

跟踪评级公告

联合[2013] 937 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,评级展望由稳定调整为负面,并维持“07湘泰格债”AA⁺的信用等级。

特此公告。



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: 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: 2013 年 7 月 15 日

财务数据

项 目	*2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 3 月
现金类资产(亿元)	38.80	30.34	17.85	17.27
资产总额(亿元)	217.36	219.45	212.03	218.14
所有者权益合计(亿元)	45.37	72.06	68.17	67.69
短期债务(亿元)	63.62	62.34	70.11	70.74
全部债务(亿元)	127.52	111.13	114.69	117.95
营业收入(亿元)	83.92	82.41	82.44	17.60
利润总额(亿元)	0.69	1.47	-3.79	-1.40
EBITDA(亿元)	12.77	14.39	9.94	--
经营性净现金流(亿元)	7.15	0.56	1.72	6.47
营业利润率(%)	17.69	17.04	12.56	10.15
净资产收益率(%)	0.41	1.88	-5.06	--
资产负债率(%)	79.12	67.16	67.85	68.97
全部债务资本化比率(%)	73.76	60.67	62.72	63.54
流动比率(%)	92.41	107.73	91.08	95.88
全部债务/EBITDA(倍)	9.99	7.73	11.54	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.25	2.54	1.36	--
经营现金流流动负债比(%)	7.21	0.63	1.78	--

注: 因报表追溯调整, 2010 年数据以 2011 年期初数代替; 2013 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, 宏观经济形势日趋复杂, 国内造纸行业景气度低迷, 行业产能过剩现象严重、同业竞争加剧和下游需求不畅导致纸品销售价格走低。面对不利的经济环境, 泰格林纸集团股份有限公司 (以下简称“公司”) 在维持收入规模相对稳定的同时, 盈利能力显著下降, 以及受子公司岳阳林纸股份有限公司 (以下简称“岳阳林纸”) 旗下骏泰浆纸项目拖累, 出现了经营亏损。

联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 同时关注到, 公司整体债务负担仍然偏重, 且短期债务占比的增加、财务费用的高企都可能对公司信用水平造成影响。

公司以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”) 维持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“07 湘泰格债”AA⁺的信用等级。

优势

1. 公司具有完整的林浆纸产业链, 产能和经营规模较大。
2. 公司是央企下属纸业板块的核心企业, 股东支持力度大。
3. 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良好。

关注

1. 宏观经济形势日趋复杂, 市场需求增长乏力。
2. 造纸行业产能集中释放导致供给过剩, 行业景气度低迷, 竞争加剧。
3. 公司盈利能力下降, 出现经营亏损, 公司利润对营业外收入依赖性较大。

4. 公司债务负担仍然偏重，财务费用增长较快。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与岳阳林纸股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与岳阳林纸股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级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。

三、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，未因岳阳林纸股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由岳阳林纸股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于“07 湘泰格债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、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。经湖南省人民政府国有资产监督管理委员会湘国资函（2010）309 号文件批准，中国纸业投资总公司以增资扩股的方式投资本公司，中国纸业投资总公司持股比例为 55.92%。截至 2013 年 3 月底，公司注册资本为 40.84 亿元。公司母公司为中国纸业投资总公司，实际控制人为中国诚通控股集团有限公司。

公司经营范围：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；货物运输；五金、交电、化工、化工原料（不含危险品及监控化学品）、建筑材料、装饰材料、日用杂品、烟酒副食品的批发零售；提供住宿、饮食、港口装卸及物资中转服务；

自营和代理各类商品和技术的进出口（国家限定公司经营或禁止进出口的商品和技术除外）。

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。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2012 年以来，国内宏观经济整体运行平稳，经济增速在连续三个季度下滑之后于四季度呈现温和回升态势。根据国家统计局数据初步核算，2012 年，中国实现国内生产总值 519322 亿元，同比增长 7.8%，GDP 前三季度同比增速持续回落，一季度同比增长 8.1%，二季度增长 7.6%，三季度增长 7.4%，但四季度以来，经济增长温和回升态势开始显现，四季度 GDP 增长为 7.9%。2012 年，中国规模以上工业增加值同比增长 10.0%，增速同比回落 3.9 个百分点。分季度看，一季度同比增长 11.6%，二季度增长 9.5%，三季度增长 9.1%，四季度增长 10.0%。2012 年，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现主营业务收入 915915 亿元，同比增长 11%；规模以上工业企业实现利润 55578 亿元，同比增长 5.3%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求基本保持平稳，对外贸易增速下滑明显。具体而言：①消费继续平稳增长。2012 年社会消费品零售总额为 210307 亿元，同比名义增长 14.3%，同比增速小幅回落 2.8 个百分点。②投资增速放缓，结构持续优化。2012 年固定资产投资（不含农户）364835 亿元，同比增长 20.6%，较 2011 年同期同比减少 3.9 个百分点。分地区来看，中西部投资增速快于东部；分产业来看，第一产业投资增速快于第二、第三产业。③对外贸易增速下滑明显，贸易顺差显著扩大。2012 年，全年进出口总额为 38667.60 亿美元，同比增长 6.2%，增速同比大幅下降 16.3 个百分点，其中出口金额同比

增长 7.9%，增速同比下降 12.4 个百分点，进口金额同比增长 4.3%，增速同比下降 20.6 个百分点，全年贸易顺差达 2311.09 亿美元，较上年的 1551.4 亿美元显著扩大。

2012 年 CPI 全年同比增长 2.6%，整体维持低位。2012 年 3 月开始随食品价格涨幅持续回落、CPI 翘尾因素走弱，CPI 呈下降态势，10 月份为 1.7%，达年内低点。进入 11 月份由于低温、春节临近等因素影响，带动食品价格大幅上涨，12 月 CPI 回调至 2.5%。从 CPI 分类指数看，食品类价格走势对 CPI 影响明显。PPI 方面，2012 年全年 PPI 同比下降 1.7%。由于受国内外宏观经济增速放缓、翘尾因素持续下滑等因素影响，2012 年前三季度 PPI 不断下降，9 月达年内低点-3.6%，10 月以来受投资恢复、企业去库存压力缓解以及季节因素等影响，PPI 降幅持续收窄，12 月达-1.9%。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，加快推进结构性减税，扩大“营改增”试点范围，同时进一步推动基础设施建设等多种措施，确保“稳增长”目标实现。公共支出方面，2012 年全国教育支出 21165 亿元，同比增长 28.3%；医疗卫生支出 7199 亿元，同比增长 12.0%；社会保障和就业支出 12542 亿元，同比增长 12.9%；住房保障支出 4446 亿元，同比增长 16.4%。2012 年，全国财政累计收入为 117210 亿元，累计支出为 125712 亿元，分别同比增长 12.8% 和 15.1%。结构性减税方面，2012 年 8 月 1 日起至年底，中央决定将交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点范围，由上海市分批扩大至北京、天津、江苏、浙江、安徽、福建、湖北、广东和厦门、深圳 10 个省(直辖市、计划单列市)。据初步统计，截至 2012 年年底，已纳入试点的企业户数约 71 万户，即将纳入试点的户数约 20 万户，“营改增”减负效

