

安徽山鹰纸业股份有限公司 跟踪评级分析报告

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
山鹰转债	4.7 亿元人民币	2007/9/5 ~ 2012/9/4	AA ⁻	AA

跟踪评级时间：2008 年 7 月 31 日

财务数据

项 目	2006 年	2007 年	2008 年 3 月
现金类资产(亿元)	3.60	6.43	5.97
资产总额(亿元)	25.23	41.44	43.42
所有者权益(亿元)	12.25	12.84	13.16
长期债务(亿元)	1.69	10.83	11.28
全部债务(亿元)	10.07	24.72	25.92
营业收入(亿元)	16.90	19.00	6.49
净利润(亿元)	1.15	0.59	0.13
EBITDA(亿元)	2.56	2.85	--
经营性净现金流(亿元)	1.24	-1.82	-0.75
营业利润率(%)	14.48	14.26	14.74
净资产收益率(%)	9.38	4.59	--
资产负债率(%)	51.46	69.02	69.70
全部债务资本化比率(%)	45.11	65.81	66.34
速动比率(%)	60.11	58.37	56.04
全部债务/EBITDA(倍)	3.93	8.69	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.45	2.35	--
经营现金流流动负债比率(%)	10.97	-10.35	--

注：1、公司从 2007 年开始执行新会计准则，所有者权益、营业收入、净利润等科目已作相应调整；2006 年数据为追溯调整数据；2008 年 3 月数据未经审计。2、净利润均包含少数股东损益。

分析师

黄 滨

电话 010-85679696-8880

邮箱 huangbin@lianheratings.com.cn

张晓斌

电话 010-85679696-8839

邮箱 zhangxb@lianheratings.com.cn

传真 010-85679688

地址：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 (100022)

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

安徽山鹰纸业股份有限公司(以下简称“公司”)是安徽省大型纸板及纸箱生产基地之一。跟踪期内，公司不断进行产品开发和技術更新改造，技改项目和新项目的建成投产有助于提升公司收入规模。同时，公司积极拓展产业链，通过废纸收购网络的延伸和港口的投建进一步完善公司配套设施、提升竞争力。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司所处销售区域竞争激烈，产能释放将导致竞争压力进一步加大；公司债务规模总量增长，债务负担加重给公司未来发展带来一定不利影响。

本期可转换债券由徽商银行提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

综合考虑，联合资信维持“山鹰转债”AA⁻的信用级别，评级展望为稳定。

优势

1. 公司主营业务突出，生产经营规模不断扩大。
2. 公司30万吨纸板技改工程项目和20万吨瓦楞纸板等项目的完工投产有助于提升公司的盈利能力。

2. 公司积极拓展产业链，废纸收购网络的延伸和港口的投建将进一步完善配套设施。

关注

1. 公司所处销售区域竞争激烈，产能释放导致竞争压力进一步加大。
2. 公司主要原材料价格处于较高水平，成本压力较大，盈利能力有所下降。
3. 政府补贴、所得税退税等政府扶持政策的变化对公司造成较大影响。

4. 公司债务规模总量增长较快，债务负担显著增加，偿债能力有所下降。

一、企业基本情况

安徽山鹰纸业股份有限公司（以下简称“公司”）是经安徽省人民政府皖府股字[1999]第26号文件批准，于1999年10月，由马鞍山市山鹰造纸有限责任公司变更设立。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。公司于2003年6月16日发行可转换公司债券2.5亿元，已于2007年2月13日摘牌；公司于2007年9月5日发行可转换公司债券（以下简称“山鹰转债”）4.7亿元人民币，于2007年9月17日在上海证券交易所上市，债券期限5年，已于2008年3月5日进入转股期。截至2008年6月30日，已有2096.20万元山鹰转债转成公司发行的股票，自进入转股期以来累计转股股数为2867484股，目前尚有44903.80万元的山鹰转债未转股，占山鹰转债发行总量的95.54%。

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、经营管理分析

1. 经营分析

公司主营“山鹰牌”各类包装纸板、纸箱及其它纸制品的生产和销售，主导产品为箱纸板、瓦楞纸、瓦楞箱板纸箱等包装纸和新闻纸、胶印书刊纸等文化纸。公司在发展造纸的同时持续扩大纸箱经营规模，向造纸下游产业链延伸，并建有铁路专用线、水运专用码头、废纸收购网络和自备电站等一系列较完善的配套设施，生产规模稳步提高。

