

信用评级公告

联合〔2021〕3706号

联合资信评估股份有限公司通过对山鹰国际控股股份公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持山鹰国际控股股份公司主体长期信用等级为 AA⁺，“山鹰转债”和“鹰 19 转债”信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：



二〇二一年六月十五日

山鹰国际控股股份公司

公开发行可转换公司债券2021年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次评级	上次评级	展望	上次评级	展望
山鹰国际控股股份公司	AA+	AA+	稳定	AA+	稳定
山鹰转债	AA+	AA+	稳定	AA+	稳定
鹰19转债	AA+	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
山鹰转债	23.00 亿元	22.46 亿元	2024/11/21
鹰19转债	18.60 亿元	18.45 亿元	2025/12/13

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021年6月15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均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+	评级结果	AA+	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	
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

分析师：杨 涵

高佳悦

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

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。跟踪期内，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，利润总额出现回升；公司剥离融资租赁和北欧纸业，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。

公司发行的可转换公司债券“山鹰转债”与“鹰 19 转债”已进入转股期，条款的设置有利于债券持有人转股。

未来随着在建工程完工投产，产能逐步释放，公司生产规模将进一步扩大，有利于进一步增强其综合实力。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，“山鹰转债”和“鹰 19 转债”的信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1. 公司在造纸行业整体实力强，在控制原材料成本方面优势显著。公司是中国境内第三大包装纸生产商，拥有约 600 万吨箱板纸的产能，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、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改善措施，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。

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；跟踪期内，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5月14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(亿元)	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	--
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(亿元)	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
全部债务资本化比率	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:

债项简称	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
山鹰转债	AA+	AA+	稳定	2020/11/17	高佳悦 罗妍	原联合信用评级有限公司工商评级方法(主体)	阅读全文
鹰19转债	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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：杨



联合资信评估股份有限公司

山鹰国际控股股份公司

公开发行可转换公司债券 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

山鹰国际控股股份公司（以下简称“公司”或“山鹰国际”）是于1999年10月经安徽省体改委皖体改函〔1999〕74号文和安徽省人民政府皖府股字〔1999〕第26号批准证书批准，由马鞍山市山鹰造纸有限责任公司依法变更设立的股份有限公司，成立时注册资本为10050万元，名称变更为安徽山鹰纸业股份有限公司（以下简称“山鹰纸业”）。山鹰纸业于2001年12月在上海证券交易所挂牌上市（证券简称为“山鹰纸业”股票代码为“600567.SH”）。2017年7月，山鹰纸业变更为现名。2020年11月，公司变更证券简称为“山鹰国际”。后历经多次增资及股权转让，截至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5月14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%。

公司的经营范围未发生变化。

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，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。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至目前，公司由联合资信评级的存续债券见下表，跟踪期内正常付息。

表1 截至2021年3月底公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
山鹰转债	23.00	22.46	2018/11/21	6年
鹰19转债	18.60	18.45	2019/12/13	6年

资料来源：联合资信整理

（1）“山鹰转债”

经中国证监会证监许可〔2018〕1622号文核准，公司获准公开发行总额不超过23.00亿元的可转换公司债券，并于2018年11月21日发行总规模为23.00亿元、债券期限为6年的可转换债券；债券简称“山鹰转债”，债券代码为“110047.SH”。“山鹰转债”转股日期

自 2019 年 5 月 27 日至 2024 年 11 月 20 日，初始转股价 3.34 元/股；票面利率按照投资持有年限不同而不同，第一年到第五年的利率具体如下：第一年为 0.40%，第二年为 0.60%，第三年为 1.00%，第四年为 1.50%，第五年为 2.00%，第六年为 3.00%。“山鹰转债”采用每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一年利息。公司已于 2019 年 11 月 21 日支付“山鹰转债”自 2019 年 11 月 20 日至 2020 年 11 月 20 日期间的利息。

募集资金原定用途为公安县杨家厂镇工业园热电联产项目（投资总额 18.16 亿元，拟使用募集资金 13.00 亿元）和年产 220 万吨高档包装纸板项目（三期）（投资总额 13.21 亿元，拟使用募集资金 10.00 亿元）。为优化产能投放进度，完善公司区域布局，公司第七届董事会第三十二次会议、2020 年第一次“山鹰转债”债券持有人会议和 2020 年第一次临时股东大会审议通过了《关于变更部分募集资金投资项目的议案》，同意公司将“山鹰转债”的募投项目之一“年产 220 万吨高档包装纸板项目（三期）”变更为山鹰纸业（广东）有限公司“100 万吨高档箱板纸扩建项目”。新项目总投资人民币 25.96 亿元，计划使用募集资金人民币 10.00 亿元。新项目建设周期预计 18 个月。“年产 220 万吨高档包装纸板项目（三期）”将根据公司整体规划安排择期实施。