果明显。此外，为进一步加强和改善关税调控作用，财政部发布通知，自 2013 年 1 月 1 日起，中国将对进出口关税进行部分调整，中国将对 780 多种进口商品实施低于最惠国税率的年度进口暂定税率。基础设施建设方面，国务院总理温家宝 5 月 23 日主持召开国务院常务会议，要求推进“十二五”规划重大项目按期实施，启动一批事关全局、带动性强的重大项目，已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目。截至 12 月末，教育、医疗卫生、节能环保、社会保障和就业、城乡社区事务、农林水事务等的财政支出呈重点突破态势，均保持两位数以上的增速。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，通过降息、降准、公开市场操作等数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，为“稳增长”目标实现营造了宽松的货币环境，取得了预期效果。2012 年在国内外需求同步放缓、外汇占款增长乏力的背景下，央行同时采取数量型和价格型货币政策工具向市场投放流动性，全年两次下调存款准备金率共 1 个百分点，公开市场操作净投放 1.44 万亿元，成为 2012 年基础货币投放的主要源头。此外央行年内两次下调一年期存贷款基准利率各 0.5 个和 0.56 个百分点，引导市场利率适当下行，促进货币信贷合理适度增长。从信贷数量来看，2012 年全年人民币贷款增加 8.20 万亿元，同比多增 7320 亿元，货币信贷保持合理增长支持了实体经济。人民币汇率方面，截至 2012 年末，人民币兑美元汇率中间价仅升值 0.25%，同时考虑到外汇占款与贸易增速均转入低增长轨道，目前人民币汇率已经接近均衡水平。

产业政策方面，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张。进一步推进农业生产，落实和完善扶持政策，加大农业科技投入。推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣，支持中小企业发展，发展生产性服务业，加强生态建设。房地产方面，坚持房地产调控不放松，

一方面温家宝总理多次指出稳定和严格实施房地产调控政策，相关部委及地方政府相继辟谣否认政策放松。另一方面，支持自住性合理需求，国家发改委、住建部表示完善首套房优惠措施，央行指出满足首套房贷款需求，30多个城市通过公积金贷款额度调整、首次置业税费减免等方式微调楼市政策。

总体来看，2012 年中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策，包括通过数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，基本实现预期政策效果。在产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式仍是政策主线，房地产调控成果在持续的政策调控下得以巩固。

四、行业及区域经济环境

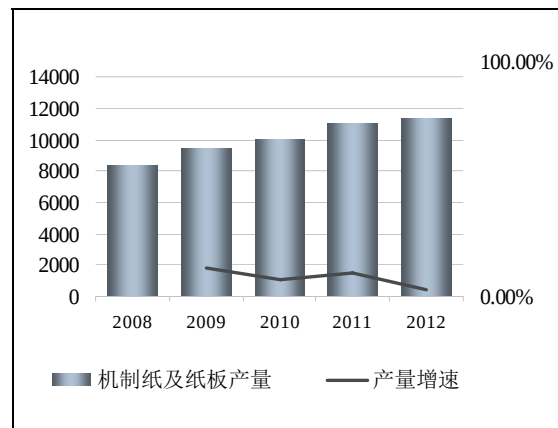
1. 行业现状

中国是造纸大国，在宏观经济持续快速发展的背景下，中国造纸产业发展迅速，目前造纸总产量和消费量均已居于世界首位。近年来，随着国内造纸产能持续增大，纸及纸板供需矛盾逐步缓和。目前，国内造纸行业总体供求基本平衡。根据中国造纸协会的调查，2010 年全国纸及纸板生产企业约有 3700 家，全国纸及纸板生产量 9270 万吨，较上年的 8640 万吨增长 7.29%；消费量 9173 万吨，较上年的 8569 万吨增长 7.05%，人均年消费量为 68 千克，比上年增长 4 千克。2011 年，全国纸及纸板产量保持了稳步增长，达到了 9930 万吨，较上年增长 7.12%；消费量 9752 万吨，较上年增长 6.31%；人均年消费量 73 千克，较上年增长 5 千克。2012 年 1~12 月，全国机制纸和纸板产量累计为 11375.3 万吨，同比增长 4.7%。从地区情况看，2012 年 1~12 月全国纸和纸板产量前 5 位的是山东（2025.0 万吨）、广东（1636.8 万吨）、浙江（1628.01 万吨）、江苏（1283.9 万吨）和

河南（905.8 万吨），合计 7479.4 万吨，占全国总产量的 65.8%。

2011 年，受前三季度原材料价格高涨、行业产能集中释放、消费市场相对疲软等因素影响，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。据统计，全国制浆造纸及纸制品业规模以上企业 2012 年 1~8 月工业总产值共完成 8297.45 亿元，同比增长 11.5%，但增幅比上年同期下降 16.4 个百分点；主营业务收入 7963.28 亿元，同比增长 10.02%；利税总额为 577.51 亿元，同比增长 4.1%，其中利润总额为 354.47 亿元，同比增长 1.39%。

图 1 2008~2012 年中国机制纸及纸板累计产量
(单位：万吨)

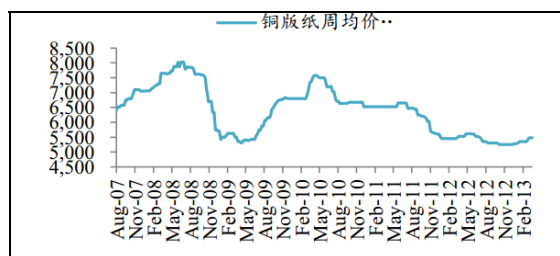


资料来源：wind 资讯

目前铜版纸仍然是我国纸及纸板出口产品中数量最大的。据中商情报网统计，2012 年 1~9 月进口铜版纸 21.58 万吨，同比下降 10.14%；1~9 月份累计出口铜版纸 112.38 万吨，同比增长 12.48%，平均每月出口 12.49 万吨。铜版纸价格在经历了 2011 年底进一步滑落后，开始震荡波动走势，2012 年铜版纸均价 5598 元/吨，同比下滑 13.73%。白板纸市场方

