

股票简称：山鹰纸业

股票代码：600567

公告编号：临 2018-008

债券简称：12 山鹰债

债券代码：122181

债券简称：16 山鹰债

债券代码：136369

## **山鹰国际控股股份公司关于 上海证券交易所《关于对山鹰纸业媒体报道流动性风 险及高溢价收购资产等事项的问询函》的回复公告**

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

山鹰国际控股股份公司（以下简称“公司”或“本公司”）于 2018 年 1 月 10 日收到上海证券交易所《关于对山鹰纸业媒体报道流动性风险及高溢价收购资产等事项的问询函》上证公函[2018]0060 号（以下简称“问询函”），根据《问询函》的相关要求，现就函件有关问题回复如下：

一、2017年间，你公司先后收购北欧Nordic Paper Holding AB（以下简称 Nordic 公司）100%股权，交易金额约合19.52亿元；拟出资人民币5亿元设立全资子公司山鹰纸业（重庆）有限公司；拟出资人民币2亿元设立全资子公司山鹰环境资源有限公司；拟以自有资金4亿元人民币对全资子公司环宇集团国际控股有限公司进行增资；并以19亿元作价收购福建省联盛纸业有限责任公司（以下简称“联盛纸业”）100%股权等，全年多笔对外投资总额已超过50亿元。根据2016年年报，你公司货币资金总计21.97亿元，经营活动产生的现金流量净额为9.43亿元，投资活动产生的现金流量金额为-11.67亿元。请你公司补充披露：（1）公司全年对外投资总额、具体资金来源，并按每笔投资予以列表说明；（2）公司2017年底短期及长期借款余额、受限货币资金的占比情况；（3）结合上述情况说明公司流动资金是否充足，短期偿债压力是否较大，是否将存在偿付风险，以及相关判断依据。

回复：

（1）

单位：万元 币种：人民币

序号	对外投资项目	投资金额	资金来源	备注
1	成立并增资山鹰华中纸业有限公司	180,000	募集资金	因公司募投项目变更，对项目实施主体进行增资。
2	收购北欧纸业 Nordic Paper Holding AB100%股权	194,531	自有资金	交易金额为 24 亿瑞典克朗（人民币换算金额受汇率波动影响）。
3	受让环宇集团国际控股有限公司 100%股权	648	自有资金	全资子公司变更中。
4	增资环宇集团国际控股有限公司	40,000	自有资金	对全资子公司增资。
5	设立山鹰纸业（重庆）有限公司	50,000	自有资金	
6	设立山鹰环境资源有限公司（暂定名）	20,000	自有资金	
7	收购福建省联盛纸业有限责任公司	190,000	自有资金	
8	增资四川祥恒包装制品有限公司	1,660	自有资金	对全资子公司增资。
合计		676,839		

公司2017年度长期对外投资总额为人民币676,839万元，截止2017年12月底实际已投资金额为人民币300,596万元，其中，募集资金出资人民币68,065万元，自有资金出资人民币232,531万元。

鉴于公司预计2017年度实现净利润为人民币20亿元左右，考虑折旧和摊销因素，增加的现金流足够满足自有资金出资需求。2018年度公司实际尚需投入的投资款仅为联盛纸业收购项目款15.2亿元（第一笔收购款3.8亿元已支付），公司目前正在申请联盛纸业项目的并购贷款11亿元，因此需公司自筹金额仅为4.2亿元，公司预计2018年将产生的经营性现金流远超该金额。2018年公司将充分考虑上述已投资项目，合理规划后续资金安排。

（2）截止2017年12月底，公司短期借款余额为人民币48.90亿元，长期借款余额为人民币18.30亿元（不含北欧纸业），受限货币资金余额为人民币7.19亿元，约占公司2017年12月底总资产（未经审计）的比例分别为19.03%、7.12%和2.80%。

（3）根据公司现有债务结构，目前可预见的2018年度需偿还资金约人民币81亿元，明细如下：短期借款约人民币40亿元（扣除保证金、质押等需周转的流动资金贷款），短期融资券和超短期融资券金额为人民币36亿元，长期负债约人

人民币5亿元。

基于公司目前剩余融资额度较高、长短期负债品种配比合理、公司经营状况良好及项目并购贷款的使用等方面来看，公司认为，目前短期偿债压力较小，偿付风险可控。

首先，2017年度已获得银行融资授信和经公司股东大会审议通过的直接融资情况如下表所示：

单位：亿元 币种：人民币

融资品种	授信总额	已用授信额度	结余金额
流动资金贷款	58	40	18
超短期融资券	40	25	15
短期融资券	30	11	19
中期票据	30	0	30
公司债券	15	0	15
合计	173	76	97

