

湖南泰格林纸集团有限责任公司

2007 年 8 亿元企业债券信用评级分析报告

评级结果

企业主体长期信用等级：AA⁻

本期企业债券信用等级：AA⁺

评级时间：

2007 年 4 月 27 日

主要数据

项 目	2004 年	2005 年	2006 年
资产总额（万元）	750369.42	869271.03	1093906.55
所有者权益（万元）	203628.10	235654.02	286614.33
主营业务收入（万元）	300471.65	416654.87	477121.38
利润总额（万元）	16553.31	19440.88	19947.62
资产负债率（%）	59.96	59.07	62.68
全部债务资本化比率（%）	56.72	55.70	59.69
净资产收益率（%）	4.04	4.12	3.89
流动比率（%）	120.01	112.23	102.51
EBITDA 利息倍数（倍）	4.06	4.53	4.21
债务保护倍数（倍）	0.08	0.11	0.07

分析员

张晓斌 杨茗茗 朱海峰

电话

8610-85679696

传真

8610-85679228

地址

100022

北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号

中环世贸中心 D 座 7 层

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

Http: www.lianheratings.com.cn

评级观点

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

湖南泰格林纸集团有限责任公司（以下简称“公司”）是我国大型造纸企业集团之一，资源优势明显。近几年，公司生产规模逐年扩大，主营业务收入稳步增长，盈利能力和获取现金能力较强，但债务负担重。公司可得到湖南省政府的大力支持，未来有较大的发展潜力，主体信用风险较低。本期企业债券由公司自有资产进行抵押，并建立偿债基金以保障本期企业债券本息的到期偿还。

总体看，公司本期企业债券不能还本付息的风险很小。

优势

1. 近几年，我国造纸行业整体发展良好，并且是近年投资的重点，行业发展前景良好。
2. 公司是我国最早实施“林纸一体化”的企业，资源优势明显，公司长远发展具有资源优势。
3. 公司能得到湖南省政府在产业政策、投融资等方面的有效支持，发展潜力较大。公司研发能力较强，技术储备充足，为公司的长远发展奠定了坚实的技术保障。
4. 近几年，公司主营业务收入稳步增长，盈利能力和获取现金能力较强。
5. 公司建立偿债基金，可有效分散本期债券一次还本付息的压力；且本期企业债券将采用提前偿还方式，可有效降低偿债风险。
6. 本期企业债券投向——怀化林浆纸一体化项目前景看好，是本期债券偿债的有力保障。

关注

1. 造纸行业属于完全竞争行业，部分产品市场竞争激烈，企业经营压力较大。
2. 近年来，公司由于对林业、环保等基础性投入资金较大，债务负担重，有一定的债务压力。
3. 本期债券由公司自有资产进行抵押担保，抵押资产的未来变现价值、变现的可操作性存在一定的不确定性。

信用评级报告声明

- 除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与湖南泰格林纸集团有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与湖南泰格林纸集团有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 联合资信与评估人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因湖南泰格林纸集团有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由湖南泰格林纸集团有限责任公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。
- 湖南泰格林纸集团有限责任公司 2007 年 8 亿元企业债券信用等级自本期债券发行之日起至到期日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内该债券的信用等级有可能发生变化。

一、发债主体概况

湖南泰格林纸集团有限责任公司（以下简称“公司”）前身是成立于 1958 年的岳阳造纸厂，1996 年，根据湖南省人民政府办公厅湘政办函（1996）199 号关于同意《湖南省岳阳造纸厂建立现代企业制度试点实施方案》的批复，公司整体改制为岳阳纸业集团有限责任公司；2000 年，公司兼并了湖南沅江造纸厂和岳阳木材总公司；2000 年 9 月，公司联合中国华融资产管理公司、湖南省造纸研究所等单位及自然人共同发起设立岳阳纸业股份有限公司（以下简称“岳阳纸业”）；2001 年，公司兼并了湖南冷水滩造纸厂；2004 年，经湖南省人民政府国有资产监督管理委员会湘国资函（2004）48 号文件批准，公司更为现名。截至 2006 年底，公司注册资本 150000 万元，公司实际控制人为湖南省国有资产监督管理委员会。

公司经营范围主要包括：纸浆、机制纸及纸板制造；杂件印刷；造纸机械制造、安装及技术开发、服务等。截至 2006 年底，公司下属 15 家全资子公司、2 家控股子公司和 2 家参股子公司（参见附件 5），公司拥有员工 10866 人。

截至 2006 年底，公司合并资产总额 1093906.55 万元，负债总额 685690.94 万元，所有者权益 286614.33 万元。2006 年公司实现主营业务收入 477121.38 万元，利润总额 19947.62 万元；经营活动产生的现金流量净额 39497.40 万元，现金及现金等价物净增加额 5204.67 万元。

公司注册地址：湖南省长沙市星沙镇长沙经济技术开发区；公司法定代表人：王祥。

二、本期债券及债券筹资项目概况

1. 本期债券概况

经国家发展和改革委员会“发改财金（2007）602 号”文批准，公司计划于 2007 年发行人民币债券 8 亿元，债券期限为 10 年，采

用固定利率。本期债券采用单利按年计息，不计复利，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债务由公司自有资产进行抵押担保。

2. 本期债券投资项目概况

本期债券募集资金 8 亿元，将全部用于公司怀化年产 40 万吨漂白硫酸盐木浆及 14 万公顷原料林基地林纸一体化项目。该项目已经通过了国家发展和改革委员会（发改工业[2005]2725 号）和国家环境保护总局（环审[2005]356 号）的审批。

怀化是我国林业改革试验区和全国林业分类经营改革示范区之一，属国家速生丰产用林基地的重点地区。怀化宜林山地充足，木材、水、电及煤炭等资源丰富，交通运输方便，有利于林纸一体化项目的建设。

该项目主要建设内容是一条年产 40 万吨漂白硫酸盐木浆生产线、配套建设的 14 万公顷原料林基地以及必要的公用设施等。项目总投资为 434690 万元，其中配套 14 万公顷原料林基地建设项目总投资为 117757 万元，年产 40 万吨漂白硫酸盐木浆项目总投资为 316933 万元。项目建设资金来源于项目资本金 134690 万元（其中湖南省国资委为项目建设投入 61000 万元资本金，湖南省财政厅为项目建设注入 50000 万元资本金，国家开发银行政府信用贷款 21000 万元，剩余 2690 万元资本金由企业以固定资产折旧、利润留成等筹集），占总投资的 31.0%；发行 8 亿元企业债券，占投资总额的 18.4%；其余 220000 万元由银行贷款解决（2007 年 3 月公司已和中国银行湖南分行和深圳分行签署《借款合同》，两家分行组成行内银团提供 22 亿元贷款，现已开始提款）；项目所需外汇由企业用人民币向有关银行购汇解决。

40 万吨制浆项目建成后，年平均销售收入（含税）187200 万元，年平均所得税 20110 万元，年平均税后利润 45506 万元，财务内部收益率（税后）为 19.12%，全部投资回收期（税后）6.39 年（含建设期）。配套 14 万公顷原料

林基地项目实施期内年均可产木材 118.23 万立方米，松脂 0.92 万吨，年均销售收入 41342 万元、税费 6031 万元、利润 16454 万元，项目投资利润率 13.85%，项目静态投资回收期 9.23 年。

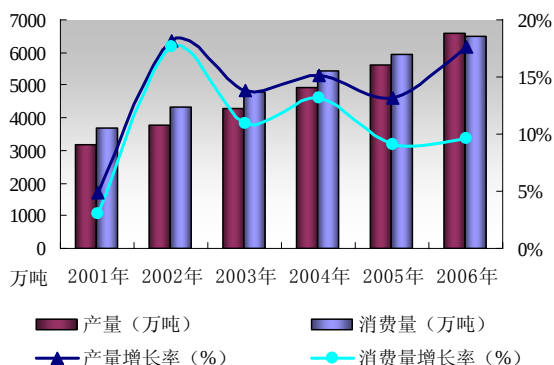
综合来看，公司本期债券募集资金将全部用于怀化年产40万吨漂白硫酸盐木浆及14万公顷原料林基地林纸一体化项目。项目建成投产以后，有望显著增加公司经济效益，并有利于调整当地农业、林业产业结构，维护生态平衡。

三、行业分析

1. 行业现状

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

图 1 我国造纸、消费量及增长率



数据来源：中国造纸协会，中国包装网，中国纸网

我国是造纸大国，同时也是消费大国，在总量上供不应求，在结构上高中档产品的供求矛盾突出。目前，我国造纸总产量已经跃居世

界第2位，仅次于美国。据中国纸网报道，2006年我国纸及纸板产量为 6589 万吨，同比增长 117.67%；消费量为 6498 万吨，同比增长 9.58%（参见图 1）。

2. 原材料

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

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

在纸浆消费结构逐步改善的同时，我国纸浆产量结构却遭遇瓶颈。我国天然林资源匮乏，用于造纸原料的速生林起步较晚，目前还不成规模，因此木浆原料短缺，大量木浆需要依靠进口。从2005年数据看，我国纸浆生产中，木浆产量为355万吨，远低于1144万吨的消费量。因此，我国每年需要从国外进口大量木浆以满足国内纸业生产的需求。同时，我国还需从美国、日本等国进口大量废纸，以满足废纸浆的生产需要。

3. 行业关注

环境保护

据国家环保总局报道，2004年，我国工业废水排放量为221.1亿吨，其中造纸行业废水排放量为31.8亿吨，占总排放量的14.4%，仅次于

化工行业。从废水中最主要的化学耗氧量指标COD来看，全国工业COD总排放量为509.7万吨，其中造纸行业占33.0%，高居第一。可以看出，造纸行业是高污染行业，对环境的影响大。

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

行业集中度低

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

表1 我国前10名造纸企业行业集中度

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

资料来源：中华纸业，中国银河证券研究中心

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

较大差距，产业集中度有待进一步提高。由于环保政策的严格执行，行业集中的速度在加快。湖南省于2006年12月31日关闭了8家洞庭湖周边造纸企业，2007年3月31日又关闭了100余家造纸企业。目前环洞庭湖区只有泰格的两家造纸公司环保达标。

人民币升值

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

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

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

总体看，人民币升值对造纸工业的影响是利大于弊。

4. 国家政策

产业政策支持

“十一五”规划纲要提出了“调整造纸工业原料结构，降低水资源消耗和污染物排放，淘汰落后草浆生产线，有条件的地区实施林纸一体化工程”的要求。2007年，我国将正式颁布《造纸产业发展政策》和《造纸工业发展十一五规划纲要》，上述政策的实施，造纸企业将面临一次大规模整合，不符合环保要求的中小纸厂将被淘汰。国家产业政策将鼓励大型企业的进一步发展，整合完成后的大型造纸企业将面临更好的发展机遇。

林纸一体化

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

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

反倾销保护

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

表2 我国对造纸行业采取反倾销保护政策

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

资料来源：中国银河证券研究中心

国家对造纸行业的反倾销保护使得我国造纸行业获得了长足的发展，竞争力大幅提升。以新闻纸为例，自1998年我国对美国、加拿大

和韩国进口新闻纸实施反倾销措施以来，国内新闻纸行业获得了发展良机，新上了一批国际一流的大型纸机。目前国产新闻纸已成为国内市场的主流，并成功出口到国外。

但是，由于反倾销保护政策的实施，使得我国国内造纸企业产能急剧扩张，尤其是新闻纸产能扩张已经显现，企业市场压力逐年增大。随着反倾销政策期限的即将到期，我国企业将失去政策保护，经营压力将有所增加。

