

跟踪评级公告

联合[2009] 459 号

联合资信评估有限公司通过对湖南泰格林纸集团有限责任公司信用状况进行跟踪评级,确定维持湖南泰格林纸集团有限责任公司主体长期信用等级为AA⁻,评级展望由稳定调整为负面,并维持湖南泰格林纸集团有限责任公司2007年度8亿元企业债券的信用等级为AA⁺。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年九月二十二日

地址:北京市朝阳区建国门外大街甲6号中环世贸中心D座7层(100022)

电话:010-85679696

传真:010-85679228

<http://www.lianheratings.com.cn>

湖南泰格林纸集团有限责任公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁻ 评级展望: 负面
上次评级结果: AA⁻ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
07 湘泰格债	8 亿元	2007/06/14-2017/06/13	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2009 年 09 月 22 日

上次评级时间: 2008 年 08 月 06 日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年	09 年 3 月
现金类资产 (亿元)	18.94	12.62	12.86
资产总额 (亿元)	146.17	166.20	174.78
所有者权益 (亿元)	58.57	54.14	54.14
短期债务 (亿元)	27.29	38.81	42.49
全部债务 (亿元)	78.89	98.70	106.27
营业收入 (亿元)	59.19	60.15	11.87
利润总额 (亿元)	2.11	1.78	0.06
EBITDA (亿元)	6.19	7.12	--
经营性净现金流 (亿元)	4.00	3.62	-0.08
营业利润率 (%)	14.24	15.27	11.34
净资产收益率 (%)	2.61	2.83	--
资产负债率 (%)	59.93	67.43	69.02
全部债务资本化比率 (%)	57.39	64.58	66.25
流动比率 (%)	130.16	89.89	87.14
全部债务/EBITDA (倍)	12.75	13.86	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.80	2.94	--
经营现金流/流动负债 (%)	11.58	7.19	--

注: 公司从 2007 年开始执行新会计准则, 2009 年 3 月报表未经审计。

分析师

张晓斌 张华

Lianhe@lianheratings.com.cn

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
中环世贸中心 D 座 7 层 (100022)

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

跟踪期内, 国内外宏观经济周期性波动, 造纸行业经历了从景气到低迷的急剧转变, 行业内企业生产经营压力加大。湖南泰格林纸集团有限责任公司 (以下简称“公司”) 作为国内大型造纸集团之一, 2008 年加大项目投建力度, 部分在建项目建成并投产, 公司产能和产量规模保持了增长。

但受造纸行业整体景气度持续低迷及原材料价格大幅波动等因素影响, 公司盈利和获现能力下降, 债务负担有所加重, 经营压力加大。同时, 联合资信也关注到公司原董事长王祥因涉及经济案件正在接受司法调查, 联合资信将继续密切关注该事项的进展情况及其对公司的影响。

“07 湘泰格债”由公司自有房产及土地进行抵押, 跟踪期内抵押资产的评估价值稳中有升, 对本期债券的保护程度良好。

综合考虑, 联合资信评估有限公司维持公司 AA⁻的主体长期信用等级, 评级展望调整为负面, 并维持“07 湘泰格债”AA⁺的信用级别。

优势

1、公司在建项目顺利有序推进, 部分项目在跟踪期内建成并投产, 整体装备水平进一步提升, 实现产能和产量规模同步增长。

2、跟踪期内, 公司抵押资产价值稳中有升, 对本期债券保护程度较高。

关注

1、造纸行业整体景气度持续低迷, 造纸企业经营压力较大。

2、跟踪期内, 公司应收账款增长较快, 盈利能力及获现能力呈下降趋势。

3、公司负债规模增速较快, 债务负担加重。

4、公司前任董事长所涉案件尚未完结, 联合资信将对该事项进展保持关注。

一、企业基本情况

湖南泰格林纸集团有限责任公司（以下简称“公司”）是由成立于 1958 年的岳阳造纸厂，在 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，整体改制为岳阳纸业集团有限责任公司；2000 年又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 2008 年底，公司注册资本 180000 万元，控股股东为湖南省人民政府国有资产监督管理委员会。

公司经营范围包括：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 2008 年底，公司下属 11 家全资子公司、2 家控股子公司。

截至 2008 年底，公司（合并）资产总额 1662011.63 万元，负债总额 1120661.16 万元，所有者权益 541350.47 万元。公司 2008 年实现营业收入 601486.36 万元，利润总额 17767.88 万元。

截至 2009 年 3 月，公司资产总额 1747775.34 万元，负债总额 1206367.16 万元，所有者权益 541408.18 万元。公司 2009 年 1~3 月，实现营业收入 118724.16 万元，利润总额 624.58 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；法定代表人：吴佳林。

二、特别事项关注

2009 年 6 月，媒体公开报道了公司及岳阳纸业前任董事长因经济问题正在接受调查以及公

司存在资产不实等问题。针对报道内容，岳阳纸业于 2009 年 6 月 16 日刊登了澄清公告，公告表示目前公司的管理团队稳定，生产经营情况正常，该事项并未对企业经营管理造成重大影响。鉴于该事件尚未有最终定论，其对公司未来经营与发展的影响存在一定的不确定性。

