

跟 踪 评 级 公 告

联合[2011] 456 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将泰格林纸集团股份有限公司主体长期信用等级由AA⁻调整为AA，评级展望维持为稳定，并维持“07湘泰格债”AA⁺的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年六月二十二日



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)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

Http: //www.lhratings.com

泰格林纸集团股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定
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: 2011 年 6 月 22 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	2011 年 3 月
现金类资产(亿元)	14.83	31.32	32.77
资产总额(亿元)	197.92	222.47	212.67
所有者权益合计(亿元)	54.21	72.05	70.24
短期债务(亿元)	56.26	62.73	57.12
全部债务(亿元)	126.30	128.70	115.98
营业收入(亿元)	57.27	91.02	20.58
利润总额(亿元)	0.98	1.74	0.41
EBITDA(亿元)	6.16	9.94	--
经营性净现金流(亿元)	4.58	7.97	-9.41
营业利润率(%)	16.73	16.59	18.39
净资产收益率(%)	1.77	1.73	--
资产负债率(%)	72.61	67.61	66.97
全部债务资本化比率(%)	69.97	64.11	62.28
流动比率(%)	95.93	110.71	116.84
全部债务/EBITDA(倍)	20.52	12.94	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.25	5.20	--
经营现金流动负债比(%)	6.38	9.57	--

注: 2011 年第一季度报表未经审计

分析师

高利鹏 黄滨

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 中国造纸行业继续了企稳回升的态势, 各类机制纸及纸浆产销量稳步增长, 受原材料因素的主要影响, 纸品价格持续走高。同时, 日益严格的环保要求和淘汰落后产能的行业政策, 使得产业升级和行业集中进程稳步推进, 区域龙头企业在此整合过程中逐步具备了更强的市场竞争力。泰格林纸集团股份有限公司(以下简称“公司”)跟踪期内发生了股权变更, 并得到新旧股东增资, 从而有能力扩张产能和加强对上游林业资源的占据, 公司规模优势更加突出, 资产负债水平有所改善。

跟踪期内, 公司与中国纸业投资总公司的重组工作顺利完成, 目前, 公司由省属企业转为央企中国诚通控股集团有限公司(以下简称“中国诚通”)下属的纸业板块的核心企业, 股东货币注资到位, 公司综合竞争力得到提升。联合资信同时关注到, 公司股权重组之后, 对现有产能和经营管理的整合, 将影响到公司下一步的发展; 未来三年, 公司拟建项目投资额较高, 资本支出规模较大, 将在一定程度上推高公司债务水平。

公司部分房产和土地使用权作为抵押资产对“07 湘泰格债”进行了一定程度的覆盖, 有效保障了“07 湘泰格债”本息偿付的安全性。

综合考虑, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)决定将公司主体长期信用等级由 AA⁻ 调整为 AA, 评级展望维持为稳定, 并维持“07 湘泰格债”AA⁺ 的信用等级。

优势

1. 国家淘汰造纸落后产能的政策, 增强了包括公司在内的行业龙头企业的盈利水平和市场竞争力。
2. 跟踪期内, 公司顺利完成股权重组, 成为央企中国诚通下属纸业板块的核心企业,

公司从省属企业转变为央企一员，股东支持力度大。

3. 公司具有完整的林浆纸产业链，子公司岳阳林纸成功配股收购子公司骏泰浆纸，浆纸资产的整体上市进程稳步推进。
4. 公司新增产能达产，经营规模持续扩大，负债水平有所降低。
5. 公司本期债券抵押的房产及土地使用权评估价值稳中有升，对本期债券的覆盖程度较高。

关注

1. 造纸行业周期波动、行业整体供给过剩，对业内企业的发展易产生不利影响。
2. 公司重组之后，生产、经营及管理等方面的整合存在不确定性。
3. 公司资产负债率较高，债务规模偏大，存在一定的筹资压力。

一、企业基本情况

泰格林纸集团股份有限公司（以下简称“公司”）是由中国纸业投资总公司（以下简称“中国纸业”）控股的非上市股份有限公司。公司前身是成立于 1958 年的岳阳造纸厂，并于 1996 年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，并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”）。2003 年公司更名为岳阳林纸集团有限责任公司，2004 年，公司经湖南省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“省国资委”）批准更名为湖南泰格林纸集团有限责任公司。2010 年 9 月，原湖南泰格林纸集团有限责任公司（以下简称“有限责任公司”）全体股东与中国纸业签署《重组协议》，决定以发起设立方式将有限责任公司整体变更为股份有限公司，经国务院国有资产监督管理委员会批复，同意重组改制并更为现名。截至 2011 年 1 月 12 日，公司注册资本为 40.84 亿元。

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：童来明。

二、重大事项

根据《重组协议》，公司原股东以其拥有的对公司的净资产作为出资，中国纸业以人民币 25 亿元现金作为出资，进行公司重组。2011 年 1 月 12 日，湖南恒基有限责任会计师事务所出具验资报告，公司注册资本（实收资本）为 40.84 亿元，其中新股东中国纸业以货币出资 25 亿元，折合注册资本（实收资本）22.84 亿元，超额投入 2.16 亿元转资本公积。2011 年 1 月 28 日，公司在湖南省工商行政管理局完成工商变更登记。重组后，中国纸业持有公司股权比例为 55.92%，省国资委持有公司股权比例为 35.87%，中国纸业接替省国资委成为公司第一大股东，公司实

际控制人由省国资委变更为中国诚通，最终控制人为国务院国有资产监督管理委员会（附件 1）。

表 1 公司重组后股权结构情况

股东名称	持股数量 (万股)	持股比例 (%)
中国纸业投资总公司	228394	55.92
湖南省国有资产监督管理委员会	146494	35.87
中国华融资产管理公司	23048	5.64
湖南发展投资集团有限公司	3878	0.95
湖南省国有投资经营有限公司	3868	0.95
中国长城资产管理公司	1901	0.47
湖南经济技术投资担保公司	811	0.20
合 计	408394	100.00