截至 2021 年 3 月 31 日，尚未转股的“山鹰转债”金额为 22.46 亿元，占“山鹰转债”发行总量的 97.66%，待转规模较大。

（2）“鹰 19 转债”

经中国证监会证监许可〔2019〕2315 号文核准，公司获准公开发行总额不超过 18.60 亿元的可转换公司债券，并于 2019 年 12 月 19 日发行总规模为 18.60 亿元、债券期限为 6 年的可转换债券；债券简称“鹰 19 转债”，债券代码为“110063.SH”。“鹰 19 转债”转股日期自 2020 年 6 月 19 日至 2025 年 12 月 12 日，初始转股价 3.30 元/股；票面利率按照投资持有年限不同而不同，第一年到第五年的利率具体如

下：第一年为 0.30%，第二年为 0.40%，第三年为 0.90%，第四年为 1.50%，第五年为 2.00%，第六年为 2.50%。“鹰 19 转债”采用每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一年利息。公司已于 2020 年 12 月 14 日支付“山鹰转债”自 2019 年 12 月 13 日至 2020 年 12 月 12 日期间的利息。

募集资金原定用途为爱拓环保能源（浙江）有限公司造纸废弃物资源综合利用项目（投资总额 10.82 亿元，拟使用募集资金 7.80 亿元）、公安县杨家厂镇工业园固废综合利用项目（投资总额 5.69 亿元，拟使用募集资金 4.00 亿元）和山鹰国际控股股份公司资源综合利用发电项目（投资总额 7.76 亿元，拟使用募集资金 6.80 亿元）。公司第七届董事会第三十七次会议、2020 年第一次“鹰 19 转债”债券持有人会议和 2019 年年度股东大会审议通过了《关于变更部分募集资金投资项目的议案》，同意公司将“鹰 19 转债”的募投项目“爱拓环保能源（浙江）有限公司造纸废弃物资源综合利用项目”和“山鹰国际控股股份公司资源综合利用发电项目”变更为浙江山鹰纸业股份有限公司“浙江山鹰纸业 77 万吨绿色环保高档包装纸升级改造项目”。新项目总投资人民币 44.69 亿元，募集资金人民币 11.00 亿元及相关利息全部用于新项目建设。新项目建设周期预计 24 个月。

截至 2021 年 3 月 31 日，尚未转股的“鹰 19 转债”金额为 18.45 亿元，占“鹰 19 转债”发行总量的 99.21%。

四、宏观经济与政策环境分析

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为 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疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 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。**

五、行业分析

2020年，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。

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

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，造纸行业景气度持续回升。根据卓创资讯数据，2020年全年中国箱板瓦楞纸消费量达5511万吨。预计未来供需格局持续向好。

2. 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，同比缩水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，全年高速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。

3. 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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生变化。

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5月14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. 企业规模与竞争力

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、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. 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2021年5月28日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事会秘书发生变更，公司法人治理结构、主要管理制度及其他高管人员未发生重大变化。

2021年3月15日，根据公司相关工作安排，石春茂先生申请不再兼任董事会秘书职务。石春茂先生辞任未影响公司正常运作和生产经营，辞任后他继续担任公司副总裁及财务负责人职务。公司于2021年3月15日召开第八届董事会第六次会议，董事会审议通过了《关于聘任高级管理人员的议案》，同意聘任严大林先生为公司副总裁及董事会秘书。

严大林先生出生于1987年，中国国籍，本科学历，持有中国证券投资基金业资格证，曾任中联重科股份有限公司金融服务公司华北分公司经理、天风证券有限责任公司轻工行业分析师、国盛证券有限责任公司轻工行业首席分析师；2021年3月15日起担任公司董事会秘书。

八、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 32,220,312 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。

九、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司有序推进国内造纸基地的优势布局，落地产能持续增长，公司营业收入持续增长，盈利能力稳健。

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年实现收

入4.90亿元，较2019年下降31.94%。

毛利率方面，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，销量较上年同期大幅增加所致；同期，公司营业收入综合毛利率为14.91%，较上年同期下降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；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