原料采购

公司主要生产包装纸和新闻纸，原料为国

内废纸、进口废纸及商品纸浆，目前公司废纸用量占全部原材料的92%以上。

2007年以来，国际废纸价格大幅上涨，特别是进口木浆和废纸价格屡创新高，与国际逐渐接轨的国内废纸价格也随之攀升。截至2008年3月底，公司采购的国内废纸不含税价格约在1600元人民币/吨左右，较2007年初的1100元/吨上涨约45%；公司进口的8#废纸约在250~260美元/吨左右，生产新闻纸用的废报纸、书刊纸等10#废纸价格约为275美元/吨，生产包装纸用的11#废纸黄板，价格在253美元/吨左右，较2007年初均有所上涨。由于原材料成本占公司产品成本的比重较大，原材料价格的波动直接影响了公司的经营成本，进而影响了公司的利润水平。

未来公司原材料采购压力将进一步加大。一是原料价格将继续上涨，未来将会保持高位运行。二是公司产能不断扩大，需求增加。截至2007年底，公司包装纸的产能是50万吨，每年需要废纸60多万吨，而30万吨改造项目如期完成后，以生产18万吨新闻纸测算，2008年废纸需求量将增加到82万吨，对废纸的需求进一步上升。目前，公司已在合肥、武汉、镇江、常州、扬州、安庆等十个城市设有废纸打包点，设立废纸采购站，建设公司自己的采购网络。未来公司将会继续在更多城市建设废纸采购网络。公司平时的废纸库存量一般保持在一周的生产所需，废纸需求基本能得到保障。

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。虽然公司与各主要供应商建立了长期稳定的商业关系，但由于煤、油价格不断走高，全国销售电价也于2008年7月1日起平均每千瓦时提高2.5分钱。公司能源成本上升压力增大。

生产经营

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

要由苏州山鹰纸业有限公司、扬州山鹰纸业有限公司和杭州山鹰纸业有限公司等子公司进行生产，所需原材料主要由公司本部提供。

2007 年，公司纸及纸板产量 47.94 万吨，销量 48.63 万吨，产销率 101.44%；纸箱产量 43790.16 万平方米，销量 44300.72 万平方米，产销率 101.17%，产销率均比 2006 年有所提升。（见表 1）

表 1 2006~2007 年公司产品产销情况表

产品	2006 年		
	产量	销量	产销率
纸及纸板	48.37 万吨	48.51 万吨	100.28%
纸箱	35595.69 万平方米	34339.16 万平方米	96.47%
产品	2007 年		
	产量	销量	产销率
纸及纸板	47.94 万吨	48.63 万吨	101.44%
纸箱	43790.16 万平方米	44300.72 万平方米	101.17%

资料来源：公司提供

2008 年 1 月，公司 30 万吨纸板技改工程项目和 2500mm 五层瓦楞纸板及全自动纸箱印刷系统项目完工，公司的纸及纸板生产能力增加到 80 万吨，纸箱生产能力达到 5.5 亿平方米。2009 年初，20 万吨瓦楞原纸工程也将投产，届时公司的纸及纸板生产能力达到 100 万吨，产能较 2007 年扩大一倍。目前，各箱板纸生产企业均放缓了扩产步伐，公司本身也已将原计划年产 30 万吨的箱板纸生产线进行适应性调整，增加项目品种，建成可生产 30 万吨箱板纸或 18 万吨新闻纸生产线。但是，产能释放带来的行业压力仍然比较大，竞争将会日趋激烈。

公司位居安徽与江苏交界处，销售区域主要在江浙沪等华东一带，这一地区也是仅次于珠江三角洲的包装纸消费地，但集中了玖龙纸业、景兴纸业等大型生产企业，市场竞争激烈。另外，未来几年在江浙沪一带将会增加很多新的产能，预计 2007 年至 2010 年间，新增瓦楞纸新项目 140 万吨左右，新增箱板纸 95 万吨，且这些项目规模大、起点高、地理区位优势，