资料来源：公司提供

中国纸业是中国诚通的全资子公司，中国诚通为国务院国资委下属监管企业中唯一被批准以林浆纸为主业的公司，具备较强的政策优势。经过近年快速发展整合，中国纸业相继间接控股粤华包 B（股票代码：200986）、收购湛江冠龙纸业有限公司、控股冠豪高新（股票代码：600433）。作为中国诚通的纸业经营平台，中国纸业业已成为国内造纸行业的一支重要竞争力量。

省国资委承诺：支持公司在湖南省政府各项政策范围内，继续全面享受省属企业享有的改革、改制、发展等优惠扶持政策，并支持中国纸业和公司享受湖南省对央企对接合作的各项优惠扶持政策。2010 年第四季度，省国资委向公司货币出资 6 亿元，用以支持公司发展。

中国纸业承诺：中国纸业现有或新获得的在公司以外的资产和业务中，如存在与公司必须要解决同业竞争问题的资产和业务，优先以公司作为平台进行整合。2011 年 1 月，中国纸业货币出资 25 亿元全部到位。

本次重组顺利完成，公司成为央企中国诚通下属纸业板块中的核心企业，资产负债结构明显改善，综合竞争实力得到提升。联合资信

也注意到，重组之后，公司存在一定的整合难度。

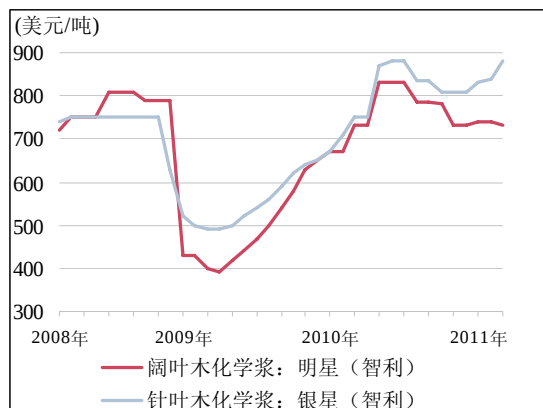
三、经营管理分析

1. 行业现状

跟踪期内，国内经济回暖态势趋于稳固，带动纸及纸板需求稳定增加。基于此，中国造纸行业自2009年第二季度起，开始了金融危机之后的缓慢恢复，随后经历了2010年的持续回暖，各类纸及纸板产销量稳步增长，2011年第一季度，主要纸品价格持续走强，部分纸种均价已突破历史高位。

造纸行业景气度回暖，对原材料的需求增加，推动了木浆、废纸等价格持续攀升，2010年7、8月间，进口阔叶木及针叶木浆价格均创出历史新高，分别达到850美元/吨和890美元/吨，随后虽有所下调，但进入2011年，价格再次进入上行通道。

图1 近年主要进口木浆平均价格走势



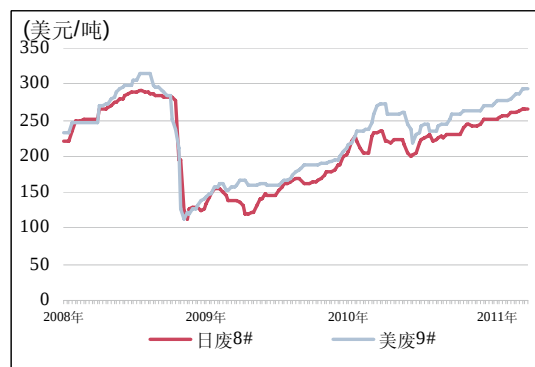
资料来源：wind 资讯

相较于木浆价格的强劲反弹，废纸价格走势相对温和平缓，但从2009年第二季度起也划出一道明显的上升曲线。主要原材料价格的持续上涨，给造纸企业带来了较大的成本压力。

据wind资讯数据显示，自2007年开始，国内纸及纸板总产量已超过总消费量，当前国内造纸行业呈现整体供给过剩局面。2009年中国机制纸及纸板总产量为9388.74万吨，同比增长11.89%，已成长为世界第一大机制纸及纸板生

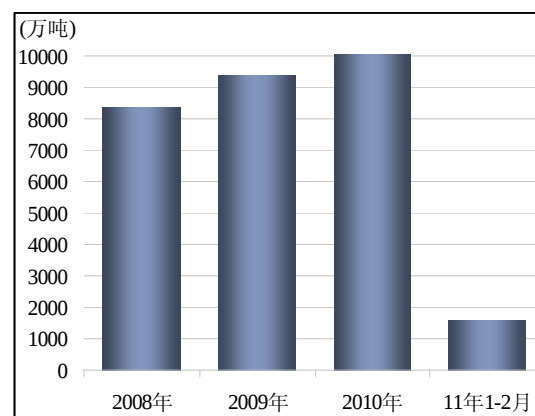
产国。2010年，伴随产能的迅速扩张，中国机制纸及纸板产量累计突破1亿吨，并在总量上完成进口替代。

图2 近年主要进口废纸平均价格走势



资料来源：wind 资讯

图3 近年中国机制纸及纸板累计产量



资料来源：wind 资讯

汇率方面，人民币升值将从进口原材料成本下降和产品出口遭受汇率损失两个方面对造纸行业产生影响。目前，中国是全球最大的纸浆进口国，造纸行业是中国第2大用汇行业，同时，国内纸及纸板出口占行业总产出的比重较低。2010年中国纸及纸板出口380万吨，占全年产量10035.70万吨的3.79%，但国内造纸原材料对外依存度较高，进口木浆占木浆消耗量的六成左右，进口废纸占废纸总用量的四成以上。近年进口纤维原料占纸浆总消耗量比重维持在四成左右。综合来看，人民币升值对造纸行业出口和内销的影响，经行业相关部门测算显示：若人民币升值1%，行业净利润增幅3.25%，若

