及利润分配表

(单位: 万元)

项 目	2004 年	2005 年	2005 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	123229.09	148012.20	162818.67	14.95
减: 主营业务成本	107562.85	127907.14	137722.73	13.15
主营业务税金及附加	664.85	773.58	940.11	18.91
二、主营业务利润	15001.39	19331.48	24155.83	26.90
加: 其他业务利润	180.75	284.31	309.01	30.75
减: 营业费用	5894.59	6364.82	6730.53	6.86
管理费用	3475.78	5463.90	5641.27	27.40
财务费用	2132.34	2727.90	4390.10	43.49
三、营业利润	3679.43	5059.18	7702.93	44.69
加: 投资收益	50.00	39.59	81.92	27.99
补贴收入	1677.66	2196.75	3204.51	38.21
营业外收入	20.56	8.71	18.83	-4.30
减: 营业外支出	42.53	256.06	429.99	217.99
加: 以前年度调整	0.00	0.00	0.00	--
四、利润总额	5385.12	7048.17	10578.19	40.15
减: 所得税	575.93	736.48	-188.90	--
减: 少数股东损益	7.61	-19.42	1.61	-54.01
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	--
五、净利润	4801.57	6331.11	10765.48	49.74
加: 年初未分配利润	7775.76	10630.43	13188.65	30.24
盈余公积补亏	0.00	0.00	0.00	--
其他调整因素	0.00	0.00	0.00	--
六、可供分配的利润	12577.33	16961.54	23954.13	38.01
减: 提取法定盈余公积	491.29	638.11	1077.57	48.10
提取法定公益金	491.29	638.11	0.00	--
提取职工奖励及福利基金	0.00	0.00	0.00	--
提取储备基金	0.00	0.00	0.00	--
提取企业发展基金	0.00	0.00	0.00	--
七、可供投资者分配的利润	11594.76	15685.33	22876.57	40.46
减: 应付优先股股利	0.00	0.00	0.00	--
提取任意盈余公积	0.00	0.00	0.00	--
应付普通股股利	964.33	2670.31	3867.99	100.28
转作股本的普通股股利	0.00	0.00	0.00	--
八、未分配利润	10630.43	13015.02	19008.58	33.72

附件 3-1 现金流量表

(单位: 万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、经营活动产生的现金流量				
销售商品、提供劳务收到的现金	142133.48	169894.15	182933.82	13.45
收到的税费返还	1677.66	1500.25	2847.27	30.28
收到的其他与经营活动有关的现金	5.20	892.77	1203.69	1421.18
现金流入小计	143816.34	172287.18	186984.77	14.02
购买商品、接受劳务支付的现金	118386.35	142346.00	152471.66	13.49
支付给职工以及为职工支付的现金	5570.72	5160.74	5583.81	0.12
支付的各项税费	8152.54	7883.29	8532.45	2.30
支付的其他与经营活动有关的现金	7032.88	7805.22	8020.02	6.79
现金流出小计	139142.49	163195.25	174607.95	12.02
经营活动产生的现金流量净额	4673.85	9091.93	12376.82	62.73
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	0.00	0.00	149.77	--
取得投资收益所收到的现金	50.00	39.59	50.00	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	14.71	118.16	427.33	438.98
收到的其他与投资活动有关的现金	0.00	20.00	0.00	--
现金流入小计	64.71	177.74	627.10	211.30
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	22387.78	23769.40	54808.32	56.47
投资所支付的现金	1000.00	0.00	1266.80	12.55
支付的其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	--
现金流出小计	23387.78	23769.40	56075.12	54.84
投资活动产生的现金流量净额	-23323.07	-23591.66	-55448.02	54.19
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收投资所收到的现金	40402.73	0.00	980.00	-84.43
发行债券所收到的现金	0.00	0.00	0.00	--
借款所收到的现金	37606.10	66165.80	89780.00	54.51
收到的其他与筹资活动有关的现金	0.00	225.51	32.00	--
现金流入小计	78008.83	66391.31	90792.00	7.88
偿还债务所支付的现金	37262.97	53212.68	40945.80	55.22
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	2989.05	4880.07	8190.97	65.54
支付的其他与筹资活动有关的现金	265.75	0.00	279.74	2.60
现金流出小计	40517.77	58092.75	49416.51	10.44
筹资活动产生的现金流量净额	37491.06	8298.56	41375.49	5.05
四、汇率变动对现金的影响	0.00	0.00	0.00	--
五、现金及现金等价物净增加额	18841.85	-6201.17	-1695.71	--

