

山鹰国际控股股份公司 公开发行可转换公司债券 2025 年跟踪评级报告

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

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕5131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，维持“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：

二〇二五年六月二十五日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受山鹰国际控股股份公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

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

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



山鹰国际控股股份公司

公开发行可转换公司债券 2025 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
山鹰国际控股股份公司	AA/稳定	AA/稳定	2025/06/25
鹰 19 转债	AA/稳定	AA/稳定	

评级观点

跟踪期内，山鹰国际控股股份公司（以下简称“公司”）作为中国大型机制纸生产商，在区域布局、行业地位、采购渠道、经营规模等方面仍具备综合竞争优势；跟踪期内，公司部分董事、监事及高级管理人员变动为正常人事变更，未对公司经营产生重大影响；公司管理架构未发生重大变化。2024 年，公司原纸产销量增长带动主营业务收入有所增长，但原纸和纸制品价格下降使得综合毛利率同比有所下降。跟踪期内，公司资产规模有所下降，资产结构仍以非流动资产为主，受限资产比例偏高。随着“山鹰转债”转股、兑付以及偿还部分银行借款，公司整体债务规模有所下降，债务负担有所减轻。但公司一年内需偿还的有息债务规模仍大，公司面临较大的短期偿债压力。考虑到公司已收到股权出售款，在一定程度上缓解公司资金压力。同时，“鹰 19 转债”仍在转股，若未来该债券持续转股，公司兑付压力将会减轻。综合公司经营和财务风险表现，公司违约概率很低。

个体调整：其他有利因素。

外部支持调整：无。

评级展望

随着在建工程完工投产，产能逐步释放，公司生产规模将进一步扩大，经营状况预计保持稳健。

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

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

优势

- **公司业务布局较为合理。**公司是中国境内大型包装纸生产商，形成了从“回收-造纸-包装服务”完整产业链布局；公司加大海外废纸回收布局，包装板块企业分布于沿江沿海经济发达地区，辐射周边客户。
- **公司原纸落地产能持续提升。**公司通过自建及并购不断完善国内区域布局，截至 2025 年 3 月底，公司在安徽马鞍山、浙江嘉兴、福建漳州、湖北荆州、广东肇庆、吉林扶余建有六大造纸基地，公司国内造纸产能为 812 万吨/年，国内原纸落地产能位列第二。
- **公司完成子公司股权出售事宜，相关股权款已收到，一定程度上缓解公司的流动性压力。**跟踪期内，公司完成了对 Nordic Paper Holding AB 48.16%股权出售，以及全资子公司上海山鹰私募基金管理有限公司所持有的 39500.00 万元嘉兴英凰股权投资合伙企业实缴份额完成转让。截至本报告出具日，公司已收到全部价款（合计约人民币 16.17 亿元）。

关注

- **公司所在造纸行业易受宏观经济及政策影响，盈利能力仍待恢复。**包装纸行业受宏观经济影响明显，2024 年纸制品价格不断下降，公司利润总额亏损 4.23 亿元；此外，公司非经常性损益对利润影响很大，整体盈利能力仍待恢复。
- **公司在建项目未来仍有一定的资金投入需求。**公司在建项目围绕主业展开，截至 2025 年 3 月底，公司在建项目计划投资总额为 129.46 亿元，尚需投资 25.79 亿元，未来仍有一定的资金投入需求。

- **临期债务规模大，公司面临较大的短期偿债压力。**截至 2024 年底，公司一年内到期的有息债务为 195.16 亿元，截至 2025 年 3 月底，公司现金类资产为 50.60 亿元，需关注公司短期债务兑付压力。此外，公司资产受限比例偏高，未使用银行授信规模偏小，间接融资渠道有待拓宽。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
			财务风险	F4
盈利能力	5			
现金流量	2			
资本结构		2		
偿债能力		4		
指示评级				
个体调整因素：其他有利因素				+1
个体信用等级				aa
外部支持调整因素：--				--
评级结果				AA

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级无变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

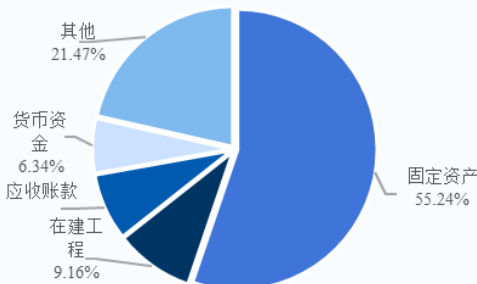
合并口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	45.90	36.01	50.60
资产总额（亿元）	547.40	520.55	539.65
所有者权益（亿元）	157.15	168.30	168.57
短期债务（亿元）	210.38	195.82	211.22
长期债务（亿元）	97.74	61.16	71.19
全部债务（亿元）	308.12	256.98	282.41
营业总收入（亿元）	293.33	292.29	67.66
利润总额（亿元）	1.95	-4.23	0.36
EBITDA（亿元）	31.24	25.96	--
经营性净现金流（亿元）	31.67	36.21	2.67
营业利润率（%）	9.00	6.27	8.58
净资产收益率（%）	0.65	-2.94	--
资产负债率（%）	71.29	67.67	68.76
全部债务资本化比率（%）	66.22	60.43	62.62
流动比率（%）	47.51	40.36	45.24
经营现金流动负债比（%）	11.25	12.91	--
现金短期债务比（倍）	0.22	0.18	0.24
EBITDA 利息倍数（倍）	2.40	2.21	--
全部债务/EBITDA（倍）	9.86	9.90	--

公司本部口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	316.59	326.82	/
所有者权益（亿元）	127.31	146.72	/
全部债务（亿元）	126.32	84.34	/
营业总收入（亿元）	58.72	58.10	/
利润总额（亿元）	1.09	0.29	/
资产负债率（%）	59.79	55.11	/
全部债务资本化比率（%）	49.80	36.50	/
流动比率（%）	53.39	44.27	/
经营现金流动负债比（%）	12.84	7.71	/

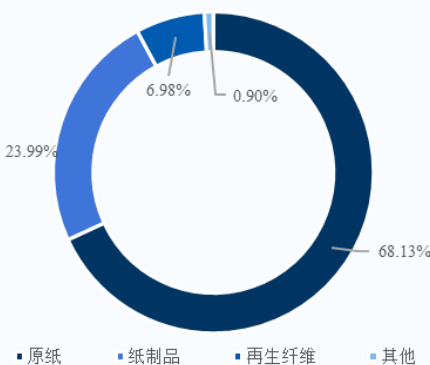
注：1.公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2.合并报表中其他应付款和长期应付款的有息债务部分计入长期债务及全部债务；3.“/”表示未获取，“--”表示不适用