升值3%，行业净利润增幅9.57%，造纸行业将受益于进口原材料购买力的提升和较低的出口依存度。

产业政策方面，2010年5月27日，工业和信息化部在全国范围下达了包括造纸在内的18个行业淘汰落后产能的目标任务，淘汰目标由之前的53万吨提高至432万吨。淘汰的产品主要包括低端文化纸、包装纸及草浆。2010年8月5日，工业和信息化部对淘汰落后产能企业名单予以公告，名单中涉及造纸行业279家，并要求列入名单企业的落后产能在2010年9月底关停。在此政策环境下，截至2011年3月底，洞庭湖区已有240余家小厂关闭，行业产能逐渐向符合环保条件的大型造纸企业集中，但大企业也面临着日益严格的环保要求和整合压力。

需求空间方面，目前，发达国家纸制品及纸板人均消费量均在200KG以上，而国内当前人均纸制品及纸板消费量仅65KG，远低于发达国家平均水平。中国经济的快速稳定发展，使得国内需求以年均30%~40%的速度发展，预计到2015年，中国人均用纸消费量将会达到世界平均水平。有鉴于此，造纸行业还有广阔的发展空间。从长期来看，国内纸制品及纸板消费量仍将处于快速增长期，造纸行业整体增长空间依然广阔。

总体看，跟踪期内，造纸行业持续回暖，整体发展态势良好，行业产销规模扩大，纸品均价继续提高，但行业整体供给过剩、产能结构不合理、快速提高的原料价格等因素，都对行业的进一步发展造成了不利影响。国家淘汰造纸落后产能，有助于增强部分纸种及行业龙

头企业的竞争实力，在此过程中能够掌握资源优势，加速完成产业链整合的企业，将在未来市场竞争中占据有利地位。

2. 经营管理分析

跟踪期内，公司整体经营状况良好。2010年下半年，随着子公司岳阳纸业40万吨浆纸项目的建成投产，公司整体产能及产销规模扩大，行业环境的好转使得公司产销量持续攀升。2010年，公司共生产纸及商品浆161.17万吨，较2009年增长30.16%；销售纸及商品浆162.08万吨，较2009年增长34.15%，产销率达101%，货款回笼率99%。由于销量扩大，以及2010年各类纸品价格整体上涨等原因，公司全年实现主营业务收入87.56亿元，同比大幅增加60.09%，全年累计主营业务毛利率同比上升1.41个百分点。截至2011年3月底，公司已具备年造纸能力约190万吨。公司辅业主要包括造纸机械制造、港口装卸、林化产品生产及销售、房地产开发等，2010年辅业基本实现盈利，占公司年度利润的18.71%，但盈利能力一般。公司对辅业的发展思路为：围绕林、浆、纸主业，发展造纸化工、废弃物处理等紧密相关的业务，其它辅业逐步退出。

2011年1~3月，随着造纸行业形势进一步好转，以及公司40万吨浆纸项目产能释放，公司产销规模稳定，完成生产41.95万吨和销售38.92万吨，分别为2010全年的26.03%和24.01%；在纸品价格持续走高的背景下，收入规模增加较快。2011年1~3月，公司共实现主营业务收入19.86亿元，为2010年全年的22.68%。

表2 公司主要子公司近年经营情况

子公司 (简称)	2009 年			2010 年			2011 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	710437.00	714814.00	297515.00	1027370.00	1010163.00	476823.00	267554.00	254300.00	130807.00
骏泰公司	298048.00	261831.00	61608.00	362808.00	387010.00	198418.00	95032.00	81191.00	52779.00
沅江纸业	175360.00	176287.00	78920.00	156621.00	157924.00	78161.00	41764.00	38576.00	19434.00

洪纸公司	43172.00	44197.00	16710.00	52667.00	52855.00	22740.00	11944.00	11951.00	5502.00
安泰公司	11238.00	11077.00	13969.00	12250.00	12845.00	17004.00	3175.00	3165.00	4027.00
合 计	1238255.00	1208206.00	468722.00	1611716.00	1620797.00	746192.00	419468.00	389183.00	212549.00

注：上表仅列示公司浆纸部分主要子公司产销及收入情况；岳阳纸业数据包括湘纸公司；

资料来源：公司提供

为了更好地整合浆纸资源，充分发挥系统内协同效应，公司通过子公司岳阳纸业配股募集资金，收购公司下属全资子公司骏泰公司100%的资产，将骏泰公司整合进入股份公司平台。骏泰公司主要资产包括年产40万吨漂白硫酸盐木浆及配套原料林基地。该事项的完成使得公司浆纸一体化战略得以持续推进，公司对上游原材料的整合度显著提高。

原燃料采购方面，由于公司产能规模增加，2010年公司各类原材料采购量均有所增加，其中木材和废纸采购量增幅较大；跟踪期内造纸原料价格的持续上涨，使得公司原料成本大幅增加。2011年1~3月，公司原料采购量在产量规模和适度储备的作用下，整体保持稳定，但除废纸价格略有下降外，其他原料的价格继续保持上涨趋势。

表3 公司原燃料采购情况

项 目	计量单位	2009 年		2010 年		2011 年 1~3 月	
		采购量	采购价（元）	采购量	采购价（元）	采购量	采购价（元）
木材	立方米	2364290	535	3585113	634	980303	659
煤炭	吨	977013	558	1018511	966	196754	1040
废纸	吨	182951	1541	352980	2448	53838	2128
芦苇	验收吨	436365	585	439460	824	135878	840

注：采购价为含税到厂价，芦苇是按每一个收购季度进行统计；资料来源：公司提供

跟踪期内，公司为保障公司持续发展及原料供应的长远需求，公司启动了14万公顷林业基地项目（茂源林业），2010年已完成10万多亩林地收购，公司全年共办理林权证5.45万亩。公司加大芦苇收购，并通过机械化卸载作业降低力资费用。公司进一步扩大和优化固废网络建设和布局，固废采购量不断提升，2010年累积采购废纸11.8万吨，有效改善了公司原料结构。