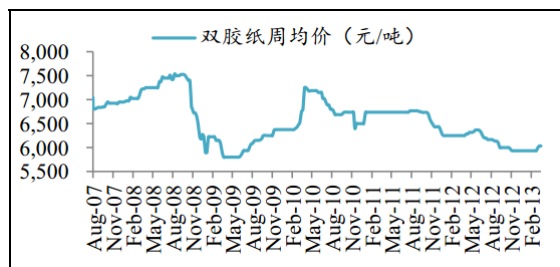
面, 2012 年 1~9 月份进口白板纸 56.05 万吨, 同比下降 8.3%, 出口 61.68 万吨, 同比下降 23%。从今年前 9 个月的进出口趋势看, 进口量每月基本维持在 7 万吨左右, 变化不大; 而出口情况, 每月平均出口量 6.85 万吨, 比上年有较大下降。2012 年白板纸价格随行业大趋势下落, 全年灰底白板纸均价 4749 元/吨, 同比降幅 9.14%。2013 年伊始, 国内造纸厂商普遍出现喊涨, 铜版纸价格底部企稳, 构筑缓慢上升通道, 但由于旺季未到需求为明显好转, 贸易商观望态度较浓; 双胶纸方面, 虽上游木浆价格涨后回落导致成本面松动, 但多地双胶纸新产线通产导致新增产能释放, 需求面未见明显提升; 白卡纸及价格在底部徘徊, 试探回升, 上游进口废纸趋稳, 加上淘汰了一部分落后产能, 市场饱和度将得到进一步缓解。进入 4 月后, 部分纸厂喊涨声势有所减弱, 不分地区经销商也反映出出货速度较上月有一定下降, 纸价继续呈盘整维稳行情。

图 2 2007~2013 年铜版纸价格 (单位: 元/吨)



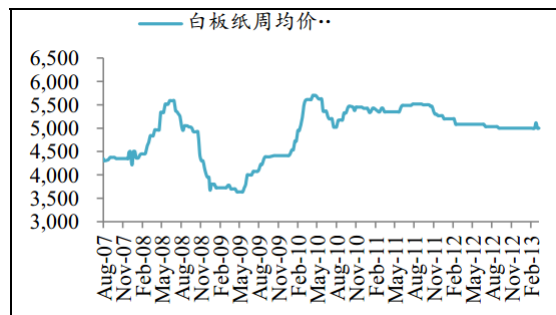
资料来源: 纸业联讯、兴业证券研究所

图 3 2007~2013 年双胶纸价格 (单位: 元/吨)



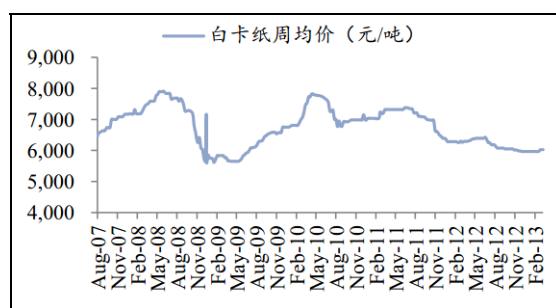
资料来源: 纸业联讯、兴业证券研究所

图 4 2007~2013 年白板纸价格 (单位: 元/吨)



资料来源: 纸业联讯、兴业证券研究所

图 5 2007~2013 年白卡纸价格 (单位: 元/吨)



资料来源: 纸业联讯、兴业证券研究所

溶解浆

溶解浆是在纸浆过程中除去了木素和半纤维素, 只保留纤维素的高纯度精致化学浆, 主要用于生产粘胶人造丝、硝化纤维、醋酸纤维、玻璃纸、羧甲基纤维素等产品。

由于国际厂商价格压制, 尽管 2011 年国内溶解浆产能大幅增加, 但国内溶解浆企业 2012 年并未实质性提高市场份额, 企业被迫亏损停产。2013 年 2 月 6 日, 商务部对原产于美国、加拿大和巴西的进口浆粕进行反倾销立案调查。提出反倾销, 如果最终裁定存在倾销行为, 将实质上改善国内溶解浆行业的供应格局, 通过设立反倾销税率提高进口产品价格, 最终实现国内企业市场占有率的提升和盈利的改善。但近年来溶解浆市场持续走低, 溶解浆价格在短期内有较大提升的可能性较小, 市场走势仍不明朗。

2. 行业关注

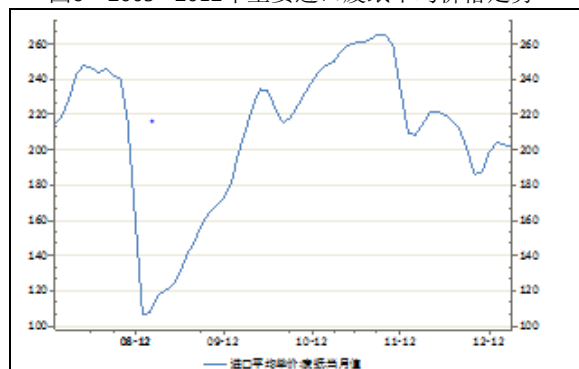
原材料

造纸工业属于原材料加工工业，原材料成本一般占造纸业总成本的 65% 左右。纸浆作为造纸工业的直接原料通常分为木浆、废纸浆及非木浆。木浆具有纤维长、强度高、生产过程中耗水量小、排污成本低等特点，主要用于中高档、优质纸品的生产，是全球范围内造纸行业最主要的直接原料。目前国际造纸工业纸浆结构中木浆占 62.6%，废纸浆占 34%，非木浆占 3.4%。

近年来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，但增长势头已有所减缓。根据中国产业信息网数据显示，2012 年全国纸浆累计进口数量 1646 万吨，同比增长 14%；由于纸浆价格下跌，进口金额 11042024 千美元，同比增长-7.5%。

中国造纸行业受国内森林覆盖率低，天然林资源匮乏的限制，目前形成了以废纸浆为主的纸浆消费结构。近年来中国造纸行业的新增产能主要来自规模以上的生产企业，且主要集中在中高档优质纸品，加大木浆消费量成为了纸浆消费结构调整的方向。随着整个行业对木浆及木浆用木材的需求的快速增长，中国造纸行业木浆供需缺口逐步扩大，木浆及木材价格持续上涨。

图6 2009~2012年主要进口废纸平均价格走势



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。2011 年上半年，进口废纸和木浆价格进一步冲高，

下半年价格大幅跳水。2012 年全国废纸累计进口数量 3007 万吨，同比增长 10.2%；进口金额 6273762 千美元，同比增长-10%。

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。近几年，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。

