

跟踪评级公告

联合[2012] 482 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持泰格林纸集团股份有限公司主体长期信用等级为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
二零一二年七月九日



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: 2012 年 7 月 9 日

财务数据

项 目	*2010 年	2011 年	2012 年 3 月
现金类资产(亿元)	38.80	30.34	26.86
资产总额(亿元)	217.36	219.45	221.60
所有者权益合计(亿元)	45.37	72.06	72.16
短期债务(亿元)	63.62	62.34	57.03
全部债务(亿元)	127.52	111.13	113.33
营业收入(亿元)	83.92	82.41	18.60
利润总额(亿元)	0.69	1.47	-0.08
EBITDA(亿元)	12.77	14.39	--
经营性净现金流(亿元)	7.15	0.56	0.39
营业利润率(%)	17.69	17.04	17.26
净资产收益率(%)	0.41	1.88	--
资产负债率(%)	79.12	67.16	67.44
全部债务资本化比率(%)	73.76	60.67	61.10
流动比率(%)	92.41	107.73	117.71
全部债务/EBITDA(倍)	9.99	7.73	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.25	2.54	--
经营现金流动负债比(%)	7.21	0.63	--

注: 因报表追溯调整, 2010 年数据以 2011 年期初数代替; 2012 年一季度报表未经审计。

分析师

高利鹏

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, 国内造纸行业景气度低迷, 行业产能过剩、同业竞争加剧, 下游需求不畅。同时, 环保要求日益严苛导致的生产成本增加等因素, 使得造纸企业的生产经营面临较大困难。泰格林纸集团股份有限公司(以下简称“公司”) 在得到新旧股东增资后, 加强了对上游林业资源和公司内部整合, 保持了收入的稳定, 公司具备一定的规模优势, 目前资产负债水平有所改善。

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”) 同时关注到, 公司面临行业性经营困难, 整体债务负担仍然偏重, 对子公司的资源整合进程等, 可能对公司信用水平造成影响。

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”) 确定公司主体长期信用等级为 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. 跟踪期内, 公司成为央企下属纸业板块的核心企业, 股东支持力度大。
2. 公司具有完整的林浆纸产业链, 浆纸资产的整体上市进程稳步推进。
3. 公司产能和经营规模持续扩大, 负债水平有所降低。
4. 公司本期债券抵押的房产及土地使用权对本期债券的覆盖程度较高。

关注

1. 宏观经济形势日趋复杂, 造纸外部市场环境有恶化趋势。
2. 造纸行业产能集中释放导致供给过剩, 行

本报告用于相关决策参考, 并非是某种决策的结论、建议等。报告中引用的企业相关资料

主要由企业提供, 联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

业景气度低迷，竞争加剧。

3. 环保政策日益严苛，对造纸企业提出了新的挑战。
4. 公司盈利能力一般，营业外收入对公司利润贡献大，债务负担仍然偏重。
5. 公司抵押土地“岳阳南津港”的解除抵押，对本期债券的安全性存在一定影响。

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2012年3月底,公司注册资本为40.84亿元。公司实际控制人为中国诚通控股集团有限公司,最终控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

表1 公司股权结构

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

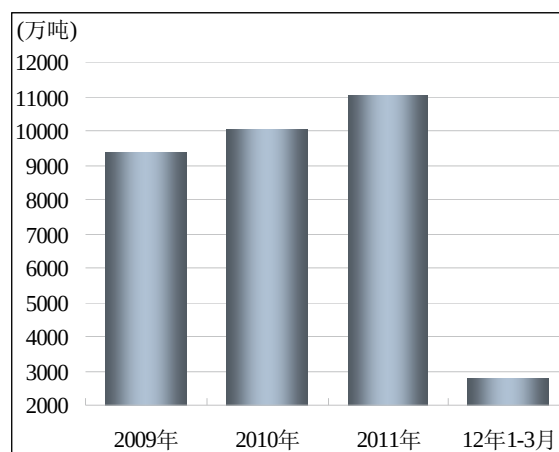
公司注册地址:湖南省长沙市星沙镇长沙经济技术开发区;法定代表人:童来明。

二、经营管理分析

1. 行业现状

跟踪期内,国内经济形势趋向复杂,下游消费需求增长乏力。与此同时,前一阶段扩张的行业产能陆续实现达产,2011年原材料价格高涨、行业产能集中释放、消费市场相对疲软,造纸行业虽然在投资和生产方面实现了较快增长,但效益增幅远远低于产值增幅,行业运行质量出现明显下降。2011年全年造纸行业完成工业总产值6911.08亿元,同比增长23.11%;利润总额同比增长6.2%;2011年造纸行业产值利润率同比下降0.78%。行业利润增速低于行业资产和产值的增长,给行业内企业带来了调整转型的压力。