税收优惠政策

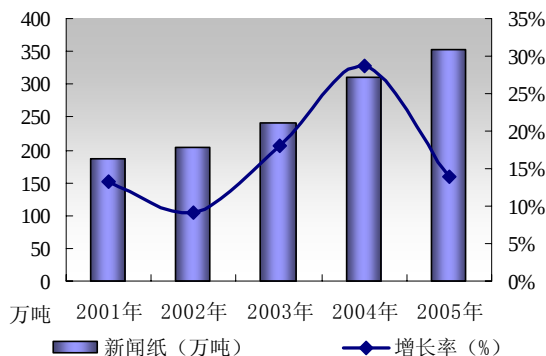
近几年我国造纸业的快速发展，尤其是进口纸和纸浆的用汇总额仅次于石油和钢材，已经受到政府的高度重视。国家已将造纸行业列入国债支持技术改造的重点行业之一，制定了一批国债技改项目，并且对列入国家财政债券支持的重点造纸技术改造项目将给予以下优惠政策：进口设备免征关税和进口环节增值税；项目专项贷款企业可享受国家财政贴息优惠政策；技术改造所需国产设备投资的40%可享受抵免企业所得税；暂停征收固定资产投资方向调节税。

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

5. 主要造纸子行业

新闻纸

图2 近5年我国新闻纸消费量



资料来源：中国造纸年鉴、中金公司研究部

新闻纸主要用于报业。随着我国报纸出版

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

文化纸（胶版纸）

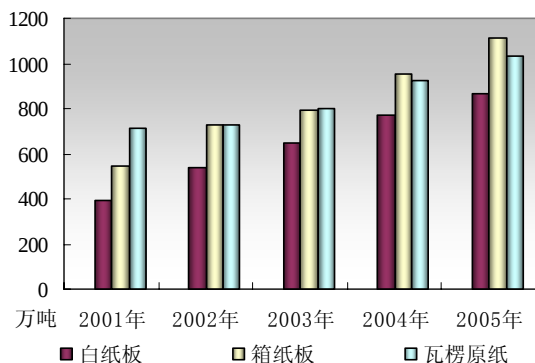
胶版纸又称双胶纸，主要供胶版印刷书刊、图片、插页和需要长期保存的文献、资料等。高档胶版纸用途广泛，主要用于各类书籍及教科书，其次用于广告插页、产品目录、海报等。胶版纸是我国多数中小纸厂的主要产品，很多是采用自制麦草浆和苇浆抄造，生产的纸属于中低档次，在质量相差无几的情况下主要是价格竞争，因此竞争激烈，利润率较低。高档胶版纸的利润率较高，但我国生产高档胶版纸的厂家较少，高档胶版纸经常出现供不应求的局面。

包装纸

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

图3是我国主要包装纸近5年产量情况，可以看出，白板纸、箱纸板和瓦楞原纸产量逐年增长，2005年分别为863万吨、1115万吨和1035万吨，继续保持较好增长态势。

图3 我国主要包装纸产量情况



资料来源：中国造纸年鉴、中金公司研究部

6. 未来发展

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

①调整原料结构。逐步实现以木材纤维为主，扩大废纸回收利用，合理使用非木纤维，使木纤维纸及纸板占总消费量的比重进一步提高；

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

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

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

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

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

四、基础素质分析

1. 企业规模

经过近50年的发展，公司已经成为集林业建设、制浆造纸、发电供热、轻机制造、木材加工、港口运输、科研设计、国际贸易、房地产开发等于一体的国有大型一类企业。截至2006年底，公司拥有造纸生产线27条，年造纸生产能力90万吨，产品30多个品种、100余种规

格，主导产品为中高档新闻纸、低定量涂布纸、颜料整饰胶版纸，拥有“岳阳楼”、“泰格·风”、“泰格·雅”、“泰格·颂”注册商标。

据中国造纸协会2005年报道，公司在全国重点造纸企业统计排名中，销售收入 42.07亿

元，排第8位；产量64.28万吨，排第8位。2006年，中国企业联合会、中国企业家协会共同评定公司为2006中国制造业500强第350名，列造纸及纸制品加工业第4名。公司主要竞争对手情况见表3。

表3 2005年国内造纸企业排名

排名	按销售收入排名		按产量排名	
	公司名称	销售收入（万元）	公司名称	产量（万吨）
1	山东晨鸣纸业集团股份有限公司	1716831	东莞玖龙纸业有限公司	228.00
2	山东华泰集团有限公司	751289	山东晨鸣纸业集团股份有限公司	205.46
3	金东纸业（江苏）有限公司	688366	金东纸业（江苏）有限公司	148.06
4	山东太阳纸业股份有限公司	591668	东莞理文造纸有限公司	119.08
5	东莞玖龙纸业有限公司	539979	山东太阳纸业股份有限公司	108.50
6	山东博汇纸业集团有限公司	520280	宁波中华纸业有限公司	100.73
7	山东泉林纸业有限责任公司	459500	山东华泰集团有限公司	83.67
8	湖南泰格林纸集团有限责任公司	443388	湖南泰格林纸集团有限责任公司	64.28
9	东莞理文造纸有限公司	392896	山东博汇纸业集团有限公司	62.72
10	芬欧汇川（常熟）有限公司	308000	芬欧汇川（常熟）有限公司	55.00

资料来源：中国造纸协会

2. 人员素质

截至 2006 年底，公司拥有员工 10866 人。从学历结构看，公司大专以上占 30.31%，高中、中专占 44.30%，初中以下占 25.39%；按年龄分类，30 岁以下员工占 21.81%，30 岁～50 岁员工占 62.95%，50 岁以上员工占 15.24%。综合看，公司年龄结构基本合理，但学历水平有待提高。

公司现有高级管理人员 7 人，均具有大专以上学历，大多已在公司工作多年，具有丰富的行业从业经历和较高的专业水平。

公司董事长王祥先生，现年 63 岁，大学学历，高级经济师，第十届全国人大代表，中国造纸学会副理事长、中国造纸协会常务理事、国家计委产业发展司特聘造纸知名专家。王祥先生曾任岳阳造纸厂副厂长、湖南岳阳纸业集团有限责任公司总经济师、总经理。曾先后被评为全国轻工系统劳动模范、2001 年获全国五一劳动奖章、2004 年荣获全国绿化奖章、环保人物奖、全国十大品牌英才奖等。

公司总裁黄亦彪先生，现年 51 岁，大专文化，高级讲师。黄亦彪先生历任岳阳师范学院数学系党总支书记；岳阳纸业集团有限责任公司

司技工学校校长、湘西保靖县扶贫工作组组长、岳阳纸业集团总经理助理、党委副书记、公司董事会董事；岳阳纸业股份有限公司副董事长、总经理。2004 年 11 月至今担任集团公司副董事长、总裁、党委副书记。

总体看，公司管理团队综合素质较高，团队凝聚力较强。

3. 技术水平

公司拥有一个国家级技术中心、一个博士后科研工作站和一个林业科研所，公司建立了具有国际 ISO 标准的恒温恒湿实验室，各类分析、检测的科研设备齐全。公司现有工程技术人员近 600 人，并高薪聘请了国内外各类专家 40 余人作为公司做技术顾问。

经过多年的技术创新与发展，公司拥有一系列自主知识产权的核心技术。公司在国内率先采用并发展了 APMP 国际最新清洁工艺的高得率制浆技术，尤其是意大利杨 PRC-APMP 化学机械制浆技术开发应用居国际领先水平，该项目获 2003 年国家科技进步二等奖；公司是国内首家开发以废纸浆生产高质量轻量涂布纸的企业，以机械浆配抄轻量涂布印刷纸、精制高

白彩印新闻纸、轻型印刷纸、颜料整饰胶版纸的工艺技术居国内外先进水平；公司在国内首创开发了硫酸盐化学苇浆四段漂白（CEPHP）新工艺、马尾松磨石磨木浆过氧化氢漂白新工艺、板式蒸发器处理草浆黑液等新技术。

截至 2006 年底，公司共开发了国家级与省级新产品 24 个，其中国家级新产品 4 个，省级新产品 20 个；申报专利 32 项，获国家授权专利 18 项。

总体来看，公司研发能力较强，技术储备充足，为公司的长远发展奠定了坚实的技术保障。

4. 环境保护

公司造纸以木浆为主要原料，污染相对较小，同时采用了先进科技和先进装备，在不提高排污成本的前提下达到国家环保标准。公司目前拥有国内第一条杨木 APMP 制浆生产线和第一条投入工业化生产的 PRC-APMP 制浆生产线。这两条制浆生产线都是得率高、污染排放低、无硫化物产生的清洁工艺制浆生产线。APMP 制浆生产线得率高达 90% 以上（一般化学制浆得率只有 50% 左右），生产过程中产生的污染负荷比传统的化学制浆工艺要低 70%~80%，水耗要低 80%~90%。PRC-APMP 制浆生产线得率更高，经济效益和环保效益更显著。

在综合性污水处理方面，公司累计投资 8500 万元建成了日处理能力 8 万立方米的污水处理系统，排放的污水完全达标，而且还实现了部分废水的循环利用。

本期债券投向怀化项目将采用德国环保标准，属于清洁工艺。

总体来看，环境因素对公司经营产生不良影响的风险甚微。

5. 资源优势

林业资源优势

公司从 2000 年率先在全国造纸行业提出并实施“林纸一体化”的战略。公司主要通过

租地造林、股份合作造林、订单造林、委托造林、收购青山、吸收合并国有林场和地方林场等方式控制林业资源。另外，公司成立了育苗研究所、不同林木品种的基因库和苗圃基地，形成了优良品种选育、育苗、林地建设和管理完善的速生林建设体系。经过近几年的经营，公司创造了四个全国第一：一是企业造林面积全国第一（目前，公司自主造林面积已达到 200 多万亩）；二是苗圃面积全国第一（苗圃基地达 13000 多亩）；三是杨树基因库建设全国第一（收存了世界上非常有代表性的约 400 个品种的杨树基因）；四是企业组建林业科研中心全国第一。公司已逐渐控制了湖南省的林业资源，并已扩张到了湖北、广西、贵州、江西等周边地区。通过自营林、合作造林、订单林业等方式，目前可控林业资源超过 600 万亩，公司林业资源优势已突显。

芦苇资源优势

湖南省洞庭湖区盛产芦苇，现有各类苇场面积约 6.67 万公顷，年产芦苇 70 万吨，占全国芦苇总产量的 40%。公司采取在芦苇主产区收购兼并造纸厂的做法，与当地政府签订合作协议，控制其芦苇资源。截至 2006 年底，公司控制的芦苇资源已占到全省总量的近 80%。

水资源优势

湖南省多年平均降水量 1427 毫米，折合水量约 3000 亿立方米，多年平均径流深 766 毫米，省内自产水量 1630 亿立方米，在全国居第六位，是我国中部水量最多的省份，也是水资源环境和开发潜力最优的省份。湖南省内主要河流是湘、资、沅、澧四水和洞庭湖水系，水体容量均较大，为发展制浆造纸业提供了良好的水资源条件。

6. 外部环境

区域经济

湖南省 2005 年纸及纸板产量为 171 万吨，已成为全国纸及纸板产量超过 100 万吨的省份之一，排名全国第 8 位，是我国造纸工业的主要生

产基地之一。

湖南省造纸企业规模小、数量多。2006年，除公司外，湖南省年产能10万吨以上的企业仅岳阳丰利1家；年产能5万吨以上的企业仅3家；年产能2~3万吨的企业约10余家；其余为年产1万吨以下的小厂；平均规模约0.75万吨。与世界造纸企业平均规模（中国大陆除外）8万吨相比，差距较大。

湖南省常年雨水量充足，气候适宜发展速生丰产林，有丰富的林木资源和淡水资源，是比较适合发展制浆造纸的省份之一。公司是湖南省造纸工业的排头兵，湖南省林业厅已把公司的林纸一体化工程建设作为带动全省速生丰产商品林业建设的龙头，且已列入湖南省国有经济布局 and 结构调整总体规划中，是湖南省加速推进新型工业化领导小组确定为重点发展的产业和企业。因此，公司在未来将得到更大发展空间。