联合资信将持续关注上述事项的最新进展，并与相关企业保持联系与沟通，以便进行全面分析并及时揭示该事项给相关企业和债券信用水平带来的影响。

三、经营管理分析

1. 行业现状

跟踪期内，国内外宏观经济形势变化较快，造纸行业经历了从景气到低迷的急剧转变。

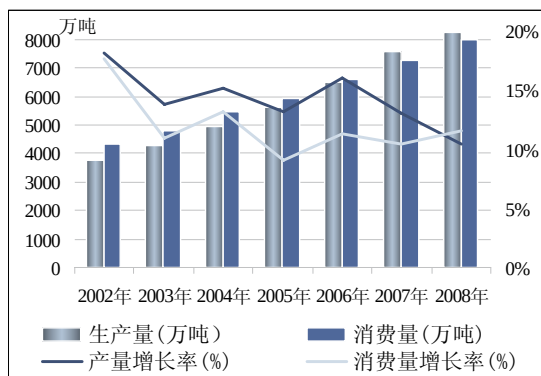
2008 年上半年，由于奥运因素和良好的市场预期，需求一定程度上被过分放大，同期行业内新增产能有限并加大了淘汰落后产能力度，市场整体供需状况进一步改善，各细分纸品价格均有不同程度的提高，行业整体收入规模和利润规模均有较大幅度的增长。根据国家统计局数据显示，2008 年 1~5 月，造纸行业营业收入和净利润同比增幅分别达到了 28.34% 和 61.65%。进入 2008 年下半年，由于受全球金融危机的影响以及造纸行业的终端客户出于减少库存的压力，行业整体供求关系迅速发生逆转，从 8 月份以来行业内出现量价齐跌的局面，产品价格出现不同程度的回落。

自 2008 年 11 月起，国内纸业公司包括上市公司大多数亏损，与此同时成品纸的出口速度也下滑明显，甚至出现负增长。目前进口纸浆的价格已接近国内多数企业的制浆成本，导致国内纸浆的生产增速首次出现负增长，进口纸浆的增速有所加快。

2008 年，全国共生产机制纸及纸板 8391 万吨，同比增长 8.8%（低于 2007 年同期 18.1% 的增长）；其中生产新闻纸 461 万吨，同比增长 9.5%（低于 2007 年同期 18.1% 的增长）；生产

书写纸 204 万吨，同比增长 3.7%（远低于 2007 年同期 20.2% 的增长，且 12 月份当月同比下降 47.0%）；生产箱板纸 1202 万吨，同比增长 18.5%（高于 2007 年同期 17.0% 的增长）。2008 年全国共生产纸浆 2058 万吨，同比下降 1.9%（远低于 2007 年同期 16.1 的增长，且 12 月份当月同比下降 24.1%）。2008 年进口纸及纸板 357 万吨，同比下降 11.2%；其中新闻纸进口 1.47 万吨，同比下降 2.2%。出口纸及纸板 412 万吨，同比下降 13.5%（大大低于 2007 年同比 33.2% 的增长），其中新闻纸出口 36.0 万吨，同比下降 39.28%。2008 年 1~11 月国内整个造纸行业实现营业收入 3970.04 亿元左右，同比增长 17.66%，实现利润总额 228.22 亿元，同比增长 17.51%。

图 1 中国纸品产量、消费量及增长率



资料来源：Wind 资讯、中国造纸协会、国家统计局

2009 年以来，随着国内宏观经济持续走弱，在需求回落、高价库存无法消化的背景下，国内造纸行业的景气程度也持续低迷，产品价格均出现了较大幅度的下跌，截至 2009 年 5 月底，包括新闻纸、轻涂纸、箱板纸、瓦楞原纸在内的主要纸品价格相较 2008 年底跌幅均超过了 20%。在需求下滑，价格回落的背景下，

行业内企业的经营压力逐步加大，盈利状况出现恶化，根据国家统计局数据，2009 年 1~5 月国内造纸行业共实现利润总额 62.73 亿元，同比降幅达到了 32.85%。进入 2009 年 6 月，在部分企业限产停产、行业内库存水平逐步下降的共同作用下，部分纸品的价格出现小幅反弹，

但在目前下游需求未出现明显回升的背景下，产品价格的反弹必将刺激行业内闲置产能的释放，加大市场供过于求的压力，受此影响行业整体的景气程度及业内企业的盈利状况短期可能无法得到显著提升。

总体看，受累于国内外经济增长下滑的负面影响，造纸行业整体景气度持续低迷，行业内企业盈利状况出现恶化，短期内行业内的闲置产能，将会对行业整体的景气程度及业内企业盈利状况的回升形成一定的限制作用。从中长期看，行业景气程度的回升更多的将依赖于宏观经济的全面复苏。

2. 经营分析

原燃料采购

跟踪期内，公司主要原材料价格波动较大。2008 年公司废纸采购均价较 2007 年大幅增长 21.99%，其他原燃料也均有不同程度上涨。自 2008 年第四季度开始，国内外废纸价格大跌，木材和煤炭价格也有不同程度下滑，公司的原燃料采购价格随着下降。原燃料价格的大幅波动增加了公司经营风险。