图1 2009~2012年3月中国机制纸及纸板累计产量

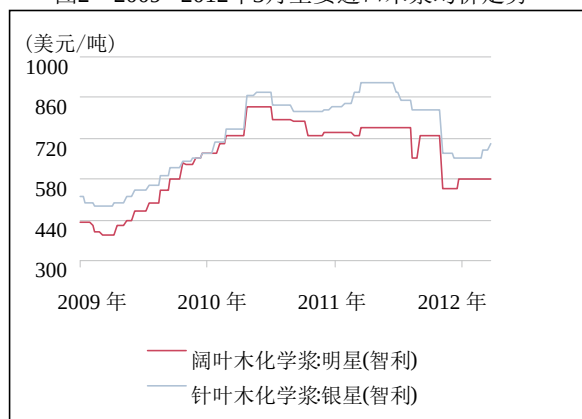


资料来源:wind 资讯

造纸行业资源束缚的特性决定了原材料的供应将直接影响企业的盈利和发展。纯加工型的造纸企业对上游原材料供应商议价能力弱,其生产成本受原材料价格波动影响很大。由于造纸产能的迅速扩张,中国造纸行业的纸浆总体上呈现供不应求的特征,但目前增长势头已有所减缓。据海关统计,2011年中国进口纸浆1445万吨,比上年增长27.1%;价值119.4亿美元,增长35.3%;进口均价为每吨826.5美元,同比上涨6.5%。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。2012年1季度,进口废纸和木浆价格有所企稳,整体处

于震荡走势。

图2 2009~2012年3月主要进口木浆均价走势



资料来源: wind资讯

总体看,国内造纸行业原料供给对进口依赖程度较高,且价格与国际市场联动性强。原料市场波动使业内企业面临长期成本上涨压力,增加了成本管控难度,同时,也加大了企业短期盈利波动的风险。

图3 2009~2012年3月主要进口废纸平均价格走势



资料来源: wind资讯

产业政策方面,2011年工业和信息化部公布的工业行业淘汰落后产能企业名单中,涉及造纸行业599家,淘汰落后产能819.6万吨。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,行业产能将逐渐向符合环保条件的大型造纸企业集中。

2011年12月30日公布的造纸工业发展“十二五”规划则明确规定了未来五年造纸行业的淘汰落后产能和节能减排的目标。规划提出未

来五年将约束性淘汰落后产能1000万吨以上,并对生产综合能耗、取水量、氨氮排放总量等指标制定了约束性的要求。

规划还提出了推进兼并重组,提高产业集中度的目标。规划提出在重点发展区域,培育若干跨地区、跨行业、跨所有制、跨国别的具有国际竞争力的综合性大型骨干制浆造纸企业和企业集团;到2015年形成纸及纸板年产100万吨以上企业20余家,木浆年产100万吨以上企业3家,排名行业前30名的企业纸及纸板产量占总产量的比重由目前的42.3%提高至45.0%以上。

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。中国经济的持续发展,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,造纸行业还有较为广阔的发展空间。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,造纸行业景气度低迷,行业产销规模虽然扩大,但竞争更加激烈,供求关系的恶化导致纸品盈利情况一般。行业整体产能过剩、产品结构不合理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,但日益严苛的环保要求对造纸企业提出了新的挑战。

2. 经营管理分析

跟踪期内,公司整体经营状况正常。2011年公司共生产纸及商品浆168.79万吨,较2010年增长4.7%;共实现销售163.34万吨,较2010年增长0.8%,产销率96.8%,货款回笼率95.5%。

由于销量持续扩大,公司2011年实现主营业务收入80.97亿元,较上年增加0.49亿元,增幅为0.61%;2011年利润总额为1.47亿元,

截至2012年3月底,公司具备年造纸能力约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,2011年由于造纸主业盈利能力有所降低,辅业占公司年度利润的35%。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。

2012年1~3月,造纸行业形势未见显著好转,加之一季度为传统的销售淡季,公司各主要子公司合计完成生产37.79万吨和销售35.01万吨,分别为2011全年的22.38%和21.43%;在纸品价格相对回落的背景下,收入规模情况一般。2012年1~3月,公司共实现主营业务收入18.04亿元,为2011年全年的22.28%。