交通运输

公司的核心企业岳阳纸业位于湖南省岳阳市城陵矶，地处洞庭湖与长江交汇处的三江口，拥有2个5000吨级的外贸码头，北枕长江黄金水道，西临烟波浩渺的八百里洞庭，东依京广铁路大动脉，厂内有铁路专用线，公路与京珠高速公路和107国道相连，水陆交通十分便利，是造纸行业中交通便利的厂家之一。公司的其他子公司均有水路、高速公路和铁路专线等便利的交通条件。

政策支持

近几年，我国政府制定了一系列支持造纸工业发展的优惠政策，为造纸行业提供了优越的投资与发展环境。2004年1月6日，国家发改委颁发了《全国林纸一体化工程建设“十五”及2010年专项规划》，为我国造纸工业的加速发展增添了动力。公司“林板浆纸一体化”的发展模式符合国家的产业政策，公司在林业、板材综合利用上得到了政府的鼓励 and 大力支持，湖南省政府将“竹木林纸加工”列为“十一五”规划纲要“改造提升”的四大传统产业

之一，给予了高度重视和全力支持。

总体来看，公司外部环境良好，为公司的长远发展提供了较好的发展空间。

五、治理结构与公司管理分析

1. 管理体制

公司是湖南省人民政府授权经营的国有独资公司。公司下设由9名董事组成的董事会，由5名监事组成的监事会，公司实行董事会领导下的总经理负责制。公司实际拥有人为湖南省国有资产监督管理委员会。

截至2006年底，公司内设办公室、党群部、监审部、财务部、法律事务部、规划发展部、人力资源部、经济运行协调办、技术中心、投资部等职能管理部门，截至2006年底，公司下属15家全资子公司、2家控股子公司和2家参股子公司（详见附件5）。

公司对所属子公司（包括全资子公司、控股子公司、参股子公司等）享有出资者权力，各子公司均具有独立法人资格，依法对集团公司授权的法人资本进行经营，并依法享有民事权利和承担民事义务。

2. 内部控制

近年来，公司不断创新和优化管理方式，推行“全员管理法”，将制度性的要求逐步转化为员工的自觉行为和习惯，促使员工主动地适应和参与企业管理，突破了原有的企业管理理念和思维方式，降低了企业的生产、经营和管理成本。

战略管理方面，公司建立了从战略目标制订、实施、评价到再修订的一整套战略管理流程和制度规范。同时根据外部环境与内部资源条件的不断变化，及时进行战略调整，公司战略具有灵活性和可操作性。

人力资源方面，公司建立了完善的绩效考核体系，从1998年开始实施员工末尾淘汰机制，对公司人员结构进行优化。员工培训方面，公

司通过下属卓越学院，对公司生产员工和中层管理人员进行定期培训，提高员工的综合素质。

质量控制方面，公司建立了从原材料投入到产品产出全过程的质量管理体系，于2000年通过了ISO9000标准认证。2006年公司获得了质量、安全、环保“三合一”的体系认证，公司在产品质量控制方面能力较强。

经营监督控制方面，公司通过内部审计和外部审计相结合的方式，不定期的对下属公司的经营状况、资产质量、经济责任、招投标、物资采购、财务等内容进行审计监督，防止出现违规行为。另外，公司对5000元以上的投资项目实施备案制度，通过抽查方式，对项目的事前、事中和事后进行监控。

财务管理方面，一方面，公司建立了完善的财务规章制度和全面预算管理体制，提高了公司的财务管理水平；另一方面，公司结合ERP的管理要求，充分发挥结算中心枢纽功能，通过收支两条线对下属公司（不包括“岳阳纸业”）的资金进行集中管理，提高资金利用效率。

另外，公司成立了信息管理中心，采用计算机技术、网络通信技术以及信息技术建立现代企业管理体系，形成了一个以信息网落平台为基础，以工业控制为基本点，以ERP系统为核心，整合供应链和客户关系管理的综合信息管理与应用系统，实现了资源与信息的共享，降低了生产成本，提升了公司整体管理水平。

综合来看，公司治理结构基本完善，内部控制制度健全，整体管理水平较高。

六、生产经营分析

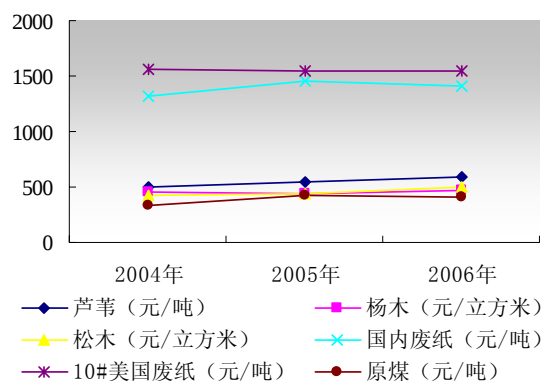
1. 原材料采购

为了发挥整体优势，增强核心竞争力，公司于2004年成立了湖南省林纸物流有限责任公司（以下简称“物流公司”）。物流公司成立后，公司对各生产单位通用的原材料进行整合采购，以大订单、大批量采购的优势向各供应商谈判，从原料供应方中比较筛选，选取一至两

家有实力的大供应厂商作为主要供应商，摒弃小供应商，在保障稳定货源供应和保证质量的前提下，取得相对较低的采购价格。

公司原材料采购主要有芦苇、杨木、松木、废纸和原煤。从图4可以看出，芦苇、松木采购均价逐年增加，杨木、10#美国废纸采购均价基本平稳，国内废纸和原煤的采购均价波动较大。

图4 公司主要原材料采购价格



资料来源：公司提供，采购均价为不含税价格。

公司生产用燃料主要是原煤，主要来自河南平顶山煤矿、山西大同煤矿或当地小型煤矿，由铁路运输或公路、水路联运至厂，公司煤炭供应稳定。

公司电力以自备热电站供电为主，外电网并网供电为辅，依靠外电网增加的电量不多，且外电供应充足，能够满足公司发展的要求。

公司拥有自产漂白化学木浆（NBKP）、漂白化学苇浆（LBKP，分间歇蒸煮和连续蒸煮两类）、机械磨石磨木浆（GP）、杨木APMP、PRC-APMP浆、废纸制浆（分DIP和AOCC两类）等制浆生产线，自产浆能力完全能满足造纸生产能力的需要。由于自产浆比外购浆的成本要低很多，生产成本也相对较低，在市场中具有明显的竞争优势，给公司带来了较大的利润空间。

随着造纸工业的发展，行业竞争将更多的表现为对原材料资源的争夺。为从根本上解决木浆供应问题，公司于2000年开始实施“林纸一体化”战略，截至2006年底，公司自主造林面积已达到200多万亩，并控制了湖南省近80%

的芦苇资源，公司将制浆、造纸、营林、采伐与销售结合起来，形成良性循环的产业链，使得木浆供应问题从根本上得以解决。

2. 生产经营

近年来，随着国民经济的稳步增长以及国内对造纸行业的巨大需求，在湖南省政府的支持下，公司一方面实施低成本扩张战略，相继合并了原岳阳市木材总公司、沅江造纸厂、冷水滩造纸厂、城陵矶港务总公司，收购了原洪江造纸厂，形成岳阳、益阳、永州、怀化和常德5大生产基地，公司规模不断扩大；另一方面，公司加大新项目的投资以及挖潜改造，先后投资了年产12万吨系列胶版书刊纸、10.2万吨苇浆、15万吨系列包装纸以及10万公顷林业基地等项目，公司生产能力进一步增加。

截至2006年底，公司拥有造纸生产线27条，年造纸生产能力达90万吨，占产能近65%的机器装备水平达到国际先进水平。公司产品生产全部由下属的岳阳纸业、沅江纸业有限责任公司（以下简称“沅江纸业”）、永州湘江纸业有限责任公司（以下简称“湘纸公司”）及其他子公司具体负责。

岳阳纸业

岳阳纸业是经湖南省人民政府湘政函（2000）149号《湖南省人民政府关于同意设立岳阳纸业股份有限公司的批复》批准，由公司作为主发起人，联合中国华融资产管理公司、湖南省造纸研究所、湖南轻工研究所及自然人王祥先生、黄亦彪先生，以发起方式设立的股份有限公司。岳阳纸业于2004年5月在上海证券交易所公开发行普通股8000万股，股票代码：600963。

2007年3月15日，岳阳纸业定向发行股票16500万股，湖南开元有限责任会计师事务所出具了开元所（2007）内验字第007号《验资报告》，本次发行募集资金总额183150万元，扣除发行费用后净额178549.74万元。截至2007年3月15日，公司持有岳阳纸业22.36%股权，处于相对

控股地位。

岳阳纸业主要从事文化类印刷用纸的制造、销售，主导产品为低定量涂布纸、优质杂志纸、中高档新闻纸、颜料整饰胶版纸。2006年，岳阳纸业生产纸及纸板415772吨，实现主营业务收入180946万元。

沅江纸业

沅江纸业前身是成立于1958年的湖南省沅江造纸厂，2000年3月，经湖南省人民政府批准并入公司并更为现名。沅江纸业地处益阳沅江，水陆交通便利，拥有丰富的芦苇、速生杨木的纤维原料和淡水资源，是公司书刊印刷等文化用纸的主要生产基地。

沅江纸业主导产品有书写纸、胶印书刊纸、双面胶面纸、无碳复写原纸、铜版原纸、瓦楞原纸、打字蜡纸底纸、静电复写纸等。2006年，沅江纸业生产纸及纸板140407吨，实现主营业务收入62325万元。

湘纸公司

湘纸公司是我国中南地区工业包装用纸及装潢用纸的重要生产企业，2001年湘纸公司通过“债转股”方式正式并入公司。湘纸公司主要生产纸袋纸、牛皮卡纸、精品牛皮纸、彩码贴纸、胶带原纸和单双面铜版纸。

2006年，湘纸公司生产纸及纸板131552吨，实现主营业务收入50414万元。

2004年～2006年，公司主要生产企业情况见表4。可以看出，公司主要生产企业（华兴公司除外）的生产规模、销售量均保持稳定增长态势，其他子公司产销量有所波动。总体来看，2004年～2006年公司生产规模逐年扩大，市场竞争力逐年增强。

表4 近三年公司主要生产企业情况

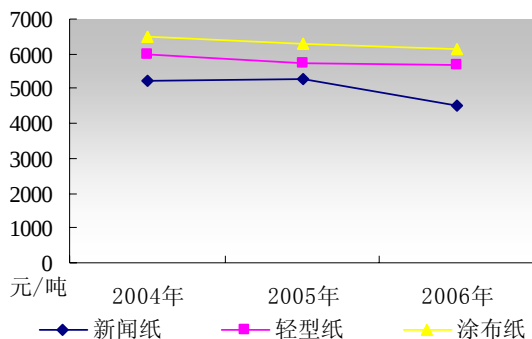
公司名称	2004 年			2005 年			2006 年		
	产量 (吨)	销售量 (吨)	收入 (万元)	产量 (吨)	销售量 (吨)	收入 (万元)	产量 (吨)	销售量 (吨)	收入 (万元)
岳阳纸业	253797	248895	131075	393017	385910	183217	415772	410933	180946
沅江纸业	64880	66216	27640	85663	86061	36630	140407	139692	62325
湘纸公司	76930	77195	28559	100358	100422	38863	131552	132037	50414
洪纸公司	28770	29380	10415	40982	41249	15330	47860	47860	17758
丰泰公司	12220	13406	5823	12967	12984	5992	13501	13497	6571
其他子公司	10562	10747	1833	9765	9772	1799	10328	10349	1890
合计	447159	445839	205345	642752	636398	281831	759420	754368	319904