表 1 公司原燃料采购情况（单位：立方米、吨、元）

项目	2008 年		2009 年 1~3 月	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价
木材	2594452	538	530015	494
废纸	140733	2258	36509	1281
芦苇	401295	548	226776	559
煤炭	1249217	590	226542	514

注：采购价为含税到厂价

资料来源：公司提供

生产经营

2008 年公司生产纸及纸板商品浆 100 万吨，同比增加 12.97 万吨，增长 15%；共销售纸及纸板商品浆 95.45 万吨，同比增加 8.3 万吨，增长 9.52%，产销率 95%。截至 2009 年 3 月底，公司拥有造纸生产线 34 条，年造纸能力达 130 万吨，占产能近 65% 的机器装备达到国际先进水

平。产品生产由下属的岳阳纸业、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”）及其他子公司负责。

2007~2009 年（1~3 月），公司主要生产企业情况见表 2。可以看出，2008 年，公司部

分在建项目建成投产，产能有所提升，产量规模较快增长；2009 年一季度，受造纸行业整体景气度持续低迷，市场需求不旺，公司对生产规模进行了适当控制，整体生产规模、销售量有所下降。

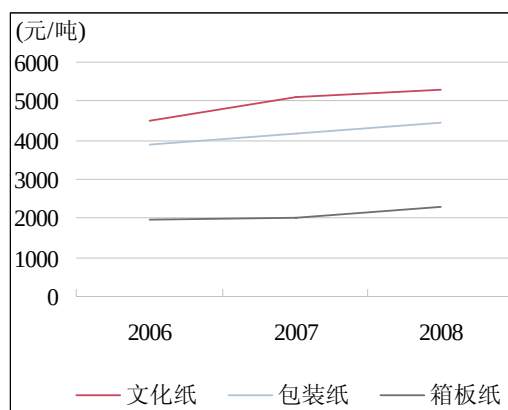
表2 2007~2009年（1-3月）公司主要生产企业经营情况

公司名称	2007 年			2008 年			2009 年 1~3 月		
	产量:吨	销量:吨	收入:万元	产量:吨	销量:吨	收入:万元	产量:吨	销量:吨	收入:万元
岳阳纸业	422262	417427	205988	440440	422580	231401	106092	85266	40793
沅江纸业	157257	161430	74410	167123	159370	81715	42743	41374	17968
湘纸公司	219580	220556	94329	215187	207035	89535	48773	44275	18882
洪纸公司	51398	51399	19760	47137	45252	17908	8904	8040	3009
骏泰公司				118897	109545	37262	74100	45483	14563
其他公司	19811	20664	6912	11237	10743	129040	2779	1781	20459
合计	870308	871476	401399	1000021	954525	576476	283391	226219	115284

资料来源：公司提供

公司主要产品销售价格见图2。可以看出，公司主要产品销售价格在2008年均有所上涨，其中包装纸涨幅较为明显。

图2 公司主要产品销售均价（单位：元/吨）



资料来源：公司提供

注：销售价格为含税价格

本期债券 8 亿元全用于怀化 40 万吨/年漂白硫酸盐木浆项目。该项目已于 2008 年 9 月 8 日举行项目竣工仪式。截至 2009 年 3 月底，该项目已完全达到设计生产能力，与之配套的 14 万公顷原料林基地建设项目已造林和收购林地 80 余万亩。

截至 2009 年 6 月底，公司的在建项目主要是岳阳纸业年产 40 万吨含机械浆印刷纸技改项目和湘纸公司节能减排技改项目（参见表 3）。

表3 截止2009年6月底公司在建项目情况（单位：万元）

项目名称及简介	建设期	总投资	项目进度	资金来源	
				自有资金	银行借款
岳阳纸业年产 40 万吨含机械浆印刷纸技改项目	2008 年 4 月-2009 年 10 月	259580	50.45%	178549.74	81030.26
湘纸公司节能减排技改项目	2008 年 10 月-2010 年 3 月	12800	50%	8600	4200
合计		272380		187149.74	85230.26

资料来源：公司提供

3. 管理分析

截至 2009 年 6 月底，公司在治理结构、管理制度及高管人员等方面无重大变化。

总体来看，随着公司重点项目的建成投产，公司产能将获得有效提升，规模优势将进一步体现，综合竞争力有望增强，未来发展前景较好。

四、财务分析

公司 2007 年财务报表经北京中兴正信会计师事务所有限公司湖南分公司审计，2008 年财务报表经湖南天平正大有限责任会计师事务所审计，均出具标准无保留意见审计报告。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，投资的下属企业岳阳纸业自 2007 年起执行《新会计准则》，合并报表涵盖两种会计制度。公司 2009 年 3 月底财务数据未经审计。

从公司提供材料来看，2007~2008 年财务数据具可比性，下面主要以 2007 年~2008 年合并会计报表的资产构成进行分析，2009 年 3 月底财务数据作为参考。

1. 盈利能力分析

受国际金融危机及市场需求减缓影响，纸制品和造纸原燃料在 2008 年三季度见顶后开始大幅下滑。虽然公司 2008 年营业收入和营业成本均较 2007 年小幅增长，但由于债务负担加重，导致公司财务费用锐增 48.39%，从而使得公司 2008 年营业利润较 2007 年大幅下降 12.08%，2008 年公司实现营业利润 17555.14 万元。2008 年公司实现投资收益 873.96 万元，主要由鲁良新元粮油公司和湘融置业公司的长期股权投资收益及恒泰房地产常德项目的联营收益构成。2008 年公司实现利润总额 17767.88 万元，较上年减少 15.63%；实现净利润 15321.57 万元。