表2 公司主要子公司经营情况

子公司 (简称)	2010 年			2011 年			2012 年 1-3 月		
	产量 (吨)	销量 (吨)	主营收入 (万元)	产量 (吨)	销量 (吨)	主营收入 (万元)	产量 (吨)	销量 (吨)	主营收入 (万元)
岳阳林纸	1027370	1010163	476823	1454303	1404774	675790.7	320293	299476	152223.8
沅江纸业	156621	157924	78161	167710	164520	81152.1	41382	37440	17400.7
洪纸公司	52667	52855	22740	52858	51156	23801.6	13159	10423	4728.4
安泰公司	12250	12845	17004	13008	12908	15602	3091	2772	2827.1
合 计	1611716	1620797	746192	1687879	1633358	796346	377925	350111	177180

注:上表仅列示公司浆纸部分主要子公司产销及收入情况;2011年起骏泰浆纸已列入岳纸合并。

资料来源:公司提供

原燃料采购方面,由于公司产能规模较大,2011年公司废纸采购量有所增加,木材采购量有一定减少;跟踪期内造纸原料价格的高位运行,使得公司原料成本控制压力始终较大。2012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,整体下降,但除废纸价格和芦苇价格略有下降外,其他主要原料的价格恢复上涨趋势。骏泰公司整合进入岳阳林纸平台后,有助于更好地整合浆纸资源,充分发挥系统内协同效应。

跟踪期内,面对原材料价格高企和供应紧张局面,公司通过工艺改进调整原料结构,降

低生产成本。公司下属湘纸公司2011年木材加工剩余物采购量达13万立方米,同比增长3%。其中,杉木片采购量达9万立方米,同比增加3万立方米,降低木材综合采购成本近500余万元。下属沅江纸业芦苇/杨木混合洗选漂工艺的开发,月均降低成本120多万元,取得了在原料结构调整上的突破。生物质掺烧技改同时解决了树皮树渣、干湿苇灰等生物垃圾处理 and 能源消耗两大难题,年可节约成本1400万元以上,并成为湖南省生物质发电试点企业。洪纸公司通过技术攻关,杉杂木原料配比达到了55%,有效降低了成本。

表3 公司原燃料采购情况

项 目	计量单位	2010 年		2011 年		2012 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	3585113	634	3027163	571	464648	650
煤炭	吨	1018511	966	1261602	789	236004	821
废纸	吨	352980	2448	430296	2207	65079	2046
芦苇	验收吨	439460	824	411333	765	133607	734

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

2011 年和 2012 年一季度，公司分别完成 14.83 万亩和 1.1 万亩林地收购，公司 2011 年共办理林权证 13.67 万亩。2011 年和 2012 年一季度累积采购废纸分别为 43 万吨和 6.5 万吨。

跟踪期内，公司积极通过科技创新，以获得竞争优势。岳阳林纸“非木纤维节能技术开发”获全国节能减排优秀技术创新成果奖，“黑液高温高浓高效提取技术”获全国节能减排职工优秀技术奖三等奖；湘江纸业被授予“省创新型企业”称号；骏泰浆纸填补国内连蒸线上生产纸改溶解浆的空白，并通过湖南省高新技术企业认证；2011 年公司合并口径申报专利 23 项，获授权专利 16 项，其中五项获国家发明专利权。公司进入全国企事业知识产权试点单位。

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。2011 年公司生产清水总用量同比减少约 3062 万吨，减少比例达 30.04%。产品能耗稳步下降，共节约标煤 4.8 万吨，COD 排放值基本达到 90mg/l 以下新标准。湘江纸业新建 2.5 万立方米/吨污水处理系统投入运行后，总排口 COD 排放浓度比技改前降低了 40%。

总体看，跟踪期内，受行业景气度不高的影响，公司生产经营状况一般，整体经营管理正常。

3. 未来发展

公司今后将积极融入中国纸业发展总体战略，优化自身的资源配置，在借助新平台实施全国性战略布局的同时，持续加强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。根据浆纸行业发展趋势，公司产品结构的调整总方向是“从造纸用商品浆向生活用浆、工业用浆转型，从文化纸向生活纸、包装纸、工业纸转型”。短期内，销售、生产、技术环节通力合作，以市场为导向，提升公司盈利水平。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。

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。

三、财务分析

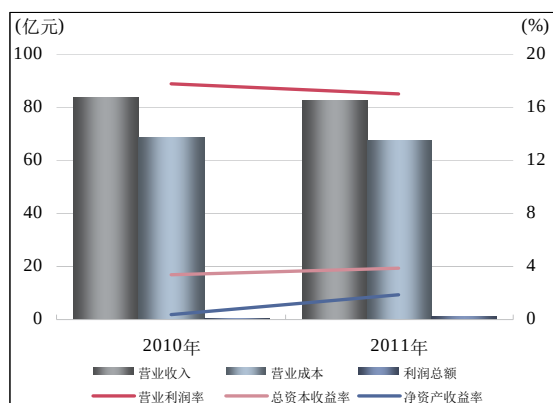
公司提供的 2011 年度财务报表经利安达会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2012 年 1 季度财务报表未经审计。