资料来源：公司提供

3. 产品销售

公司销售网络健全，渠道畅通，客户资源丰富。公司在全国二十多个省、市、自治区范围内建立了21个销售分公司，配备专职销售人员100多人，市场信息反馈敏捷，产品的售前、售中、售后服务体系完备。公司有专门的市场信息调研机构和人员，能及时掌握林浆纸板产品的国际国内的行业信息和竞争对手信息，为决策提供参考。公司产品销售由下属的岳阳印友纸品有限公司负责。

图5 公司主要产品销售均价（单位：元）



资料来源：公司提供，销售价格为含税价格

公司主要产品销售价格见图5。从图5可以看出，新闻纸价格下降较大，主要是因为2005年以来，报刊广告不景气 and 受互联网行业的冲击，新闻纸需求增速开始放缓，加之新闻纸生产规模的扩张，导致供大于求，新闻纸销售价格下降较大，由于新闻纸市场竞争激烈，且价格下降较大，公司现已停产新闻纸，改为生产附加值较高的其他品种；公司轻型纸、涂布纸的平均销售价格也呈现下降趋势，主要是因为行业产能扩张导致整体价格下降。

4. 经营效率分析

近三年（指2004~2006年，下同）公司资产总额年均增长20.74%，所有者权益年均增长18.64%，主营业务收入年均增长26.01%。总体看，公司增长质量较好。

近三年公司管理费用率分别为6.42%、5.69%和5.53%，近三年管理费用率逐年下降，主要是因为管理费用增长率低于主营业务收入增长率所致。近三年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数有所波动，2006年分别为6.89次和0.49次。近三年公司的存货周转次数分别为3.27次、4.12次和4.99次，公司存货周转次数逐年提高。总体看，公司近年来经营效率逐年提高。

5. 发展规划

公司在《泰格林纸集团中长期发展规划》中将公司发展规划分为三个阶段：第一阶段，技术改造与较大规模投资新建相结合；第二阶段，淘汰落后技术及生产设备、并购其它厂家与较大规模投资新建相结合；第三阶段，并购与投资相结合。

公司发展战略集中体现在以下4个方面：①继续推进林纸一体化建设，为公司制浆造纸的发展创造可持续条件；②采用先进的生产技术、多元化的资本营运手段，集约化的生产管理、国际化的市场影响战略等措施，将公司建成为现代化的造纸企业集团；③采用市场化的方式逐步进入各湖区的相关苇场，稳定自营苇场面积，适度开发退田还湖新增的适合芦苇生产的湖区滩涂，扩大联营、合营苇场面积，并通过

与国内科研院所的联合,对芦苇品质进行改良,提高芦苇单产,为公司制浆造纸的可持续发展创造条件;④发挥资源、品牌、管理优势,利用国有独资企业的政府资源优势 and 国有资产授权经营的职能,对造纸行业上下游的具有资源优势的企业进行并购或以吸收的方式,实现低成本扩张。

截至2007年3月底,公司主要在建项目见表5。从表5可以看出,公司在建项目主要是怀化40万吨/年漂白硫酸盐木浆及14万公顷原料基地项目(本期企业债项目,投资43.47亿元)、常德项目第一期30万吨浆纸项目、岳阳40万吨/

年印刷纸生产线等工程,其余项目投资规模相对较小;公司近年来不断调整融资策略,改善融资结构,在建项目资金来源方面,一方面,湖南省国资委、财政厅将为公司注入资本金,另一方面,公司将通过固定资产折旧、发行企业债券、定向增发以及银行借款等方式取得。2007年3月15日,岳阳纸业通过定向发行募集资金178549.74万元,用于建设岳阳40万吨/年印刷纸生产线项目。总体来看,公司在建项目与公司主业密切相关,可以提升公司的生产规模和竞争能力,在建项目投资规模大。

表5 截至2007年3月底公司主要投资项目

序号	项目名称	计划投资	完成投资	投产日期
1	怀化年产40万吨漂白硫酸盐木浆及14万公顷原料林基地林纸一体化项目	434690	62274	2006-2008
2	岳阳纸业股份有限公司年产40万吨含机械浆印刷纸项目	188311	1500	2007-2009
3	益阳年产60万吨杨木化机浆工程一期年产30万吨项目	144282	500	2007-2009
4	(永州)秀山纸业有限责任公司年产15万吨系列包装用纸工程二期	47510	--	2007-2008
5	常德年产100万吨浆纸工程一期年产30万吨溶解化学木浆项目及年产8万吨粘胶纤维项目	482612	200	2007-2009
6	岳阳城陵矶港区(松阳湖)一期工程	60975	200	2007-2009
7	50万立方米环保装饰材料项目	75000	10200	2006-2010
合计		1433380	74874	--

资料来源:公司提供

公司未来5年盈利预测见表6。公司2006年实现主营业务收入477121.38万元,实现利润总额19947.62万元,净利润11138.92万元。未来几年,由于国内造纸规模产能将逐步释放,市场竞争将更加激烈,公司实现盈利预测目标存在一定的不确定性。

未来五年,公司预计债务总额将继续增加,但由于2007年3月岳阳纸业通过定向增发募集资金178549.74万元,并且湖南省国资委和财政厅将对公司注入资本金,公司预计全部债务资本化比率将有所下降。

表6 公司未来5年经营预测

项目(万元)	2006年(实际数)	2007年E	2008年E	2009年E	2010年E	2011年E
预计销售收入	477121	639138	882267	1288712	1998473	2331550
预计利润总额	19948	35340	60091	90135	128859	156736
预计净利润	11139	12228	25427	39531	56681	65596
预计折旧	24194	28730	46903	70074	83318	103002
预计摊销	390	1692	1692	1692	1692	1692
预计利息支出	13865	21092	25844	29378	36919	45803
预计EBITDA	58397	86854	134530	191279	250788	307233
预计短期债务	250392	223705	264910	302955	330355	429783
预计长期债务	353995	412823	428718	493657	536224	588356
预计少数股东权益	121601	252960	288068	328275	363743	410849
预计所有者权益	286614	343139	380808	441624	503575	618976
计算指标	2006年	2007年E	2008年E	2009年E	2010年E	2011年E
预计全部债务资本化比率(%)	59.69	51.64	50.91	50.85	49.98	49.71
预计净资产收益率(%)	3.89	3.56	6.68	8.95	11.26	10.60
预计EBITDA利息倍数(倍)	4.21	4.12	5.21	6.51	6.79	6.71
预计债务保护倍数(倍)	0.07	0.07	0.11	0.14	0.16	0.17

资料来源:公司提供,2006年为实际数,2007年~2011年为预测数

总体来看,随着公司重点项目的建成完工,规模优势进一步体现,公司整体盈利水平将保持稳定增长态势,发展前景看好。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2004 年、2005 年年合并财务报表已经天职国际会计师事务所有限公司审计,2006 年合并财务报表已经北京中兴正信会计师事务所有限公司湖南分公司审计,均出具标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则和《工业企业会计制度》及其补充规定。

截至 2006 年底,公司合并资产总额 1093906.55 万元,负债总额 685690.94 万元,所有者权益 286614.33 万元。2006 年公司实现主营业务收入 477121.38 万元,利润总额 19947.62 万元;经营活动产生的现金流量净额 39497.40 万元,现金及现金等价物净增加额 5204.67 万元。

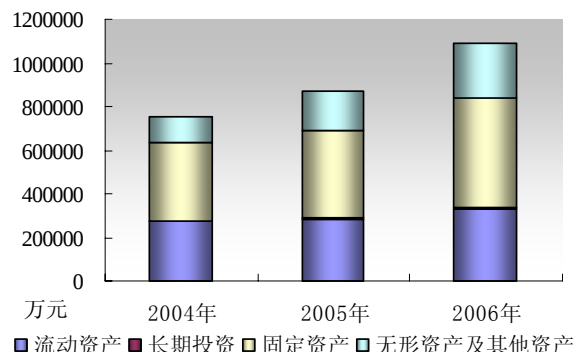
截至 2006 年底,母公司资产总额 526601.04 万元,负债总额 239986.71 万元,所有者权益 286614.33 万元;2006 年实现主营业务收入 48023.07 万元,利润总额 11778.70 万元;经营活动产生的现金流量净额 22276.47 万元,现金及现金等价物增加额-5869.87 万元。

以下分析以合并报表为准。

2. 资产质量

近三年公司资产总额年均增长 20.74%,主要是因为无形资产增加所致。截至 2006 年底,公司资产总额 1093906.55 万元,其中流动资产占 29.85%,固定资产占 45.98%,长期投资占 1.01%,无形资产及其他资产占 23.16% (参见图 6)。总体来说,近三年公司资产构成基本稳定。

图 6 近三年公司资产构成



截至 2006 年底,公司流动资产合计 326524.26 万元,其中货币资金占 19.17%,应收票据占 4.85%,应收款项净额(包括应收账款和其他应收款)占 27.34%,预付账款占 22.70%,存货净额占 25.26%。

截至 2006 年底,公司应收票据 15840.43 万元,其中银行承兑汇票占 89.59%,商业承兑汇票占 10.41%,公司应收票据风险较低。

近三年公司应收账款余额逐年增加,年均增长率为 25.61%,主要是由于公司销售量的增加,应收账款与销售收入保持一定的比例所致。截至 2006 年底,公司应收账款总额 69862.68 万元,其中 1 年以内的占 77.83%,1~2 年的占 15.25%,2~3 年的占 2.67%,3 年以上的占 4.25%,1 年以内应收账款所占比重较大。随着应收账款的增加,公司坏账准备也逐年增加,2006 年公司计提坏账准备 3122.28 万元,坏账准备计提比较充分。

截至 2006 年底,公司其他应收款总额 22758.96 万元,其中 1 年以内占 53.17%,1~2 年占 37.82%,2~3 年占 2.64%,3 年以上占 6.37%,公司其他应收款以 1 年以内为主。2006 年,公司其他应收款提取坏账准备 235.27 万元,其他应收款质量一般。

近三年公司预付账款年均增加 60.63%,截至 2006 年底,公司预付账款 74122.93 万元,主要是公司增加原材料储备所致。

近三年,公司存货基本稳定,截至 2006 年底,公司存货净额 82470.74 万元,其中原材料

占 62.67%，林木占 2.14%，低值易耗品占 -0.95%，产成品占 25.93%，在产品占 10.21%。近三年公司未对存货提取跌价准备。

近三年公司长期投资年均增长 94.90%，2005 年较 2004 年增加了 256.96%，主要是 2005 年增加对湖南茂源林业有限责任公司 6213.00 万元投资所致。长期投资中主要是股权投资，截至 2006 年底，公司长期股权投资额为 11019.13 万元。2006 年公司实现长期投资收益 6728.03 万元。

近三年，公司固定资产原值年均增长 4.90%，截至 2006 年底，公司固定资产原值 482599.38 万元，累计折旧 141661.58 万元，固定资产净值 340937.80 万元。

截至 2006 年底，公司在建工程 147265.92 万元，主要是年产 10.2 万吨优质商品苇浆及配套项目、精品包装项目及其他技改项目等。

总体看，近几年公司以流动资产、固定资产为主，资产构成基本稳定，整体资产质量较好。

截至2006年底，母公司资产总额526601.04万元，其中流动资产占34.93%、长期投资占51.58%、固定资产占4.95%、无形资产占8.54%，母公司资产以长期投资和流动资产为主。

3. 负债及所有者权益

截至2006年底，公司所有者权益 286614.33 万元，其中实收资本占 52.34%，资本公积占 34.50%，盈余公积占 2.20%，未分配利润占 10.96%，公司所有者权益以实收资本和资本公积为主，稳定性较好。

近三年公司负债总额呈稳定增加的趋势，年均增长率 23.45%，主要是长期负债增加所致。截至 2006 年底，公司负债总额 685690.94 万元，其中流动负债占负债总额的 46.45%，长期负债占 53.43%，递延税款贷项占 0.12%。