上表反映，公司已用授信额度占授信总额的比例仅为44%，控制在较低水平，公司预留了人民币97亿元融资敞口应对人民币76亿元的短期借款周转的风险与压力。同时，公司融资品种配比合理，结余金额中可动用的长期负债占比较大，增强了公司短期偿债的能力。

其次，公司预计2017年度实现销售收入约人民币170亿元，而短期负债约人民币76亿元。从销售收入与短期负债配比上来看，短期负债占销售收入比例不到50%，维持在较合理的水平。

第三，截止2017年12月底，公司可动用库存资金人民币16亿元左右，保持了一定的资金流动性，保障短期资金运营的安全。

第四，从公司对外投资对短期资金的影响来看，公司2017年度重大对外投资项目主要是收购北欧纸业Nordic Paper Holding AB100%股权和收购联盛纸业100%股权。上述两个项目中，北欧纸业项目已申请并取得5年期并购贷款约人民币11亿元（受汇率波动影响），剩余收购款约人民币8.45亿元将通过自有资金支付；联盛纸业项目的收购款，公司拟使用自有资金约人民币8亿元和并购贷款约人民币11亿元支付。目前针对联盛纸业项目的7年期并购贷款正在审批中，公司预测

联盛纸业的未来现金流能够覆盖该并购贷款的还本付息。通过并购贷款的方式，公司解决了投资项目的大部分资金来源，对短期资金的占用控制在较合理范围，并且并购项目的盈利能力和现金流良好，可有效降低和对冲长期负债到期的风险。

综上，公司短期偿债压力较小，偿付风险可控。

二、请你公司结合联盛纸业生产、设备情况、当前产能情况、生产线开工情况、产品品质、市场占有率等相关情况，补充披露联盛纸业依资产基础法及收益法估值差异较大的原因，后续对联盛纸业四条生产线进行技改的具体安排。

回复：

联盛纸业主要生产高档包装纸板产品，严格按照国家标准及用户要求组织生产、提供产品，经过十多年的发展，联盛纸业生产经验丰富，产品质量较优，客户满意度较高，与客户建立了稳定长期的合作关系，在市场竞争中处于较为有利的地位，节省了大量的市场开拓和广告宣传费用。

联盛纸业共有四条纸机生产线，采用国内外领先设备，具体情况如下：

生产线名称	原设计产能	购置日期	纸机制造商	产品
PM1 生产线	年产 15 万吨	2007 年	乐山成发	瓦楞原纸
PM2 生产线	年产 30 万吨	2009 年	安德里兹/乐山成发	箱板纸
PM3 生产线	年产 30 万吨	2012 年	维美德	瓦楞原纸
PM4 生产线	年产 10 万吨	2012 年	乐山成发	瓦楞原纸

联盛纸业分别于 2016 年和 2017 年对上述生产线进行技改，总投资为人民币 8,884.03 万元，并已于 2017 年 12 月完成技改。目前联盛纸业的纸机生产线全部开工，实际产能利用率已超过 100%，生产运行稳定，规模效益显现明显。

由于国家在节能环保方面的努力，导致很多不正规的造纸小企业关停整顿，行业集中度明显提升，给联盛纸业这样的大型造纸企业提供了更大的市场空间，保证其市场占有率。根据中国造纸工业年度报告中“重点造纸企业产量排名”的数据，2015年度和2016年度联盛纸业的产能规模（82万吨）在全国造纸企业中分别排名第二十一位和第二十二位，占有率稳定。

鉴于运输成本等原因，联盛纸业销售区域主要以福建省本地为主，根据中国造纸工业2016年度报告数据统计，2016年福建省纸及纸板产量为705万吨，联盛纸业年产82万吨，市场份额约为11.63%，其中，联盛纸业在漳州和厦门市场的占有率较高。

此外，受国家环保政策日益趋严、淘汰落后产能等因素影响，新建造纸项目及其重要配套设施的审批更加严格。而联盛纸业拥有自备热电厂，实现了热电联产，有利于成本的节降。

综上，联盛纸业的生产效率、内部管理、地理优势、客户资源、销售资源、市场占有率、自备热电厂等因素无法在资产基础法中考虑，收益法评估综合考虑了上述因素对股东全部权益价值的影响。故资产基础法与收益法的评估结果差异较大。