2008 年公司总资本收益率为 2.58%，净资产收益率为 2.83%，均较上年出现了小幅上涨，但公司总体盈利能力一般。从收入实现的质量

指标分析，2008 年公司现金收入比率 108.71%，收入实现的质量基本正常。

2009 年 1~3 月，公司实现营业收入 118724.16 万元，利润总额 624.58 万元，营业利润率 11.34%，盈利能力有所下降。

总体看，从 2008 年四季度以来，全球金融危机已逐步波及到实体经济，造纸产业整体景气度下滑。公司 2008 年利润总额较上年下降明显，2009 年第一季度利润总额仅 624.58 万元。

2. 现金流及保障分析

从经营活动来看，2008 年公司经营活动产生的现金流入 680568.61 万元，经营活动产生的现金流出 644364.46 万元，分别较 2007 年增长 5.47% 和 6.45%，经营活动现金流出快于现金流入主要是因为公司在 2008 年前三季度高价采购原燃料，而在第四季度受国际金融危机影响，纸品需求下降及价格大幅下滑，现金流入减少所致。公司经营活动现金流量净额为 36204.15 万元，较 2007 年减少 9.39%。2009 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为 -835.18 万元，经营活动现金流状况进一步恶化。

从投资活动来看，2008 年公司投资活动产生的现金流入 23925.82 万元，投资活动现金流出 219290.62 万元。公司投资规模较大，主要是年产 10.2 万吨优质商品苇浆及配套、怀化 40 万吨浆纸、岳阳 40 万吨浆纸建设项目等。2008 年公司投资性现金流量净额 -195364.80 万元，2009 年 1~3 月，投资现金流量净额 -31356.86 万元。

公司 2008 年及 2009 年 1~3 月，筹资活动前的现金流量净额分别为 -178424.32 万元、-159160.65 万元。公司经营活动和投资活动资金缺口较大，对外部资金依赖性较强。

从筹资活动来看，公司筹资活动现金流入和流出主要是银行借款的融入和本金利息的归还。2008 年公司筹资活动现金流入为 411309.68 万元，流出为 295580.09 万元，筹资活动产生

的现金净流量为 115729.59 万元，较 2007 年大幅减少 56.57%。

总体看，受国际金融危机影响，公司经营活动现金流呈恶化趋势；近几年公司投资规模较大，对外部资金依赖性较强。

3. 资本及债务分析

截至 2008 年底，公司资产总额 1662011.63 万元，较 2007 年底增长 13.71%，其中流动资产占 27.22%，非流动资产占 72.78%。公司资产以非流动资产为主。

截至 2008 年底，公司流动资产合计 452370.93 万元，与 2007 年底基本持平。公司流动资产主要由货币资金（占 24.04%）、应收账款（占 17.53%）、预付账款（占 13.74%）和存货（占 35.17%）构成。

截至 2008 年底，公司货币资金 108771.07 万元，较 2007 年底大幅减少 28.64%，主要是期内公司投资规模较大，而获现能力下降所致。

截至 2008 年底，公司应收账款 79303.60 万元，较 2007 年底大幅增长 62.18%，这主要是行业不景气，公司调整了销售策略，增加赊销所致。从账龄来看，1 年以内的占 76.00%，1~2 年的占 9.20%，2~3 年的占 5.25%，3 年以上的占 9.54%，1 年以内应收账款所占比重较大。截至 2008 年底，公司计提应收账款坏账准备 4278.96 万元，占应收账款账面余额 5.12%，计提较为充分。

截至 2008 年底，公司其他应收款为 24513.25 万元，其中 1 年以内占 58.95%，1~2 年占 21.65%，2~3 年占 1.16%，3 年以上占 18.24%，其他应收款以 1 年期应收债权为主。截至 2008 年底，公司计提其他应收款坏账准备 722.18 万元。

截至 2008 年底，公司预付账款 62143.52 万元，比上年减少 19.79%，对外采购动用资金有所减少。

截至 2008 年底，公司存货大幅增长，比上年增长 52.89%，存货净额 159103.81 万元，

其中原材料占 62.44%，产成品占 23.66%，在产品占 12.85%，主要是产能增加使原料储备上升。公司未提取存货跌价准备。

截至 2008 年底，公司非流动资产合计 1209640.71 万元，较 2007 年底增长 19.48%。公司非流动资产主要由固定资产（占 39.31%）、在建工程（占 31.85%）、无形资产（占 11.55%）和其他非流动资产构成（占 16.09%）。截至 2008 年底，公司固定资产为 475529.51 万元，较 2007 年底减少 5.28%，基本维持稳定；公司在建工程 385238.66 万元，较 2007 年底大幅增长 90.64%，这主要是公司加大新建项目投资和项目技改所致；公司无形资产 139769.92 万元，基本与上年持平；公司其他非流动资产 194624.68 万元，较 2007 年底增长 21.07%，均为林木资产。