2020年，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；原材料采购集中度仍较低。

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，2020年，国内废纸采购量较2019年大幅增长，主要系当期原纸产量提升，加之国外废纸进口额度限制，因而增加国内废纸采购所致；国外

废纸采购量较2019年大幅下降；煤炭采购量小幅增长，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。

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：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

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。公司采购集中度较低。

1. 生产和销售

2020年，公司继续推进产能布局，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。截至2020年底，公司落地产能约600万吨，位居国内行业前三；公司包装板块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。

2020年，公司有序推进国内造纸基地的优势布局。华中山鹰基地 PM21、PM22、PM23 等 3 条纸机 150 万吨产能有序投产与转固，华中基地热电厂与固废焚烧发电厂相继投产；广东山鹰 100 万吨造纸项目、浙江山鹰 77 万吨造纸项目、吉林山鹰一期 30 万吨瓦楞纸及 10 万吨秸秆浆项目均顺利完成审批并高效开工建设；浙江爱拓固废焚烧发电项目顺利投产；马鞍山固废焚烧发电项目亦按进度有序建设中，上述在建项目将在未来两年开始陆续释放产能。

从产量情况来看，2020年，由于公司新建产能的陆续投产以及生产工艺管理的优化升级，投入产出比提升，公司主要原纸产量为517.57万吨，纸制品产量为14.67亿立方米，均较2019年有所增长。

销售方面，跟踪期内，公司仍然采取以销定产的经营模式，通过直销获取订单；2020年，公司原纸销量和纸质品销量均较2019年有所增

长。从产销率来看，2020年，公司原纸和纸制品均处于满产状态。2021年1-3月，公司增加原纸增加战略储备，产销率较2020年有所下降。

从产品销售均价来看，2020年，公司原纸和纸制品平均销售价格有所下降，2021年1季度均略有提升。

表 5 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	产量（单位：万吨）	463.21	473.59	510.07	153.68
	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	3785.50	3515.08	3554.96
纸制品	产量（单位：亿m ² ）	12.17	12.59	14.67	4.27
	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

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，公司销售集中度仍处于较低水平。

4. 经营效率

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变化不大，经营效率良好。

2020年，公司销售债权周转次数为6.13次，同比略有下降，存货周转次数为9.12次，同比有所提升，总资产周转次数为0.57次，同比变化不大。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 6 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：为便于与同行业公司进行比较，表格中数据均引自Wind；由于同行业公司尚未公布2020年年报，故上述对比采用2019年财务数据
资料来源：Wind

5. 主要在建项目

公司在建项目主要为产能扩建项目，随着

在建项目的完工，公司综合实力有望进一步增强；同时在建项目数量较多，部分项目使用募集资金，但公司未来仍面临较大的资金需求。

截至2020年底，公司主要在建工程为“年产42万吨低定量瓦楞原纸/T纸生产线项目、年产38万吨高定量瓦纸和年产47万吨低定量T2/T纸生产线项目”“凤凰纸业厂房设备改造工程”“公安县杨家厂镇工业园热电联产项目”“（环宇国际）爱拓环保固废燃烧发电项目”和“公司本部）资源综合利用发电工程”等，计划总投资合计166.72亿元。其中，“年产42万吨低定量瓦楞原纸/T纸生产线项目、年产38万吨高定量瓦纸和年产47万吨低定量T2/T纸生产线项目”为山鹰华中纸业有限公司（以下简称“华中山鹰”）主要产线，同时为公司可转换公司债券募投项目，计划投资45.08亿元，投资进度为93.04%，尚需投资3.14亿元（根据投资进度测算）。凤凰纸业厂房设备改造工程计划投资13.05亿元，投资进度为96.28%，未来投资需求相对较低。（环宇国际）爱拓环保固废燃烧发电项目计划投资10.38亿元，投资进度为62.15%，尚需投资较多。（浙江山鹰）77万吨新项目计划投资27.06亿元，投资进度较慢，未来投资规模较多。公司在建项目尚需投入资金规模较大，未来面临较大的资金需求。