资料来源：联合资信根据公司提供资料及公司财务报告整理

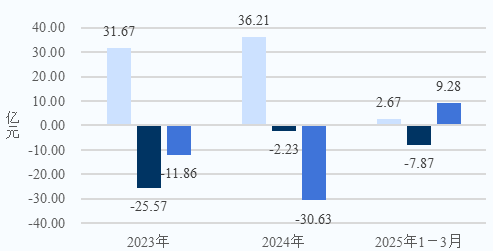
2024 年底公司资产构成



2024 年公司主营业务收入构成

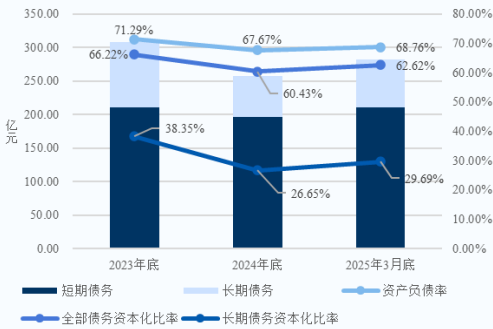


公司现金流情况



■ 经营活动现金流量净额 ■ 投资活动现金流量净额 ■ 筹资活动现金流量净额

公司债务情况



■ 短期债务 ■ 长期债务 ■ 全部债务 — 全部债务资本化比率 — 长期债务资本化比率 — 资产负债率

跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
鹰 19 转债	18.60 亿元	18.44 亿元	2025/12/13	赎回条款、回售条款等

注：1. 上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；2. 上述债券余额系截至 2025 年 3 月底
资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
鹰 19 转债	AA/稳定	AA/稳定	2024/06/24	王 阳、张 乾	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
山鹰转债 鹰 19 转债	AA+/负面	AA+/负面	2023/06/27	孙长征 王 阳	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
鹰 19 转债	AA+/稳定	AA+/稳定	2019/05/13	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	阅读全文
山鹰转债	AA+/稳定	AA+/稳定	2018/04/20	高 鹏 蒲雅修	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：黄 露 huanglu@lhratings.com

项目组成员：蔡伊静 caiyj@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

公司是于 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。跟踪期内,公司股权结构未发生重大变化,公司实际控制人为吴明武和徐丽凡夫妇。截至 2025 年 3 月底,公司实收资本为 41.61 亿元,公司控股股东福建泰盛实业有限公司(以下简称“泰盛实业”)持股比例为 24.52%。截至 2025 年 6 月 17 日,公司控股股东及实际控制人累计质押 7.75 亿股,占其持有公司股份的 53.47%。

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。截至 2025 年 3 月底,公司内设财经中心、法务合规中心、造纸事业部及包装纸事业部等多个职能部门。

截至 2024 年底,公司合并资产总额 520.55 亿元,所有者权益 168.30 亿元(含少数股东权益 17.58 亿元);2024 年,公司实现营业总收入 292.29 亿元,利润总额 4.23 亿元。截至 2025 年 3 月底,公司合并资产总额 539.65 亿元,所有者权益 168.57 亿元(含少数股东权益 17.49 亿元);2025 年 1—3 月,公司实现营业总收入 67.66 亿元,利润总额 0.36 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 2025 年 3 月底,公司由联合资信评级存续债券为“鹰 19 转债”,募集资金已全部使用完毕。跟踪期内,“鹰 19 转债”债券正常付息。

图表 1 • 截至 2025 年 3 月底公司由联合资信评级的存续可转换公司债券概况

债券简称	发行金额(亿元)	债券余额(亿元)	起息日	到期日	期限
鹰 19 转债	18.60	18.44	2019/12/13	2025/12/13	6 年

资料来源:联合资信根据公司公告整理

图表 2 • 跟踪期内“鹰 19 转债”转股价格情况

修正时间	修正前价格	修正后价格	修正条件
2024 年 7 月 10 日	2.37 元/股	2.32 元/股	满足募集说明书中规定的转股价格向下修正
2024 年 8 月 5 日	2.32 元/股	2.31 元/股	实施 2023 年年度权益分派方案
2024 年 8 月 19 日	2.31 元/股	2.25 元/股	满足募集说明书中规定的转股价格向下修正
2024 年 9 月 30 日	2.25 元/股	2.24 元/股	满足募集说明书中规定的转股价格向下修正
2025 年 3 月 10 日	2.24 元/股	1.76 元/股	满足募集说明书中规定的转股价格向下修正

资料来源:联合资信根据公司公告整理

截至 2025 年 3 月底,“鹰 19 转债”累计转股金额为 16147000 元,“鹰 19 转债”累计转股数为 4985368 股。

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好,延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”,生产供给较快增长,国内需求不断扩大,股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神,使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策,加快专项债发行和使用;创新金融工具,维护金融市场稳定;做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元,按不变价格计算,同比增长 5.4%,比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力,一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面,人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准

备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入4月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2025年一季度报）》](#)。

五、行业分析

1 行业概况

造纸行业作为我国重要的基础原材料行业，产品种类较多，下游涉及多个产业，具有资本密集型、规模经济型、资源依赖型等特点。2024年，随着社会活动恢复，需求增加，造纸企业盈利能力同比有所提高，但近年来国内经济波动，叠加贸易战、废纸进口限制政策以及行业产能供给增加等因素影响，造纸行业市场竞争激烈，盈利能力仍属较弱。

造纸行业是通过机械的、化学的或者二者结合的方法，把植物纤维加工成纸浆，然后通过手工或机器抄造的方法把纸浆及其添加剂混合均匀而制成纸或纸制品的工业行业。造纸行业是我国重要的基础原材料行业，涉及多个产业，具有资本密集、规模效益显著、资源依赖、能源消耗高、市场集中度低等发展特征，呈现典型的“长链条、重资产、需求多样”的行业特征，典型造纸产业链为“林木-制浆-造纸-纸质用品”。

造纸产品按产品用途和功能分可将其主要分为文化用纸、包装用纸、生活用纸以及特种纸四类，其中文化用纸以新闻纸、双胶纸和铜版纸为主，包装纸以箱板瓦楞、卡纸为主。造纸行业具有以下行业特征：（1）资本密集型：进入造纸行业面临较多障碍壁垒，如资金壁垒、政策壁垒等。其中，造纸行业资金密集程度相对较高，需要较大的资金投入，退出成本较高。（2）规模经济型：对造纸行业的企业来说，经济规模对其发展尤为重要。具备规模经济的造纸企业在增强风险抵御能力、提高议价能力、降低生产及治污成本、控制销售渠道等方面有一定的竞争优势。（3）资源依赖型：造纸原材料纸浆、废纸浆在纸品成本中所占比重很高，其价格波动对行业的生产成本存在显著的影响，但是由于我国林木资源短缺，导致造纸行业的原材料大部分依赖于进口，造纸行业属于资源依赖型较强的行业。