截至 2009 年 3 月底，公司资产总额 1747775.34 万元，较 2008 年底增长 5.16%，其中流动资产占 27.46%，非流动资产占 72.54%，资产构成基本维持稳定。

根据公司 2008 年 6 月 20 日股东大会决议和新制订的公司章程的规定，公司增加注册资本 30000.00 万元，截至 2008 年底，公司实收资本 180000.00 万元，较 2007 年增长 20%。受国际金融危机影响，资本公积资产评估价值减少 43.99%，为 93932.43 万元。截至 2008 年底，公司所有者权益为 541350.47 万元，较 2007 年底减少 7.58%。

截至 2008 年底，公司负债合计为 1120661.16 万元，其中流动负债和非流动负债分别占 44.91%和 55.09%，债务结构适宜。公司流动负债主要由短期借款（占 62.11%）、应付票据（占 13.02%）和应付账款（16.65%）构成；非流动负债主要为长期借款（84.05%）。跟踪期内，为满足较大的投资规模，公司较快增大负债规模，短期借款和长期借款分别较 2007 年迅速增长 28.43%和 19.03%。

从债务指标来看，跟踪期内，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化

比率均较上年有不同程度上升。截至 2008 年底，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为 67.43%、64.58%和 52.52%，公司债务负担加重。

截至 2009 年 3 月底，公司所有者权益基本维持稳定，为 541408.18 万元；负债总额为 1206367.16 万元，较 2008 年底增长 7.65%，负债规模进一步扩大。2009 年 3 月底，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为 69.02%、66.25%和 54.09%。2009 年公司各项债务指标进一步攀升，债务负担进一步加重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，受公司负债规模增速较快影响，公司流动比率和速动比率整体均大幅下降，截至 2008 年底，公司流动比率、速动比率分别为 89.89%和 58.27%。2008 年，公司经营现金流动负债比率为 7.19%，较 2007 年底的 11.58%下降了 4.39 个百分点，经营现金流对流动负债的保障能力有较大幅度减弱。2009 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 87.14%和 57.31%，公司短期偿债能力进一步减弱，但总体看，目前公司短期偿债能力正常。

从长期偿债能力指标看，2008 年公司 EBITDA 为 71192.72 万元，较 2007 年增长 15.09%；2008 年底，公司 EBITDA 利息倍数由 2007 年的 3.80 倍下降为 2.94 倍，EBITDA 对利息支出的保护能力有所减弱；2008 年底公司全部债务/EBITDA 为 13.86 倍，较上年有所上升，EBITDA 对全部债务保护能力有所减弱。

“07 湘泰格债”为 8 亿元、存续 10 年的企业债券。2008 年公司 EBITDA 实现 7.12 亿元，是“07 湘泰格债”的 0.89 倍；根据目前的项目投资进展和未来的发展目标，公司 EBITDA 在“07 湘泰格债”存续期内有望呈现持续增长态势，并提升对“07 湘泰格债”的保障能力。

5. 对外担保

截至 2008 年底，公司对外担保金额共计 97075.00 万元，担保比率达 17.93%。主要是对三一集团有限公司和湘潭电机集团有限公司的担保，被提供担保企业经营正常（参见表 4）。

截至 2008 年底，公司不存在逾期借款。公司与国内银行建立了稳固的合作关系，截至 2009 年 3 月底，公司共获得各银行授信额度共计人民币 115.20 亿元，其中尚未使用的额度 19.49 亿元。

表 4 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	企业性质	担保方式	反担保方式	担保单位经营情况
三一集团有限公司	45000.00	民营企业	连带责任保证	反担保	经营正常
湘潭电机集团有限公司	52075.00	国有企业	连带责任保证	反担保	经营正常
合计	97075.00				--

资料来源：公司提供

五、抵押资产评估对债务的保护情况

2007 年公司发行了 8 亿元人民币债券，期限 10 年，本次债券由公司部分房产和土地使用权资产进行抵押，2009 年抵押资产评估情况如下：

1. 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。永州众联房地产估价有限公司于 6 月 10 日出具估价报告（编号：永众房估[2009]字第 C016 号），主要内容如下：

①估价对象

办公楼建成于 2003 年 5 月，总建筑面积

为 7269.51 平方米。办理了《建筑工程项目施工许可证》([2002]长健施许字第 32 号)和《建筑工程规划许可证》(星建 200205003 号),《房屋所有权证》(证号:长房权证星沙字第 00037339 号),房屋所有权人为公司,钢筋混凝土结构,产权面积为 7269.51 平方米,设计用途为办公用房,产别为股份制企业房产。

办公楼由办公楼和多功能厅两部分组成,地上五层,地下一层。各楼层功能分布为:地下一层为停车场,地上一层为大厅、会谈室、多功能厅,二至五层为办公室、会议室。

综合楼分两期建成,一期 2003 年 5 月,办理了《建筑工程项目施工许可证》([2002]长健施许字第 32 号)和《建筑工程规划许可证》(星建 200205003 号),二期建成于 2006 年,办理了《建筑工程项目施工许可证》(长健 2005-73 号)和《建筑工程规划许可证》(星建 200411008 号)。