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，公司根据沃克森（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书》进行了账务调整，为保持数据可比性，以下财务分析中 2010 年数据以 2011 年期初调整数替代。

1. 盈利能力

公司 2011 年营业收入和营业成本分别为 82.41 亿元和 67.77 亿元，分别较上年降低 1.80% 和 1.25%，原因在于 2011 年造纸行业景气程度低，同时，原材料价格在高位盘整，有一定程度回调。2011 年公司期间费用合计 15.07 亿元，较上年增长 0.60%，整体较为稳定。得益于多种融资手段的应用，公司财务费用有所降低，但销售费用增长 12.97%，期间费用的增长略高于营业收入变化，公司整体费用控制水平一般。

图4 公司盈利情况



资料来源：公司年报

2011年，公司主营业务出现亏损，营业外收入对当年利润贡献度大，营业外收入主要是非流动资产处置利得。2011年，公司实现利润总额和净利润分别为1.47亿元和1.35亿元，同比分别增长113.13%和631.10%。从盈利指标看，2011年公司总资产收益率和净资产收益率略有上升，分别为3.83%和1.88%，营业利润率则出现下降，为17.04%，公司整体盈利能力一般。

2012年1~3月，公司实现营业收入18.60亿元，利润总额-0.08亿元，下降幅度明显；一季度营业利润率为17.26%，较2011年小幅上升。

总体看，受制于行业景气度低迷，公司盈利能力一般。

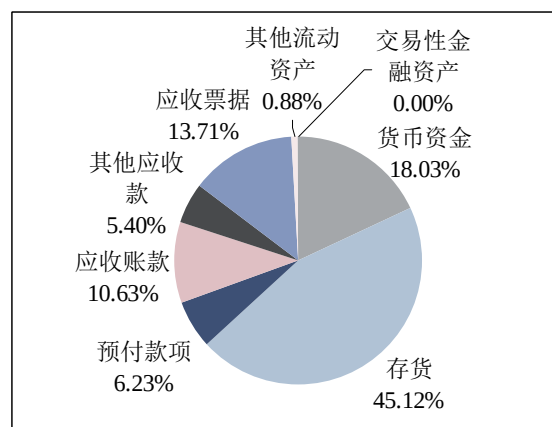
2. 资本及债务结构

2011年底，公司资产总额为219.45亿元，较年初增长0.96%，其中，流动资产占43.56%，非流动资产占56.44%，公司资产以非流动资产为主。

2010~2011年，公司流动资产同比增长4.34%，主要是应收票据和应收账款的增长所致。截至2011年底，公司流动资产合计95.59亿元，主要由存货（占45.12%）、货币资金（占18.03%）、应收票据（占13.71%）、应收账款（占10.63%）和预付款项（占6.23%）构成。截至2011年底，公司存货余额43.13亿元，其中原材料占26.55%，消耗性生物资产（林木资产）占53.42%，

共同构成存货主要部分；货币资金17.25亿元，主要为银行存款（占72.22%）；应收票据13.10亿元，全部为银行承兑汇票；应收账款10.16亿元，账龄在1年以内的占94.84%，应收账款前五名欠款单位合计欠款3.18亿元，占应收账款的31.30%，存在一定的集中度；预付款项5.95亿元，主要是预付的设备和原料等货款。

图5 2011年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2010~2011年，公司非流动资产下降1.50%，基本保持稳定。截至2011年底，公司非流动资产123.86亿元，主要以固定资产（85.23%）和无形资产（占9.48%）为主。截至2011年底，公司固定资产净额105.56亿元，主要由于机器设备和房屋、建筑物构成；公司无形资产账面价值为11.74亿元，主要为土地使用权。

截至2012年3月底，公司合并资产总额221.60亿元，较2011年底增长0.98%；其中，流动资产占44.65%，非流动资产占55.35%；流动资产中货币资金占比有所下降，应收账款占比有所上升；非流动资产构成变化不大。