供给压力有待释放。（见表 2、表 3）

表 2 2007~2010 年长三角地区瓦楞纸新建项目

企业	产能	产品	地点
山鹰纸业	20 吨/年	瓦楞原纸	安徽马鞍山
东泰纸业	12 万吨/年	高强瓦楞原纸	安徽芜湖
远通纸业	10 吨/年	高强瓦楞原纸	江苏南通
五常纸业	8 吨/年	高强瓦楞原纸	江苏启东
无锡荣成	40 吨/年	牛皮箱纸及高强瓦楞原纸	江苏无锡
荣成纸业	40 吨/年	高强瓦楞原纸（2008 年投产）	浙江平湖
天成纸业	11.5 吨/年	A 级瓦楞原纸	江苏宿迁

资料来源：中国纸网

表 3 2007~2010 年长三角地区箱板纸新建项目

企业	产能	产品	地点
远通纸业	15 万吨/年	牛皮挂面箱纸板	江苏南通
荣晟纸业	15 万吨/年	牛皮箱纸板（2007 年投产）	浙江平湖
景兴纸业	30 万吨/年	牛皮箱纸板（2007 年投产）	浙江平湖
中隆纸业	35 万吨/年	箱纸板	上海

资料来源：中国纸网

2007 年以来，随着需求的释放，造纸行业发展状况良好，包括包装纸在内的所有纸品价格都多次提价。公司以外销为主的箱板纸价格上涨 10% 左右，每次调价幅度基本为 100 元。公司的箱板纸箱价格上涨幅度相对较大，平均涨价 15% 左右。由于公司所处地区及行业竞争激烈，价格虽然有所上升，但主要是为了应对废纸价格的上涨而采取的应对之策，涨价实际上并没有提高产品的盈利能力。由于原材料成本居高不下的局面将会持续，公司将会适时适度调整产品价格，但上涨空间有限。

公司今后发展的重点领域仍是再生纸及纸板制造业，但要向纵深扩展，即在产品上实现系列化、多样化，提高附加值，一是提高现有包装纸板质量和档次；二是加快发展新闻纸等文化印刷类用纸；三是大力发展纸箱、纸制品。根据市场因素和公司发展现状，公司确定 2008 年总体经营计划目标为：包装纸产量完成 48 万吨，新闻纸和文化用纸产量完成 16 万吨，瓦楞箱板纸箱产销量完成 48000 万平方米。

公司未来两年的增长主要包括：一是 2008

年1月投产的18万吨新闻纸项目,该项目年均计划生产新闻纸16万吨,文化纸2万吨。二是20万吨高强瓦楞原纸技改工程项目,预计将于2009年一季度投产。三是2008年1月投产的2500mm五层瓦楞纸板及全自动纸箱印刷系统项目,该项目将增加瓦楞纸箱产能10000万平方米。后两个项目均通过本期可转债获得募集资金,已累计使用22875.91万元,其中2007年已使用22875.91万元,尚未使用22124.09万元。

其他配套设施

公司建有运输废纸和产品的铁路专用线及水运专用码头,由于公司对废纸需求量的增加及产能的扩大,公司现有的水运码头已不能满足需要,而通过其它商业码头,时间较紧张。为保障原料运输的通畅,公司于2006年9月联合中外运、市港口公司投资建设马鞍山天顺港口有限责任公司。公司投资2000万,占40%股权,目前,项目正在建设中。建成后,港口将对外营业,公司也将大部分的原料转移到天顺。拓展水路运输量,扩大进货渠道,保证废纸供应,降低公司的收购成本。

2. 管理分析

截至2008年3月,公司在治理结构、管理制度及高管人员等方面无重大变化。

三、财务分析

公司2007年度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财务报告。2007年公司开始执行财政部2006年2月15日颁布的《企业会计准则》,会计政策发生变更,公司对会计政策变更所涉及的有关项目进行了追溯调整。2008年1季度财务报告未经审计。

截至2007年底,公司合并资产总额414447.55万元,所有者权益128413.04万元(其中包含少数股东权益903.24万元);2007年实

现营业收入189986.88万元,净利润5887.82万元。

截至2008年3月底,公司合并资产总额434157.39万元,所有者权益131555.13万元(其中包含少数股东权益972.89万元);2008年1~3月实现营业收入64927.35万元,净利润1285.09万元。