公司完成对联盛纸业的收购后，计划于2018年对PM1生产线和PM3生产线进行技改，2019年对PM2生产线和PM4生产线进行技改，包括造纸生产线技改工程、热电厂技改工程等，经初步测算，预计技改投入金额为人民币8,940万元，新增年收益额为人民币3,853万元，回本期2.32年，技改完成后将增加高毛利纸种产量，降低消耗，产能规模提升至105万吨。目前市场上的纸机设备实际使用寿命较会计折旧年限（20-25年）更长，上述四条纸机通过技改，使用寿命可超过20年。后续的生产线技改实施尚需取得相关部门的批复后方能进行，具有一定的不确定性。

三、根据公告，联盛纸业成立于2004年，联盛纸业（龙海）有限公司（以下简称“联盛龙海”）成立于2010年。请你公司：（1）对比说明上述两家公司在生产设备、主要产品、产能、技术、客户资源、地理位置等方面优劣势情况；（2）补充披露上述两家公司在客户、供应商、管理人员、业务等方面是否存在交叉重叠；（3）公司在收购联盛纸业后对联盛纸业原有客户资源是否可以全面承接，是否将与联盛龙海在原材料采购、客户资源及市场占有等方面形成竞争；（4）结合产能及产品情况，补充披露上述两家公司在2016年及2017年1-9月实现净利润差异较大的原因；（5）补充披露本次交易是否存在媒体报道中收购落后产能的情形，并分析说明依据。

回复：

公司本次收购仅针对自然人陈加育先生持有的联盛纸业100%股权。

（1）联盛纸业成立于2004年，联盛龙海成立于2010年，上述两家公司的产能和产品品种情况具体如下：

公司	生产线名称	年设计产能	产品
联盛纸业	PM1 生产线	15 万吨	瓦楞原纸

(福建省漳州市长泰县)	PM2 生产线	30 万吨	箱板纸
	PM3 生产线	30 万吨	瓦楞原纸
	PM4 生产线	10 万吨	瓦楞原纸
	<b>合计</b>	年产 85 万吨	
联盛龙海 (福建省龙海市角美镇)	PM5 生产线	35 万吨	挂面箱板纸
	PM6 生产线	30 万吨	高瓦
	PM7 生产线	30 万吨	纱管纸/箱板纸
	PM8 生产线	60 万吨	涂布白板纸
	PM9 生产线 (2017 年 12 月投产)	45 万吨	挂面箱板纸
	<b>合计</b>	年产 200 万吨	

注：以上联盛龙海的产能和产品品种信息来源于“中国纸业网”。

本次收购前，联盛纸业系联盛龙海主要子公司，产品类别存在部分重叠，但两家公司的同纸种产品根据细分克重不同存在互补性，联盛纸业主要生产高克重瓦楞原纸，联盛龙海则生产的是低克重瓦楞原纸。此外，联盛龙海现有90万吨纱管纸和涂布白板纸生产线，纱管纸和涂布白板纸与箱板瓦楞纸相比，近年来盈利能力较弱。两家公司区位优势相当，均位于原材料充足、包装纸板需求集中的福建省，面向福建省、珠三角、长三角的客户资源。

(2) 联盛纸业和联盛龙海各自独立经营，公司收购联盛纸业后，将对其人员及业务进行整合，核心管理人员由公司直接任命，两家公司不存在人员重叠的情形。由于联盛纸业和联盛龙海均地处福建省，经济销售半径较为相近，客户和供应商方面存在部分重叠，但其产品品种和克重范围并不完全相同，考虑到造纸行业以产定销的特点，客户可根据特定的采购需求进行采购。

(3) 本次收购完成后，公司对联盛纸业原有的客户资源可全面承接。鉴于两家公司区位及主要产品品种存在部分重叠，在原材料采购、客户及产品销售方面存在一定的竞争关系。通过本次收购，联盛纸业将受益于本公司成熟的原材料废纸收购渠道及产品销售网络，在成本控制及产品销售方面具有规模优势。

(4) 联盛龙海和联盛纸业2016年度及2017年1-9月的营业收入和净利润金额如下：

单位：万元 币种：人民币

公司名称	2016年度		2017年1-9月	
	营业收入	净利润	营业收入	净利润
联盛纸业	197,652.81	2,383.02	208,523.09	9,808.41

联盛龙海	400,315.41	6,476.23	362,340.63	16,898.61
------	------------	----------	------------	-----------