总体看，公司资产结构较为稳定，资产整体质量较好。

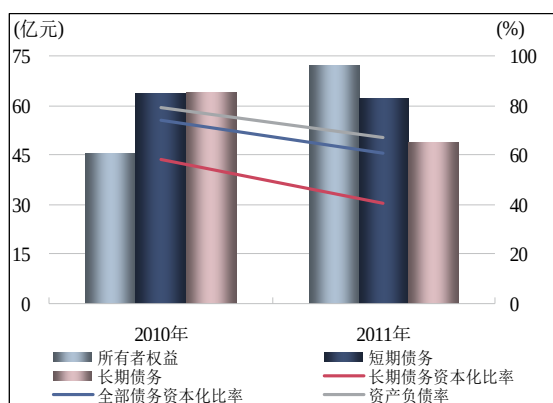
截至2011年底，公司负债合计147.39亿元，其中流动负债占60.20%，非流动负债占39.80%，负债结构以流动负债为主。

截至2011年底，公司全部债务总额111.13亿元，其中短期债务62.34亿元，长期债务48.79

亿元，长期债务占比较年初显著降低。

截至 2012 年 3 月底，公司负债合计 149.44 亿元，较 2011 年底增长 1.39%；其中流动负债占 56.24%，非流动负债占 43.76%；公司全部债务总额 113.33 亿元，其中短期债务 57.03 亿元，长期债务 56.30 亿元，负债和有息债务构成较 2011 年底变化不大。

图 6 公司债务情况



资料来源：公司年报

截至 2011 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 67.16%、60.67%和 40.38%，均较期初有显著降低；截至 2012 年 3 月底，上述指标分别为 67.44%、61.10%和 43.83%，债务指标有所反弹，债务负担整体偏重。

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。

中国纸业货币资金注资 25 亿元，公司注册资本从 18 亿元上升至 40.84 亿元。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主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

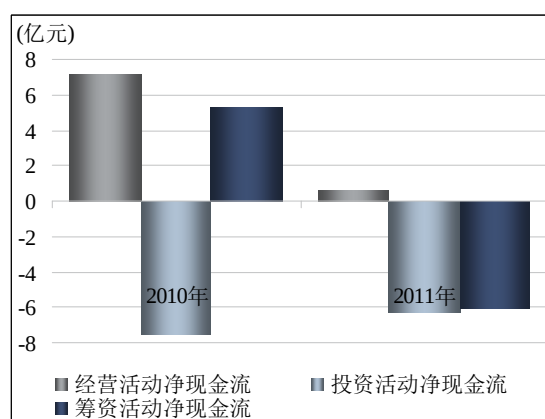
于母公司的净资产为 35.89 亿，公司注册资本为 40.84 亿元，故资本公积为负，截至 2011 年底，公司所有者权益（含少数股东权益）合计 72.06 亿元，其中归属于母公司的权益 37.05 亿元，少数股东权益 35.00 亿元；归属于母公司的所有者权益以实收资本为主，稳定性较好。

截至 2012 年 3 月底，公司所有者权益（含少数股东权益）合计 72.16 亿元，少数股东权益 35.54 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

2010~2011 年，公司销售商品、提供劳务收到现金分别为 83.48 亿元和 77.03 亿元，受下游市场需求不足，部分浆纸品价格出现下跌等因素影响，票据结算增多，2011 年公司现金收入比相应降低，为 93.47%，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也出现下降，2011 年为 61.95 亿元，主要是 2011 年公司适当根据销售情况减少原材料的采购。2011 年，公司经营活动产生的现金流入和现金流量净额分别为 80.18 亿元和 0.56 亿元，同比均下降，尤其是现金净流量降幅较大，达 92.23%。

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 2011 年资本支出规模较小，投资活动产生的现金流量净额为 -6.22 亿元，较上年 -7.56 亿元进一

步回落。

从筹资活动看，2011年，由于股权重组和股东注资，公司吸收投资收到的现金规模大，近两年公司整体较大的债务规模导致大额偿债资金流出。2011年，公司筹资活动产生的现金流量净额-6.03亿元，由正转负，表现为净流出。

2012年1~3月，公司经营活动净现金流为0.39亿元；公司投资规模减小，投资活动净现金流为-0.83亿元；筹资活动净现金流为-1.06亿元。

总体看，公司收入实现质量一般，投资活动规模减小，偿债压力较大，筹资力度适宜。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，2010~2011年，由于股东注资，导致公司流动资产增长的同时流动负债降低，继而流动比率和速动比率指标均有所提高，2011年底分别为107.73%和59.13%；2012年3月底分别为117.71%和63.19%。2011年，公司经营现金流动负债比0.63%，较年初显著降低。总体看，公司短期偿债指标尽管有一定的改善，但整体仍偏弱。