2024年，中国纸及纸制品生产量为13625万吨，纸及纸制品消费量为13634万吨，伴随中国经济运行总体平稳，造纸行业生产运行也整体向好，生产总量有所增加，主营业务收入和利润总额有所增长。根据国家统计局数据，2024年，中国规模以上造纸和纸制品企业营业收入实现14566.2亿元，同比增长3.9%；实现利润总额519.7亿元，同比增长5.2%，造纸行业产能持续增加，市场竞争加剧。

2 行业上下游

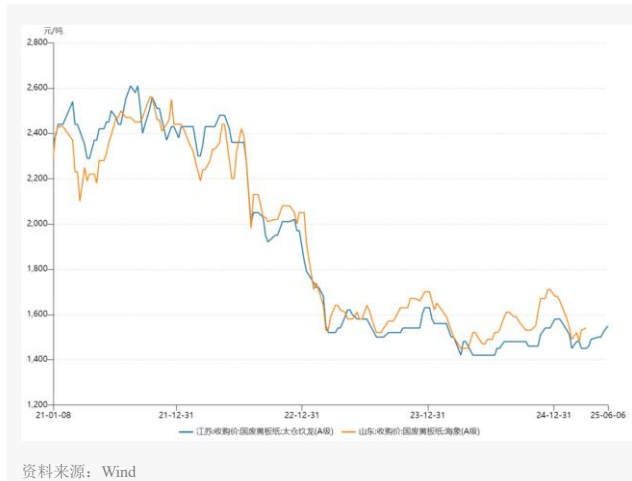
（1）原材料供应

我国木浆进口在总消耗量中占比较高，近年来，进口木浆价格波动较大，2024年全年看，木浆及废纸价格呈下行态势，造纸企业成本压力有所缓解。

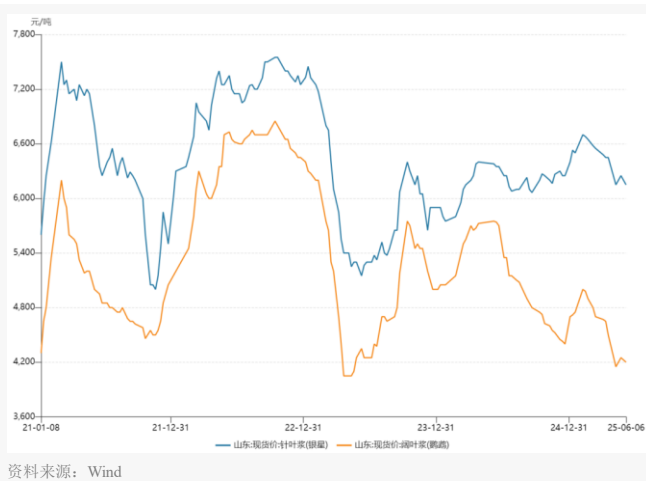
我国造纸工业纸浆主要包括木浆、废纸浆、非木浆三种，已逐步形成以木纤维、废纸为主、非木浆纤维为辅的造纸原料结构。木浆主要用来生产档次较高的白卡纸、办公文化用纸和生活用纸；废纸用来生产新闻纸和包装用纸；非木浆可以用来生产包装用纸和生活用纸，但总体占比较小。

我国造纸业原材料成本较高，一般原材料成本占纸张制造平均成本的65%~75%，部分企业甚至超过80%。由于我国森林资源缺乏，且砍伐政策较为严格，因此包装业的发展主要依赖发达国家的废纸及商品浆。目前，国内造纸行业原料供给对进口依赖程度较高，且价格与国际市场联动性强。废纸原材料方面，2024年废纸价格也呈现先抑后扬走势，从11月起价格表现出大幅走高，直至年底价格保持上涨走势；木浆原材料方面，2024年上半年，下游纸制品需求增加带动木浆价格不断增长。进入淡季后，造纸企业开工率和需求量不高，对木浆的实际消耗提升不明显，导致市场供需平衡被打破，价格下行。

图表 3 • 近年来国内废纸价格走势



图表 4 • 近年来木浆价格走势



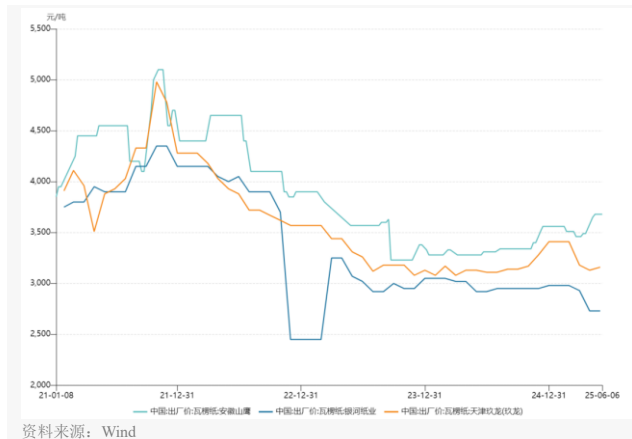
(2) 下游销售

2024 年，造纸行业受下游需求波动影响，各纸种的市场表现有所分化，价格整体呈区间波动态势。

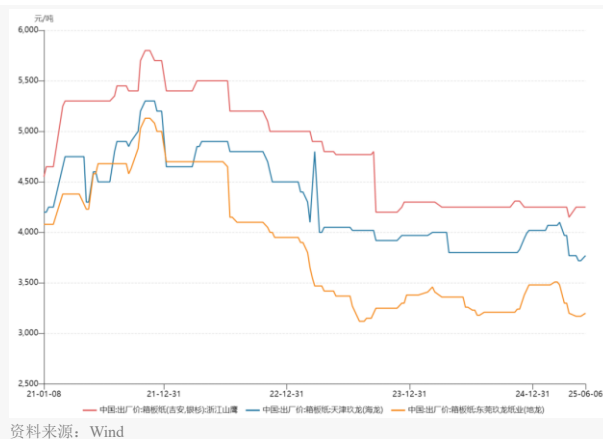
造纸产品按产品用途，主要分为文化用纸、包装用纸、生活用纸以及特种纸四类。文化用纸指用于资讯传递、文化传承为目的的一类纸的统称，故与印刷业有密切关系，常见的文化用纸如铜版纸、新闻用纸、双胶纸等。包装用纸指用于包装目的的一类纸的统称，具体包括白板纸、白卡纸、瓦楞原纸等。生活用纸指为照顾个人居家、外出等所使用的各类卫生擦拭用纸，包括卫生纸、抽取式卫生纸、纸手帕、湿巾、厨房纸巾等。特种纸主要是指具有特殊用途的、附加值较高且产量比较小的纸张。