行业集中度和竞争格局

造纸行业是规模效益显著的行业，这一特点决定了造纸企业规模化是行业演进的必然趋势。当前，随着世界经济一体化进程的推进，造纸工业的竞争日益激烈，国际造纸企业向规模化方向发展的趋势已经开始显现，行业集中度越来越高。目前世界前 20 位造纸企业的产量已经占世界总量的 40% 以上。

最近几年，造纸行业出现两极分化的发展趋势：一大批纸业公司深陷困境的同时，部分优势企业通过收购兼并、新建项目等方式，扩大生产规模，提高市场份额。

造纸工业发展“十二五”规划也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。

未来，中国造纸工业的发展将逐步实现以木纤维、废纸为主原料，非木纤维为辅的多元化原料结构目标，同时与环境协调发展，充分考虑纤维资源、水资源、环境容量、市场需求、交通运输等条件，实现“由北向南”调整，形成合理的产业新布局。

3. 行业政策

淘汰落后产能

按照《国务院关于加强淘汰落后产

能工作的通知》和《关于下达 2011 年工业行业淘汰落后产能目标任务的通知》要求，各省（区、市）将 2011 年 18 个工业行业淘汰落后产能目标任务分解落实到企业，并将淘汰落后产能企业名单在当地政府网站和媒体上进行了公告。2011 年 7 月 11 日，工业和信息化部在各地公告的基础上对全国 2011 年 18 个工业行业淘汰落后产能企业名单、淘汰落后生产线（设备）及产能进行了公告，并要求各地采取有效措施确保列入公告名单的企业在 2011 年底前彻底淘汰落后产能，做好检查验收和完成目标任务情况公告工作。本次工业行业淘汰落后产能共涉及造纸企业 599 家，淘汰落后产能 819.6 万吨。

造纸行业“十二五”规划

2011 年 12 月 30 日公布的造纸工业发展“十二五”规划（以下简称“规划”）明确了未来五年以调整结构为行业发展主线，以科技创新、资源节约和环境友好为行业发展目标，推动产业优化升级，增强国际竞争力。具体目标主要为以下几个方面：（1）提高木纤维比重。（2）加大废纸回收和利用力度。（3）加大技术创新能力建设。（4）优化产业布局，合理配置资源。（5）大力推进节能降耗，防治污染。（6）加快淘汰落后产能，减排减污。（7）优化企业结构，推进兼并重组。

规划还明确了对林纸一体化工程、清洁生产和资源化利用工程以及产品升级换代及装备自主化工程等重点工程的要求和目标，以从产能规模、节能减排、技术装备和综合利用等方面优化造纸行业产业结构。

4. 行业发展

行业发展前景

现阶段，中国造纸行业已进入结构调整、技术升级和淘汰落后产能的关键时期，目前，部分品种出现了阶段性产能过剩。2013 年及今后较长一段时期，市场竞争将日趋激烈、原材料供应日益紧张、环保要求愈加严格，中国造

纸业将加速战略转型，开启绿色、环保、品质的发展道路，依托现有资源，走内涵提升为主的发展道路。

更为严苛的环保标准相继颁布实施，使得造纸行业中短期供给因淘汰落后产能受到了一定程度的抑制，但从长期看，中国经济发展趋势良好，预计到 2015 年，中国人均用纸消费量将会达到世界平均水平，造纸行业还有广阔的发展空间。今后，随着造纸纤维原料供应矛盾的突出，对于造纸行业而言，未来的可持续发展必须调整结构，包括通过“林浆纸一体化”来缓解原料供应困境，以及调整造纸企业的品类及产品结构从而更好满足市场需要、加大企业研发及设备投资来提升质量。同时，通过清洁生产、节能减排等多种手段，降低污染，实现可循环的绿色发展。

总体来看，近年来，造纸行业整体发展较快，但受 2008 年下半年宏观经济减速导致产品需求萎缩和价格回落的影响，造纸行业步入持续低迷，业内企业盈利状况呈现恶化趋势。2012 年，在复杂的经济大环境下，造纸行业基本达到产销平衡，但行业整体经济效益下滑较大，部分造纸企业生产经营困难加大。经过了 2011 年的产能释放，预计 2013 年供需关系有所缓和，从市场行情来看，纸张价格逐步从底部缓慢回升。但过剩产能将在未来 2-3 年内逐步消化，行业持续承压，景气度提升空间有限。长期看，造纸工业作为国民经济的基础原材料工业，在目前国内造纸工业人均消费纸量远低于发达国家水平的背景下，行业仍具有较好的增长空间。但是，目前造纸行业集中度仍然较低，原料依赖强、环保压力大的问题仍然存在，这将促使造纸企业继续进行大规模整合，未来行业内资源优势明显、整合能力强的大型企业有望取得竞争优势，获得较好的发展。

5. 区域环境

公司位于湖南省长沙市，长沙市是南方地区重要的交通枢纽城市，水、陆、空交通便利，

是湖南省“一点一线”建设的核心城市，长株潭经济一体化的核心城市，主城区与株洲、湘潭相距均不足 20 公里。目前，长沙正加速创建“一小时经济圈”，并与武汉合作建立经济协作区，与各个中部城市开展经济合作，同时，长沙还加入了华南地区的“泛珠三角”，接受粤、港、澳三地的经济辐射。2012 年，长沙位列“中国最具竞争力城市”第十位，7 月，长沙获“全国创业先进城市”称号。2012 年，长沙实现工业增加值 3051.94 亿元，比上年增长 15.7%，其中，重工业实现增加值 1329.88 亿元，比上年增长 16.6%；完成固定资产投资 4011.96 亿元，比上年增长 20.3%；完成房地产开发投资 1032.00 亿元，比上年增长 16.4%。

总体看，长沙地区整体经济实力较强，为公司经营发展提供了较为有利的外部环境。

五、基础素质分析

1. 产权关系

中国纸业投资总公司持有公司 55.92% 的股份，是公司控股股东，中国纸业投资总公司的母公司中国诚通控股集团有限公司是公司实际控制人。

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	151314	37.05
中国华融资产管理公司	18228	4.46
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

2. 企业规模和竞争实力

公司是央企中国诚通下属纸业板块中的核

心企业，下辖二级子公司 13 家，其中全资子公司 11 家，控股子公司 2 家。

公司集制浆造纸、林业开发、板材生产、轻机制造、港口贸易、房地产开发、小化工等于一体，是湖南省加快推进工业化进程而实施“十大标志性工程”企业，公司主要从事林业经营以及文化纸、包装纸（工业包装纸、食品包装纸）和商品木浆的生产和销售，是湖南“林纸一体化”产业的支撑企业和“双百”工程的重点企业，是国家级农业产业化龙头企业。公司控股的岳阳林纸股份有限公司是 A 股上市公司。