综合楼共十二层,局部三层,钢筋混凝土框架结构。

表 5 各楼层分别情况

一层	大厅、咖啡厅、自助餐厅	七层	投影会议室、客房
二层	包厢、卡拉 OK	八层	会议室、客房
三层	健身房、电子阅览室、图书阅览室、医务室	九层	会议室、客房
四层	办公室	十层	会议室、客房
五层	办公室	十一层	咖啡书吧、客房
六层	办公室	十二层	数字放映厅、阳光厅、行政套房

资料来源:房地产评估报告

②估价时点

2009 年 6 月 10 日

③估价作业日期

2009 年 5 月 25 日—2009 年 6 月 10 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》、《中华人民共和国城市房屋权属登记管理办法》、《房地产估价规范》(GB/T50291-1999)、《城镇土地估价规程》(GB/T18508-2001)、《房地产抵押估价指导意见》、《湖南省城市房屋产权产籍管理条例》、及公司提供的《房屋所有权证》(长房权证星沙字第 00037339 号)等。

⑤估价原则

房地产估价遵循公正、公平、公开、客观、科学、合法原则的前提,同时遵循合法原则、最高最佳使用原则、替代原则、估价时点原则、供求原则、公平原则和谨慎性原则。

⑥估价方法

根据《房地产估价规范》,根据估价对象使用状况,公司提供资料及评估人员勘查、调查收集的有关资料,在认真分析、判断基础上,遵循房地产估价原则,本次评估采用成本法及剩余法对估价对象的房产价值进行评估。

⑦估价结果

估价人员根据估价目的,遵循估价原则,按照估价程序,采用科学适用的估价方法,经过分析和测算,并结合估价经验与对影响房产价格因素的分析,确定估价对象于估价时点的房产市场价值总价为 9351.57 万元。

表 6 房产评估结果明细表

评估对象	结构	朝向	楼层	建成年份	估价时点	建筑面积 (M ²)	评估总价 (万元)
办公楼	框架	南北	1-6/6	2003	2009-5-25	7269.51	3196.48
综合楼	框架	南北	1-12/12	2006	2009-5-25	14696	6155.09
合计						21965.51	9351.57

资料来源:由公司提供的房地产评估报告

2. 土地

湖南众联评估有限公司 2009 年 5 月 25 日

入场对公司本期债券抵押土地使用权进行评估,并于 6 月 10 日出具估价报告,主要内容如

下:

①估价对象

本期债券抵押土地使用权,其具体情况参见表 7。

②估价时点

2009 年 6 月 10 日

③估价作业日期

2009 年 5 月 25 日—2009 年 6 月 10 日

④土地估价依据

《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》、《中华人民共和国城镇国有土地使用权出让转让暂行条例》、《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》、委托方提供的涉及估价对象的有关文件、图表、资料以及估价人员实地信息。

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。

⑥估价方法

收益还原法、市场比较法、成本逼近法、剩余法、评分估价法、收益还原法和基准地价修正法。

⑦评估结果

上述土地的评估价值合计为 175458.88 万元。

表7 本期债券抵押土地情况

序号	项目名称	位置	报告编号	估价期日	面积 (m ²)	评估额 (万元)	备注
1	湖南泰格林纸集团有限责任公司用地	长沙县星沙镇凉塘路以南	湘众联评[2009] (估)字第 C013	2009 年 6 月 10 日	21413.00	3856.50	土地
2	湖南泰格林纸集团有限责任公司用地	沅江市庆云山书院路 358 号	湘众联评[2009] (估)字第 C014	2009 年 6 月 10 日	466020.00	10858.27	土地
3	湖南泰格林纸集团有限责任公司用地	岳阳市城陵矶	湘众联评[2009] (估)字第 C012	2009 年 6 月 10 日	711434.86	26821.09	土地
4	湖南泰格林纸集团有限责任公司用地	岳阳市南津港	湘众联评[2009] (估)字第 C011	2009 年 6 月 10 日	964249.70	40016.36	土地
5	湖南洞庭白杨林纸有限公司、湖南泰格林纸集团有限责任公司用地	澧县七里湖	湘众联评[2009] (估)字第 C015	2009 年 6 月 10 日	13333333.40	93906.66	土地
	合计				15496450.96	175458.88	

资料来源:由公司提供的土地评估报告

3. 抵押地产对本期债券的保障

跟踪期内,公司上述房地产及土地抵押资产评估价值合计为 184810.45 万元,较上期跟踪的 181728.06 万元增长 1.70%。本期跟踪公司抵押资产评估合计价值为本期 8 亿元企业债券发行额度的 2.31 倍,抵押资产评估价值对本期债券的覆盖程度较高。