表7 截至2020年底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目	投资 预算	投资 进度	工程 进度	资金来源
（环宇国际）爱拓环保固废燃烧发电项目	10.38	62.15	62.15	募集资金和银行借款
（华中山鹰）公安县杨家厂镇工业园固废综合利用项目	7.69	71.26	47.81	募集资金和自有资金
（公司本部）资源综合利用发电工程	7.76	51.49	70.00	募集资金、金融机构贷款和其他来源
（华中山鹰）公安县杨家厂镇工业园热电联产项目	18.16	66.22	41.84	募集资金和自有资金
（金鹤金龙）一二期机器设备在建工程	1.50	79.40	100.00	投资款
（广东山鹰）100万吨项目	25.8	4.81	4.81	募集资金和自有资金
（华南山鹰）水处理节能减排改建项目	2.61	44.24	44.24	自筹
（华中山鹰）年产42万吨低定量瓦楞原纸/T纸生产线项目、年产38万吨高定量瓦纸和年产47万吨低定量T2/T纸生产线项目	45.08	93.04	85.87	募集资金和自有资金
凤凰纸业厂房设备改造工程	13.05	96.28	96.28	金融机构贷款和其他来源
（浙江山鹰）年产45万吨高强牛皮卡纸生产线技改工程(PM1)	0.70	56.63	56.63	金融机构贷款和其他来源
（浙江山鹰）77万吨新项目	27.60	4.06	4.06	募集资金、金融机构贷款及其他来源
（浙江山鹰）系年产20万吨高强瓦楞原纸生产线技改工程(PM2)	0.38	88.77	88.77	金融机构贷款及其他来源
（浙江山鹰）污水工程	2.31	11.43	11.43	金融机构贷款及其他来源
（环宇国际）荷兰废纸干浆生产线	0.57	31.91	31.91	--
（浙江山鹰）年产60万吨轻涂白面牛卡纸和年产10万吨渣浆瓦楞原纸生产线工程(PM3&PM5)	0.60	61.01	61.01	金融机构贷款及其他来源
（广东山鹰）技改工程	0.23	72.26	72.26	自有资金
（浙江山鹰）电厂扩建工程	2.00	11.33	11.33	金融机构贷款及其他来源
（浙江山鹰）零星工程	0.30	75.09	75.09	金融机构贷款及其他来源
合计	166.72	—	—	—

资料来源：公司年度报告

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。

十、财务分析

1. 财务概况

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，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。

2. 资产质量

截至2020年底，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。

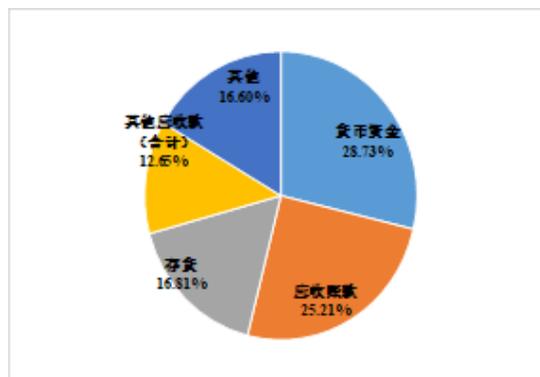
截至2020年底，公司资产总额为454.37亿元，较上年底增长6.80%，主要系固定资产增长所致。截至2020年底，公司资产总额中流动资产占31.23%，非流动资产占68.77%。公司资产以非流动资产为主。

（1）流动资产

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%）、应收款项融资（占6.36%）、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

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。

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。

截至2020年底，公司应收款项融资为9.02亿元，全部为年末已经背书或贴现且在资产负债表日尚未到期的应收票据。

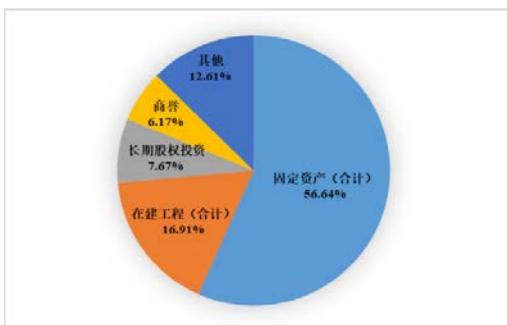
截至2020年底，公司存货为23.85亿元，较上年底增长9.59%，主要是公司增加原材料储备所致；存货账面余额为23.86亿元，计提跌价准备0.01亿元；存货账面价值主要为原材料（17.80亿元）和库存商品（5.61亿元）。

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

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。

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让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。

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%；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。

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）。

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

截至2020年底，公司持续盈利，所有者权益规模快速增长，权益结构中未分配利润占比高，权益结构稳定性一般。

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。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。