纸品销售价格方面，自 2024 年以来，受国内经济下行压力加大和市场消费需求减弱影响，瓦楞纸和箱板纸价格呈区间内波动态势。

图表 5 • 近年来瓦楞纸价格情况



图表 6 • 箱板纸价格情况



3 行业政策

近年来国家出台了一系列法律法规，包括加大废纸进口限制力度等以重点推进污染防治和废纸回收利用等，目前国内主要造纸企业已积极采取相应措施，通过海外设厂、并购来布局海外制浆、造纸等方式合理降低由于政策变化所带来风险。2024 年，进口纸成本优势弱化，进口量同比下降。

从行业政策来看，目前造纸企业进行生产所依据的法律法规及政策主要包括《中华人民共和国环境保护法》《中华人民共和国清洁生产促进法》《中华人民共和国循环经济促进法》《中华人民共和国水污染防治法》《国务院关于加强发展循环经济的若干意见》《制浆造纸行业清洁生产评价指标体系》等。

同时，造纸企业发展也受到原材料及下游销售方面政策的影响。具体来看，原材料方面，2020 年 11 月 25 日，生态环境部、商务部、国家发改委、海关总署联合发布《关于全面禁止进口固体废物有关事项公告》，正式明确了从 2021 年 1 月 1 日起中国全面禁止进口固体废物。而我国造纸用原料（木浆、废纸和木片）对外依存度约在 50%以上；其中，废纸方面，年废纸进口量占全球

废纸贸易量的 40%，进口废纸制成的纸浆占纸浆总量的 20%。加之国内废纸回收利用程度已接近饱和，所以这一政策的颁布直接影响到国内造纸业的原材料供应保障问题。目前，国内主要造纸企业已积极采取相应措施，通过海外设厂、并购来布局海外制浆、造纸等方式合理降低由于政策变化所带来的风险。

进口关税政策方面，2022 年 12 月 29 日，国务院关税税则委员会办公室调整我国部分商品进出口关税，2023 年 1 月 1 日起降低部分木材与林浆纸产品的关税政策正式施行。除牛皮箱板纸、新闻纸之外，新的关税政策将绝大部分成品纸的进口关税从旧版的最惠国税率 5%~6%下降至零，林浆纸产业链上的主要产品——木片、针叶浆和成品纸制品基本上实现了全部进口零关税。2024 年，中国继续执行进口纸零关税政策，但年初东南亚进口美废价格较高，直到四季度才有所下降，进口纸的盈利并没有出现明显改善，其成本优势在持续弱化。据海关数据统计，2024 年瓦楞纸累计进口 269 万吨，同比下降 25%；箱板纸累计进口 560 万吨，进口增速同比放缓至 5%。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司作为国内大型造纸企业，产业链完备，产能规模大，区位优势突出；股权结构无重大变化；过往债务履约情况良好。

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人及股权结构均未发生重大变化。截至 2025 年 3 月底，公司实收资本为 41.61 亿元，控股股东泰盛实业持股比例为 24.52%，吴明武先生、徐丽凡女士为公司实际控制人。

跟踪期内，公司主营业务仍为箱板纸、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。截至 2025 年 3 月底，公司在安徽马鞍山、浙江嘉兴、福建漳州、湖北荆州、广东肇庆、吉林扶余建有六大造纸基地，随着吉林山鹰一期 30 万吨瓦楞纸项目于 2024 年年内建成投产，公司国内造纸产能提升至 812 万吨/年，国内产能位居第二。跟踪期内，公司行业地位稳定，整体竞争力很强。

跟踪期内，公司完成了对 Nordic Paper Holding AB 48.16%股权出售，以及全资子公司上海山鹰私募基金管理有限公司所持有的 39500.00 万元嘉兴英凰股权投资合伙企业实缴出资额完成转让。截至本报告出具日，公司已收到全部价款（合计约人民币 16.17 亿元）。

信用记录方面，根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：91340500150523317H），跟踪期内，公司无新增关注或不良类信贷记录。截至 2025 年 5 月 13 日，公司已结清的信贷信息中，有 1 笔不良类信用证账户记录和 40 笔关注类信用证账户记录，根据中国工商银行股份有限公司马鞍山分行、中国农业银行股份有限公司马鞍山金家庄支行、中国工商银行股份有限公司马鞍山金家庄支行和安徽界首农村商业银行股份有限公司分别于 2009 年 1 月 14 日、2013 年 3 月 20 日、2013 年 6 月 19 日和 2014 年 4 月 2 日提供的说明，上述事项属于信贷流程系统原因，已全部结清，不存在逾期情况；未结清的信贷信息中无关注类和不良/违约类记录。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。截至本报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单；公司在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统上均无重大不利记录。

（二）管理水平

跟踪期内，公司根据相关法律法规修订了部分规章制度，部分人员变动为正常人事变更，均未对公司经营产生重大影响。

跟踪期内，公司根据相关法律法规对部分制度进行修订，对公司管理无重大影响；跟踪期内，公司聘任石茂春先生为公司副总裁、聘任陈学萍为公司监事。公司相关人员变动为正常人事变更，未对公司经营产生重大影响；公司管理架构未发生重大变化。

（三）重大事项

公司拟转让全资子公司部分股权

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

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

（四）经营方面

1 业务经营分析

2024 年，公司原纸产销量增长带动板块收入有所增长，但原纸和纸制品价格下降使得综合毛利率同比有所下降。公司在建项目围绕主业展开，未来仍面临一定的资金需求，需关注公司的未来投资节奏与公司现金流的匹配情况。

跟踪期内，原纸及纸制品仍是公司主营业务收入的主要构成。2024 年，公司主营业务收入规模同比变化不大，原纸销量增长带动板块收入同比略有增长，但原纸价格下降使得板块毛利率同比有所下降。公司纸制品受产品价格下降影响，板块收入及板块毛利率同比均有所下降。公司其他板块收入及毛利率变化较小，其他板块规模不大，对主营业务收入及综合毛利率影响很小。

2025 年 1—3 月，公司主营业务收入为 66.73 亿元，综合毛利率较 2024 年全年有所提升。

图表 7 • 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 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
原纸	192.41	67.08%	7.51%	195.93	68.13%	4.71%	45.42	68.07%	9.21%
纸制品	70.80	24.68%	13.40%	68.99	23.99%	12.55%	16.21	24.29%	10.84%
再生纤维	21.24	7.40%	10.67%	20.06	6.98%	9.39%	4.56	6.83%	9.10%
其他	2.38	0.83%	41.15%	2.59	0.90%	42.05%	0.54	0.81%	36.29%
合计	286.83	100.00%	9.48%	287.57	100.00%	7.25%	66.73	100.00%	9.82%