附件 3-2 现金流量补充资料

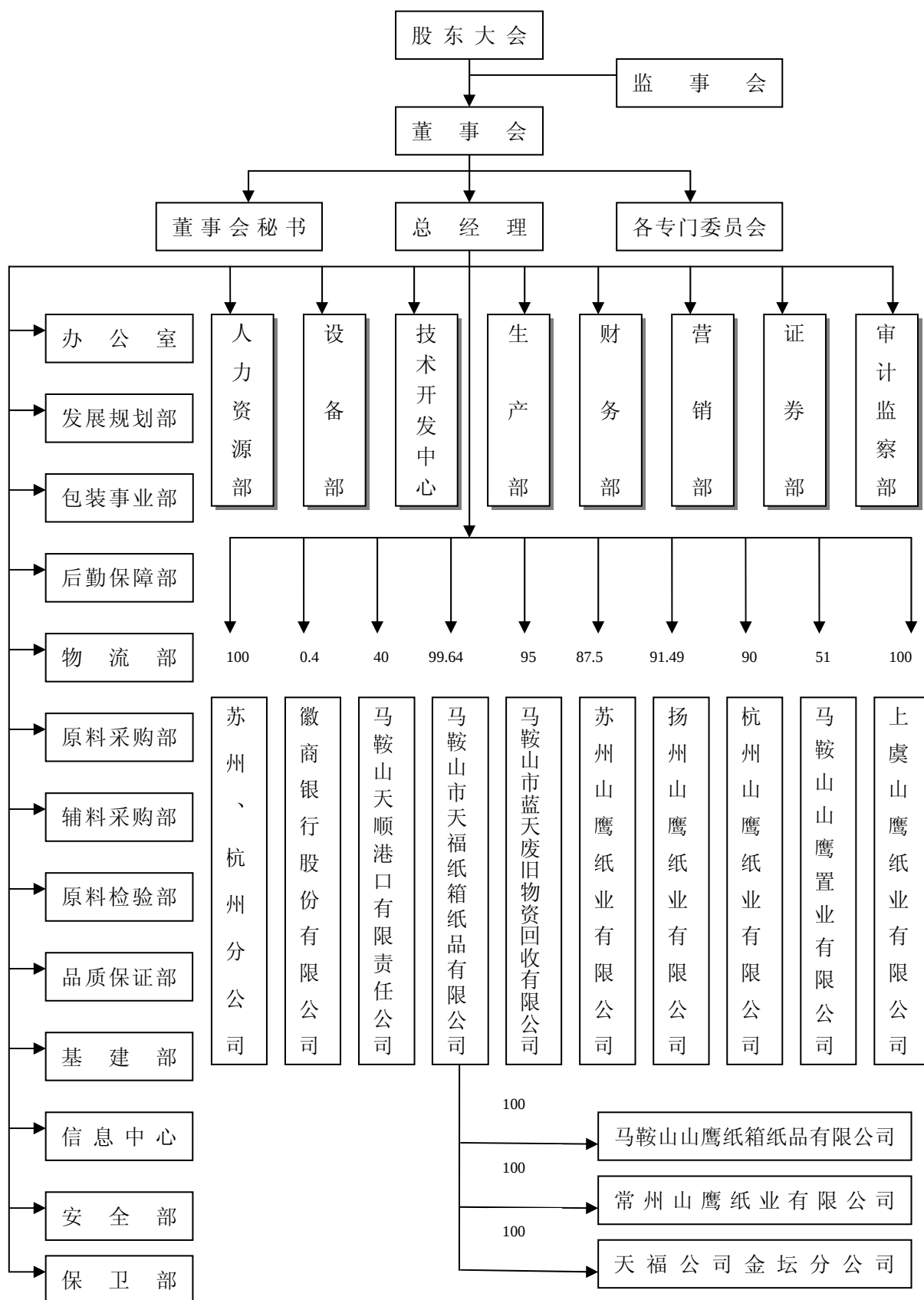
(单位: 万元)