以下分析以合并报表为准。

1. 盈利能力

2007年,公司实现营业收入189986.88万元,较2006年上涨12.42%;实现净利润5887.82万元,同比下降48.76%。

公司营业收入的增长主要来自于瓦楞箱板纸箱销量的增加以及销售价格的上涨。2007年公司瓦楞箱板纸箱销量为4.43亿平方米,产销率101.17%;销售收入101694.82万元,同比增长42.97%,占营业收入的53.53%。(见表4)

表4 2007年公司产品盈利情况表

产品	营业收入 (万元)	同比增长 (%)	营业利润 率(%)	同比增长 (百分 点)
纸及纸板	87516.93	-4.55	11.73	-5.10
瓦楞箱板 纸箱	101694.82	42.97	16.14	-10.43

资料来源:公司提供

2007年,公司营业成本为161735.36万元,较2006年上涨12.64%,与营业收入基本同幅度增长。公司净利润的大幅下降主要源于贷款新建项目的增加导致的利息支出大幅增加。另外,政府补贴和所得税退税的大幅下降以及公允价值损失也加剧净利润的下降幅度。

2007年,公司共收到政府补贴2925.49万元,远少于2006年的4121.77万元,致使营业外收入下降21.96%。

2007年,公司营业利润率为14.26%,较2006年下降0.22个百分点。公司的总资本收益率和净资产收益率大幅下降,分别从2006年的7.26%和9.38%下降到2007年的4.79%和

4.59%，其主要原因是债务规模扩大导致利息支出大幅增长、净利润下降所致。

总体看，公司盈利水平呈下降趋势，整体盈利能力减弱。

2. 现金流

从经营活动看，2007 年公司经营活动现金流入为 211219.81 万元，比 2006 年上升 12.96%；经营活动现金流出为 229464.88 万元，比 2006 年上升 31.42%；经营活动现金流量净额为 -18245.07 万元，与 2006 年的 12376.82 万元相比下降较快，公司经营活动的现金流情况较差，主要是购买商品（主要为原材料）、接受劳务支付的现金大幅增加所致。

从投资活动看，2007 年公司投资活动产生的现金流量变动较大，公司投资活动现金流入为 1272.02 万元；投资活动现金流出为 113530.01 万元，主要是投资兴建 30 万吨箱板纸工程、20 万吨高强瓦楞原纸项目等。

2007 年公司投资活动产生的现金流量净额为 -112257.99 万元，筹资活动前现金流量净额为 -130503.06 万元，由于公司经营活动产生现金流的能力较差以及公司投资支出规模较大，公司对外融资的依赖性较强。

从筹资活动看，公司 2007 年筹资活动产生的现金流入为 225336.94 万元，较 2006 年增长 148.19%，相应筹资活动产生的现金流量净额为 137431.96 万元，比 2006 年大幅上升了 232.16%。目前公司主要通过银行贷款和发行可转换债券满足对资金的需求。

总体看，目前公司经营活动现金流状况较差，对外融资的依赖性较强，筹资压力进一步加大。

3. 资产质量

截至 2007 年底，公司合并资产总额 414447.55 万元，同比增长 64.26%，主要是在建工程大幅增加了 100494.41 万元，同比增长 211.35%。

公司流动资产 131239.22 万元，占资产总额的 31.67%，其中货币资金、存货、应收票据和应收账款所占比例较大，2007 年底所占流动资产比重分别为 28.84%、21.62%、20.13%和 17.81%。其中货币资金较 2006 年增长了 53.53%，主要是因为公司在 2007 年 9 月 5 日发行的 47000 万元可转换公司债券。应收票据较 2006 年增长了 152.45%，主要是因为随着收入的增加，大部分购买商选择以票据结算以缓解资金压力。应收账款账面余额中一年以内的应收账款占比 91.52%，坏账准备计提比例为 11.44%，应收账款账龄较短，坏账计提较充分。存货构成主要是原材料（占 69.30%）和子公司马鞍山山鹰置业有限公司的房地产开发成本（占 21.24%）。2007 年公司未对存货提取存货跌价准备，由于原材料价格上涨趋势明显，房地产项目也有升值潜力，从目前情况看，其减值风险不大。