截至 2006 年底，公司流动负债 318517.81 万元，其中短期借款占 66.34%，应付票据占 12.27%，应付账款占 12.23%，预收账款占

1.64%，其他应付款占 5.25%。

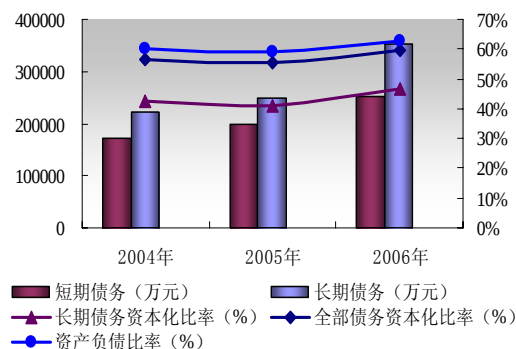
截至 2006 年底，公司长期负债 366361.18 万元，其中长期借款占 96.62%，长期应付款占 3.22%，专项应付款占 0.16%。

近三年公司资产负债比率有所波动，分别为 59.96%、59.07%和 62.68%，公司负债水平偏高。截至 2006 年底，公司债务总额 604387.17 万元，其中短期债务占债务总额的 41.43%，长期债务占 58.57%，公司债务结构比较合理。

近三年公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所波动，2006年底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率分别 46.44%和59.69%，债务负担重（参见图7）。

本期8亿元企业债券发行后，如不考虑其他因素，以2006年底的合并财务数据为基准，公司的资产负债比率、全部债务资本化率将分别攀升至65.23%和62.64%，公司债务负担进一步加重。考虑到2007年3月岳阳纸业定向发行募集资金178549.74万元，本期8亿元企业债券发行后的资产负债率和全部债务资本化比率将低于上述预测值。

图 7 近三年公司债务结构情况



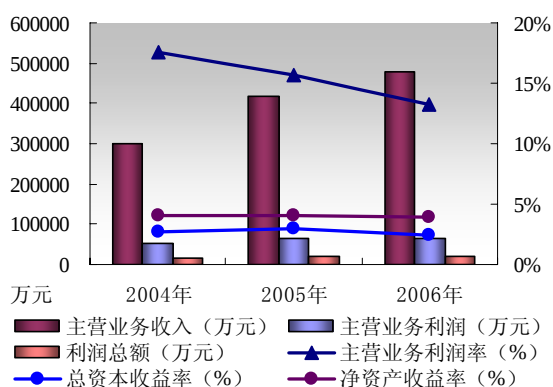
截至 2006 年底，母公司所有者权益 286614.33 万元，负债总额 239986.71 万元。母公司负债构成中，流动负债占 44.97%，长期负债占 54.69%，递延税款贷项占 0.34%，母公司负债以长期负债为主。截至 2006 年底，母公司资产负债率 45.57%，全部债务资本化比率 39.57%，长期债务资本化比率 30.29%。总体看，母公司债务负担正常。

4. 盈利能力分析

近三年公司主营业务收入年均增长26.01%，2006年为477121.38万元。由于原材料价格一直在高位运行，近三年公司主营业务成本年均增加29.14%，导致公司主营业务利润率呈下降趋势，2004年~2006年公司主营业务利润率分别为17.53%、15.69%和13.25%，公司主营业务盈利能力较2005年有所下降，主要是公司原材料成本高位运行以及主要产品价格（新闻纸、轻型纸）下降所致。

近三年公司总资本收益率分别为2.65%、2.96%和2.47%，净资产收益率分别为4.04%、4.12%和3.89%。总体看，公司盈利能力一般。

图8 近三年公司盈利情况



从收入实现质量指标看，近三年公司现金收入比率分别为112.91%和106.38%，公司收入的实现质量基本正常。

2006年母公司实现主营业务收入48023.07万元，利润总额11778.70万元，净利润11138.92万元。

5. 现金流量分析

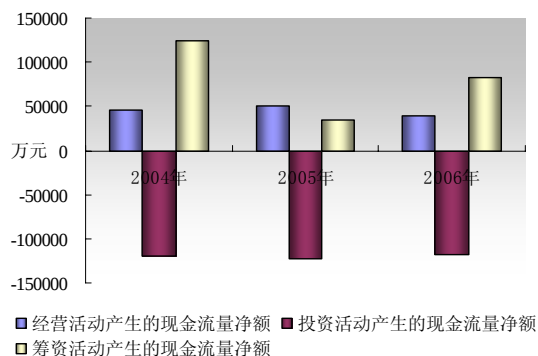
从经营活动来看，近三年随着公司销售规模的扩张，公司销售商品、提供劳务收到的现金年均增长22.31%，2006年为507540.32万元，2006年公司经营活动现金流入量为527389.40万元；近三年公司经营活动产生的现金流量净额分别为46374.42万元、51045.42万元和39497.40万元。

从投资活动来看，2006年公司投资活动产生的现金流入金额为88053.73万元，其中收回投资所收到的现金为37579.55万元，收到其他与投资活动有关的现金为47608.38万元。近三年，公司对固定资产投资数额较大，2006年公司投资活动现金流出为205197.18万元，主要是对未完工的年产10.2万吨优质商品苇浆及配套项目、精品包装项目及其他技改项目等投资支出。近三年，公司每年投资活动产生的现金流量净额均为负值，2004年~2006年分别为-118766.77万元、-122669.33万元和-117143.45万元。

近三年公司筹资活动前现金流量净额分别为-72392.35万元、-71623.91万元和-77646.05万元，经营活动现金流净额不能满足投资需求。

从筹资活动来看，2004年~2006年公司筹资活动现金流入有所波动，2006年为314732.53万元，主要是借款所收到的现金。近三年公司筹资活动现金流出主要是偿还债务和支付一定数额的股利和银行利息。近三年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为124568.43万元、34022.37万元和231881.81万元。

图9 近三年公司现金流情况



2006年母公司经营活动现金流入76789.88万元，经营活动现金流入净额22276.47万元；投资活动现金流量净额-47575.80万元；筹资活动现金流量净额-19429.46万元。

6. 偿债能力分析

从短期偿债能力指标看，近三年公司流动

比率和速动比率逐年降低，2006 年底流动比率和速动比率分别为 102.51%和 76.62%，公司短期支付能力基本正常；近三年公司筹资活动前现金流量净额利息偿还能力均为负值，公司筹资前现金流量净额对利息没保护能力。总体看，目前公司短期偿债能力基本正常。

从长期偿债能力指标看，近三年公司 EBITDA 有所波动，近三年公司 EBITDA 分别为 41281.32 万元、63895.67 万元和 58396.52 万元。近三年公司的 EBITDA 利息倍数有所波动，近三年分别为 4.06 倍、4.53 倍和 4.21 倍，EBITDA 对利息保护能力一般；近三年公司债务保护倍数分别为 0.08 倍、0.11 倍和 0.07 倍；近三年公司筹资活动前现金流量净额债务保护倍数分别为-0.18 倍、-0.16 倍和-0.13 倍，筹资活动前现金流量净额对债务没有保护能力。总体看，目前公司对全部债务的保护能力较弱。

截至 2006 年 12 月底，公司对外提供担保金额共计 90370 万元，主要是对三一集团有限公司、湘潭电机集团有限公司、株洲化工集团有限公司等提供担保，担保公司明细见表 7，目前，公司提供担保的企业经营正常。

截至 2006 年 12 月底，公司不存在逾期借款。

表 7 公司对外提供担保企业明细（单位：万元）

担保单位名称	担保金额	担保单位经营情况
三一集团有限公司	47000.00	经营正常
湘潭电机集团有限公司	21000.00	经营正常
株洲化工集团有限公司	10000.00	经营正常
中汽长电股份有限公司	6500.00	经营正常
二十三冶建设集团有限公司	3400.00	经营正常
长沙中联重工科技发展股份有限公司浦沅分公司	2470.00	经营正常
合计:	90370.00	—

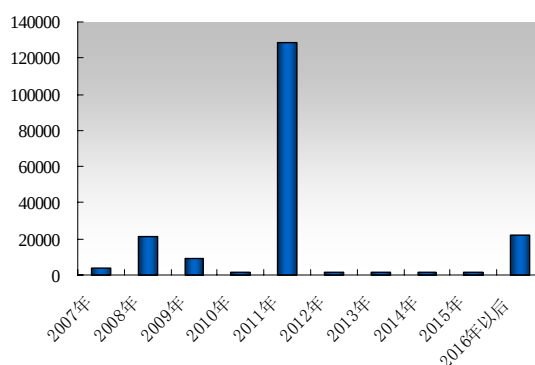
资料来源：公司提供

公司与国内银行建立了稳固的合作关系，截至 2006 年 12 月底，公司共获得各银行授信额度共计人民币 56 亿元，其中尚未使用 6.36 亿元（全部为公开授信）。

7. 本期债券的偿还

本期债务发行额度为8亿元，期限为10年。图10反映的是公司现有债务（包括长期借款和长期应付款）的偿还期限分布情况，可以看出，2011年为公司偿还债务的高峰期，将偿还债务128754.00万元，其余年限偿还债务较为平均。2015年以后，公司应偿还债务22289.00万元，届时公司现有偿债压力很小。

图10 公司债务偿还期限



资料来源：公司提供

公司将实施提前还款计划，并且约定从第七年开起，每年提前偿还比例分别为本期债券本金金额的 10%、15%、15%、60%，提前还款可以减轻公司到期一次还本付息的压力，有利于公司合理安排偿债资金。

表 8 公司偿债基金计提方案

年次	偿债基金计提	
	支付利息（亿元）	偿还本金（亿元）
T	0.36	0
T+1	0.36	0
T+2	0.36	0
T+3	0.36	0
T+4	0.36	0
T+5	0.36	0
T+6	0.36	0
T+7	0.324	0.8
T+8	0.27	1.2
T+9	0.216	1.2
T+10	0	4.8
合计	3.33	8

八、债权保护条款分析

本次债券将由公司的部分资产进行抵押，并且公司将建立偿债基金以保障本期企业债券的本息按照约定如期兑付。如果公司出现偿债困难，则出卖抵押财产作为偿债资金来源。

1. 抵押资产评估情况

本期企业债抵押资产包括房产和土地。

房产

房产为公司位于长沙县星沙镇凉塘路办公楼、综合楼房产。湖南新星房地产估价有限公司（成立于2005年，估价资格等级为二级，法定代表人孙益文，以下简称“新星房地产估价公司”），于2007年4月5日出具湘新星房估字（2007）021号房地产估价报告，主要内容如下：

①估价对象

办公楼：办公楼建成于2003年5月，总建筑面积7269.51平方米，房屋所有权证证号为：长房权星沙字第00037339号。

综合楼：综合楼分二期建设。其中一期于2003年5月建成，办理了《建筑工程项目施工许可证》（[2002]长建施许字第32号）和《建设工程规划许可证》（星建200205003号），二期于2006年建成，办理了《建筑工程项目施工许可证》（长建2005-73号）和《建设工程规划许可证》（星建建200411008号）。综合楼总建筑面积14696平方米，房屋所有权证正在办理中。

②估价时点

2006年12月31日。

③估价作业日期

2007年3月20日至2007年4月5日。

④估价依据

《中华人民共和国城市房地产管理法》、《中华人民共和国土地管理法》、《中华人民共和国土地管理法实施条例》、《中华人民共和国城市房屋权属登记管理办法》、《房地产估价规范》、《城市房地产抵押管理办法》、《房地产抵押估价指导意见》（建住房[2006]8号）。

⑤估价原则

房地产估价遵循合法、科学、公正的工作原则，同时遵循最高最佳使用原则、替代原则、估价时点原则、谨慎性原则。

⑥估价方法

估价人员依据《房地产估价规范》，认真分析所掌握的资料，进行了实地勘察和调查，根据估价对象特点及估价目的，确定运用成本法作为本次估价的基本方法。

⑦估价结果

办公楼：经新星房地产估价公司评估，办公楼重置成本为3270万元，办公楼成新率为93%（实际测算为92.95%，取整数），计算得出办公楼建筑物评估值2041万元，单价4283元/m²。