综合考虑,联合资信维持公司 AA⁻的主体长期信用等级,评级展望调整为负面,并维持

“07 湘泰格债” AA⁺的信用级别。

附表 1-1 2007~2009 年 3 月公司合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

资产	2007 年	2008 年	变动率(%)	09 年 3 月
流动资产：				
货币资金	152428.49	108771.07	-28.64	104901.56
交易性金融资产	10.00			
应收票据	36940.43	17452.54	-52.75	23674.20
应收账款	48898.94	79303.60	62.18	97057.98
预付款项	77472.88	62143.52	-19.79	62171.76
应收利息	400.50			
应收股利				
其他应收款	28054.39	24513.25	-12.62	25800.24
存货	104066.49	159103.81	52.89	164288.75
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产	993.97	1083.13	8.97	2066.24
流动资产合计	449266.09	452370.93	0.69	479960.74
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资	5622.64	8918.21	58.61	8918.21
长期债券投资				
投资性房地产				
固定资产	502026.11	475529.51	-5.28	474763.93
在建工程	202074.49	385238.66	90.64	435827.99
工程物资	2515.42	2243.13	-10.82	5175.94
固定资产清理	1122.87	405.54	-63.88	396.66
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	136426.12	139769.92	2.45	141848.40
开发支出				
商誉				
长期待摊费用	779.16	904.91	16.14	965.36
递延所得税资产	1085.97	2006.16	84.73	2006.16
其他非流动资产	160750.71	194624.68	21.07	197911.95
非流动资产合计	1012403.49	1209640.71	19.48	1267814.61
资产总计	1461669.58	1662011.63	13.71	1747775.34

附表 1-2 2007~2009 年 3 月公司合并资产负债表（负债与所有者权益）
 （单位：人民币万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2007 年	2008 年	变动率(%)	09 年 3 月
流动负债：				
短期借款	243395.00	312584.00	28.43	330838.00
交易性金融负债				
应付票据	26144.84	65506.35	150.55	84045.19
应付账款	33958.25	83791.20	146.75	93312.42
预收款项	10305.38	11592.76	12.49	12471.40
应付职工薪酬	3554.38	4192.29	17.95	3815.51
应交税费	3453.51	-6507.33	-288.43	-6327.92
应付利息	216.00	93.72	-56.61	
应付股利	31.63	9.70	-69.34	9.70
其他应付款	18403.50	19101.56	3.79	19405.73
一年内到期的非流动负债	3360.00	10000.00	197.62	10000.00
其他流动负债	2346.26	2890.16	23.18	3199.72
流动负债合计	345168.75	503254.40	45.80	550769.75
非流动负债：				
长期借款	435959.00	518915.43	19.03	557823.15
应付债券	80000.00	80000.00		80000.00
长期应付款	13658.39	16146.81	18.22	15429.75
专项应付款	349.52	353.52	1.14	353.52
预计负债				
递延所得税负债	811.96			
其他非流动负债		1991.00		1991.00
非流动负债合计	530778.86	617406.76	16.32	655597.41
负债合计	875947.61	1120661.16	27.94	1206367.16
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（或股本）	150000.00	180000.00	20.00	180000.00
资本公积	167693.85	93932.43	-43.99	93932.43
减：库存股				
盈余公积	7670.03	8131.05	6.01	8131.05
未分配利润	39721.66	31122.38	-21.65	30291.94
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	365085.53	313185.86	-14.22	312355.42
少数股东权益	220636.43	228164.61	3.41	229052.76
所有者权益（或股东权益）合计	585721.96	541350.47	-7.58	541408.18
负债和所有者权益（或股东权益）总计	1461669.58	1662011.63	13.71	1747775.34

附表 2 2007~2009 年 3 月公司合并利润及利润分配表
 (单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	变动率(%)	09 年 1~3 月
一、营业收入	591932.26	601486.36	1.61	118724.16
减: 营业成本	503511.02	505662.62	0.43	104806.61
营业税金及附加	4107.25	3957.64	-3.64	459.71
销售费用	18876.82	17364.29	-8.01	3673.01
管理费用	30021.03	31291.21	4.23	7147.08
财务费用	16294.59	24178.77	48.39	5665.43
资产减值损失	-86.42	2350.65	-2820.10	
加: 公允价值变动收益 (损失以“—”号填列)				
投资收益 (损失以“—”号填列)	760.18	873.96	14.97	13.20
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益				
汇兑收益 (损益以“—”号添列)				
二、营业利润 (亏损以“—”号填列)	19968.16	17555.14	-12.08	-3014.49
加: 营业外收入	1927.68	2461.93	27.71	3664.73
减: 营业外支出	836.15	2249.19	168.99	25.66
其中: 非流动资产处置损失	499.59	714.84	43.09	0.00
三、利润总额 (亏损总额以“—”号填列)	21059.68	17767.88	-15.63	624.58
减: 所得税费用	5757.03	2446.31	-57.51	419.12
四、净利润 (净亏损以“—”号填列)	15302.65	15321.57	0.12	205.46
其中: 归属于母公司所有者的净利润	9245.80	4475.60	-51.59	-830.44
少数股东损益	6056.85	10845.97	79.07	1035.89
五、每股收益:				
(一) 基本每股收益				
(二) 稀释每股收益				