跟踪期内，公司加强了节能减排考核力度，确保节能减排的顺利开展和各浆纸子公司的达标排放。五大浆纸公司平均单位产品基准排水量54.2吨，较2009年下降了26.6%，平均COD浓度下降67.2%；单位产品能耗下降6.5%，相对节约标煤6.3万吨，降低成本达0.62亿元。

总体看，跟踪期内，受行业景气回升影响，

公司生产经营状况良好，整体经营管理正常。

3. 未来发展

股权重组完成后，公司在借助新平台实施全国性战略布局的同时，将持续加强文化纸、大工业用纸及特种纸产业的发展，特别是差别化、高附加值产品的开发力度。公司将基于现有产能，发挥优势，回避劣势，积极向上游延伸，做大林木、芦苇、废纸等资源，争取在同行业中掌握国内最大林业资源。在专注林纸主业的同时，还将根据自身优势做大溶解浆规模，实现多元化发展，把资源经营作为公司产业发展的战略重点。

表 4 公司在建、拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	建设期	总投资		已到位资金	
		自有资金	银行借款	自有资金	银行借款
100 万吨/年废纸回收网络与循环利用体系建设项目	2009-2015	7575	15838	830	--
湘江纸业 2.5 万 m ³ /d 污水处理项目	2011	3980	--	440	--
岳阳纸业提质降耗 DIP 技术改造工程项目	2011	3287	1000	--	--
骏泰漂白硫酸盐木浆产品升级技改项目	2011-2012	10000	23050	6500	--
沅江纸业年产 12 万吨轻型纸综合技改项目	2011-2012	42425	90000	28300	--
华泰老址产业搬迁及产业结构调整项目	--	23900	4000	--	--
怀化林纸一体化项目配套 14 万公顷原料林基地项目	2006-2015	37757	80000	45000	--
茂源林业 14 万公顷工业原料林基地建设项目	2009-2015	77100	161000	18500	32000
合 计		206024	374888	99570	32000

资料来源：公司提供

未来五年内，公司投资项目将主要围绕原料林基地建设，以及技术、环保等方面的升级改造，总投资累计达 100 亿元以上。资金来源包括中国纸业提供的担保融资、公司本身的融资等。相关项目有助于提高纸浆的自给率和公司盈利水平，进一步增强公司的整体竞争力。中国纸业计划对公司增资，力争使公司在三年内完成相关业务的整合，实现整体上市或分拆上市。

四、财务分析

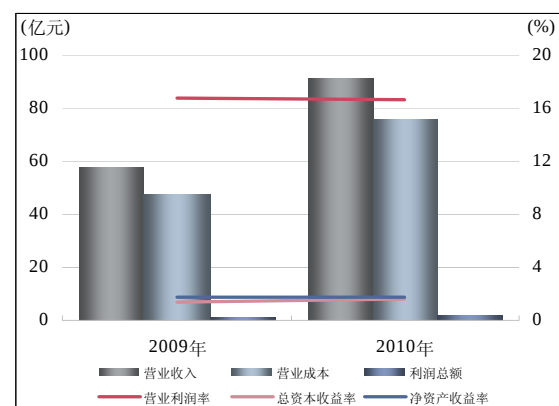
公司提供的 2009 年、2010 年度财务报表分别经湖南天平正大有责任会计师事务所和湖南恒基有限责任会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2011 年 1 季度财务报表未经审计。

2011 年 1 月中国纸业对公司完成增资扩股，并对公司进行了股份制改造和资产评估，故公司 2011 年 1 季度报表根据沃克森（北京）国际资产评估有限公司出具的《湖南泰格林纸集团有限责任公司拟增资扩股项目资产评估报告》（沃克森评报字[2010]第 0195 号）进行了账务调整，2011 年 1 季度报表分析以调整数为准。

1. 盈利能力

公司 2010 年营业收入和营业成本分别为 91.02 亿元和 75.47 亿元，分别较 2009 年增长 58.93%和 59.25%，增幅较大的原因一方面是 2009 年因金融危机影响，造纸行业景气程度较低，总收入水平不高；另一方面是 2010 年行业环境向好，原材料价格上涨，同时公司产能扩大，整体收入规模增长所致。2010 年，公司期间费用合计 14.36 亿元，较 2009 年增长 47.89%，主要是经营及债务规模的扩大分别导致管理费用和财务费用增长较多，期间费用的增长低于营业收入增幅，公司整体费用控制水平有所提高。

图 4 公司盈利情况



资料来源：公司年报

2010 年，公司实现利润总额和净利润分别

为1.74亿元和1.25亿元，较2009年分别增长75.76%和30.21%。利润的增长主要得益于行业景气度回升，纸品销售价格上涨等因素，而原材料价格的快速攀升，制约了公司的盈利能力。从盈利指标看，2010年公司除了总资本收益率略有上升（为1.57%）之外，营业利润率和净资产收益率均小幅下降，分别为16.59%和1.73%，整体盈利能力一般。

2011年1~3月，公司实现营业收入20.58亿元，利润总额0.41亿元，分别相当于2010年全年的22.61%和23.56%；营业利润率为18.39%，较2010年有所上升。

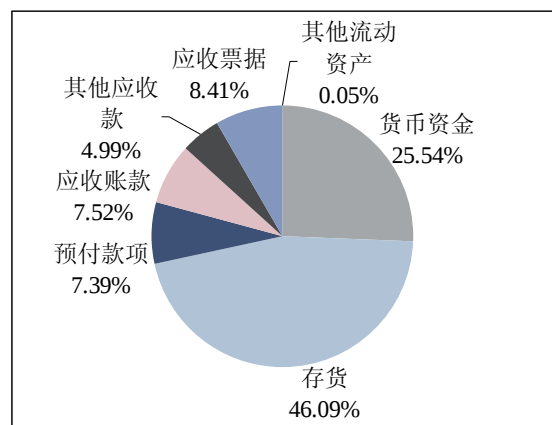
总体看，受益于行业景气度回升，公司盈利能力有所提高。

2. 资本及债务结构

2009~2010年，由于公司股权重组，得到股东现金注资，子公司岳阳林纸配股工作顺利，以及40万吨造纸项目完工，公司资产规模快速增长，2010年底公司资产总额为222.47亿元，较2009年增长12.40%，其中，流动资产占41.46%，非流动资产占58.54%，流动资产占比有所提高。