注：联盛龙海数据未经审计，联盛纸业数据已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计。

鉴于本次收购仅针对自然人陈加育先生持有的联盛纸业100%股权，上述联盛纸业和联盛龙海2016年度及2017年1-9月净利润实现数的差异，公司认为主要在于两家公司的产能规模和产品品种均有不同。从产能规模来看，联盛纸业2016年年产量为82万吨（尚未完成技改），2017年前三季度产量为61万吨。联盛纸业和联盛龙海的产能规模差异约为联盛龙海的一半，与两家公司在营业收入和净利润方面的差异比例基本相符；从产品毛利来看，联盛龙海生产的低克重瓦楞原纸毛利相对联盛纸业生产的高克重瓦楞原纸更高。

综上所述，联盛龙海产能规模大，箱板纸占比高，瓦楞原纸以低克重为主，箱板瓦楞纸的盈利能力较联盛纸业更具优势。

（5）根据中国造纸协会的造纸工业“十三五”发展目标：“预计到2020年年产100万吨以上大型综合性制浆造纸企业集团达到20家”，以及联盛纸业依据中国造纸工业年度报告中的“重点造纸企业产量排名”数据，联盛纸业属于国内排名较靠前的大型造纸企业。

且公司认为，联盛纸业虽然在产能规模方面不及联盛龙海，但其拥有稳定的客户及销售资源，生产经营情况良好，具备持续盈利能力，且配备自备热电厂，实现热电联产，提高了能源的利用率，在当前包装纸行业景气度提升的环境下，同等规模的并购项目在国内市场中更加稀缺。综上，本次交易不存在媒体报道中收购落后产能的情形。

四、根据公告，联盛纸业2016年净利润为2383万元，2017年1-9月净利润为9808万元，且该次收购联盛纸业的交易，以联盛纸业2017年净利润不低于1.3亿元为第三期交易款项支付的先决条件。请你公司：（1）补充披露联盛纸业是否就后续年度业绩作出承诺。如是，请补充披露并说明该业绩承诺的情况，及是否对本次交易造成影响；如否，请说明本次高溢价收购仅对2017年业绩作出约定的原因及其合理性；（2）如后续标的资产实际盈利未能达到收益法评估中的盈利预测，请补充披露可能带来的大额商誉减值等风险及公司的相关应对措施。

回复：

(1) 公司本次收购联盛纸业事宜，是根据市场化原则，与自然人陈加育先生自主协商，达成一致的结果，交易对方并未就联盛纸业后续年度业绩做出承诺。公司本次溢价收购联盛纸业的合理性分析如下：

首先，华南地区是中国经济发达地区之一，也是国内包装纸用量最大的区域之一，目前本公司在该区域没有生产基地，在战略布局上是个缺陷，要完善公司的区域布局，只能通过新建项目或并购来实现。但造纸类新建项目从审批到建设都需要企业具有较高的管理能力，时间长、事务多、风险高、见效慢。并且随着国内减排政策和环保监管力度加大，新建如联盛纸业同类规模的造纸项目及重要配套设施较难在短期内获批。且因造纸行业属于资金密集型行业，新建项目的投资金额巨大，设备调试期和市场培育期较长，短期内很难产生业绩，而联盛纸业已具备稳定持续的经营性现金流入。因此，与新建造纸项目相比，并购是造纸企业扩大产能规模、快速扩张相对容易的有效手段。而公司本次收购的联盛纸业总产能技改完成后将达到105万吨，属于国内大型造纸企业，如此规模的并购项目在国内市场中更加稀缺。

其次，随着国内减排政策和管理力度加大，环保监管标准趋严，造纸行业门槛进一步提高，未达到规定产能标准以上的企业可能面临被政策强制淘汰。并且，根据市场趋势，公司认为，未来几年仍是包装纸行业的增长期，相比文化纸、白卡纸，包装纸行业的集中度还比较低，行业正处在一边增长一边集中的状态。由于大型企业在原料供应和产品销售方面具有天然优势，未来造纸行业的竞争更加是大型企业间的竞争，现阶段企业如果不扩张，不仅可能被国家政策淘汰，更可能被市场竞争淘汰。

第三，公司是目前国内唯一一家集废纸收购渠道、包装原纸生产、纸板、纸箱生产制造、物流于一体的全产业链纸业集团企业，在原材料废纸收购渠道和产品销售方面具有较大优势。本次收购完成后，联盛纸业将拥有原材料废纸收购优势，节降生产成本，增强盈利稳定性，本公司在市场中的规模优势也将进一步显现。同时，联盛纸业产品亦有销往广东市场，有助于公司扩展华南市场，进一步扩大公司造纸业务在国内的区域布局，符合公司未来发展战略。