六、管理分析

跟踪期内，公司继续推进改革改制工作，于 2012 年 11 月启动了以组织机构改革、人员优化为突破口的新一轮全面改革。子公司二级机构总数由 207 个减为 143 个，降幅 30.9%；子公司班子人数由 81 人减为 59 人，减少 22 人，降幅 27.2%；子公司总经理助理、副总工、中层管理人员总数由 596 人减为 399 人，减少 197 人，降幅 33%。全集团管理人员及辅助岗位人员由 1813 人减为 1466 人，减少了 20%。公司对物流运输集中管理、设备维修备品备件集中管理、后勤服务系统社会化三项改革展开了前期调研。

跟踪期内，公司在其他管理体制、管理制度方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

截至 2013 年 3 月底，公司具备年造纸能力约 185 万吨，主要子公司包括岳阳林纸、沅江纸业、洪纸公司、安泰公司等。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，辅业占公司年度利润的 15%。

跟踪期内，由于不利的外部经济环境，造

纸行业景气度低，纸制品价格大幅下跌，国内溶解浆价格持续走低，公司营业收入同比有所下降，整体出现亏损。公司 2012 年实现营业收入 82.44 亿元，2012 年利润总额为-3.79 亿元。公司 2012 年实现主营业务收入 79.53 亿元，同比减少 1.8%，全年累计主营业务毛利率同比下降 3 个百分点。2012 年，公司共生产纸及商品浆 152.95 万吨，较 2011 年降低 9.4%；销售纸及商品浆 150.2 万吨，较 2011 年降低 8%，产销率 98%，货款回收率 101%。

2013 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 34.60 万吨和销售 34.24 万吨，分别为 2012 全年的 22.62%和 22.79%，且同比分别下降 8.44%和 2.20%。2013 年一季度，公司主业浆、纸产量 34.6 万吨，同比下降 8.45%；一季度公司主业浆纸销量 34.24 万吨，同比减少 0.77 万吨，下降 2.21%；产销率为 99%。

表 2 公司主要子公司经营情况

子公司 (简称)	2011 年			2012 年			2013 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)
岳阳林纸	1454303	1404774	675790.7	1311818	1285326	635198.7	297191	295589	143248
沅江纸业	167710	164520	81152.1	156727	157134	70993.1	38167	36262	15621.3
洪纸公司	52858	51156	23801.6	48014	46736	20711.1	7493	8047	3405.9
安泰公司	13008	12908	15602	12968	12774	10456.1	3140	2469	2430.4
合 计	1687879	1633358	796346	1529527	1501970	737359	345991	342367	164706

注：上表仅列示公司浆纸部分主要子公司产销及收入情况；

跟踪期内，公司在“林浆纸”一体化战略方面继续推进原料林基地建设，2012 年共完成造林 9.7 万亩，苗木成活率达到 90%以上，提升了林业资源存量。2012 年和 2013 年一季度，公司分别完成 7.2 万亩和 1.1 万亩林地收购，公司 2012 年共办理林权证 8.48 万亩。

跟踪期内，由于宏观经济形势日趋复杂，而前两年行业产能释放的加剧及下游需求疲软双重影响，造纸行业景气度一再下滑，主要纸制品价格相继触到近期低点。2013 年一季度，主要纸制品种进入盘整阶段，铜版纸、双胶纸等品种进一步下跌后从底部开始缓慢复苏。溶解浆方面，子公司岳阳林纸旗下骏泰浆纸溶解浆项目投产后，紧接着面临下游纺织行业不景气，粘胶纤维销售价格一路走低，溶解浆销售价格持续下跌，一级品销售价格从年初的 9500 元/吨降至 2012 年年末的 6500 元/吨，降幅达到了 32%，导致溶解浆毛利率大幅下滑，受累于

骏泰浆纸（岳阳林纸子公司）2012 年亏损严重，公司利润水平受到了较大侵蚀。

总体看，跟踪期内，受行业景气度低和公司业务格局影响，公司盈利水平显著下降，整体出现亏损，特别是浆纸主业亏损较为严重，公司采取的各项应对措施未能从根本上扭转亏损势头，在外部经济环境不尽明朗，下游需求增长乏力的情况下，公司生产经营面临较大挑战。

2. 未来发展

公司今后将继续融入中国纸业发展总体战略，优化自身资源配置，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。2013 年，公司将以年度经营目标为核心，实现总生产成本同比下降 5%，三项费用同比下降 10%，着力解决亏损企业的扭

亏问题，优化和完善集团集中采购，进一步降低各项开支与运行成本，以“集团运行效益最大化”为宗旨，开展好运营分析、管控调研、预算考核、协调理顺等工作。在做好运营日常信息分析的基础上，要突出异常情况、重点事项的分析；另一方面要继续积极推动集团内资源的共享与整合，提高系统整体运营管理效率，实现整体价值最大化，争取降低目前较大的亏损规模，早日实现扭亏为盈。

八、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，2012 年度财务报表经湖南恒基有限责任会计师事务所审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。2013 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，本报告中 2010 年数据以 2011 年年初调整数替代。

截至 2012 年底，公司资产（合并）总计 212.03 亿元，所有者权益合计 68.17 亿元（其中包含少数股东权益 33.39 亿元）。2012 年公司营业收入 82.44 亿元，利润总额-3.79 亿元。

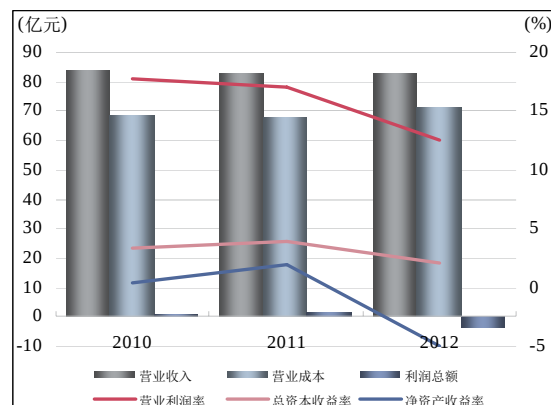
截至 2013 年 3 月底，公司资产（合并）总计 218.14 亿元，所有者权益合计 67.69 亿元（其中包含少数股东权益 33.04 亿元）。2013 年 1~3 月公司营业收入 17.60 亿元，利润总额-1.40 亿元。

1. 盈利能力

公司 2012 年实现营业收入 82.44 亿元，较上年降低 0.03%，同期营业成本为 71.61 亿元，同比增长 5.67%。2012 年公司期间费用合计 15.81 亿元，较上年增长 4.91%，费用有所上升。得益于公司改革，公司管理费用有所降低，但