附表 3-1 2007~2009 年 3 月公司合并现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	变动率(%)	09 年 1-3 月
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	620658.61	653878.04	5.35	125016.54
收到的税费返还	500.43	391.71	-21.73	
收到其他与经营活动有关的现金	24099.02	26298.85	9.13	17071.06
经营活动现金流入小计	645258.06	680568.61	5.47	142087.59
购买商品、接受劳务支付的现金	509904.43	540874.81	6.07	110023.71
支付给职工以及为职工支付的现金	37359.04	39811.59	6.56	9849.60
支付的各项税费	37693.57	41600.79	10.37	7371.28
支付其他与经营活动有关的现金	20346.22	22077.26	8.51	15678.19
经营活动现金流出小计	605303.26	644364.46	6.45	142922.78
经营活动产生的现金流量净额	39954.80	36204.15	-9.39	-835.18
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	26931.26	20029.24	-25.63	
取得投资收益收到的现金	4700.97	605.00	-87.13	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	225.18	1300.58	477.57	106.67
收到其他与投资活动有关的现金	43270.25	1991.00	-95.40	1170.00
投资活动现金流入小计	75127.66	23925.82	-68.15	1276.67
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	217885.21	190310.91	-12.66	30061.02
投资支付的现金	41000.00	1552.00	-96.21	500.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金	34621.57	27427.71	-20.78	2072.50
投资活动现金流出小计	293506.78	219290.62	-25.29	32633.52
投资活动产生的现金流量净额	-218379.12	-195364.80	-10.54	-31356.86
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	185126.71			
取得借款收到的现金	409145.00	403325.41	-1.42	119088.40
收到其他与筹资活动有关的现金	8329.49	7984.28	-4.14	18731.42
筹资活动现金流入小计	602601.20	411309.68	-31.74	137819.82
偿还债务支付的现金	309968.75	258263.78	-16.68	102565.33
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	21496.53	32835.68	52.75	6516.39
支付其他与筹资活动有关的现金	4673.66	4480.64	-4.13	415.57
筹资活动现金流出小计	336138.93	295580.09	-12.07	109497.29
筹资活动产生的现金流量净额	266462.27	115729.59	-56.57	28322.53
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	1801.51	-226.36	-112.56	
五、现金及现金等价物净增加额	89839.47	-43657.42	-148.59	-3869.51
加: 期初现金及现金等价物余额	62589.03	152428.49	143.54	108771.07
六、期末现金及现金等价物余额	152428.49	108771.07	-28.64	104901.56

附表 3-2 2007~2008 年公司合并现金流量表（续）
 （单位：人民币万元）

补充资料	2007 年	2008 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量:			
净利润	9245.80	4475.60	-51.59
加：少数股东权益			
加：资产减值准备	4058.47	6329.72	55.96
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	23817.29	28538.39	19.82
无形资产摊销	391.64	512.79	30.93
长期待摊费用摊销	292.89	194.88	-33.46
待摊费用减少（增加以“—”号填列）	617.54	0.00	-100.00
预提费用增加（减少以“—”号填列）	532.58	0.00	-100.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“—”号填列）	34.29	573.19	1571.41
固定资产报废损失（收益以“—”号填列）	66.14	2.54	-96.16
公允价值变动损失（收益以“—”号填列）			
财务费用（收益以“—”号填列）	16294.59	24178.77	48.39
投资损失（收益以“—”号填列）	-760.18	-873.96	14.97
递延所得税资产减少（增加以“—”号填列）			
递延所得税负债增加（减少以“—”号填列）	-274.01	-811.96	196.32
存货的减少（增加以“—”号填列）	-21595.75	-55037.32	154.85
经营性应收项目的减少（增加以“—”号填列）	-12559.47	-7953.73	-36.67
经营性应付项目的增加（减少以“—”号填列）	25505.72	24304.51	-4.71
其他	-5712.73	924.74	-116.19
经营活动产生的现金流量净额	46011.66	36204.15	-21.32
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:			
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			
3.现金及现金等价物净变动情况:			
现金的期末余额	152428.49	108771.07	-28.64
减：现金的期初余额	62589.03	152428.49	143.54
加：现金等价物的期末余额			
减：现金等价物的期初余额			
现金及现金等价物净增加额	89839.47	-43657.42	-148.59

附件 4 2007~2009 年 3 月公司主要财务指标

项目	2007 年	2008 年	2009 年 3 月
经营效率			
销售债权周转次数（次）	7.03	6.59	--
存货周转次数（次）	5.40	3.84	--
总资产周转次数（次）	0.46	0.39	--
现金收入比(%)	104.85	108.71	--
盈利能力			
营业利润率（%）	14.24	15.27	11.34
总资本收益率（%）	2.30	2.58	--
净资产收益率（%）	2.61	2.83	--
财务构成			
长期债务资本化比率（%）	46.83	52.52	54.09
全部债务资本化比率（%）	57.39	64.58	66.25
资产负债率（%）	59.93	67.43	69.02
偿债能力			
流动比率（%）	130.16	89.89	87.14
速动比率（%）	100.01	58.27	57.31
EBITDA 利息倍数（倍）	3.80	2.94	--
全部债务/EBITDA（倍）	12.75	13.86	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数（倍）	-0.23	-0.16	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力（倍）	-10.95	-6.58	--
本期债项偿债能力			
经营现金流动负债比(%)	11.58	7.19	--

附件 5 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率*	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率*	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
本期债券偿债能力	
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
现金偿债倍数	(现金+现金等价物) / 本期债券到期偿还额

注: 长期债务=长期借款+应付债券
 短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据
 全部债务=(长期债务+短期债务)
 EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益
 标*的指标为新会计准则下对应的指标

附件 6 企业主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，企业主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用评级设置及其含义同企业主体长期信用等级。