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

采购方面，跟踪期内，公司主要采购原材料未发生重大变化；原材料采购方式、主要供应商及结算方式未发生重大变化。2024 年，公司原纸产销量同比增长使得国内废纸采购量同比有所增长；煤炭采购量同比变化不大。同期，受原材料市场波动影响，公司主要原材料采购价格同比均有所下降。2024 年，公司向前五名供应商采购额合计为 30.08 亿元，占年度采购总额 11.11%，公司采购集中度低。

图表 8 • 公司主要原料和能源采购情况

原材料	项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
国内废纸	采购量（万吨）	611.16	639.39	151.51
	采购均价（元/吨）	1642.37	1585.86	1612.62
	采购金额（亿元）	100.38	101.40	24.43
煤炭	采购量（万吨）	196.04	197.36	52.54
	采购均价（元/吨）	810.76	737.82	644.39
	采购金额（亿元）	15.89	14.56	3.39

资料来源：公司提供

生产方面，截至 2025 年 3 月底，公司主要生产基地未发生重大变化，2024 年内吉林山鹰一期 30 万吨工业包装纸项目投产，公司总产能增长至 812 万吨。跟踪期内，公司造纸业务和包装业务生产模式、销售方式及结算方式未发生重大变化。受益于 2023 年投产项目在 2024 年内稳定生产，公司原纸及纸制品产销量同比均有所提高。但受下游市场需求以及原材料价格支撑不足等因素影响，公司原纸和纸制品销售价格均同比下降。公司原纸和包装纸产业下游为在全国各地布局的包装厂，产品直接服务于通讯、电

子、食品、家电、电商快递等下游客户，客户集中度相对分散。2024 年，公司对前五名客户销售额为 22.62 亿元，占年度销售总额 7.74%，公司销售集中度低。

图表 9 • 公司产品产销情况

原材料	项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
原纸	产量（万吨）	678.47	724.01	174.63
	销量（万吨）	677.79	732.15	162.15
	产销率（%）	90.73	101.12	92.85
	销售均价（元/吨）	3125.63	2975.46	3121.63
纸制品	产量（亿平方米）	20.60	21.34	4.63
	销量（亿平方米）	20.66	21.36	4.89
	产销率（%）	100.29	100.09	105.49
	销售均价（元/平方米）	3.43	3.23	3.32

注：表中数据为经营口径数据，包括自用部分，2023 年数据已做调整
资料来源：公司提供

2 未来发展

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

2025 年，公司将专注主业，继续推进“回收-造纸-包装”的一体化模式。同时，公司计划提高东南亚区域的包装产能，提高在东南亚区域内的竞争力。此外，公司还将继续规划在北美造纸基地业务，对中美贸易不确定性风险做对冲准备。截至 2025 年 3 月底，公司主要在建项目围绕主业展开，除宿州山鹰年产 90 万吨包装纸项目（以下简称“宿州山鹰项目”）外，其他项目的投资情况均已接近尾声，宿州山鹰项目未来仍面临一定的资金需求。

图表 10 • 截至 2025 年 3 月底公司在建工程情况（单位：亿元）

项目名称	预算数	已完成投资额	2025 年 4—12 月待投资额	2026 年待投资额
（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	44.21	0.77	0.10
（山鹰吉林）100 万吨制浆及 100 万吨工业包装纸项目一期工程	17.21	14.96	0.45	1.02
（山鹰热电）生物质热电联产项目	4.66	4.50	0.07	0.05
（宿州山鹰）年产 90 万吨包装纸项目	62.50	40.00	12.63	9.87
合计	129.46	103.67	13.92	11.05

资料来源：公司提供

（五）财务方面

公司 2024 年财务报告由信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）进行审计，出具了标准无保留的审计意见；公司 2025 年一季度财务报表未经审计。

2024 年，公司合并范围子公司增加 3 家，减少 12 家；2025 年一季度，公司合并范围子公司增加 2 家，减少 1 家，截至 2025 年 3 月底，公司合并范围内合计 146 家子公司。跟踪期内，公司合并范围子公司规模变化不大，财务数据可比性较强。

1 主要财务数据变化

跟踪期内，公司资产规模有所下降，资产结构仍以非流动资产为主，符合行业特点。公司资产受限比例偏高，应收账款和存货规模占流动资产比重较高，对资金流动性形成一定占用。随着银行借款及应付债券规模下降以及权益规模增加，公司债务负担有所减轻。但公司一年内到期的有息负债规模大，仍需关注公司短期债务兑付压力。2024 年以来，公司整体经营稳定，但受产品价格下降影响，公司整体盈利能力有所下降。非经常性损益对利润形成阶段性影响，核心业务盈利能力需持续强化。2024 年，公

司加强应收账款管理，经营活动现金净流入规模同比有所增加。

截至 2024 年底，公司合并资产总额较上年底下降 4.90%。公司资产仍以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。其中，公司货币资金较上年底下降主要系偿还部分短期银行借款所致。公司货币资金中受限资金为 23.13 亿元，主要为保证金。2024 年以来，公司加大欠款回收力度，公司应收账款较上年底有所下降。公司应收账款账龄以 1 年内为主（占 96.09%），前 5 大应收账款占比较低（占 12.71%）。由于原材料价格下降并相对低位运行，叠加公司加强库存管控，2024 年底公司存货规模进一步下降。公司其他流动资产主要为待认证进项税额及增值税留抵税额。公司于 2024 年内完成对嘉兴英凰股权投资合伙企业（有限合伙）和 Nordic Paper Holding AB（北欧纸业）等子公司的股权转让，长期股权投资较上年底下降 54.04%。随着对（宿州山鹰）年产 90 万吨包装纸等在建项目投资增加，在建工程较上年底增长 40.11%。公司无形资产主要为土地使用权，部分在建项目投产使得无形资产有所增长。

截至 2024 年底，公司资产受限规模为 148.93 亿元。其中固定资产受限规模为 103.08 亿元，受限原因为银行借款质押；货币资金受限规模为 23.13 亿元，受限原因为保证金；无形资产受限规模为 9.71 亿元，受限原因为银行借款抵押。公司资产受限比例为 28.61%，受限比例偏高。

截至 2025 年 3 月底，公司资产规模及结果较上年底变化不大。其中，货币资金增长主要系出售子公司股权款全部到位以及银行借款资金到位共同影响所致。

图表 11 • 公司资产情况

指标	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	133.73	24.43	113.20	21.75	130.93	24.26
货币资金	41.54	31.06	33.03	29.17	47.57	36.33
应收账款	45.47	34.00	40.55	35.82	42.12	32.17
存货	28.23	21.11	22.77	20.12	24.85	18.98
其他流动资产	8.91	6.66	7.63	6.74	8.27	6.32
非流动资产	413.66	75.57	407.35	78.25	408.72	75.74
长期股权投资	31.92	7.72	14.67	3.60	14.49	3.54
固定资产	296.22	71.61	287.58	70.60	283.93	69.47
在建工程	34.01	8.22	47.66	11.70	53.27	13.03
无形资产	24.55	5.93	26.11	6.41	26.19	6.41
资产总额	547.40	100.00	520.55	100.00	539.65	100.00