2009~2010年，公司流动资产同比增长33.83%，主要是货币资金和应收票据的增长所致。截至2010年底，公司流动资产合计92.23亿元，主要由存货（占46.09%）、货币资金（占25.54%）、应收票据（占8.41%）、应收账款（占7.52%）和预付款项（占7.39%）构成。截至2010年底，公司存货余额42.51亿元，其中原材料占25.73%，林木资产占53.78%，共同构成存货主要部分；货币资金23.56亿元，主要为银行存款（占74.11%）；应收票据7.76亿元，主要为银行承兑汇票（占97.42%）；应收账款6.93亿元，账龄多在1年以内，应收账款前五名欠款单位合计欠款0.66亿元，占应收账款的9.52%，集中度较低；预付款项6.82亿元，主要是预付的设备货款。

图5 2010年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2009~2010年，公司非流动资产增长0.96%，基本保持稳定。截至2010年底，公司非流动资产130.24亿元，主要以固定资产（84.76%）和在建工程（占11.60%）为主。截至2010年底，公司固定资产净额110.40亿元，较2009年增长36.92%，主要是子公司岳阳林纸40万吨造纸项目建成并转入固定资产所致，固定资产整体成新率为80.95%，成新率较高；公司无形资产账面价值为15.11亿元，主要为土地使用权。

截至2011年3月底，公司合并资产总额212.67亿元，较期初下降1.13%；其中流动资产占41.52%，非流动资产占58.48%；流动资产中货币资金占比有所下降，应收票据和应收账款占比有所上升；非流动资产构成变化不大。

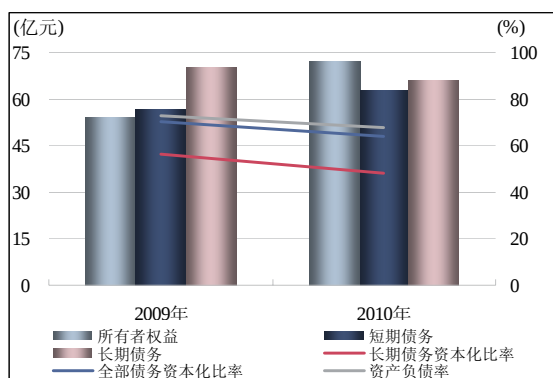
总体看，受股东注资和新建项目影响，近两年公司资产总额增长较快，资产整体质量较好。

2009~2010年，公司负债总额同比增长4.67%，截至2010年底，公司负债合计150.42亿元，其中流动负债占55.39%，非流动负债占44.61%，流动负债占比较2009年底上升5.40个百分点，公司短期债务负担加重。

截至2010年底，公司全部债务总额128.70亿元，其中短期债务占48.74%，长期债务占51.26%，长期债务占比较2009年底减少4.20个百分点。

截至 2011 年 3 月底,公司负债合计 142.42 亿元,较期初下降 16.33%;其中流动负债占 53.06%,非流动负债占 46.94%;公司全部债务总额 115.98 亿元,其中短期债务占 49.25%,长期债务占 50.75%,负债和有息债务构成较期初变化不大。

图 6 公司债务情况



资料来源：公司年报

2010 年,公司下属上市子公司配股工作顺利结束,公司重组工作进入实质推进阶段,其中,省国资委向公司货币注资 6.00 亿元,转增资本公积,导致公司负债和债务负担指标呈现回落。截至 2010 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 67.61%、64.11%和 47.80%;截至 2011 年 3 月底,上述指标分别为 66.97%、62.28%和 45.59%,整体债务负担有所减轻,但仍偏重。

截至 2010 年底,公司所有者权益(含少数股东权益)合计 72.05 亿元,其中归属于母公司的权益 36.63 亿元,少数股东权益 35.42 亿元;归属于母公司的所有者权益以实收资本和资本公积为主,稳定性较好。

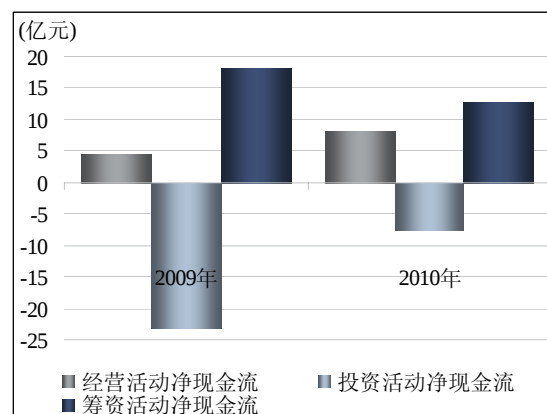
中国纸业以货币资金注资 25 亿元,公司注册资本从 18 亿元上升至 40.84 亿元。截至 2011 年 3 月底,公司所有者权益(含少数股东权益)合计 70.24 亿元,公司进行股份制改造后,根据股权改革方案和验资报告确定的发起人投入的实收股本(实收资本)注销原企业所有者权益,计入“股本”或“实收资本”账户,将评估后净资产与实收股本(实收资本)的差

额计入“资本公积”。由于调整后归属于母公司的净资产为 35.89 亿,公司注册资本为 40.84 亿元,故资本公积为负,少数股东权益 34.35 亿元,所有者权益以实收资本为主,稳定性好。