公司非流动资产 283208.33 万元，占资产总额的 68.33%，其中固定资产和在建工程所占比例较大，2007 年底所占非流动资产比重分别为 44.61% 和 52.27%。截至 2007 年底，公司固定资产净额为 126348.31 万元，较 2006 年增长 7.81%，其中包括年末已抵押之资产净额 70457.11 万元，占固定资产净额的 55.76%；计提固定资产累计折旧 38696.66 万元，未计提减值准备。截至 2007 年底，公司在建工程 148168.42 万元，较 2006 年大幅上升 211.35%。其中主要为 30 万吨箱板纸工程（占在建工程的 79.51%），其他项目还包括 20 万吨高强瓦楞原纸项目（占比 8.7%）和纸箱工程（占比 7.4%）。2007 年在建工程中借款利息资本化借款费用为 4167.62 万元，比 2006 年的 242.55 万元大幅上升。

总体看，公司资产主要以非流动资产为主，其中固定资产已抵押比例较高，资产流动性较差。

4. 负债及所有者权益结构

截至2007年底，公司所有者权益为128413.04万元，较2006年增长4.86%，基本保持稳定。其中归属于母公司的权益127509.79万元，少数股东权益903.24万元。

截至2007年底，公司负债合计286034.51万元，较2006年大幅增长120.28%。其中公司流动负债为176213.11万元，占负债总额的61.61%。其中主要以短期借款和应付账款为主，分别占70.30%和15.64%。公司非流动负债为109821.40万元，占负债总额的38.39%。其中长期借款和应付债券（主要是可转换公司债券）分别占60.89%和37.72%，较2006年分别增长了298.49%和38090.61%，表明公司加大了对长期债务的筹措力度。

公司2007年底资产负债率为69.02%，与2006年同期51.46%相比上升很快。2007年公司全部债务资本化比率为65.81%，长期债务资本化比率为45.75%，较2006年分别增长20.70个百分点和33.63个百分点。总体看，公司债务规模总量增长，长期债务规模加大，债务负担加重。

5. 偿债能力

截至2007年底，公司流动比率和速动比率分别为74.48%和58.37%，与2006年底相比均有所下降；2007年公司经营活动产生的现金流量净额为负，相应公司经营现金流动负债比率为-10.35%。截至2007年底，公司现金类资产为64262.17万元，是“山鹰转债”的1.37倍；EBITDA为28458.58万元，为“山鹰转债”的0.61倍；从公司经营现金流状况对本期债券的保护看，公司2007年经营活动现金流入量为211219.81万元，为“山鹰转债”的4.49倍；公司2007年经营活动产生的现金流量净额为-18245.07万元，不能覆盖“山鹰转债”。综合看，公司短期偿债能力弱。

从长期偿债能力指标看，由于盈利能力下降，2007年公司利润总额大幅下降了43.80%，

随着长期债务规模扩张，利息支出（其中包括费用资本化利息支出）大幅增长了157.70%，2007年公司EBITDA为28458.58万元，比2006年增长11.08%，相应EBITDA利息倍数为2.35倍，较2006年的5.45倍有所下降，全部债务/EBITDA为8.69倍，较2006年的3.93倍有所上升，公司对全部债务保护能力有所下降。公司长期偿债能力弱。

6. 回售事项

“山鹰转债”发行规模为4.7亿元，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。自2008年3月5日起至2012年9月5日止，可转债持有人可在股票交易时间内，随时申请将其所持有的可转债转换成公司流通A股。

根据“山鹰转债”回售条款，自“山鹰转债”发行之日起24个月后，若公司股票在任意连续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）的价格将其持有的全部或部分可转债回售给公司。另外，在本次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次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。根据“转股价格的修正条款”，在可转债存续期间，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90%时，公司董事会会有权提出向下修正转股价格的方案。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前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。2008 年 2 月 29 日，公司发布《关于“山鹰转债”实施转股事宜的公告》，确定转股价格为 7.31 元。

7. 担保事项

本期可转换债券由徽商银行提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

截至 2007 年底，徽商银行资产总额 1038.32 亿元，负债总额 998.53 亿元，股东权益 39.79 亿元，各项存款余额 823.86 亿元，各项贷款余额 550.28 亿元，累计实现经营利润 23.15 亿元，其中 2007 年实现经营利润 13.78 亿元。截至 2007 年底，徽商银行资本充足率 8.06%，不良贷款率 1.77%。

本期 4.7 亿元可转债占 2007 年底徽商银行存款总额的 0.57%，贷款总额的 0.85%，相当于徽商银行 2007 年经营利润的 34.11%，立即偿还本期担保的可转债对徽商银行的影响较大。