注：流动资产各科目占比系其占流动资产比例，非流动资产各科目占比系其占非流动资产比例
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2024 年底，公司负债总额较上年底下降 9.74%。公司负债仍以流动负债为主。其中，公司长、短期借款较上年底有所下降。公司银行借款以质押、保证及抵押借款为主。受公司当期原材料采购付款周期有所延长影响，应付账款规模较上年底有所增长。公司一年内到期的非流动负债主要为 1 年内到期的长期借款和“鹰 19 转债”。受益于公司发行的转换债券部分转股，公司股本和资本公积增长带动所有者权益较上年底增长 7.10%至 168.30 亿元。有息负债方面，随着银行借款及应付债券规模下降以及权益规模增加，截至 2024 年底，公司全部债务规模有所下降，债务负担有所减轻。公司短期债务规模占比较高，债务结构与资产结构匹配度不足。截至 2024 年底，公司一年内到期的有息债务为 195.16 亿元，需关注公司短期债务兑付压力。

截至 2025 年 3 月底，受银行借款增加影响，公司负债和债务规模均较上年底有所增长，负债和债务结构较上年底变化不大。

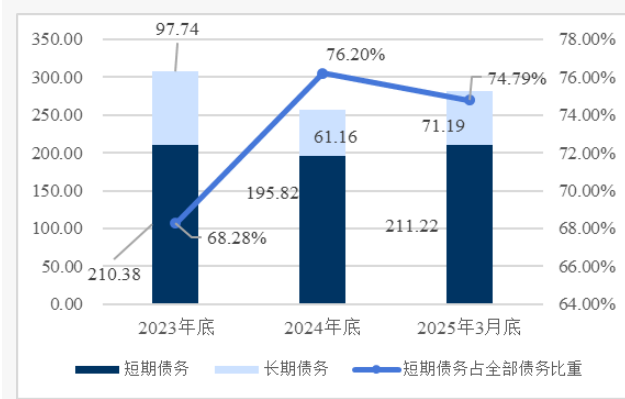
图表 12 • 公司负债情况

指标	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	281.50	72.13	280.50	79.63	289.44	78.00
短期借款	150.71	53.54	134.64	48.00	153.63	53.08

应付账款	60.11	21.35	71.90	25.63	67.93	23.47
一年内到期的非流动负债	58.51	20.78	57.66	20.56	52.30	18.07
非流动负债	108.75	27.87	71.75	20.37	81.64	22.00
长期借款	73.15	67.27	55.93	77.95	66.94	81.99
应付债券	19.15	17.61	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	4.56	4.19	4.14	5.77	3.13	3.83
负债总额	390.25	100.00	352.25	100.00	371.08	100.00

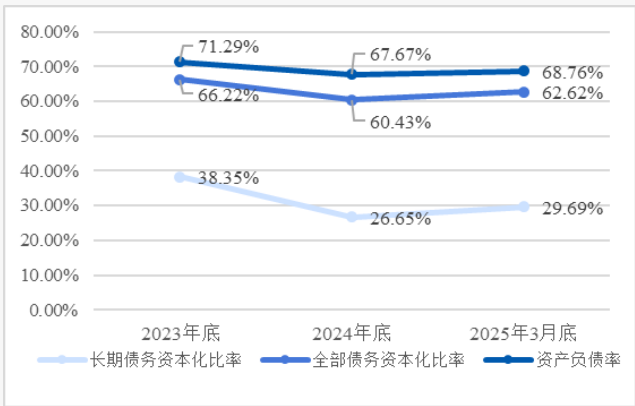
注：流动负债各科目占比系其占流动负债比例，非流动负债各科目占比系其占非流动负债比例
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 13 • 公司有息债务情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 14 • 公司债务负担情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2024 年，公司营业收入同比变化不大，营业成本同比略有增长，主要系 2023 年投产项目折旧增加所致。期间费用方面，2024 年，公司期间费用同比略有下降，期间费用率为 12.15%，同比变化不大，与营业利润率相比，公司费用控制能力仍有待加强。非经常性损益方面，公司其他收益主要为政府补助，具有一定的可持续性；投资收益主要为权益法核算的长期股权投资收益。公司非经常性损益对利润影响很大。受市场行情影响，2024 年公司经营亏损，主营业务盈利能力有待加强。

盈利指标方面，受产品价格下降影响，2024 年，公司整体盈利指标表现有所弱化，盈利能力有所下降。

2025 年一季度，公司实现营业总收入同比变化不大，营业利润率较 2024 年全年有所提升。

图表 15 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	293.33	292.29	67.66
营业成本	264.38	270.81	60.98
期间费用	36.91	35.51	8.07
其他收益	9.00	11.31	2.69
投资收益	1.78	1.92	-0.03
资产处置收益	2.12	-0.59	0.00
利润总额	1.95	-4.23	0.36
营业利润率（%）	9.00	6.27	8.58
总资本收益率（%）	2.68	1.35	--
净资产收益率（%）	0.65	-2.94	--

数据来源：联合资信根据公司财务报告整理

现金流方面，2024 年，公司经营活动现金流保持较大规模的净流入态势。受益于公司加强对应收账款的管理，公司经营活动现金净流入规模同比有所增长，现金收入同比有所提高。2024 年，公司完成子公司股权出售，投资活动现金流入量同比明显增长；同期，公司在建项目保持较大规模的投资，投资活动现金流仍呈净流出态势，公司经营活动现金流可以满足项目投资需求。但考虑到公司一年内待偿还债务规模很大，整体看，公司仍存在较大的对外融资需求。

图表 16 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	278.50	290.72	58.32
经营活动现金流出小计	246.83	254.51	55.65
经营活动现金流量净额	31.67	36.21	2.67
投资活动现金流入小计	2.16	16.71	5.54
投资活动现金流出小计	27.74	18.94	13.42
投资活动现金流量净额	-25.57	-2.23	-7.87
筹资活动前现金流量净额	6.09	33.98	-5.21
筹资活动现金流入小计	389.30	345.76	107.92
筹资活动现金流出小计	401.16	376.38	98.64
筹资活动现金流量净额	-11.86	-30.63	9.28
现金收入比（%）	90.49	94.63	82.83