3. 现金流及保障

2010 年,公司销售商品、提供劳务收到现金 93.11 亿元,较 2009 年增长 47.35%,主要是市场环境好转,纸品价格上涨,公司产品销售规模扩大所致。2010 年公司现金收入比有所降低,为 102.29%,收入的现金实现水平一般。同期,公司购买商品、接受劳务支付的现金同比增加 33.20%,主要是 2010 年原材料价格普遍上涨,生产成本提高所致。2010 年,公司经营活动产生的现金流入和现金流量净额分别为 95.94 亿元和 7.97 亿元,较 2009 年分别增长 47.35%和 74.02%。

图 7 公司现金流情况



资料来源：公司年报

随着公司重大建设项目的相继完工,公司 2010 年资本支出规模明显回落,投资活动产生的现金流量净额为 -7.56 亿元,较 2009 年的 -23.09 亿元减少了 67.27%。

由于公司前期新建产能于 2010 年建成投产,公司投资规模降低,2010 年经营活动产生的现金流足以覆盖投资活动现金流需求,筹资活动前现金流量净额有负转正,为 0.42 亿元。

从筹资活动看,2010 年,由于股权重组和股东注资,公司吸收投资收到的现金出现较大

增幅，近两年公司债务规模的扩大导致较大的偿债资金流出。2010年，公司筹资活动产生的现金流量净额12.70亿元，同比减少29.73%。

2011年1~3月，公司经营活动净现金流为-9.41亿元，主要是公司产品回款滞后，一季度应收账款、应收承兑汇票较多所致；公司投资规模减小，投资活动净现金流为-0.87亿元；筹资活动净现金流为1.48亿元。

总体看，公司收入实现质量一般，投资活动规模减小，筹资力度适宜。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，2009~2010年，由于股东注资，导致公司流动资产增幅大于流动负债，继而流动比率和速动比率指标均有所提高，2010年底分别为110.71%和59.68%；2011年3月底分别为116.84%和67.22%。2010年，公司经营现金流动负债比9.57%，较2009年底提高3.19个百分点。总体看，公司短期偿债指标较2009年有所恢复，但整体仍偏弱。

从长期偿债指标看，2009~2010年，公司EBITDA分别为6.16亿元和9.94亿元；2010年底，公司EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA分别为5.20倍和12.94倍，公司对全部债务保护程度一般。

5. 对外担保与授信

截至2011年3月底，公司对外担保余额8.1亿元，为给湘电集团有限公司提供的贷款连带责任担保。湘电集团有限公司（以下简称“湘电集团”）属湖南省国资委下属企业，是国内四大电机厂中唯一的辅机制造企业，在电机行业排名前三，市场占有率保持在13%左右，是国家批准的4家兆瓦级以上风机生产商之一。经营范围包括：经营湖南省人民政府授权范围内的国有资产投资、经营、管理。包括电气机械及器材，电子制造，专用设备，通用设备，交通运输设备制造、销售；法律、法规允许经营的对外贸易；职业技能培训；燃气及水的生产

和供应（限分公司经营）等（上述经营范围中涉及许可证经营的凭许可证经营）。湘电集团目前整体经营情况较稳定，资产、收入及利润规模增长较快。公司的代偿风险相对较低。

截至2011年3月底，公司从多家银行获得综合授信总额为175亿元，其中未使用额度为82亿元，公司间接融资渠道畅通；另外，公司下属子公司岳阳纸业（600963）为上交所上市公司，直接融资渠道较为畅通。

五、本期债券及其保障能力情况

1. 本期债券概况

公司于2007年6月14日发行人民币债券8亿元，债券简称“07湘泰格债”，发行期限10年（以下简称“本期债券”），本期债券设计提前偿还条款，即自发行后的第7年起，逐年分别按照发行总额10%、15%、15%的比例提前偿还，第10年一次性偿还剩余的60%债券余额。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息；本期债券每年付息一次，自第7年即2014~2017年逐年按照约定比例提前偿还部分本金，到期利息随本金一起支付。

2. 本期债券投资项目进展情况

本期债券募集资金已全部用于公司怀化年产40万吨漂白硫酸盐木浆项目。该项目已于2008年9月竣工投产，2009年生产商品浆29.8万吨，2010年生产商品浆36万吨，达到设计能力的90%，符合项目达产设计要求。

3. 本期债券保障能力情况

本期债券由公司的部分资产进行抵押，抵押资产包括土地使用权和房产。

抵押的土地使用权包括湖南省岳阳市城陵矶等8块土地。根据北京信永中和房地产评估有限公司（以下简称“信永中和”）2011年4月24日对上述土地出具的土地估价报告（参见下表），公司上述土地使用权2011年4月24日

市场价值合计 19.15 亿元，较 2010 年 5 月 12 日评估价值 18.89 亿元上升了 1.38%。

房产部分为公司位于长沙县星沙镇凉塘路的办公楼和综合楼，建筑面积合计 2.20 万平方

米。根据信永中和 2011 年 4 月 24 日出具的房地产估价报告汇总表，公司上述房产 2011 年 4 月 24 日市场价值 0.98 亿元，较 2010 年 5 月 12 日评估价值 0.94 亿元上升了 3.85%。