本期 4.7 亿元可转债由徽商银行提供担保，能够更好地提升本期可转债的安全性。

综合考虑，联合资信维持“山鹰转债”AA⁻的信用级别，评级展望为稳定。

附件 1-1 2006~2008 年 3 月底资产负债表（资产类）

（单位：万元）

资产	2006 年	2007 年	变动率(%)	2008 年 3 月
流动资产				
货币资金	24649.94	37846.06	53.53	30471.41
交易性金融资产	933.08	2.60	-99.72	
应收票据	10462.85	26413.52	152.45	29273.90
应收账款	20007.96	23368.98	16.80	31850.57
预付款项	10538.17	14570.82	38.27	13131.91
应收利息				
应收股利				
其他应收款	1200.08	659.71	-45.03	803.57
存货	15212.19	28377.54	86.54	40741.21
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产				
流动资产合计	83004.27	131239.22	58.11	146272.58
非流动资产				
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资	1766.80	2766.80	56.60	2866.80
投资性房地产	133.00	127.82	-3.90	126.18
固定资产	117196.71	126348.31	7.81	252416.65
在建工程	47548.40	148042.82	211.35	26536.44
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	2255.04	5435.37	141.03	5411.04
开发支出				
商誉				
长期待摊费用	5.49			
递延所得税资产	402.85	487.21	20.94	527.70
其他非流动资产				
非流动资产合计	169308.30	283208.33	67.27	287884.81
资产总计	252312.57	414447.55	64.26	434157.39

附件 1-2 2006~2008 年 3 月底资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2006 年	2007 年	变动率(%)	2008 年 3 月
流动负债				
短期借款	69970.00	123869.94	77.03	120523.09
交易性金融负债				
应付票据	7798.30	9514.95	22.01	25861.44
应付账款	23162.88	27556.39	18.97	28435.13
预收款项	881.59	4388.42	397.78	9135.13
应付职工薪酬	1197.14	435.76	-63.60	483.09
应交税费	1824.63	1984.84	8.78	1260.64
应付利息		210.92		433.22
应付股利	62.71	0.85	-98.65	0.85
其他应付款	987.37	1516.79	53.62	1424.43
一年内到期的非流动负债	6000.00	5500.00	-8.33	0.00
其他流动负债	897.97	1234.25	37.45	751.59
流动负债合计	112782.59	176213.11	56.24	188308.61
非流动负债				
长期借款	16780.00	66867.00	298.49	72867.00
应付债券	108.47	41425.73	38090.61	39981.36
长期应付款				
专项应付款	177.43	942.00	430.91	942.00
预计负债				
递延所得税负债		586.67		503.29
其他非流动负债				
非流动负债合计	17065.90	109821.40	543.51	114293.65
负债合计	129848.50	286034.51	120.28	302602.27
所有者权益（或股东权益）				
实收资本（或股本）	42664.10	42673.08	0.02	42959.63
资本公积	52802.97	55903.56	5.87	57474.07
减：库存股				
盈余公积	3330.07	4367.24	31.15	4431.73
未分配利润	22617.85	24565.91	8.61	25716.80
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	121414.99	127509.79	5.02	130582.23
少数股东权益	1049.08	903.24	-13.90	972.89
所有者权益（或股东权益）合计	122464.07	128413.04	4.86	131555.13
负债和所有者权益（或股东权益）总计	252312.57	414447.55	64.26	434157.39

附件 2 2006~2008 年 3 月利润表

(单位: 万元)

项 目	2006 年	2007 年	变动率(%)	2008 年 3 月
一、营业收入	168992.69	189986.88	12.42	64927.35
减: 营业成本	143587.74	161735.36	12.64	54735.74
营业税金及附加	940.11	1150.55	22.38	619.60
销售费用	6730.53	7700.72	14.41	2593.56
管理费用	5105.69	5976.79	17.06	1763.99
财务费用	4390.10	7666.37	74.63	3886.71
资产减值损失	535.58	466.05	-12.98	605.46
加: 公允价值变动收益 (损失以“一”号填列)	933.08	-931.54	-199.83	-1.54
投资收益 (损失以“一”号填列)	81.92	813.81	893.47	0.00
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益		50.00		
汇兑收益 (损益以“一”号添列)				
二、营业利润 (亏损以“一”号填列)	8717.93	5173.31	-40.66	720.75
加: 营业外收入	4140.60	3231.36	-21.96	676.47
减: 营业外支出	429.99	1419.81	230.19	5.44
其中: 非流动资产处置损失	302.84	1235.19	307.87	
三、利润总额 (亏损总额以“一”号填列)	12428.53	6984.86	-43.80	1391.78
减: 所得税费用	936.87	1097.05	17.10	106.69
四、净利润 (净亏损以“一”号填列)	11491.66	5887.82	-48.76	1285.09
其中: 归属于母公司所有者的净利润	11490.57	5972.35	-48.02	1215.38
少数股东损益	1.10	-84.53	-7809.72	69.71
五、每股收益				
(一) 基本每股收益	0.28	0.14	-50.00	
(二) 稀释每股收益	0.27	0.14	-48.15	