从长期偿债指标看，2010~2011年，公司EBITDA分别为12.77亿元和14.39亿元；2011年底，公司EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA分别为2.54倍和7.73倍，公司对全部债务保护程度一般。

5. 对外担保与授信

截至2012年3月底，公司对外担保余额2.48亿元，担保比率为3.44%，被担保企业为湘电集团有限公司。

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，原名湘潭电机厂，创建于1936年，建国初期被列入国家156项重点建设项目，历经扩建、改造，成为电工行业的大型骨干企业。近几年湘电集团经过投资收购、兼并联合等策略，构建了一个以集团为母体，集电机、电气、车辆、军工、风能于一体

的新型企业集团。员工总数9807人，其中科技人员1200人，先后有18位享受政府特殊津贴的国家级科技专家。湘电集团主营业务利润主要来源于风力发电系统、交流电机、直流电机、水泵及配套产品等的生产与销售。湘电集团作为国内四大电机厂中唯一的辅机制造企业，是发改委指定的设备国产化基地之一，在大中型电机行业排名前三，市场占有率保持在14%左右，是国家批准的4家兆瓦级以上风机生产商之一。湘电集团目前整体经营情况较稳定。

截至2012年3月底，公司总部从多家银行获得综合授信总额为180.91亿元，其中未使用额度为80.07亿元，公司间接融资渠道畅通；另外，公司下属子公司岳阳林纸（600963）为上交所上市公司，直接融资渠道较为畅通。

四、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 7 块土地。根据永州众联房地产估价有限公司（以下简称“永州众联”）2012 年 6 月 20 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 2012 年 6 月 20 日市场价值合计 15.75 亿元，较 2011 年 4 月 24 日评估价值增长 5.07%，其中，之前抵押的“岳阳南津港”土地，因岳阳市政府进行老城区改

造，该地属于市政府收储开发范围，因此 2011 年底公司办理了该地的解除抵押手续（经测算，释放后抵押评估值未低于原值）。

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。根据永州众联 2012 年 6 月 20 日出具的房地产估价报告汇总表，公司上述房产 2012 年 6 月 20 日市场价值 1.05 亿元，较 2011 年 4 月 24 日评估价值 0.98 亿元上升了 7.14%。

表 4 公司土地评估报告汇总表（估价基准日 2012-6-20）

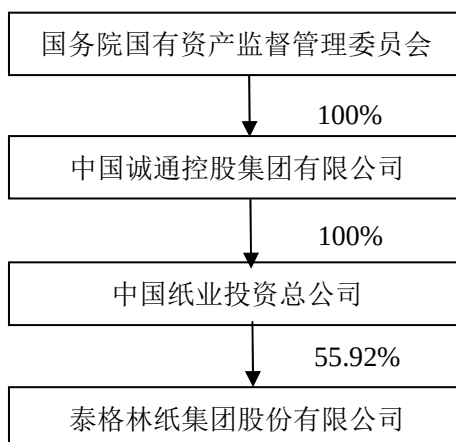
土地位置	土地面积 (平方米)	建筑面积 (平方米)	土地证号	用途	评估价值 (万元)	报告编号
岳阳市城陵矶	296125	--	湘国用（2011）第168号	工业	12126.32	湘众联评[2012]（估） 字第 C0015 号
	222889	--	湘国用（2011）第173号		9127.30	
	192357	--	湘国用（2011）第169号		7877.02	
澧县七里湖	6666666.7	--	澧国用（2004）字第1296号	农用	55866.66	湘众联评[2012]（估） 字第 C0016 号
	6666666.7	--	澧国用（2004）字第1297号		55866.66	
长沙县星沙镇凉塘路	21413	--	长国用（2006）第2636号	综合	4367.46	湘众联评[2012]（估） 字第 C0018 号
沅江市庆云山	466020	--	湘国用 2001 第 116 号	工业	12293.55	湘众联评[2012]（估） 字第 C0019 号
长沙县星沙镇	--	7269.51	长房权证星沙字第 00037339 号	办公楼	10485.04	湘众联评[2012]（估） 字第 C0017 号
凉塘路	--	14696.00		综合楼		
合计	15496370.4	21965.51			168010.01	