表 5 公司土地评估报告汇总表（估价基准日 2011-4-24）

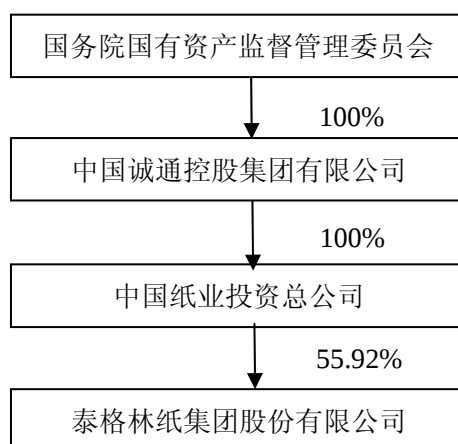
土地位置	土地面积 (平方米)	建筑面积 (平方米)	土地证号	用途	评估价值 (万元)	报告编号
岳阳市城陵矶	296138.275	--	湘国用(2007)第 152 号	工业	11815.92	(京)信永中和(2010)(估)字第 2011BJR1006 号
	222902.448	--	湘国用(2007)第 153 号		8893.80	
	192394.135	--	湘国用(2007)第 154 号		7676.53	
澧县七里湖	6666666.7	--	澧国用(2004)字第 1296 号	农用	52666.66	(京)信永中和(2010)(估)字第 2011BJR1005 号
	6666666.7	--	澧国用(2004)字第 1297 号		52666.67	
岳阳市南津港	964249.7	--	湘国用(2007)第 156 号	工业	41559.16	(京)信永中和(2010)(估)字第 2011BJR1007 号
长沙县星沙镇凉塘路	21413	--	长国用(2006)第 2636 号	综合	4250.48	(京)信永中和(2010)(估)字第 2011BJR1008 号
沅江市庆云山	466020	--	湘国用 2001 第 116 号	工业	11976.71	(京)信永中和(2011)(估)字第 2011BJR1009 号
长沙县星沙镇凉塘路	--	7269.51	长房权证星沙字第 00037339 号	办公楼	9807.65	
	--	14696.00		综合楼		
合计	15496450.96	21965.51			201313.58	

资料来源：公司提供

公司本期债券抵押的房产及土地使用权 2011 年 4 月 24 日评估价值合计 20.13 亿元，为本期债券发行额的 2.52 倍。公司抵押资产价值对本期债券的覆盖程度较高。

综合考虑，联合资信将公司的主体长期信用等级由 AA⁻调整为 AA，评级展望维持为稳定，并维持“07 湘泰格债”AA⁺的信用等级。

附表 1 公司与实际控制人的产权及控制关系



附表 2-1 资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项 目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 3 月
流动资产：				
货币资金	104412.88	235599.91	125.64	221757.05
交易性金融资产				10.00
应收票据	43861.47	77567.72	76.85	105921.66
应收账款	69488.28	69336.52	-0.22	121151.88
预付款项	61073.05	68171.41	11.62	41759.75
其他应收款	58654.47	46038.20	-21.51	17337.45
存货	350820.89	425142.02	21.18	374968.09
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产	893.03	492.97	-44.80	
流动资产合计	689204.09	922348.76	33.83	882905.87
非流动资产：				
可供出售金融资产	10.00	10.00	0.00	
持有至到期投资	260.00	260.00	0.00	267.65
长期应收款				
长期股权投资	10140.34	11508.81	13.50	8036.44
投资性房地产				
固定资产原价	1010082.09	1363800.72	35.02	1381227.43
减：累计折旧	203859.22	259881.27	27.48	282513.35
固定资产净值	806222.87	1103919.45	36.92	1080481.36
减：固定资产减值准备				
固定资产净额	806222.87	1103919.45	36.92	1080481.36
在建工程	320672.47	31535.16	-90.17	17634.21
工程物资	4094.55	1004.38	-75.47	820.84
固定资产清理	399.63	244.42	-38.84	-26.86
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	142865.69	151107.33	5.77	133788.56
开发支出				
商誉				
长期待摊费用	886.38	348.84	-60.64	44.09
递延所得税资产	4457.86	2432.37	-45.44	2706.88
其他非流动资产				
非流动资产合计	1290009.78	1302370.77	0.96	1243753.18
资 产 总 计	1979213.87	2224719.53	12.40	2126659.06

附表 2-2 资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项 目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 3 月
流动负债：				
短期借款	318910.00	387038.22	21.36	292836.39
交易性金融负债				
应付票据	86474.61	103676.64	19.89	141708.21
应付账款	132180.41	107725.50	-18.50	120500.42
预收款项	17342.86	24507.26	41.31	19152.53
应付职工薪酬	6941.60	6251.44	-9.94	10963.02
应交税费	-16931.04	-4718.20	-72.13	-1399.62
应付利息	1594.23	1423.77	-10.69	2767.46
其他应付款	14714.27	70690.15	380.42	32456.67
一年内到期的非流动负债	46500.00	25000.00	-46.24	25927.87
其他流动负债	110747.96	111562.08	0.74	110736.00
流动负债合计	718474.90	833156.84	15.96	755648.97
非流动负债：				
长期借款	617823.31	577141.51	-6.58	505188.41
应付债券	82552.00	82556.00	0.00	83451.15
长期应付款	8252.72	3060.75	-62.91	62145.60
专项应付款	390.97	390.97	0.00	6917.87
预计负债				
递延所得税负债				
其他非流动负债	9658.96	7910.29	-18.10	10881.29
非流动负债合计	718677.95	671059.52	-6.63	668584.31
负 债 合 计	1437152.85	1504216.36	4.67	1424233.28
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（股本）	180000.00	180000.00	0.00	408394.00
资本公积	94376.25	153935.80	63.11	-47468.76
专项储备				
盈余公积	8661.63	8661.63	0.00	
未分配利润	24810.76	23735.66	-4.33	-1991.22
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	307848.64	366333.09	19.00	358934.03
少数股东权益	234212.38	354170.08	51.22	343491.74
所有者权益合计	542061.02	720503.17	32.92	702425.77
负债和所有者权益总计	1979213.87	2224719.53	12.40	2126659.06