综合楼：由于综合楼尚未办理房屋所有权证，且建筑结构、设施设备档次与办公楼相近，经评估人员比较、测算，确定综合楼评估价为4000元/m²，总价为5878万元。

⑧变现能力分析

由于估价对象的用途为办公和宾馆用房，整体性强、价值大，且不宜分割转让，变现性一般。

假定在估价时点拍卖或者变卖估价对象，因存在短期内强制处分、潜在购买群体受到限制及心里排斥因素影响，最可能实现的价格预计在评估价值的60%~70%之间，比公开市场要低30%~40%。

按照评估时点价值合计8919万元计算，评估资产变现价值区间为5351万元至6243万元之间。

土地

抵押土地情况见表9。

澧县七里湖农业用地属于湖南洞庭白杨林纸有限公司（以下简称“白杨公司”，公司控股90.93%），沅江市庆云山、岳阳城陵矶和岳阳南津港工业用地属于湖南卓越纸浆有限责任公司（以下简称“卓越公司”，公司控股31.53%）。2007年，公司将对白杨公司以及卓越公司采取

吸收合并方式重组，重组完成后，以上土地均更名至公司名下，其对应抵押关系不变。星沙镇凉塘路土地为公司总部办公用地。

①土地估价单位：湖南新星土地估价有限公司（以下简称“新星土地估价公司”）成立于2005年9月，于2006年7月取得中国土地估价师协会颁发的土地评估中介机构注册证书（注册证书号：A200643005）。新星土地估价公司执业范围：全国范围内从事土地评估业务。

②估价时点

2006年12月31日。

③估价作业日期

2007年3月20日至2007年4月5日。

④土地估价依据

《中华人民共和国城市房地产管理办法》、

《中华人民共和国土地管理办法》、《农用地估价规程》、《湖南省人民政府办公厅关于发布湖南省征地年产值标准的通知》、《国有土地使用证》、《土地估价报告备案办法（试行）的通知》以及估价人员实地收集资料。

⑤估价原则

预期收益原则、替代原则、报酬递增递减原则、贡献原则、合理有效利用原则、变动原则、供需原则、多种评估方法结合原则。

⑥估价方法

基准低价系数修正法、市场比较法、成本逼近法和收益还原法。

⑦评估结果

根据新星土地评估公司的评估报告，上述土地的评估价值为171881.54万元。

表9 本期债券抵押土地情况

序号	位置	权证号	用途	土地性质	面积（m ² ）	单价（元/m ² ）	估价
1	澧县七里湖	澧国用2004第1296号	农用地	出让	6666667	70	46466.50
2	澧县七里湖	澧国用2004第1297号	农用地	出让	6666667	70	46466.50
3	沅江市庆云山	湘国用2001第116号	工业用地	作价出资（入股）	466020	225	10485.45
4	岳阳城陵矶	湘国用2001第106号、108号、109号	工业用地	作价出资（入股）	711434	365	25935.25
5	岳阳南津港	湘国用2001第111号	工业用地	作价出资（入股）	964249.7	411	39630.66
6	星沙真凉塘路	长国用（2006）字第2636号	综合	出让	21413	1353	2897.18
合计	--	--	--	--	15496450.7	--	171881.54

资料来源：公司提供，土地价值是经湖南新星土地估价有限公司评估的价值

2. 法律意见

抵押资产登记情况

北京君致律师事务所在其《关于2007年湖南泰格林纸集团有限责任公司企业债券抵押资产处置方面的法律关系说明》中关于抵押资产登记情况的说明：

湖南泰格林纸集团有限责任公司（以下简称“发行人”）及其关联公司卓越公司、白杨公司同意以房产、在建工程、国有土地使用权为本期债券设置抵押担保。

发行人出具了《承诺函》，承诺合法、完整、有效地拥有发行人抵押资产的使用权和所有权；卓越公司出具《承诺函》，承诺合法拥有用于抵押的国有土地使用权，其中两块用于抵押

的国有土地使用权租赁给岳阳纸业股份有限公司，而岳阳纸业出具了《同意函》同意将这两块国有土地使用权用于2007年湖南泰格林纸集团有限责任公司企业债券发行的抵押担保；白杨公司出具了《承诺函》，承诺合法拥有用于抵押的国有土地使用权。相关抵押登记管理部门已就以上抵押物分别出具证明，明确该抵押物为抵押人合法拥有，可为全体2007年湖南泰格林纸集团有限责任公司企业债券的持有人设定抵押登记。同时卓越公司、白杨公司均授权委托湖南泰格林纸集团有限责任公司代表其签署相关文件。

因此，以上抵押物办理抵押登记手续不存在法律障碍。

抵押资产处置情况

北京君致律师事务所在其《关于 2007 年湖南泰格林纸集团有限责任公司企业债券抵押资产处置方面的法律关系说明》中关于抵押资产处置的说明：

发行人与第一创业证券有限责任公司（以下简称“第一创业”）签定了《债权代理协议》，由第一创业作为全体债券持有人的债权代理人。根据该协议第 6.3.2 条的规定，在发行人未遵守有关法律法规的规定，或未遵守《募集说明书》及本协议的约定，未能及时偿付本期发行债券本息，或出现其他可能影响债券持有人重大利益的情形时，第一创业应及时书面督促、提醒发行人，并告知债券持有人；根据该协议第 6.3.3 条的规定，在债券到期及应支付时，第一创业无须债券持有人同意而采取其认为适宜的方式或法律程序，要求发行人偿付债券本金及利息、费用。同时，第一创业制定了《债券持有人会议议事规则》，作为《2007 年湖南泰格林纸集团有限责任公司企业债券债权代理协议》的附件。

发行人还与中国建设银行股份有限公司湖南省分行（以下简称“建设银行湖南分行”）签定了《企业债券抵押资产监管协议》，由建设银行湖南分行对抵押物进行监管，建设银行湖南分行有权随时就发行人对抵押物的占有、使用、保管、维护、处置等情况，对甲方进行监督和核查。根据该协议第五条第 3 项的约定：在发行人发生无法偿付本期债券的本息时，建设银行湖南分行将协助、配合本期债券持有人或债权代理人处置抵押物。

因此，根据以上协议，在发行人未偿付本期债券的本息时，债权代理人第一创业无须债券持有人同意，就有权采取其认为适宜的方式或法律程序，要求发行人偿付债券本金及利息、费用。第一创业所采取的方式自然可以包括对抵押物的处置，而同时建设银行湖南分行负有协助、配合第一创业处置抵押物的义务。

根据我国《担保法》第五十三条的规定，

在发行人未偿付本期债券的本息时，债权代理人第一创业首次可以与抵押人协议以抵押物折价或者以拍卖、变卖该抵押物所得的价款清偿本期债券的本息；由于本期债券持有人众多，因此以拍卖该抵押物所得价款清偿本期债券的本息方式为适宜的方式。

若双方就拍卖抵押物的方式达成一致意见，则根据国务院《国有资产评估管理办法》等国有资产评估管理的规定，双方应共同委托有相应资质的资产评估机构进行抵押物资产评估，并报抵押人主管国资部门进行资产评估备案；然后委托有关拍卖机构依照《拍卖法》等有关法律法规的规定进行拍卖。

若双方不能就抵押物的处置方式达成一致意见，则可以向人民法院提起诉讼，通过人民法院确认债权债务关系，采取司法措施处置抵押物等。

若债权代理人第一创业怠于履行以上行为，则债券持有人可以根据《债券持有人会议议事规则》召开债券持有人会议，讨论抵押物的处置方案，按照《担保法》和《国有资产评估管理办法》等法律法规的规定，采取措施处置抵押物。

发行人关联公司抵押资产的处置

如前所述，发行人的其关联公司卓越公司、白杨公司已出具《承诺函》同意，以其拥有的国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，并同时授权委托湖南泰格林纸集团有限责任公司代表其签署相关文件。因此，对该等抵押物的处置方式与发行人自身的抵押物处置方式及程序是一致的。

而且发行人目前正在吸收合并卓越公司，并已计划将吸收合并白杨公司，因此在完成吸收合并法律手续后，卓越公司、白杨公司所拥有的该等抵押物资产即为发行人承继拥有。

因此，在发行人未偿付本期债券的本息时，可依法对抵押物进行处置，不存在法律障碍。

3. 未来10年抵押资产价值变化趋势

新星房地产估价公司和新星土地估价公司对上述抵押资产未来10年评估价值进行了预测，主要内容如下：

自土地有偿使用制度推行以来，湖南省内各市（州）地价体系趋向完善，自1998年以来，湖南省城市地价一直处于上涨趋势。根据湖南省近几年地价上涨情况和《湖南省城市地价》相关数据，在不考虑宗地所处区域城市规划、宗地用地性质发生改变的情况下，可确定未来10年内商业用地地价平均每年约上涨3.6%，住宅用地地价平均每年约上涨2.4%，工业用地地价平均每年约上涨1.2%，农用地由于政策限制，转成国家建设用地较难，其地价上涨幅度可确定为每年0.5%。建筑物为框架结构，使用年限按土地使用年限50年计提折旧，每年折旧2%。

根据国务院《关于加强土地调控有关问题通知》（国发[2006]31号）和国土资源部《关于发布实施〈全国工业用地出让最低价的标准〉的通知》（国土资发[2006]307号）精神，湖南省国土资源厅发布了《关于工业用地招拍挂牌出让有关问题通知》（湘国土资发[2007]6号），明确规定从2007年3月9日起，对新增工业用地必须在土地市场以招拍挂牌方式公开出让并不得低于全国工业用地出让最低价的标准。上述政策的实施，将会对工业用地的价格产生重大影响，工业用地的价格将会有较大的提高。根据湖南省工业用地目前的地价水平，可确定地价平均每年约上涨2.0%。

上述变化趋势，湖南泰格林纸集团有限责任公司委估宗地地价在未来10年内处于上涨趋势。10年后委估宗地中，工业用地预计涨幅为21.9%，综合用地预计涨幅（按商业涨幅计算）为42.4%，农用地预计涨幅为5.1%，建筑物每年减值2%，则委估8宗地10年后地价预计为194504万元，建筑物价值预计为7135万元，合计为201639万元。

4. 抵押物监管

为了维护本期债券全体持有人的合法权

益，保障抵押物的安全，发行人与建设银行湖南省分行于2007年4月27日签署了《企业债券抵押资产监管协议》，约定建设银行湖南省分行作为抵押物监管人，按约定对抵押物进行监管。

本次抵押品中房产占抵押品总额的6.54%，土地占93.46%，土地所占比重大。土地具有价值稳定、变现能力强等特点，并且土地价值按政府指导价评估。

经评估公司评估，以上抵押品（含房产和土地）评估价值合计180800.54万元，是本期发行债券额度的2.26倍，按70%计算抵押资产的变现价值为126560.38万元，是本次企业债券发行额度的1.58倍，只要上述抵押资产以不低于评估价值的44.25%出售时就能覆盖本期企业债券的本金。同时，我们认为，抵押资产的未来变现价值、变现的可操作性存在一定的不确定性。建设银行湖南省分行承诺：在国家法律法规、信贷政策及规章制度允许下给予公司过渡性贷款支持，解决临时偿债困难，协助企业解决由非自身经营原因引起的临时偿债困难。

综合可以看出，本期抵押资产对本期企业债券的覆盖程度较好，对本期债券的保护能力较强。

5. 发行方案

本期企业债发行方案如下：

①将企业的抵押资产直接通过登记抵押给抵押权人。抵押权人为本期企业债券的全体持有人，只有在债券发行完毕后才能确定登记对象，完成登记后抵押合同才能成立并生效。公司在发行方案中说明：如果投资者认购、受让并持有本期债券即视为同意上述安排。