财务费用增长 22.22%，期间费用的增长高于营业收入和营业成本的变化，公司整体费用控制水平一般。

图 7 公司盈利情况



资料来源：公司年报

2012 年，公司主营业务亏损严重，营业利润为-6.03 亿元，营业外收入对缩减当年亏损额贡献度大，营业外收入主要是非流动资产处置利得和政府补助。2012 年，公司实现利润总额和净利润分别为-3.79 亿元和-3.45 亿元，同比分别下降 358.71%和 354.46%。从盈利指标看，2012 年公司总资产收益率和净资产收益率均大幅下降，分别为 2.10%和-5.06%，营业利润率同样下降，为 12.56%，公司整体盈利能力显著弱化。

2013 年 1~3 月，公司实现营业收入 17.60 亿元，利润总额-1.40 亿元；一季度营业利润率进一步下滑至 10.15%，经营基本面未出现根本起色。

总体看，跟踪期内，受制于行业景气度和自身经营困难，公司盈利能力弱化。

2. 资本及债务结构

截至 2012 年底，公司资产总额为 212.03 亿元，较 2011 年下降 3.38%，其中，流动资产占 41.30%，非流动资产占 58.70%，公司资产以非流动资产为主。

截至 2012 年底，公司流动资产合计 87.56 亿元，主要由存货（占 55.97%）、应收账款（占

11.77%)、应收票据(占10.59%)、货币资金(占9.79%)构成。截至2012年底,公司存货余额49.01亿元,其中消耗性生物资产(林木资产)占53.41%,原材料占23.65%,共同构成存货主要部分;应收账款10.31亿元,按组合计提坏账准备的应收账款中,账龄在1年以内的占93.38%,账龄较短;应收票据9.27亿元,全部为银行承兑汇票;货币资金8.57亿元,主要为银行存款,其中受限货币资金1.53亿元。

截至2012年底,公司非流动资产124.47亿元,主要以固定资产(86.13%)和无形资产(占9.17%)为主。截至2012年底,公司固定资产净额107.20亿元,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11.42亿元,主要为土地使用权。

截至2013年3月底,公司合并资产总额218.14亿元;其中,流动资产占44.45%,非流动资产占55.55%;资产结构较2012年底变化不大。

总体看,公司资产结构较为稳定,资产整体质量较好。

截至2012年底,公司负债合计143.86亿元,其中流动负债占66.83%,非流动负债占33.17%,负债结构以流动负债为主。

截至2012年底,公司全部债务总额114.69亿元,其中短期债务70.11亿元,长期债务55.42亿元。短期债务占比上升,公司存在一定的短期支付压力。

截至2013年3月底,公司负债合计150.45亿元,较2012年底增长4.58%;其中流动负债占67.22%,非流动负债占32.78%;公司全部债务总额117.95亿元,其中短期债务70.74亿元,长期债务47.21亿元,负债和有息债务规模较2012年底继续增加。

截至2012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67.85%、62.72%和39.54%,除了长期债务资本化比率外,均较上年有显著上升;截至2013年3月底,上述指标分别为68.97%、63.54%和

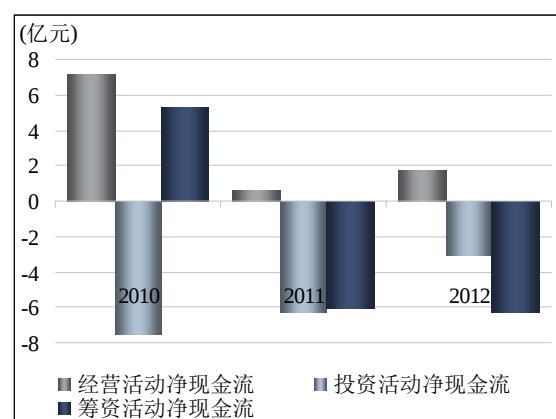
41.08%,债务指标持续上升,债务负担整体偏重。

截至2012年底,公司所有者权益(含少数股东权益)合计68.17亿元,其中归属于母公司的权益34.78亿元,少数股东权益33.39亿元;归属于母公司的所有者权益以实收资本为主。截至2013年3月底,公司所有者权益(含少数股东权益)合计67.69亿元,少数股东权益33.04亿元,所有者权益以实收资本为主,稳定性尚可。

3. 现金流及保障

2012年,公司销售商品、提供劳务收到现金为47.66亿元,较上年大幅下降38.13%,受下游市场需求不足,浆纸品价格下跌等因素影响,2012年公司现金收入比下降幅度大,为57.82%,收入的现金实现水平差。同期,公司购买商品、接受劳务支付的现金同比也出现大幅下降,2012年为33.82亿元,主要是2012年公司根据生产销售情况减少原材料等的采购。2012年,公司经营活动产生的现金流入和现金流量净额分别为52.28亿元和1.72亿元,由于经营性现金支出少,经营现金净流量显著增加,增幅达209.11%。

图8 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2012年资本支出规模较小,投资活动产生的现金流量净额为-3.10亿元,较上年-6.22亿元进一

步回落。

从筹资活动看，2012年，公司大规模的债务活动导致大额偿债资金流出。2012年，公司筹资活动产生的现金流量净额-6.22亿元，表现为净流出。

2013年1~3月，公司经营活动净现金流为6.47亿元；公司投资规模减小，投资活动净现金流为-0.76亿元；筹资活动净现金流为-4.97亿元。

总体看，公司收入实现质量差，投资活动规模减小，基于既有债务规模，公司对外筹资压力较大。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，2012年，由于流动资产的减少和存货规模的增加，公司流动比率和速动比率指标均有所提高，2012年底分别为91.08%和40.10%；2013年3月底略有恢复，分别为95.88%和44.44%。由于经营活动净现金流的增加，2012年，公司经营现金流动负债比升至1.78%。总体看，公司短期偿债指标互有增减，鉴于公司较大的短期有息债务规模，短期偿债能力偏弱。

从长期偿债指标看，2010~2012年，公司EBITDA分别为12.77亿元、14.39亿元和9.94亿元，呈波动下降态势；2012年底，公司EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA分别为1.36倍和11.54倍，公司对全部债务保护程度进一步弱化。

5. 对外担保与授信

截至2013年3月底，公司无对外担保。

截至2013年3月底，公司本部从多家银行获得综合授信总额为24.46亿元，其中未使用额度为10.39亿元，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。

6. 抗风险能力

作为央企中国诚通旗下纸业板块的核心企业，公司集制浆造纸、林业开发、板材生产、轻机制造、港口贸易、房地产开发、小化工等于一体，在“林浆纸一体化”战略的带动下，拥有相对充沛的资源储备和成熟的销售网络建设，产销规模大。跟踪期内，公司出现了经营亏损，盈利能力弱化，但基于公司多年的行业经验以及来自股东方面的有力支持，公司整体抗风险能力较强。