附表 3 利润及利润分配表

（单位：人民币万元）

项 目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1~3 月
一、营业总收入	572661.32	910236.68	58.95	205843.10
其中：营业收入	572661.32	910236.68	58.95	205843.10
其中：主营业务收入	546945.75	875627.78	60.09	198634.44
其他业务收入	25715.57	34608.90	34.58	7208.66
二、营业总成本	572209.67	902319.32	57.69	203090.40
其中：营业成本	473857.92	754687.77	59.26	166333.70
其中：主营业务成本	462259.61	727702.14	57.42	162413.17
其他业务成本	11598.30	26985.62	132.67	3920.53
营业税金及附加	2996.73	4530.58	51.18	1645.99
销售费用	17997.38	24179.78	34.35	6176.77
管理费用	43346.76	60807.78	40.28	15471.53
财务费用	35708.28	58592.18	64.09	13462.41
资产减值损失	-1723.77	-478.75	-72.23	
其他	26.38		-100.00	
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）	416.12	567.61	36.41	
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	867.76	8484.96	877.80	2752.70
加：营业外收入	10857.11	10737.56	-1.10	1401.36
减：营业外支出	1905.78	1809.30	-5.06	87.80
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	9819.09	17413.22	77.34	4066.26
减：所得税费用	233.41	4956.04	2023.32	296.08
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	9585.68	12457.18	29.96	3770.18
归属于母公司所有者的净利润	2306.24	400.57	-82.63	-1565.22
少数股东损益	7279.44	12056.61	65.63	5335.40

附表 4-1 现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 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	631893.22	931063.49	47.35	113851.87
收到的税费返还	4971.80	2012.59	-59.52	152.54
收到其他与经营活动有关的现金	24014.24	26349.57	9.72	3011.03
经营活动现金流入小计	660879.26	959425.65	45.17	117015.44
购买商品、接收劳务支付的现金	509074.61	678072.51	33.20	113903.30
支付给职工以及为职工支付的现金	39274.17	46182.78	17.59	12136.16
支付的各项税费	26732.32	39704.96	48.53	13006.16
支付其他与经营活动有关的现金	39993.16	115756.60	189.44	72076.94
经营活动现金流出小计	615074.25	879716.85	43.03	211122.56
经营活动产生的现金流量净额	45805.01	79708.81	74.02	-94107.12
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	807.58	50.00	-93.81	
取得投资收益收到的现金	363.20	509.83	40.37	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金净额	424.22	410.47	-3.24	42.25
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额				2.70
收到其他与投资活动有关的现金	4990.10	2128.65	-57.34	661.96
投资活动现金流入小计	6585.10	3098.95	-52.94	706.91
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	235872.81	74942.99	-68.23	8190.87
投资支付的现金	1091.60	1204.00	10.30	141.80
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	483.20		-100.00	
支付其他与投资活动有关的现金		2507.92		1061.34
投资活动现金流出小计	237447.61	78654.91	-66.87	9394.01
投资活动产生的现金流量净额	-230862.51	-75555.96	-67.27	-8687.10
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	2500.00	169632.86	6685.31	200000.00
取得借款所收到的现金	354846.75	564319.13	59.03	111685.88
收到其他与筹资活动有关的现金	25111.05	44019.52	75.30	548.55
筹资活动现金流入小计	382457.80	777971.50	103.41	312236.00
偿还债务所支付的现金	141867.09	537323.98	278.75	274420.19
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	55985.95	68200.67	21.82	11940.24
支付其他与筹资活动有关的现金	3905.44	45464.14	1064.12	11071.68
筹资活动现金流出小计	201758.49	650988.79	222.66	297432.11
筹资活动产生的现金流量净额	180699.31	126982.72	-29.73	14802.32
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响		51.46		
五、现金及现金等价物净增加额	-4358.19	131187.03		-87990.34
加: 期初现金及现金等价物余额	108771.07	104412.88	-4.01	309747.39
六、期末现金及现金等价物余额	104412.88	235599.91	125.64	221757.05

附表 4-2 现金流量补充资料表

(单位: 人民币万元)

补充资料	2009 年	2010 年	变动率(%)
一、将净利润调节为经营活动现金流量			
净利润	9585.68	12457.18	29.96
加: 资产减值准备	4979.36	944.90	-81.02
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	36390.92	59885.67	64.56
无形资产摊销	705.17	2775.19	293.55
长期待摊费用摊销	164.18	226.13	37.73
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 (收益以“一”号填列)	141.27	-155.84	
固定资产报废损失 (收益以“一”号填列)			
公允价值变动损失 (收益以“一”号填列)	-26.38		
财务费用 (收益以“一”号填列)	35708.28	58592.18	64.09
投资损失 (收益以“一”号填列)	-416.12	-567.61	36.41
递延所得税资产减少 (增加以“一”号填列)	-2451.70	2025.50	
递延所得税负债增加 (减少以“一”号填列)			
存货的减少 (增加以“一”号填列)	8150.03	-74321.13	
经营性应收项目的减少 (增加以“一”号填列)	-23088.31	37405.53	
经营性应付项目的增加 (减少以“一”号填列)	-23602.36	-18565.89	-21.34
其他	-435.02	-993.01	128.27
经营活动产生的现金流量净额	45805.01	79708.81	74.02
二、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			
三、现金及现金等价物净变动情况			
现金的期末余额	104412.88	235599.91	125.64
减: 现金的期初余额	108771.07	104412.88	-4.01
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	-4358.19	131187.03	

附件 5 主要计算指标

项 目	2009 年	2010 年	2011 年 1~3 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	5.45	6.99	--
存货周转次数(次)	1.35	1.95	--
总资产周转次数(次)	0.31	0.43	--
现金收入比(%)	110.34	102.29	--
盈利能力			
营业利润率(%)	16.73	16.59	18.39
总资本收益率(%)	1.33	1.57	--
净资产收益率(%)	1.77	1.73	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	56.37	47.80	45.59
全部债务资本化比率(%)	69.97	64.11	62.28
资产负债率(%)	72.61	67.61	66.97
偿债能力			
流动比率(%)	95.93	110.71	116.84
速动比率(%)	47.10	59.68	67.22
经营现金流动负债比(%)	6.38	9.57	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.25	5.20	--
全部债务/EBITDA(倍)	20.52	12.94	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.15	0.0032	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-12.78	0.22	--

附件 6 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	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 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
现金偿债倍数	现金类资产 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
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 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据
 短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的长期负债 + 应付票据
 长期债务 = 长期借款 + 应付债券
 全部债务 = 短期债务 + 长期债务
 EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销
 利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出
 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

附件 7 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，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等级设置及其含义同主体长期信用等级。