数据来源：联合资信根据公司财务报告整理

2 偿债指标变化

跟踪期内，公司偿债指标表现保持基本稳定。公司融资渠道保持畅通，未使用银行授信额度尚可，同时作为上市公司，整体融资环境尚可。但考虑到公司一年内待偿还债务规模较大，需关注短期债务结构优化空间。

图表 17 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率（%）	47.51	40.36
	速动比率（%）	37.48	32.24
	经营现金流动负债比（倍）	11.25	12.91
	经营现金/短期债务（倍）	0.15	0.18
	现金短期债务比（倍）	0.22	0.18
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	31.24	25.96
	全部债务/EBITDA（倍）	9.86	9.90
	经营现金/全部债务（倍）	0.10	0.14
	EBITDA 利息倍数（倍）	2.40	2.21
	经营现金/利息支出（倍）	2.44	3.09

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

跟踪期内，公司流动资产对流动负债的覆盖程度仍处于很低水平。但随着经营获现水平提高，经营现金对短期债务保障程度略有提升。受现金类资产规模下降影响，公司现金短期债务比指标有所下降。2024 年，受行业周期性调整影响，公司 EBITDA 规模同比下降，全部债务规模亦有所下降，整体长期偿债指标变化不大。整体看，公司偿债能力尚可。但考虑到公司 1 年内待偿还债务规模较大，仍需关注公司集中兑付压力。

或有负债方面，截至 2025 年 3 月底，联合资信未发现公司存在对合并范围外的担保和重大未决诉讼或仲裁事项。

银行授信方面，截至 2025 年 3 月底，公司共计获得银行授信额度¹304.71 亿元，较上年同期变化不大；尚未使用授信 84.84 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽，公司作为上市公司具备直接融资渠道。

¹ 该授信额度为纯敞口口径，不包括需要付保证金部分

3 公司本部主要变化情况

公司本部开展部分业务，资产主要为生产设备等固定资产以及对子公司的长期股权投资和其他应收款。公司本部短期债务占比很高，集中兑付压力很大。

截至 2024 年底，公司本部资产总额 326.82 亿元，较上年底增长 3.23%。公司本部资产以非流动资产为主（占 76.54%）。截至 2024 年底，公司本部货币资金为 13.45 亿元。

截至 2024 年底，公司本部负债总额 180.10 亿元，较上年底下降 4.85%；公司本部负债结构以流动负债为主（占 97.17%）。同期末，公司本部全部债务 84.34 亿元，以短期债务为主（占 93.41%）。截至 2024 年底，公司本部资产负债率和全部债务资本化比率分别为 55.11%和 36.50%。公司本部短期债务占比很高，集中兑付压力很大。

公司本部承担管理职能及部分实际生产与销售职能，利润主要来源于主营业务的经营性盈利、其他收益及投资收益。2024 年，公司本部营业总收入为 58.10 亿元，利润总额为 0.29 亿元。截至 2024 年底，公司本部持有长期股权投资 201.66 亿元，全年公司本部投资收益为 2.26 亿元。公司本部盈利能力弱。

现金流方面，2024 年，公司本部经营活动现金流净额为 13.35 亿元，投资活动现金流净额-13.38 亿元，筹资活动现金流净额 2.41 亿元。

（六）ESG 方面

公司注重安全生产与环保投入，跟踪期内，公司 ESG 表现尚可。

环境方面，公司所处行业为纸制品制造业，公司及子公司浙江山鹰纸业有限公司、华南山鹰纸业有限公司、山鹰华中纸业有限公司、山鹰纸业（广东）有限公司、山鹰纸业（吉林）有限公司、爱拓环保能源（浙江）有限公司、祥恒（莆田）包装有限公司属于重点排污单位，主要污染物为废水和废气。公司严格遵守《中华人民共和国环境保护法》等海内外法律法规及相关规定，并制定较为全面的环境管理制度，建立覆盖从公司总部到子公司各层级的环境管理体系。公司合理地利用各种资源，保障环保设施稳定运行，控制和消除污染，以确保各项污染物排放符合法律法规及相关规定的要求。跟踪期内，公司未发生环保事故。

生产方面，公司重视产品质量管理，各生产型子公司均设立品管部，负责统筹产品质量管理相关事宜，并定期开展品质分析会，针对产品质量开展回顾及讨论，依据客户要求及行业发展趋势，调整产品质量检测标准及方法、引入自动化设备、新技术，制定奖罚机制，持续优化质量管理措施，提高产品质量。2024 年，公司未发生产品召回事件，与下游客户合作关系良好。此外，公司积极响应帮扶政策。2024 年，公司公益慈善总投入 370.27 万元。

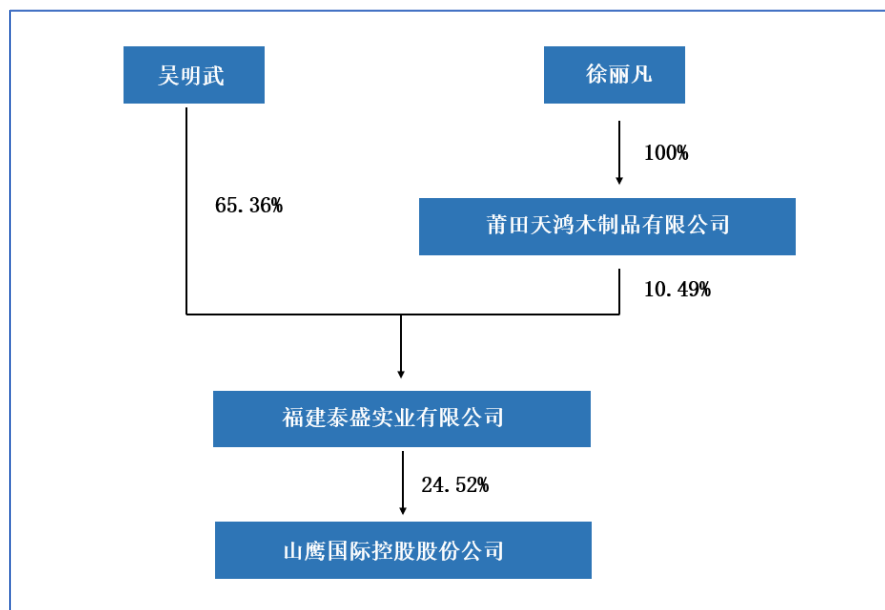
七、债券偿还能力分析

截至 2025 年 3 月底，公司存续期内债券为“鹰 19 转债”债券余额为 18.44 亿元，将于 2025 年内到期。截至 2025 年 3 月底，公司未受限的现金类资产为 13.48 亿元，对“鹰 19 转债”余额的保障程度较高；此外，若兑付日前出现较大规模转股情形，公司兑付压力将进一步缓解。