第四，在生产设备类同的情况下，与公司全资子公司浙江山鹰纸业有限公司相比，联盛纸业的产品毛利较低，本次收购完成后，通过业务整合、提升内部管



理水平和运营效率并实施技改计划，联盛纸业的未来业绩预计有一定的改善提升空间。

综上，基于公司完善区域布局的需要、国内环保政策、包装纸行业发展趋势、联盛纸业项目的稀缺性、与公司现有业务具有协同效应等方面的考虑，以及公司在收购前对联盛纸业的尽职调查，公司认为收购联盛纸业是公司战略发展布局的需要及对未来造纸行业发展的看好，具有合理性。

(2) 本次收购联盛纸业相比账面净资产增值率较高。本次收购完成后，公司将确认较大金额的商誉，若联盛纸业在未来经营中不能较好地实现其预期收益，则存在商誉减值的风险，从而对公司经营业绩产生不利影响。

为应对商誉减值风险，公司将做好联盛纸业并购后的各项整合工作，包括人员、内部管理、规范运作、资产及业务、企业文化等方面，提升整合绩效，发挥上市公司与联盛纸业之间的协同效应，确保联盛纸业持续稳定经营，实现预期经济效益。

**五、根据公告，联盛纸业对联盛龙海的担保总额为31.48亿元，该担保根据股权转让协议的相关安排，将在2018年12月20日前解除。同时，在满足协议约定条件下，共计18.5亿元的前三笔交易价款将在担保解除前就支付给股权转让方。请补充披露：（1）设定较长担保解除时限的原因及其合理性；（2）若在解除对联盛龙海的大额担保前，发生需由联盛纸业履行担保责任的情况，公司的相关解决措施及事后救济安排。**

**回复：**

(1) 根据联盛纸业的审计报告，截至2017年9月底，联盛纸业对联盛龙海的担保总额为人民币31.48亿元，联盛龙海及其关联方对联盛纸业的担保总额为人民币16.48亿元，上述两家公司在本次收购前存在互相担保的情形，出于对两家公司的现金流平稳过渡以及平稳转贷、获取新授信批复的考虑，双方一致同意将担保解除时限定在2018年12月20日前。

(2) 若在解除对联盛龙海的大额担保前，发生需由联盛纸业履行担保责任的情况，公司的相关解决措施及事后救济安排如下：

首先，交易双方签署的《股权转让协议》中特别赔偿及解除条款中约定如联盛龙海未在协议规定的期限内解除联盛纸业对其的担保事项并且在本公司指定

的合理期限内仍未予解除的，本公司有权解除本协议及其他交易文件，并要求陈加育先生赔偿因此给本公司造成的全部损失。

其次，本次交易对方为自然人陈加育，陈加育先生是本次转让协议的主债务人，其配偶及联盛龙海为本次转让协议履约的连带担保人，即陈加育先生及联盛纸业的主要义务包括根据协议按期解除联盛纸业对联盛龙海贷款的担保责任，上述担保措施可以有效降低陈加育先生及联盛纸业不履行按期解除担保义务的风险。

第三，联盛纸业给联盛龙海提供的人民币31.48亿元贷款担保中，联盛龙海以其自有资产进行抵押担保，联盛纸业仅提供信用担保的金额为人民币8亿元。

第四，本次收购完成后，联盛龙海计划为上述联盛纸业提供担保的银行贷款以其自有资产追加不动产（房屋）抵押担保，该不动产（房屋）的市场价值为人民币50亿元左右。目前上述拟追加的不动产（房屋）正在办理产权证，预计2018年2月28日前可办理完毕，届时，联盛龙海将使用上述不动产全部用于追加担保。

第五，公司、联盛龙海及与联盛龙海合作的银行三方已进行了沟通，银行同意在收购协议签订后立即发起新的授信及变更担保方，并计划于2018年6月底前完成变更流程。

第六，截至2017年9月底，联盛龙海的固定资产账面价值为人民币68.66亿元，加上联盛龙海目前正在办理产权证书的不动产（房屋）的市场价值，全部用于联盛纸业为联盛龙海担保的银行贷款后，偿债能力提高，违约风险较小。

综上，本公司认为，若在解除对联盛龙海的大额担保前发生需由联盛纸业履行担保责任的情况，本公司可以有效控制风险。

特此公告。

山鹰国际控股股份公司董事会

二〇一八年一月十七日