②选定建设银行湖南省分行作为抵押资产的监管人，对企业覆盖债券本息偿还的部分抵押资产进行监管。监管人应严格承担监管责任，当抵押资产无法覆盖约定价值时，有义务第一时间告知发行人和债权代理人，并督促发行人补足差额，监督发行人的补足责任，在国家法

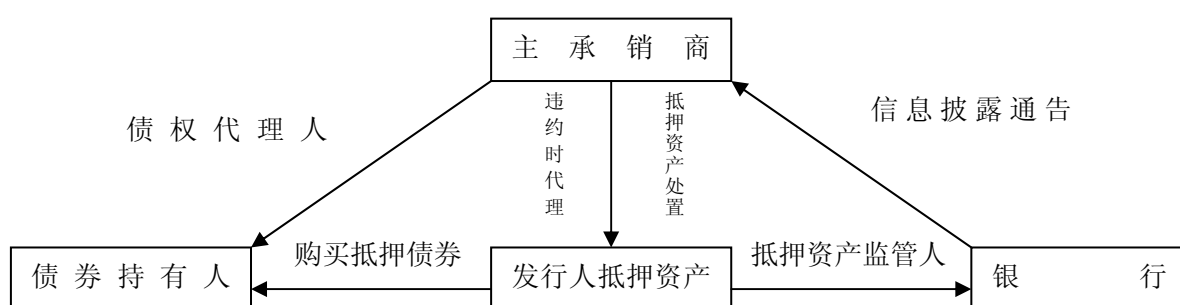
律法规、信贷政策及规章制度允许下给予公司过渡性贷款支持，解决临时偿债困难，协助企业解决由非自身经营原因引起的临时偿债困难。

③主承销商担任债权代理人，当发行企业违约无法偿付本息时，债权代理人将与抵押资产监管人共同代表全体债券持有人处置抵押资产以清偿未偿付本息。

监管人动态监督、跟踪抵押资产的价值变

动情况，定期、不定期出具报告，以此作为债券跟踪评级的重要依据，向媒体公示。抵押资产价值发生重大变化时，由监管人向债权代理人 and 债券持有人进行信息披露，一旦出现抵押资产价值减少，并且下降到某一程度——无法覆盖未到期本息余额的一定倍数时（设置本息余额的1.4倍为警戒线），由监管人督促发行人追加抵押品以弥补价值差额部分。

图11 操作方案流程



6. 特殊情况处理

偿债环节出现发行人到期未及时偿还本息和抵押资产价值低于预先设置的价值警戒线。

出现上述情况的偿债措施和赔偿手段如下：

①到期不能及时偿还本息时，向债券持有人公告违约事实，并由债权代理人向发行人催缴本息款项。除正常的兑付外，还需要发行人支付违约金，计算方法：未偿还本息金额×本期企业债券利率×延迟支付时间。

如果发行人在一个月内仍未偿还款项，由债权代理人召开债权人大会，债券持有人有权要求提前偿付本息（违约发生在债券到期日之前），处置抵押资产获得本息偿付、违约金和损害赔偿金。

②抵押资产价值低于预先设置的价值警戒线时，由监管人出具动态报告，并履行职责督促发行人补足差额，要求发行人及时追加抵押资产，或者直接从偿债基金中补足，增加计提的偿债基金数额。

发行人违约时，债券持有人通过债权代理人行使权利过程中所付出的成本，如抵押资产

处置、法律诉讼等费用，从拍卖资产所得中提前支付。

7. 偿债基金

偿债基金定义

偿债基金是公司为了偿还未到期债券而设置的专项基金，一般是按年从公司项目收益及经营盈余中提取一定比例，在银行开立专门的账户，一般除本期债券的兑付外，偿债基金不可用于其他用途。

偿债基金计提方案

公司通过设立偿债基金来满足本期企业债券利息和本金的支付要求。公司从发行当年起按季度计提偿债基金，每次提取金额不小于年应计提偿债基金总额的25%用于次年利息支付。同时设置债券提前偿还条款：于第六年开始按季度提取偿债基金，每次提取金额不小于年应计提偿债基金总额的25%用于次年按照约定比例提前偿还部分债券和利息，约定从第七年开起，每年提前偿还比例分别为本期债券本金金额的10%、15%、15%、60%，由中央国债

登记公司按照约定比例注销债券持有人所持有的部分本期债券。同时从第七年起，债券余额的减少使得发行人需支付的利息也相应减少。

保障措施

为了保证偿债基金的有效计提和专用性，公司聘请建设银行湖南省分行担任专项偿债基金账户监管人。公司与第一创业、建设银行湖南省分行签订了《专项偿债基金账户监管协议》，公司将在建设银行长沙曙光中路支行开设唯一的专项偿债基金账户，以保障本期企业债券的偿还。

公司将切实保障偿债基金按时、足额提取，该偿债基金接受监管人和债权代理人对其计提和使用情况的共同监督。确实因经营问题而导致资金不能足额到户时，公司将在第一时间向债券持有人和专项偿债基金账户监管人披露，并制定有效应对措施以保障偿债基金账户安全。

①事前（预防）：公司将通过股东会形成决议，在债券存续期间提高任意盈余公积金的比例和一般风险准备金的比例，在偿债基金账户足额计提出现困难时，可以用多提的盈余公积金和风险准备金弥补。

②事中（应对）：当企业的项目收益及经营盈余无法提足偿债基金时，通过处置企业其他有效资产进行变现以获得足额资金来弥补差额；基金账户未能完全补足前，不能向提出利润分配相关提案；暂缓重大对外投资、收购兼并等资本性支出项目的实施；调减或停发董事和高级管理人员的奖金；主要责任人附连带责任，不得在事中调离所在岗位；在约定的媒体上进行公告。

③事后（补救）：与债券持有人及债权代理人及时沟通，公司应阐释资金不能足额到户的原因，并就相关补救事宜与持有人协商一致；在与债券持有人就补救事宜达成一致后，公司应严格依照协商达成的约定，履行偿债基金的补提措施。

8. 监管人承诺

2007年4月18日，建设银行湖南省分行营业部出具了意向性承诺函，主要内容如下：

泰格林纸集团本次发行8亿元企业债券我行将担任其抵押资产和专项基金账户的监管人。

为切实保障投资者在极端情况下不因处置抵押资产时间过长而遭受损失，我行意向性承诺：

当需处置抵押资产时，我行将在国家法律法规和中国建设银行信贷政策及规章制度允许的情形下，可根据泰格林纸集团的申请，按照我行内部规定程序进行审批，经评审合格和后，我行有意先行给予泰格林纸集团过渡性贷款用以兑付本期债券。

9. 综合评价

总体看，本期企业债券由公司自有资产抵押，抵押资产评估价值是本期企业债发行额度的2.26倍，对本期企业债券的覆盖程度较好。但我们也看到，由于本期企业债将在6年后分期偿付，未来抵押资产在变现价值、变现的可操作性方面存在不确定性，未来几年，抵押资产对本期企业债券的覆盖程度可能发生变化。

公司将建立偿债基金以保障本期企业债券本息的到期偿还。若需处置抵押资产时，建设银行湖南省分行营业部意向性承诺：有意先行给予泰格林纸集团过渡性贷款用以兑付本期债券

总体看，抵押资产对本期企业债券到期偿还具有较好的保护能力。

九、综合评价

造纸工业是与国民经济发展和社会主义文明建设息息相关的重要产业，在现代经济中发挥的作用越来越显著。近年来，国家出台一系列政策有利于大型造纸企业的长远发展。

公司是我国大型造纸企业集团之一，资源

优势明显。近几年，公司生产规模逐年扩大，主营业务收入稳步增长，盈利能力和获取现金能力较强，但债务负担重。本期企业债由公司自有资产进行抵押，并建立偿债资金以保障本期企业债券本息的到期偿还。

总体看，公司本期企业债券不能还本付息的风险很小。

附件 1 资产负债表（资产类）

（单位：万元）

资 产	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动资产				
货币资金	94974.41	57384.35	62589.03	-18.82
短期投资	105.00	20.00	20.00	-56.36
应收票据	3948.73	9897.79	15840.43	100.29
应收股利	0.00	240.00	0.00	--
应收利息	0.00	0.00	0.00	--
应收账款	44276.32	46118.00	69862.68	25.61
其他应收款	12396.25	20145.08	22758.96	35.50
减：坏账准备	1835.51	2952.67	3357.56	35.25
应收账款净额	54837.06	63310.41	89264.08	27.59
预付账款	28726.34	67733.76	74122.93	60.63
期货保证金	0.00	0.00	0.00	--
应收补贴款	0.00	20.62	13.48	--
应收出口退税	0.00	0.00	0.00	--
存货	87107.55	82060.07	82470.74	-2.70
待摊费用	208.63	526.28	617.54	72.05
待处理流动资产净损失	689.97	0.00	0.00	-100.00
一年内到期的长期债权投资	0.00	0.00	0.00	--
其他流动资产	0.00	691.27	1586.03	--
流动资产合计	270597.69	281884.55	326524.26	9.85
长期投资				
长期股权投资	2906.14	9247.82	11019.13	94.72
长期债权投资	0.00	20.00	20.00	--
长期投资合计	2906.14	9267.82	11039.13	94.90
减：长期投资减值准备	0.00	0.00	0.00	--
加：合并价差	0.00	0.00	0.00	--
长期投资净额	2906.14	9267.82	11039.13	94.90
固定资产				
固定资产原值	438559.04	450377.24	482599.38	4.90
减：累计折旧	99005.47	117468.08	141661.58	19.62
固定资产净值	339553.57	332909.16	340937.80	0.20
固定资产净值减值准备	0.00	0.00	0.00	--
固定资产净额	339553.57	332909.16	340937.80	0.20
工程物资	769.84	2020.63	13616.67	320.57
在建工程	21978.11	66265.19	147265.92	158.85
固定资产清理	120.04	136.57	1171.66	212.42
待处理固定资产净损失	43.47	103.17	12.93	-45.47
固定资产合计	362465.03	401434.72	503004.98	17.80
无形资产及其他资产				
无形资产	74526.71	129484.08	132415.51	33.29
长期待摊费用	562.73	436.03	486.27	-7.04
其他长期资产	39311.12	46763.82	120436.40	75.03
无形资产及其他资产合计	114400.56	176683.94	253338.19	48.81
递延税项				
递延税项借项	0.00	0.00	0.00	--
资产总计	750369.42	869271.03	1093906.55	20.74

附件 2 资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：万元）

负债及所有者权益	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动负债				
短期借款	159194.00	141226.46	211313.46	15.21
应付票据	10580.00	26647.00	39078.34	92.19
应付账款	24949.67	25732.93	38962.16	24.97
预收账款	2087.33	3817.31	5216.78	58.09
应付工资	1563.97	300.42	392.91	-49.88
应付福利费	1222.57	292.20	8.34	-91.74
应付利润（股利）	127.66	325.32	57.65	-32.80
应交税金	8131.13	2198.16	4303.16	-27.25
其他未交款	607.43	444.26	635.16	2.26
其他应付款	15252.63	19136.09	16736.16	4.75
预提费用	457.01	927.10	1813.68	99.21
预计负债	0.00	0.00	0.00	--
一年内到期的长期负债	1303.00	29990.30	0.00	-100.00
其他流动负债	0.00	127.72	0.00	--
流动负债合计	225476.40	251165.26	318517.81	18.85
长期负债				
长期借款	222667.67	249465.27	353995.36	26.09
应付债券	0.00	0.00	0.00	--
长期应付款	684.86	10666.66	11794.37	314.99
专项应付款	313.47	1333.71	571.45	35.02
其他长期负债	0.00	0.00	0.00	--
长期负债合计	223666.00	261465.63	366361.18	27.98
递延税项				
递延税项贷款	811.96	811.96	811.96	0.00
负债合计	449954.36	513442.85	685690.94	23.45
少数股东权益	96786.96	120174.16	121601.27	12.09
所有者权益				
实收资本	150000.00	150000.00	150000.00	0.00
资本公积	36212.44	57635.94	98880.75	65.24
盈余公积	4488.54	5696.34	6299.30	18.47
其中：法定公益金	1016.03	1643.88	0.00	-100.00
未分配利润	12927.12	22321.74	31434.28	55.94
未确认的投资损失（以“-”号填列）	0.00	0.00	0.00	--
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00	--
所有者权益合计	203628.10	235654.02	286614.33	18.64
负债及所有者权益合计	750369.42	869271.03	1093906.55	20.74