附件 3-1 2006~2008 年 3 月现金流量表

(单位: 万元)

项 目	2006 年	2007 年	变动率(%)	2008 年 3 月
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	182933.82	204683.48	11.89	60717.71
收到的税费返还	2847.27	4786.91	68.12	498.95
收到其他与经营活动有关的现金	1203.69	1749.42	45.34	0.00
经营活动现金流入小计	186984.77	211219.81	12.96	61216.65
购买商品、接受劳务支付的现金	152471.66	201735.48	32.31	59510.72
支付给职工以及为职工支付的现金	5583.81	9016.55	61.48	2254.14
支付的各项税费	8532.45	8821.68	3.39	3872.03
支付其他与经营活动有关的现金	8020.02	9891.17	23.33	3122.76
经营活动现金流出小计	174607.95	229464.88	31.42	68759.64
经营活动产生的现金流量净额	12376.82	-18245.07	-247.41	-7542.99
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资收到的现金	149.77			
取得投资收益收到的现金	50.00	813.81	1527.61	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	427.33	458.22	7.23	0.18
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额				
收到其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流入小计	627.10	1272.02	102.84	0.18
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	54808.32	112528.95	105.31	4434.14
投资支付的现金	1266.80	1001.06	-20.98	100.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流出小计	56075.12	113530.01	102.46	4534.14
投资活动产生的现金流量净额	-55448.02	-112257.99	102.46	-4533.96
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收投资收到的现金	980.00			
取得借款收到的现金	89780.00	179636.94	100.09	48953.09
发行债券收到的现金		45700.00		
收到其他与筹资活动有关的现金	32.00			
筹资活动现金流入小计	90792.00	225336.94	148.19	48953.09
偿还债务支付的现金	40945.80	76934.81	87.89	31875.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	8190.97	10970.16	33.93	3886.71
支付其他与筹资活动有关的现金	279.74			
筹资活动现金流出小计	49416.51	87904.97	77.89	35761.71
筹资活动产生的现金流量净额	41375.49	137431.96	232.16	13191.38
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响				
报表合并范围变更影响现金流入				
五、现金及现金等价物净增加额	-1695.71	6928.91	-508.61	1114.43
加: 期初现金及现金等价物余额	16091.36	14395.66	-10.54	21324.56
六、期末现金及现金等价物余额	14395.66	21324.56	48.13	22439.00

附件 3-2 2006~2007 年现金流量补充资料

(单位: 万元)

补充资料	2006 年	2007 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量			
净利润	11491.66	5887.82	-48.76
加: 资产减值准备	535.58	466.05	-12.98
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	8481.66	9270.79	9.30
投资性房地产折旧		5.18	
无形资产摊销	9.23	87.25	845.75
长期待摊费用摊销		5.49	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	302.84	1235.19	307.87
固定资产报废损失 (收益以“一”号填列)			
公允价值变动损失 (收益以“一”号填列)	-933.08	931.54	-199.83
财务费用 (收益以“一”号填列)	4456.80	7921.18	77.73
投资损失 (收益以“一”号填列)	-81.92	-813.81	893.47
递延所得税资产减少 (增加以“一”号填列)	208.00	-84.36	-140.56
递延所得税负债增加 (减少以“一”号填列)		-442.49	
存货的减少 (增加以“一”号填列)	1285.26	-13165.35	-1124.33
经营性应收项目的减少 (增加以“一”号填列)	-14194.78	-27057.35	90.61
经营性应付项目的增加 (减少以“一”号填列)	815.57	-2492.20	-405.58
其他			
经营活动产生的现金流量净额	12376.82	-18245.07	-247.41
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动			
债务转为资本	19806.50	22.09	-99.89
一年内到期的可转换公司债券			
融资租入固定资产			
3.现金及现金等价物净变动情况			
现金的期末余额	14395.66	21324.56	48.13
减: 现金的期初余额	16091.36	14395.66	-10.54
加: 现金等价物的期末余额			
减: 现金等价物的期初余额			
现金及现金等价物净增加额	-1695.71	6928.91	-508.61