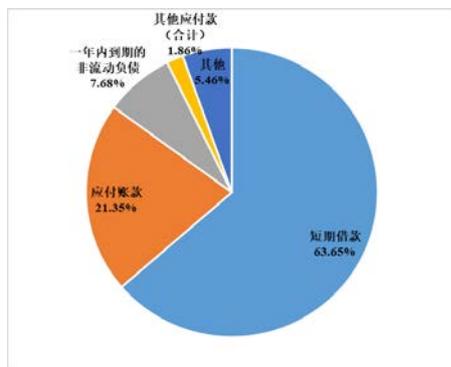
(2) 负债

截至 2020 年底，随着扩产能项目的投入，公司债务规模有所增长；公司债务负担重，且以短期债务为主，债务结构有待优化。

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。

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

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）。

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）。

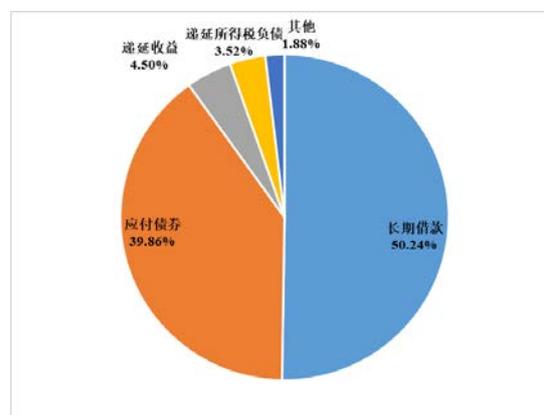
截至 2020 年底，公司应付账款为 39.18 亿元，较上年底增长 2.83%，主要构成为应付材料采购等经营款项（26.53 亿元）和应付长期

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）。

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

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。

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。

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；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别 62.08%、56.42%和 34.01%，较 2019 年底均有所下降。

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%。公司负债结构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。

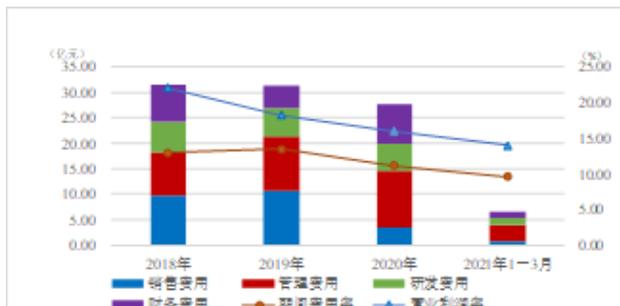
4. 盈利能力

2020 年，公司有序推进国内造纸基地的优势布局，落地产能持续增长，压缩废纸进口配额和中国经济在下半年复苏，带动国内成品纸价中枢抬升，公司营业收入持续增长，盈利稳健。

2020 年，公司实现营业收入 249.69 亿元，同比增长 7.44%。2020 年，公司实现营业成本 207.9 亿元，同比增长 10.52%。2020 年，公司利润总额为 16.90 亿元，同比增长 7.91%。

2020 年，公司期间费用为 27.72 亿元，同比下降 11.50%，期间费用率为 11.10%，同比下降 2.38 个百分点。同期，公司销售费用为 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；同期，公司管理费用为 11.25 亿元，同比增长 5.51%；研发支出为 5.28 亿元，同比下降 3.97%；财务费用为 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

2020 年，公司其他收益为 6.26 亿元，同比

变化不大，主要构成为政府补助（6.23 亿元）。

从盈利指标看，2020 年，公司营业利润率为 15.98%，同比略有下降，主要系新收入准则影响所致，总资产收益率为 6.03%，同比略有增长，净资产收益率分别为 8.06%，同比上升 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

2020 年，公司经营活动现金流量净额有所下降，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，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）。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）。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，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，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）。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。2020年，公司投资活动产生的现金流量净额为-27.71亿元，同比下降1.67%。

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，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）。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）。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

跟踪期内，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，其整体偿债能力仍属很强。

从短期偿债指标看，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。2020年，公司经营性现金流动负债比率为6.38%，同比下降0.87个百分点。截至2020年底，公司现金类资产为41.87亿元，为短期债务的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，2020年，公司EBITDA为37.11亿元；EBITDA利息倍数为3.36倍；全部债务/EBITDA倍数为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。公司为深圳证券交易所上市公司，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. 公司本部/母公司财务分析

母公司开展部分经营业务，资产主要为生产设备等固定资产以及对子公司的长期股权投资和其他应收款。母公司债务负担重，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、存续期内债券偿还能力分析

跟踪期内，公司对存续债券保障能力增强。考虑到公司发行的两期债券均为可转换债券，未来转股概率很高，公司存续债券偿付能力很强。

截至2021年3月底，公司存续债券余额共

40.91亿元，不存在一年内到期的债券。2020年，经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为226.41亿元、11.70亿元、37.11亿元，对存续债券保障情况如下表：