项 目	2004 年	2005 年	2005 年	变动率 (%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
债务转为资本	0.00	1720.30	1720.30	--
一年内到期的可转换公司债券	0.00	0.00	0.00	--
融资租入固定资产	0.00	0.00	0.00	--
其他	0.00	0.00	0.00	--
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	4801.57	6331.11	10765.48	49.74
减: 未确认的投资损失 (以“+”号填列)	0.00	0.00	0.00	--
加: 少数股东损益	7.61	-19.42	1.61	-54.01
计提的资产减值准备	304.46	1237.71	535.58	--
固定资产折旧	5174.43	6664.76	8481.66	28.03
无形资产摊销	2.10	2.21	9.23	109.48
长期待摊费用摊销	162.86	59.39	0.00	-100.00
待摊费用减少(减:增加)	0.00	-2.50	-0.66	--
预提费用增加(减:减少)	174.99	829.79	-204.99	--
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	35.26	151.35	302.84	193.08
固定资产报废损失	0.00	0.00	0.00	--
财务费用	1356.75	2094.53	4456.80	81.24
投资损失(减:收益)	-50.00	-39.59	-81.92	27.99
递延税款贷项(减:借项)	0.00	0.00	0.00	-
存货的减少(减:增加)	-3694.45	-1371.33	1285.26	--
经营性应收项目的减少(减:增加)	-7055.35	-9305.30	-14194.78	41.84
经营性应付项目的增加(减:减少)	3453.62	2459.22	1020.70	-45.64
其他	0.00	0.00	0.00	--
经营性活动产生的现金流量净额	4673.85	9091.93	12376.82	62.73
三、现金及现金等价物净增加情况				
现金的期末余额	27793.83	16091.36	14395.66	-28.03
减: 现金的期初余额	8951.99	22292.54	16091.36	34.07
现金等价物的期末余额	0.00	0.00	0.00	--
减: 现金等价物的期初余额	0.00	0.00	0.00	--
现金及现金等价物净增加额	18841.85	-6201.17	-1695.71	--

附件 4 主要计算指标

指 标	2004 年	2005 年	2006 年	加权平均值
管理费用率 (%)	2.82	3.69	3.46	3.40
销售债权周转次数 (次)	6.59	5.92	5.42	5.80
存货周转次数 (次)	8.10	8.09	8.69	8.39
总资产周转次数 (次)	0.84	0.81	0.73	0.78
主营业务利润率 (%)	12.17	13.06	14.84	13.77
总资本收益率 (%)	4.38	5.28	4.85	4.89
净资产收益率 (%)	5.47	6.76	8.97	7.61
长期资本化比率 (%)	26.03	25.63	12.24	19.01
全部资本化比率 (%)	43.07	44.41	45.38	44.63
资产负债比率 (%)	49.06	51.37	51.74	51.09
EBITDA 利息倍数 (倍)	6.44	6.37	5.28	6.03
债务保护倍数 (倍)	0.16	0.18	0.19	0.18
流动比率 (%)	128.35	107.30	72.77	102.81
速动比率 (%)	99.93	82.50	59.28	80.57
现金收入比率 (%)	115.34	114.78	112.35	114.16
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	-0.28	-0.19	-0.43	-0.30
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力 (倍)	-9.46	-5.65	-9.66	-8.26

附件 5 公司组织结构图



附件 6 信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用评级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。

级别设置	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 7 有关指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年平均增长率	
主营业务收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入净额/ (平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (股东权益+少数股东权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/股东权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
债务结构指标	
资产负债比率	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+股东权益+少数股东权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
担保比率	担保余额/ (股东权益+少数股东权益) ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润+固定资产折旧+摊销) / 期内应偿还的长期债务本金
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%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (当年利息支出+当年应偿还的债务本金)

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

全部债务=长期债务+短期债务

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

关于安徽山鹰纸业股份有限公司 2007 年 4.7 亿元可转换公司债券的跟踪评级安排

根据有关要求,联合资信将在本期债券发行后第 12 个月发布及于每年公司年报公布后的一个月进行定期跟踪评级,并在债券存续期内进行不定期跟踪评级。

安徽山鹰纸业股份有限公司(以下简称“山鹰纸业”)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。山鹰纸业如发生重大变化,或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件,应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注山鹰纸业的经营管理状况及本期债券的相关信息,如发现山鹰纸业出现重大变化,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,据以确认或调整本期债券的信用等级。

如山鹰纸业不能及时提供上述跟踪评级资料及情况,联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级,必要时,可公布信用等级暂时失效,直至山鹰纸业提供相关资料。

在跟踪评级过程中,如本期债券信用等级发生变化调整时,联合资信将在本公司网站予以公布,同时出具跟踪评级报告报送山鹰纸业、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司
二零零七年四月十六日