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 2012 年 6 月 20 日评估价值合计 16.80 亿元，为本期债券发行额的 2.10 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，联合资信维持公司的主体长期信用等级为 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	2011 年初	2011 年末	变动率(%)	2012 年 3 月
流动资产：				
货币资金	310447.30	172364.51	-44.48	160687.50
交易性金融资产	14.58	11.63	-20.23	10.00
应收票据	77557.21	131036.34	68.95	107930.37
应收账款	72365.51	101644.07	40.46	142972.88
预付款项	55499.24	59508.71	7.22	77746.08
其他应收款	35280.14	51610.41	46.29	41709.29
存货	363594.41	431262.07	18.61	458293.30
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产	1412.96	8458.05	498.60	10.07
流动资产合计	916171.35	955895.78	4.34	989359.49
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资	260.00	260.00		260.00
长期应收款	0.00	0.00		
长期股权投资	10573.67	17103.22	61.75	16292.39
投资性房地产				
固定资产	1090770.84	1055629.06	-3.22	1041490.49
在建工程	20448.74	43230.98	111.41	45111.57
工程物资	837.46	453.23	-45.88	688.25
固定资产清理	0.43	2.78	547.93	2.78
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	130132.85	117427.54	-9.76	118,156.93
开发支出				
商誉				
长期待摊费用			-60.64	
递延所得税资产	46.48	23.68	-49.06	21.99
其他非流动资产	4383.80	4429.35	1.04	4568.65
非流动资产合计	1257454.27	1238559.83	-1.50	1226593.03
资 产 总 计	2173625.62	2194455.61	0.96	2215952.52

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	2011 年初	2011 年末	变动率(%)	2012 年 3 月
流动负债：				
短期借款	391607.29	400149.45	2.18	455328.90
交易性金融负债				
应付票据	179899.52	118760.78	-33.98	115008.44
应付账款	139296.08	135652.71	-2.62	118113.02
预收款项	8439.75	11916.70	41.20	14141.65
应付职工薪酬	11405.56	10230.35	-10.30	10145.44
应交税费	-2368.71	-5676.99	139.67	-8536.59
应付利息	1423.77	2061.17	44.77	2998.26
其他应付款	86338.62	43970.11	-49.07	17542.09
一年内到期的非流动负债	64647.87	104471.00	61.60	0.00
其他流动负债	110736.00	65736.00	-40.64	115736.00
流动负债合计	991425.76	887271.28	-10.51	840477.20
非流动负债：				
长期借款	556693.14	405580.62	-27.14	479523.91
应付债券	82374.15	82374.15	0.00	83451.15
长期应付款	69145.17	65800.00	-4.84	65800.00
专项应付款	6917.87	6317.87	-8.67	6310.04
预计负债		9084.49		8834.95
递延所得税负债				
其他非流动负债	13321.52	17463.71	31.09	9959.71
非流动负债合计	728451.85	586620.83	-19.47	653879.76
负 债 合 计	1719877.61	1473892.12	-14.30	1494356.97
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（股本）	180000.00	408394.00	126.89	408394.00
资本公积	-51787.09	-12052.86	-76.73	-38738.42
专项储备				
盈余公积				
未分配利润	-27823.84	-25822.84	-7.19	-3489.10
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	100389.08	370518.30	269.08	366166.48
少数股东权益	353358.93	350045.20	-0.94	355429.07
所有者权益合计	453748.01	720563.50	58.80	721595.55
负债和所有者权益总计	2173625.62	2194455.61	0.96	2215952.52

附表 3 利润及利润分配表

（单位：人民币万元）

项 目	*2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~3 月
一、营业总收入	839201.86	824114.02	-1.80	185989.76
其中：营业收入	839201.86	824114.02	-1.80	185989.76
二、营业成本	686214.15	677666.83	-1.25	152795.73
其中：营业成本	686214.15	677666.83	-1.25	152795.73
营业税金及附加	4534.24	6035.31	33.11	1091.09
销售费用	24317.93	27471.11	12.97	6576.38
管理费用	64369.66	66395.24	3.15	14123.05
财务费用	61150.41	56876.47	-6.99	15667.06
资产减值损失	1233.01	-3560.28	-388.75	-0.01
其他				
加：公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	-0.60	-2.95	388.52	0.00
投资收益（损失以“-”号填列）	684.86	-2142.46	-412.83	28.56
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	-1933.28	-8916.08	361.19	-4234.99
加：营业外收入	10745.70	24861.47	131.36	3425.20
减：营业外支出	1934.27	1286.07	-33.51	33.66
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	6878.16	14659.32	113.13	-843.45
减：所得税费用	5025.03	1111.16	-77.89	208.42
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	1853.13	13548.16	631.10	-1051.87
归属于母公司所有者的净利润	-10169.25	2001.00	-119.68	-1550.95
少数股东损益	12022.38	11547.17	-3.95	499.08