九、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，募集资金已按计划使用完毕。

3. 本期债券保障能力情况

2012年，公司EBITDA为9.94亿元，为“07湘泰格债”的1.24倍；公司2012年经营活动现金流入量为52.28亿元，为“07湘泰格债”的8.54倍；公司2012年底及2013年3月底现金类资产分别为17.85亿元和17.27亿元，分别为“07湘泰格债”的2.23倍和2.16倍，公司经营活动现金流入量及现金类资产对“07湘泰

格债”的保障能力良好。

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。根据湖南新大地不动产评估咨询有限公司(以下简称“湖南新大地”)2013 年 6 月 9 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 2013 年 6 月 9 日市场价值合计 15.81 亿元，较 2012 年 6 月 20

日评估价值增长 0.38%。

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。根据株洲新大地房地产评估有限责任公司 2013 年 6 月 9 日出具的房地产估价报告汇总表，公司上述房产 2013 年 6 月 9 日市场价值 1.0497 亿元，较 2012 年 6 月 20 日评估价值 1.0485 亿元上升了 0.12%。

表 3 公司土地评估报告汇总表(估价基准日 2013-5-31)

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	12200.35	湖南新大地【2013】(估)字第岳阳 001 号
	222889	--	湘国用(2011)第173号		9183.03	
	192357	--	湘国用(2011)第169号		7925.11	
澧县七里湖	6666666.7	--	澧国用(2004)字第1296号	农用	56000	湖南新大地【2013】(估)字第常德 005 号
	6666666.7	--	澧国用(2004)字第1297号		56000	
长沙县星沙镇凉塘路	21413	--	长国用(2006)第2636号	综合	4393.95	湖南新大地【2013】(估)字第长沙 006 号
沅江市庆云山	466020	--	湘国用 2001 第 116 号	工业	12442.68	湖南新大地【2013】(估)字第益阳 011 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	10497.32	株洲新大地(2013)房评字第 B161 号
	--	14696.00		综合楼		
合计	15496370.4	21965.51			168642.44	

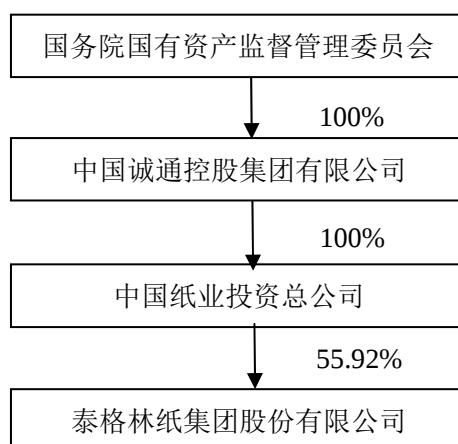
资料来源：公司提供

公司本期债券抵押的房产及土地使用权 2013 年 5 月 31 日评估价值合计 16.86 亿元，为本期债券发行额的 2.11 倍。公司抵押资产价值对本期债券的覆盖程度良好。

十、结论

综合考虑，联合资信维持公司的主体长期信用等级为 AA，评级展望由稳定调整为负面，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	2012 年	*变动率(%)	2013 年 3 月
流动资产：					
货币资金	310447.30	172364.51	85719.10	-50.27	88314.04
交易性金融资产	14.58	11.63	11.63	0.00	0.00
应收票据	77557.21	131036.34	92748.80	-29.22	84370.55
应收账款	72365.51	101644.07	103083.00	1.42	151247.45
预付款项	55499.24	59508.71	34542.79	-41.95	40870.42
其他应收款	35280.14	51610.41	53884.65	4.41	70686.68
存货	363594.41	431262.07	490105.53	13.64	520229.49
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	1412.96	8458.05	15554.33	83.90	13922.19
流动资产合计	916171.35	955895.78	875649.84	-8.39	969640.83
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资	260.00	260.00	800.00	207.69	
长期应收款					
长期股权投资	10573.67	17103.22	15393.95	-9.99	13226.92
投资性房地产			6078.45		
固定资产	1090770.84	1055629.06	1072011.27	1.55	1056212.15
在建工程	20448.74	43230.98	26050.05	-39.74	22079.31
工程物资	837.46	453.23	563.45	24.32	543.77
固定资产清理	0.43	2.78	129.47	4565.38	603.50
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	130132.85	117427.54	114156.28	-2.79	114703.56
开发支出					
商誉					
长期待摊费用			23.57	-0.47	21.51
递延所得税资产	46.48	23.68	8736.11	97.23	4362.76
其他非流动资产	4383.80	4429.35	720.00		
非流动资产合计	1257454.27	1238559.83	1244662.60	0.49	1211753.48
资 产 总 计	2173625.62	2194455.61	2120312.44	-3.38	2181394.30

注：*变动率计算 2011~2012 年两年增长率；2013 年一季度财务数据未经审计；下同。

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	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动负债：					
短期借款	391607.29	400149.45	448876.71	12.18	507622.92
交易性金融负债					
应付票据	179899.52	118760.78	104488.21	-12.02	128598.78
应付账款	139296.08	135652.71	98401.58	-27.46	136391.47
预收款项	8439.75	11916.70	14088.01	18.22	11898.35
应付职工薪酬	11405.56	10230.35	6669.84	-34.80	8266.33
应交税费	-2368.71	-5676.99	-7581.39	33.55	-5785.75
应付利息	1423.77	2061.17	4486.10	117.65	2009.45
其他应付款	86338.62	43970.11	33753.25	-23.24	90538.94
一年内到期的非流动负债	64647.87	104471.00	147720.00	41.40	71220.00
其他流动负债	110736.00	65736.00	110506.00	68.11	60506.00
流动负债合计	991425.76	887271.28	961408.32	8.36	1011266.49
非流动负债：					
长期借款	556693.14	405580.62	363395.75	-10.40	388956.73
应付债券	82374.15	82374.15	82378.15	0.00	83096.15
长期应付款	69145.17	65800.00	5540.00	-91.58	5540.00
专项应付款	6917.87	6317.87	6317.87	0.00	4173.10
预计负债		9084.49	1762.55	-80.60	1361.90
递延所得税负债					
其他非流动负债	13321.52	17463.71	17798.46	1.92	10064.91
非流动负债合计	728451.85	586620.83	477192.78	-18.65	493192.78
负 债 合 计	1719877.61	1473892.12	1438601.10	-2.39	1504459.27
所有者权益（或股东权益）：					
实收资本（股本）	180000.00	408394.00	408394.00	0.00	408394.00
资本公积	-51787.09	-12052.86	-17266.31		-14258.98
专项储备					0.00
盈余公积			361.78		0.00
未分配利润	-27823.84	-25822.84	-43718.36		-47557.91
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	347771.12	-6.14	346577.11
少数股东权益	353358.93	350045.20	333940.22	-4.60	330357.93
所有者权益合计	453748.01	720563.50	681711.34	-5.39	676935.04
负债和所有者权益总计	2173625.62	2194455.61	2120312.44	-3.38	2181394.30