附件 4 主要计算指标

项 目	2006 年	2007 年	2008 年 3 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	5.62	4.73	--
存货周转次数(次)	9.06	7.42	--
总资产周转次数(次)	0.76	0.57	--
盈利能力			
营业利润率(%)	14.48	14.26	14.74
总资本收益率(%)	7.26	4.79	--
净资产收益率(%)	9.38	4.59	--
财务构成			
资产负债率(%)	51.46	69.02	69.70
全部债务资本化比率(%)	45.11	65.81	66.34
长期债务资本化比率(%)	12.12	45.75	46.17
偿债能力			
流动比率(%)	73.60	74.48	77.68
速动比率(%)	60.11	58.37	56.04
EBITDA 利息倍数(倍)	5.45	2.35	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.93	8.69	--
经营现金流动负债比率(%)	10.97	-10.35	--

附件 5 2007 年合并财务报表范围及控股子公司情况

子公司名称	注册地点	公司直接加间接持有比例 (%)	经营范围	注册资本 (人民币万元)	本集团年末实际投资额 (人民币万元)	本集团合计享有表决权比例 (%)
马鞍山市蓝天废旧物资回收有限公司	马鞍山市	95	购销造纸原料辅助材料	244	231.8	95
马鞍山市天福纸箱纸品有限公司	马鞍山市	100	生产纸制品、纸箱、分切纸	13500	13500	100
苏州山鹰纸业纸品有限公司	苏州市	100	生产纸制品、纸箱、商标印刷	3000	3000	100
杭州山鹰纸业纸品有限公司	杭州市	100	瓦楞纸箱板、销售箱纸板、纱管纸	2000	2000	100
扬州山鹰纸业包装有限公司	扬州市	100	生产销售包装制品、塑料制品、纸张印刷	7000	7000	100
常州山鹰纸业纸品有限公司	常州市	100	瓦楞原纸、纸箱、纸制品、的生产、销售等	1500	1500	100
马鞍山山鹰纸箱纸品有限公司	马鞍山市	100	瓦楞原纸、纸箱、纸制品、的生产、销售等	3000	3000	100
马鞍山山鹰置业有限公司	马鞍山市	51	房地产开发与经营、物业管理	2000	1020	51
上虞山鹰纸业有限公司(注 3)	上虞县	100	纸箱制造、进出口贸易业务	3500	3500	100
马鞍山市山鹰物业管理有限公司(注 1)	当涂县	100	物业管理、室内装潢、房产中介、园林绿化工程、建材、五金、百货、工艺品、电子产品销售	50	50	100
嘉善山鹰纸业纸品有限公司(注 2)	嘉善县	100	纸制品生产销售	10000	2000	100

注 1：马鞍山市山鹰物业管理有限公司成立于 2007 年 6 月，由公司子公司马鞍山山鹰置业有限公司持有其 100.00% 的股权。

注 2：嘉善山鹰纸业纸品有限公司成立于 2007 年 7 月，公司及其子公司杭州山鹰纸业纸品有限公司分别持有嘉善山鹰纸业纸品有限公司 80% 及 20% 的股份，本年本集团实际投资额为第一期出资，截止 2007 年 12 月 31 日，该公司尚处于筹建期。

注 3：公司于 2008 年 1 月 15 日召开第三届董事会第二十次会议审议通过关于解散上虞山鹰纸业有限公司的议案。该公司仍纳入 2007 年合并报表范围。

附件 6 有关计算指标的计算公式

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	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/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) / (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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率*	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×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率	经营活动现金流量净额/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
本期债券偿债能力	
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
现金偿债倍数	(现金+现金等价物) /本期债券到期偿还额

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

全部债务= (长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

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

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

标*的指标为新会计准则下对应的指标

附件 7 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及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》等文件的有关规定，企业主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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