表9 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2020年
一年内到期债券余额	—
待偿债券本金	40.91
现金类资产/一年内到期债券余额	—
经营活动现金流入量/待偿债券本金	5.53
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金	0.29
EBITDA/待偿债券本金	0.91

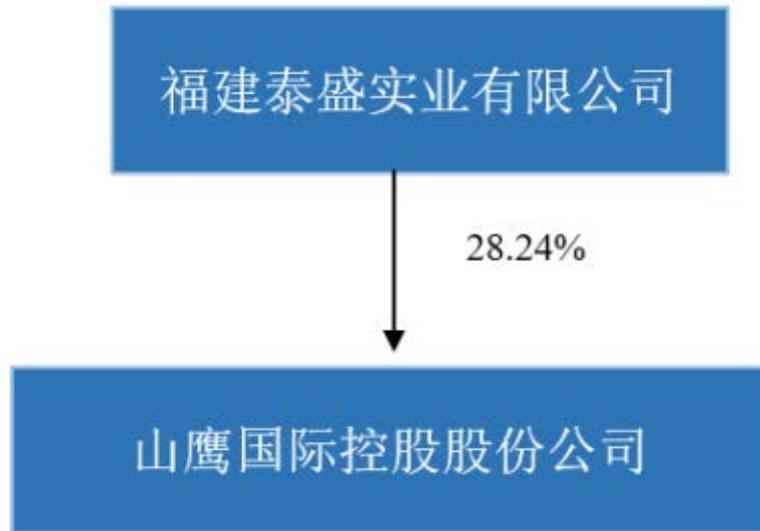
资料来源：联合资信整理

总体看，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA对待偿债券本金峰值保障能力较强。考虑到，公司发行的两期公司债券“山鹰转债”和“鹰19转债”均为可转换公司债券，未来转股概率很高，公司存续债券偿付能力很强。

十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA⁺，维持“山鹰转债”和“鹰19转债”的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年底山鹰国际控股股份公司股权结构图

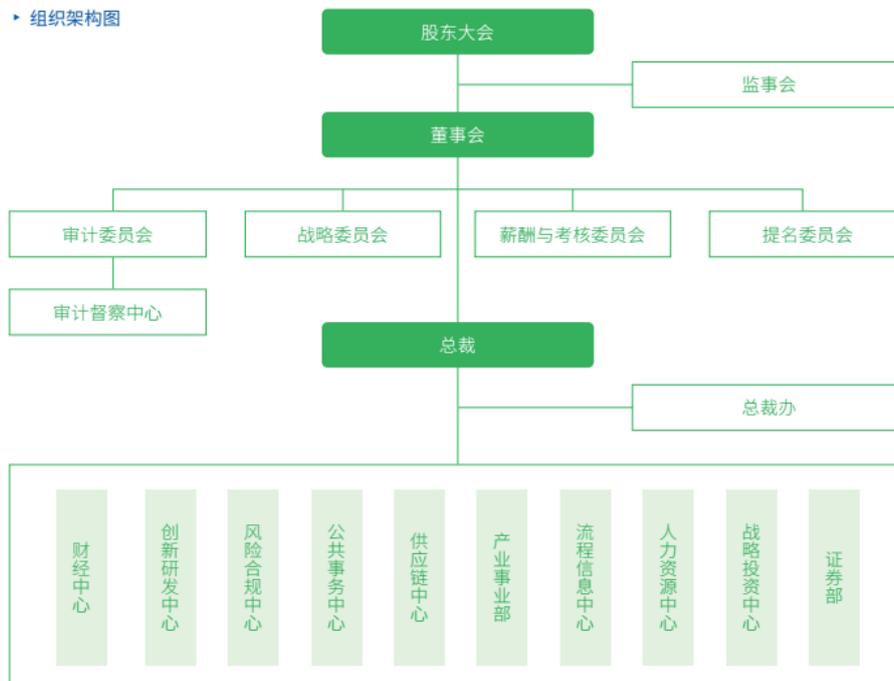


资料来源：公开资料

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	WPTPolskaSpzo.o.Sp.k.		100.00
祥恒(莆田)包装有限公司		100.00	WPTPolskaSpzo.o.		100.00
祥恒(厦门)包装有限公司		100.00	WPTDeutschlandGmhH		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	WPTESPANAS.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	谊来(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 3-1 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	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-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

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。