附表 3 利润及利润分配表

（单位：人民币万元）

项 目	*2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~3 月
一、营业收入	839201.86	824114.02	824371.21	0.03	175999.23
二、营业成本	686214.15	677666.83	716068.48	5.67	157056.22
营业税金及附加	4534.24	6035.31	4795.95	-20.54	1074.32
销售费用	24317.93	27471.11	31167.58	13.46	7040.12
管理费用	64369.66	66395.24	57446.00	-13.48	13151.10
财务费用	61150.41	56876.47	69512.34	22.22	15097.34
资产减值损失	1233.01	-3560.28	4471.12	-225.58	-2021.97
加：公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	-0.60	-2.95	0.00	-100.00	0.00
投资收益（损失以“-”号填列）	684.86	-2142.46	-1199.94	-43.99	18.53
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	-1933.28	-8916.08	-60290.20		-15379.37
加：营业外收入	10745.70	24861.47	22959.08	-7.65	1556.61
减：营业外支出	1934.27	1286.07	594.12	-53.80	161.19
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	6878.16	14659.32	-37925.24	-358.71	-13983.95
减：所得税费用	5025.03	1111.16	-3451.01	-410.58	96.75
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	1853.13	13548.16	-34474.23	-354.46	-14080.70
归属于母公司所有者的净利润	-10169.25	2001.00	-17533.73		-7960.03
少数股东损益	12022.38	11547.17	16940.50	46.71	-6120.67

*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	2012 年	变动率(%)	13 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	476620.07	-38.13	113987.90
收到的税费返还	2012.59	1552.21	422.08	-72.81	84.69
收到其他与经营活动有关的现金	23876.26	29867.36	45708.71	53.04	77300.37
经营活动现金流入小计	860689.47	801753.15	522750.86	-34.80	191372.97
购买商品、接收劳务支付的现金	671515.43	619544.04	338221.13	-45.41	89302.10
支付给职工以及为职工支付的现金	49464.08	55569.05	51133.83	-7.98	9879.54
支付的各项税费	35743.04	60280.13	42182.99	-30.02	10145.02
支付其他与经营活动有关的现金	32504.96	60806.66	74047.10	21.77	17342.49
经营活动现金流出小计	789227.50	796199.88	505585.04	-36.50	126669.14
经营活动产生的现金流量净额	71461.97	5553.26	17165.82	209.11	64703.82
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金			286.14		811.63
取得投资收益收到的现金	509.83	44.33	108.99	145.86	18.53
处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现	410.47	10526.45	7257.83	-31.05	35.00
处置子公司及其他营业单位收到的现金净					
收到其他与投资活动有关的现金	2128.65	699.00	4426.88	533.32	0.00
投资活动现金流入小计	3048.95	11269.78	12079.84	7.19	865.16
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付	74932.99	73454.42	38397.87	-47.73	7359.18
投资支付的现金	1204.00		921.16		0.00
支付其他与投资活动有关的现金	2507.92		3795.07		1114.10
投资活动现金流出小计	78644.91	73454.42	43114.09	-41.30	8473.28
投资活动产生的现金流量净额	-75595.96	-62184.64	-31034.25		-7608.12
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	708314.85	62.05	133109.36
发行债券收到的现金		65000.00	45000.00	-30.77	
收到其他与筹资活动有关的现金	44019.52	20905.49	161017.68	670.22	180.15
筹资活动现金流入小计	697971.50	722989.44	914332.53	26.47	133289.51
偿还债务所支付的现金	537323.98	643903.32	735389.06	14.21	169714.19
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	68200.67	72502.34	68996.36	-4.84	13295.56
支付其他与筹资活动有关的现金	39813.04	66923.67	172105.86	157.17	9.53
筹资活动现金流出小计	645337.69	783329.33	976491.28	24.66	183019.27
筹资活动产生的现金流量净额	52633.82	-60339.89	-62158.74		-49729.76
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	51.46	-216.03	659.39	-405.23	146.66
五、现金及现金等价物净增加额	48551.30	-117187.30	-75367.78		7512.59
加: 期初现金及现金等价物余额	104412.88	262964.18	145776.88	-44.56	80801.44
六、期末现金及现金等价物余额	152964.18	145776.88	70409.10	-51.70	88314.04

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	2012 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	-34474.23	-354.46
加: 资产减值准备	1233.01	-3560.28	4471.12	-225.58
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	61888.72	-10.49
无形资产摊销	3389.23	3425.55	2568.33	-25.02
长期待摊费用摊销	256.32	25.05	7.51	-70.03
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	-10579.15	
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		
财务费用(收益以“一”号填列)	56676.51	56608.68	57909.01	2.30
投资损失(收益以“一”号填列)	-684.86	2142.46	1199.94	-43.99
递延所得税资产减少(增加以“一”号填列)	2864.83	-124.94	-4306.76	3346.94
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	-58843.46	
经营性应收项目的减少(增加以“一”号填列)	-23088.31	-107071.71	59540.28	-155.61
经营性应付项目的增加(减少以“一”号填列)	42869.33	15362.95	-62215.48	-504.97
其他				
经营活动产生的现金流量净额	71461.97	5553.26	17165.82	209.11
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	70409.10	-51.70
减: 现金的期初余额	104412.88	262964.18	145776.88	-44.56
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	-75367.78	-35.69

附件 5 主要计算指标

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 1~3 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	5.60	4.31	3.85	--
存货周转次数(次)	2.31	1.71	3.32	--
总资产周转次数(次)	0.39	0.38	0.75	--
现金收入比(%)	99.48	93.47	57.82	64.77
盈利能力				
营业利润率(%)	17.69	17.04	12.56	10.15
总资本收益率(%)	3.39	3.83	2.10	--
净资产收益率(%)	0.41	1.88	-5.06	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	58.48	40.38	39.54	41.08
全部债务资本化比率(%)	73.76	60.67	62.72	63.54
资产负债率(%)	79.12	67.16	67.85	68.97
偿债能力				
流动比率(%)	92.41	107.73	91.08	95.88
速动比率(%)	55.74	59.13	40.10	44.44
经营现金流动负债比(%)	7.21	0.63	1.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.25	2.54	1.36	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.99	7.73	11.54	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.0032	-0.0510	-0.0121	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-0.07	-1.00	-0.19	--

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。