*2011 年追溯调整数

附表 4-1 现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 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	834800.62	770333.58	-7.72	121368.80
收到的税费返还	2012.59	1552.21	-22.88	115.16
收到其他与经营活动有关的现金	23876.26	29867.36	25.09	25306.19
经营活动现金流入小计	860689.47	801753.15	-6.85	146790.15
购买商品、接收劳务支付的现金	671515.43	619544.04	-7.74	110697.16
支付给职工以及为职工支付的现金	49464.08	55569.05	12.34	13291.62
支付的各项税费	35743.04	60280.13	68.65	9515.24
支付其他与经营活动有关的现金	32504.96	60806.66	87.07	9409.00
经营活动现金流出小计	789227.50	796199.88	0.88	142913.02
经营活动产生的现金流量净额	71461.97	5553.26	-92.23	3877.13
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金				
取得投资收益收到的现金	509.83	44.33	-91.30	28.56
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	410.47	10526.45	2464.49	39.42
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额				
收到其他与投资活动有关的现金	2128.65	699.00	-67.16	0.00
投资活动现金流入小计	3048.95	11269.78	269.63	67.98
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	74932.99	73454.42	-1.97	8332.28
投资支付的现金	1204.00	0.00	-100.00	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	0.00		0.00
支付其他与投资活动有关的现金	2507.92	0.00	-100.00	0.00
投资活动现金流出小计	78644.91	73454.42	-6.60	8332.28
投资活动产生的现金流量净额	-75595.96	-62184.64	-17.74	-8264.30
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	169632.86	200000.00	17.90	0.00
取得借款所收到的现金	484319.13	437083.96	-9.75	67064.15
发行债券收到的现金		65000.00	#DIV/0!	
收到其他与筹资活动有关的现金	44019.52	20905.49	-52.51	3108.67
筹资活动现金流入小计	697971.50	722989.44	3.58	70172.81
偿还债务所支付的现金	537323.98	643903.32	19.84	51167.97
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	68200.67	72502.34	6.31	16490.79
支付其他与筹资活动有关的现金	39813.04	66923.67	68.09	13112.62
筹资活动现金流出小计	645337.69	783329.33	21.38	80771.38
筹资活动产生的现金流量净额	52633.82	-60339.89	-214.64	-10598.56
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	51.46	-216.03	-519.78	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	48551.30	-117187.30	-341.37	-14985.73
加: 期初现金及现金等价物余额	104412.88	262964.18	151.85	175673.23
六、期末现金及现金等价物余额	152964.18	145776.88	-4.70	160687.50

附表 4-2 现金流量补充资料表

(单位: 人民币万元)

补充资料	2010 年	2011 年	变动率(%)
一、将净利润调节为经营活动现金流量			
净利润	1853.13	13548.16	631.10
加: 资产减值准备	1233.01	-3560.28	-388.75
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	60460.67	69140.83	14.36
无形资产摊销	3389.23	3425.55	1.07
长期待摊费用摊销	256.32	25.05	-90.23
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)	-47.35	-12155.12	25568.51
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)	0.60	2.95	388.52
财务费用 (收益以“一”号填列)	56676.51	56608.68	-0.12
投资损失 (收益以“一”号填列)	-684.86	2142.46	-412.83
递延所得税资产减少 (增加以“一”号填列)	2864.83	-124.94	-104.36
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)	-74321.13	-31791.31	-57.22
经营性应收项目的减少 (增加以“一”号填列)	-23088.31	-107071.71	363.75
经营性应付项目的增加 (减少以“一”号填列)	42869.33	15362.95	-64.16
其他			
经营活动产生的现金流量净额	71461.97	5553.26	-92.23
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	262964.18	145776.88	-44.56
减: 现金的期初余额	104412.88	262964.18	151.85
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	158551.30	-117187.30	-173.91

附件 5 主要计算指标

项 目	2010 年	2011 年	2012 年 1~3 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	5.60	4.31	--
存货周转次数(次)	2.31	1.71	--
总资产周转次数(次)	0.39	0.38	--
现金收入比(%)	99.48	93.47	65.26
盈利能力			
营业利润率(%)	17.69	17.04	17.26
总资本收益率(%)	3.39	3.83	--
净资产收益率(%)	0.41	1.88	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	58.48	40.38	43.83
全部债务资本化比率(%)	73.76	60.67	61.10
资产负债率(%)	79.12	67.16	67.44
偿债能力			
流动比率(%)	92.41	107.73	117.71
速动比率(%)	55.74	59.13	63.19
经营现金流动负债比(%)	7.21	0.63	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.25	2.54	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.99	7.73	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.0032	-0.0510	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-0.07	-1.00	--

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。