八、跟踪评级结论

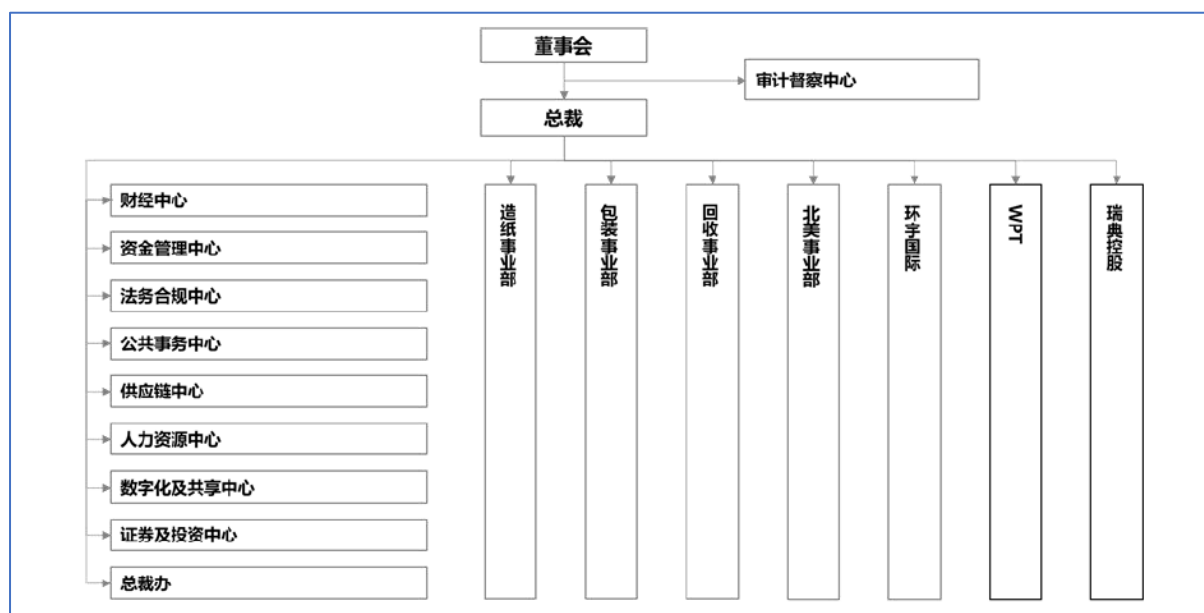
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“鹰 19 转债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司公告整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2025 年 3 月底）

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

资料来源：联合资信根据公司年报整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	45.90	36.01	50.60
应收账款（亿元）	45.47	40.55	42.12
其他应收款（亿元）	2.50	4.53	2.88
存货（亿元）	28.23	22.77	24.85
长期股权投资（亿元）	31.92	14.67	14.49
固定资产（亿元）	296.22	287.58	283.93
在建工程（亿元）	34.01	47.66	53.27
资产总额（亿元）	547.40	520.55	539.65
实收资本（亿元）	31.60	41.61	41.61
少数股东权益（亿元）	19.68	17.58	17.49
所有者权益（亿元）	157.15	168.30	168.57
短期债务（亿元）	210.38	195.82	211.22
长期债务（亿元）	97.74	61.16	71.19
全部债务（亿元）	308.12	256.98	282.41
营业总收入（亿元）	293.33	292.29	67.66
营业成本（亿元）	264.38	270.81	60.98
其他收益（亿元）	9.00	11.31	2.69
利润总额（亿元）	1.95	-4.23	0.36
EBITDA（亿元）	31.24	25.96	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	265.45	276.61	56.04
经营活动现金流入小计（亿元）	278.50	290.72	58.32
经营活动现金流量净额（亿元）	31.67	36.21	2.67
投资活动现金流量净额（亿元）	-25.57	-2.23	-7.87
筹资活动现金流量净额（亿元）	-11.86	-30.63	9.28
财务指标			
销售债权周转次数（次）	5.95	6.20	--
存货周转次数（次）	8.59	10.62	--
总资产周转次数（次）	0.55	0.55	--
现金收入比（%）	90.49	94.63	82.83
营业利润率（%）	9.00	6.27	8.58
总资本收益率（%）	2.68	1.35	--
净资产收益率（%）	0.65	-2.94	--
长期债务资本化比率（%）	38.35	26.65	29.69
全部债务资本化比率（%）	66.22	60.43	62.62
资产负债率（%）	71.29	67.67	68.76
流动比率（%）	47.51	40.36	45.24
速动比率（%）	37.48	32.24	36.65
经营现金流动负债比（%）	11.25	12.91	--
现金短期债务比（倍）	0.22	0.18	0.24
EBITDA 利息倍数（倍）	2.40	2.21	--
全部债务/EBITDA（倍）	9.86	9.90	--

注：1.公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2.长期应付款的有息债务部分计入长期债务及全部债务；3. “—”表示不适用
 资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2023 年	2024 年
财务数据		
现金类资产（亿元）	18.18	13.95
应收账款（亿元）	7.92	8.18
其他应收款（亿元）	48.85	49.28
存货（亿元）	5.48	4.34
长期股权投资（亿元）	180.79	201.66
固定资产（亿元）	46.86	44.27
在建工程（亿元）	1.59	0.94
资产总额（亿元）	316.59	326.82
实收资本（亿元）	44.71	54.71
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	127.31	146.72
短期债务（亿元）	93.63	78.78
长期债务（亿元）	32.69	5.56
全部债务（亿元）	126.32	84.34
营业总收入（亿元）	58.72	58.10
营业成本（亿元）	51.85	53.45
其他收益（亿元）	1.85	1.48
利润总额（亿元）	1.09	0.29
EBITDA（亿元）	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	83.45	65.05
经营活动现金流入小计（亿元）	425.64	459.59
经营活动现金流量净额（亿元）	19.78	13.35
投资活动现金流量净额（亿元）	-9.56	-13.38
筹资活动现金流量净额（亿元）	-11.20	2.41
财务指标		
销售债权周转次数（次）	6.73	6.77
存货周转次数（次）	8.08	10.88
总资产周转次数（次）	0.19	0.18
现金收入比（%）	142.12	111.96
营业利润率（%）	10.64	7.13
总资本收益率（%）	2.00	2.56
净资产收益率（%）	0.83	0.18
长期债务资本化比率（%）	20.43	3.65
全部债务资本化比率（%）	49.80	36.50
资产负债率（%）	59.79	55.11
流动比率（%）	53.39	44.27
速动比率（%）	49.83	41.77
经营现金流动负债比（%）	12.84	7.71
现金短期债务比（倍）	0.19	0.18
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/

注：1.公司本部债务未做调整；2.“/”表示未获取

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（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	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	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+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持