附件 3 利润及利润分配表

(单位: 万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	300471.65	416654.87	477121.38	26.01
减: 主营业务成本	246034.55	348791.98	410346.19	29.14
主营业务税金及附加	1777.65	2478.16	3576.92	41.85
二、主营业务利润	52659.45	65384.72	63198.27	9.55
加: 其他业务利润	3554.42	3584.35	6536.33	35.61
减: 营业费用	11434.93	14705.38	15122.73	15.00
管理费用	19288.73	23703.30	26375.85	16.94
财务费用	9449.55	13101.14	12669.98	15.79
三、营业利润	16040.66	17459.25	15566.03	-1.49
加: 投资收益	259.44	1393.83	1806.48	163.87
补贴收入	238.20	334.10	1807.74	175.48
营业外收入	400.93	565.86	1391.84	86.32
其他	0.00	0.00	0.00	--
减: 营业外支出	385.92	312.17	624.46	27.20
其他支出	0.00	0.00	0.00	--
加: 以前年度调整	0.00	0.00	0.00	--
四、利润总额	16553.31	19440.88	19947.62	9.77
减: 所得税	3627.79	2860.12	4180.10	7.34
减: 少数股东损益	4707.78	6879.21	4628.61	-0.84
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	--
五、净利润	8217.74	9701.55	11138.92	16.42
加: 年初未分配利润	10492.54	12631.68	22321.74	45.86
盈余公积补亏	0.00	0.00	0.00	--
其他调整因素	-4792.27	1295.65	-1423.42	-45.50
六、可供分配的利润	13918.00	23628.87	32037.24	51.72
减: 提取法定盈余公积	310.49	411.28	602.96	39.35
提取法定公益金	154.17	205.64	0.00	-100.00
提取职工奖励及福利基金	0.00	0.00	0.00	--
补充流动资金	0.00	0.00	0.00	--
其他	0.00	0.00	0.00	--
七、可供投资者分配的利润	13453.34	23011.95	31434.28	52.86

附件 4-1 现金流量表

(单位: 万元)

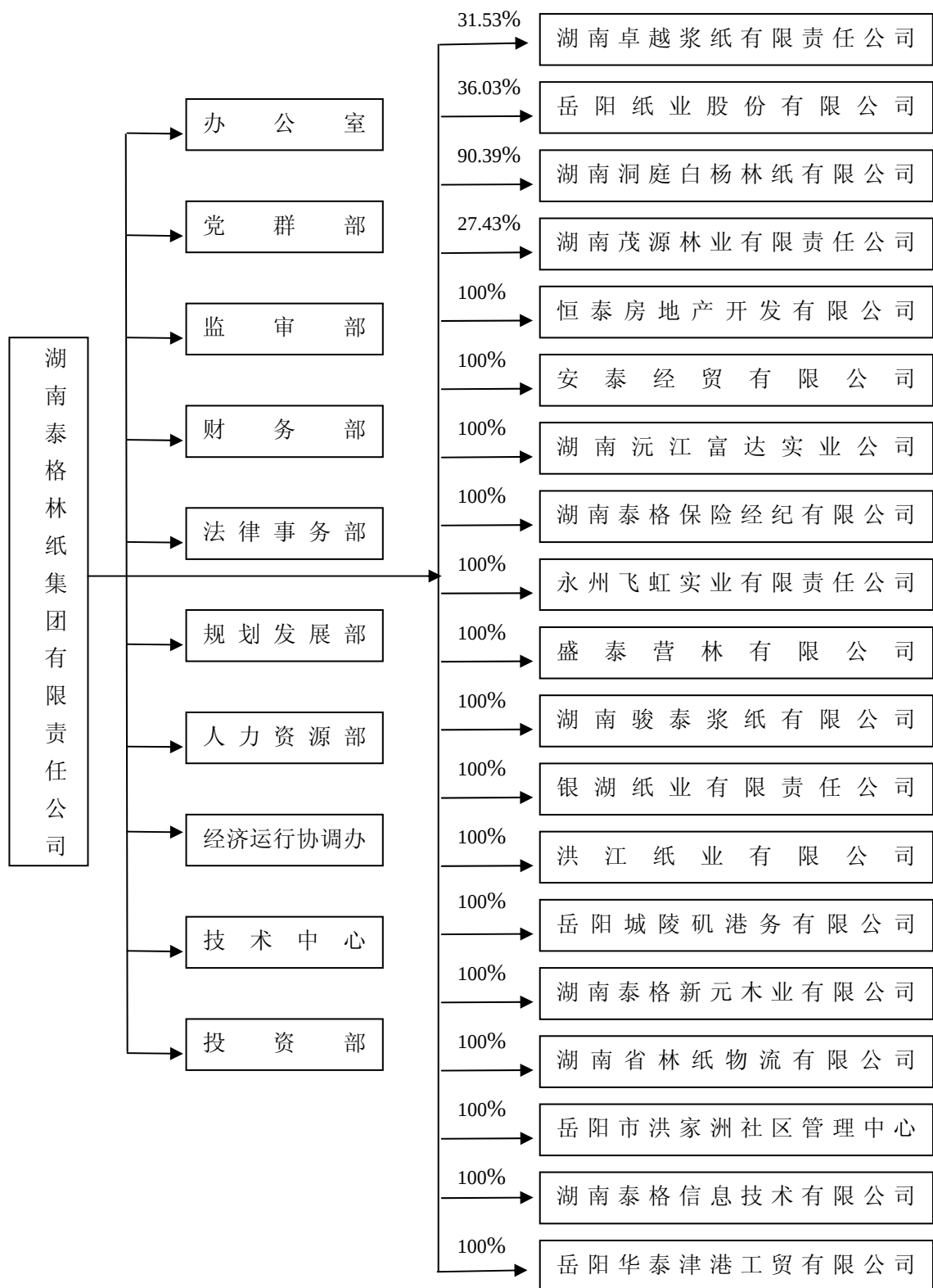
项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、经营活动产生的现金流量				
销售商品、提供劳务收到的现金	339262.87	492985.88	507540.32	22.31
收到的税费返还	60.00	578.38	450.73	174.08
收到的其他与经营活动有关的现金	23497.24	25974.92	19398.35	-9.14
现金流入小计	362820.11	519539.18	527389.40	20.56
购买商品、接受劳务支付的现金	260452.86	381069.97	406754.86	24.97
支付给职工以及为职工支付的现金	22393.11	34426.52	31891.69	19.34
支付的各项税费	20373.67	31024.45	29328.67	19.98
支付的其他与经营活动有关的现金	13226.04	21972.83	19916.78	22.71
现金流出小计	316445.69	468493.76	487892.00	24.17
经营活动产生的现金流量净额	46374.42	51045.42	39497.40	-7.71
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	0.25	0.00	37579.55	38299.97
取得投资收益所收到的现金	192.42	178.00	1860.11	210.91
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	38.23	34.13	1005.69	412.87
收到的其他与投资活动有关的现金	266.41	2791.45	47608.38	1236.80
现金流入小计	497.32	3003.59	88053.73	1230.62
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	112927.19	84232.33	131864.79	8.06
投资所支付的现金	517.70	8858.58	39000.00	767.95
支付的其他与投资活动有关的现金	5819.21	32582.01	34332.39	142.90
现金流出小计	119264.10	125672.92	205197.18	31.17
投资活动产生的现金流量净额	-118766.77	-122669.33	-117143.45	-0.69
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收投资所收到的现金	51719.62	9174.82	10050.00	-55.92
借款所收到的现金	332338.44	261629.38	285687.44	-7.28
收到的其他与筹资活动有关的现金	1808.39	16926.29	18995.10	224.10
现金流入小计	385866.45	287730.49	314732.53	-9.69
偿还债务所支付的现金	249552.89	230729.52	188799.18	-13.02
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	9671.13	20752.29	34249.60	88.19
支付的其他与筹资活动有关的现金	2074.00	2226.30	8833.03	106.37
现金流出小计	261298.02	253708.12	231881.81	-5.80
筹资活动产生的现金流量净额	124568.43	34022.37	82850.73	-18.45
四、汇率变动对现金的影响	0.00	-1.26	0.00	--
五、现金及现金等价物净增加额	52176.08	-37602.80	5204.67	-68.42

附件 4-2 现金流量补充资料

(单位: 万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
债务转为资本				-
一年内到期的可转换公司债券				-
融资租入固定资产				-
其他				-
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	8217.74	9701.55	11138.92	16.42
减: 未确认的投资损失 (以“+”号填列)	0.00	0.00	0.00	--
加: 少数股东损益	4707.78	6879.21	4628.61	-0.84
计提的资产减值准备	-1432.99	1126.25	1961.25	--
固定资产折旧	14108.69	29891.85	24193.50	30.95
无形资产摊销	378.66	297.01	278.58	-14.23
长期待摊费用摊销	70.92	165.27	111.45	25.36
待摊费用减少(减:增加)	22.59	-317.65	-91.26	--
预提费用增加(减:减少)	303.04	470.09	886.58	71.05
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	15.94	47.17	-939.07	--
固定资产报废损失	83.31	56.96	19.77	-51.29
财务费用	9449.55	13101.14	12669.98	15.79
投资损失(减:收益)	-259.44	-1393.83	-1806.48	163.87
递延税款贷项(减:借项)	0.00	0.00	0.00	--
存货的减少(减:增加)	-22260.70	5047.48	-410.67	-86.42
经营性应收项目的减少(减:增加)	-2443.16	-16768.00	-30496.84	253.31
经营性应付项目的增加(减:减少)	25101.53	5202.57	18976.01	-13.05
其他	10310.97	-2461.62	-1622.92	--
经营性活动产生的现金流量净额	46374.42	51045.42	39497.40	-7.71
三、现金及现金等价物净增加情况				
现金的期末余额	94974.41	57384.35	62589.03	-18.82
减: 现金的期初余额	42798.33	94974.41	57384.35	15.79
现金等价物的期末余额	0.00	121.57	0.00	--
减: 现金等价物的期初余额	0.00	134.32	0.00	--
现金及现金等价物净增加额	52176.08	-37602.80	5204.67	-68.42

附件 5 公司组织结构图



附件 6 有关指标的计算公式

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

注: 长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 一年内到期的长期负债 + 应付票据

EBITDA = 利润总额 + 利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

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

附件7 长期债信用等级的定义

长期债信用等级划分成9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。

AAA级：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级：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级：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级：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级：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级：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级：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级：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级：不能偿还债务。

关于湖南泰格林纸集团有限责任公司 2007 年 8 亿元企业债券的跟踪评级安排

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

湖南泰格林纸集团有限责任公司(以下简称“泰格林集团”)应按联合资信跟踪评级资料清单的要求,提供有关财务报告以及其他相关资料。泰格林集团如发生重大变化,或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件,应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注泰格林集团的经营管理状况及本期债券的相关信息,如发现泰格林集团出现重大变化,或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时,联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响,据以确认或调整本期债券的信用等级。

如泰格林集团不能及时提供上述跟踪评级资料及情况,联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级,必要时,可公布信用等级暂时失效,直至泰格林集团提供相关资料。

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

联合资信评估有限公司
二零零七年四月二十七日