

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014]1441 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有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望维持负面，并维持“07湘泰格债”的信用等级为AA⁺。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年七月二十九日



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: 负面

上次评级结果: AA 评级展望: 负面

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	2007/06/14-2017/06/14	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2014 年 7 月 29 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
现金类资产(亿元)	30.34	17.85	20.09	13.54
资产总额(亿元)	219.45	212.03	220.34	221.95
所有者权益合计(亿元)	72.06	68.17	67.04	66.83
长期债务(亿元)	48.80	44.58	38.57	38.09
全部债务(亿元)	111.13	114.69	123.97	119.27
营业收入(亿元)	82.41	82.44	82.53	17.58
利润总额(亿元)	1.47	-3.79	-1.03	-1.12
EBITDA(亿元)	16.01	9.65	12.66	--
经营性净现金流(亿元)	0.56	1.72	3.70	5.72
营业利润率(%)	17.04	12.56	12.96	12.84
净资产收益率(%)	1.88	-5.06	-1.88	--
资产负债率(%)	67.16	67.85	69.57	69.89
全部债务资本化比率(%)	60.67	62.72	64.90	64.09
流动比率(%)	107.73	91.08	87.73	88.14
全部债务/EBITDA(倍)	6.94	11.88	9.79	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.89	1.18	1.56	--
经营现金流动负债比(%)	0.63	1.79	3.30	--

注: 1. 2014 年一季度报表未经审计。

2. 现金类资产已扣除受限资金。

分析师

王 慧 赵 阳

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, 泰格林纸集团股份有限公司(以下简称“公司”)作为国内大型国有控股造纸企业, 在生产规模、装备技术、产品多元化以及掌握上游资源等方面保持了综合优势, 资产规模稳步增长。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到, 近年来造纸行业产能过剩, 市场竞争激烈, 溶解浆市场景气度低导致公司发生经营亏损, 较高的债务负担等因素也对公司信用基本面造成了不利影响。

造纸行业亟待消化过剩产能, 短期内景气提升空间有限, 下游纺织行业低迷, 以及受子公司岳阳林纸股份有限公司(以下简称“岳阳林纸”)旗下湖南骏泰浆纸有限责任公司(以下简称“骏泰浆纸”)拖累, 经营依然亏损, 主业盈利能力恢复仍需时间, 而较高的债务负担和短期支付压力均对公司构成了一定挑战, 联合资信对公司的评级展望为负面。

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, 有助于提高“07 湘泰格债”本息偿付的安全性。

综合考虑, 联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA, 评级展望维持负面, 并维持“07 湘泰格债”AA⁺的信用等级。

优势

1. 公司具备较大的产能规模, 产品品种多元化, 有助于应对单一产品市场波动风险。
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. 造纸行业产能过剩, 行业景气度低, 对公司经营产生不利影响。
2. 跟踪期内, 公司经营依然亏损, 利润总额

对营业外收入依赖性较大，主业盈利能力不足。

3. 跟踪期内，公司债务负担仍然偏重，债务结构有待改善。

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）与泰格林纸集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与泰格林纸集团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，未因泰格林纸集团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泰格林纸集团有限公司提供，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泰格林纸集团有限公司主体长期信用及“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 2014 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）。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 220.34 亿元，所有者权益（含少数股东权益 33.51 亿元）为 67.04 亿元；2013 年公司实现营业收入 82.53 亿元，利润总额-1.03 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司（合并）资产总额 221.95 亿元，所有者权益（含少数股东权益 33.87 亿元）合计 66.83 亿元；2014 年 1~3 月公司实现营业收入 17.58 亿元，利润总额-1.12 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：童来明。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，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）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，

中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基准利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，

增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财金[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央

关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013 年以来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以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

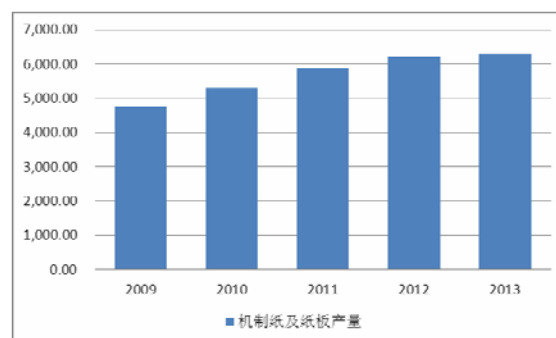
1. 行业现状

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，2013 年全国纸及纸板生产企业约 3400 家，全国纸及纸板生产量 10110 万吨，较上年增长 -1.37%。消费量 9782 万吨，较上年增长 -2.65%，人均年消费量 72 千克（13.61 亿人）。2004-2013 年，机制纸板生产量年均增长 8.26%，消费量年均增长 6.74%。从生产布局与集中度来看，

2013 年中国东部地区 12 个省（区、市），纸及纸板产量占全国纸及纸板产量比例为 76.9%，比上年提高 1.5 个百分点；中部地区 9 个省（区）比例占 16.9%，比上年降低 1.5 个百分点；西部地区 10 个省（区、市）比例占 6.2%，与上年持平。

据国家统计局统计，2013 年规模以上造纸生产企业 2934 家；主营业务收入 7575 亿元，同比增长 5.91%；工业增加值增速 5.40%；产成品库存 298 亿元，同比增长 -4.33%；利润总额 374 亿元，同比增长 6.95%；资产总计 9015 亿元，同比增长 8.02%；负债总额 5247 亿元，同比增长 4.83%；在统计的 2934 家造纸生产企业中，亏损企业有 401 家，占 13.67%。

图 1 2009~2013 年中国机制纸及纸板累计产量
（单位：万吨）

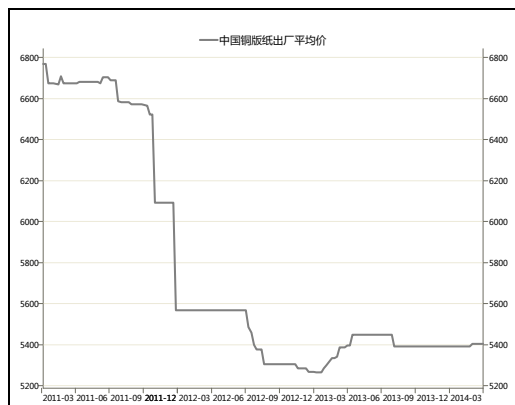


资料来源：wind 资讯

目前，中国国内造纸行业不景气，纸制品价格整体呈现下滑趋势。铜版纸方面，2013 年以来铜版纸总体呈现底部平稳运行走势。双胶纸方面，2013 年以来双胶纸价格始终在历史低位窄幅波动，需求乏力使得上涨缺乏动力，成本因素又限制了价格继续下行的空间。截至到 2014 年 1 月，双胶纸行情基本稳定，市场成交气氛冷清。总体看，虽上游木浆价格有所回落导致成本面松动，但多地双胶纸新生产线达产导致新增产能释放，需求面未见明显提升，未来前景尚不明朗。白卡包装纸方面，2013 年上半年白卡纸价格有所回升，但是下半年又出现了小幅回落。2014 年 1-2 月，国内各地白卡纸市场整体表现欠佳，成交气氛不浓。总体

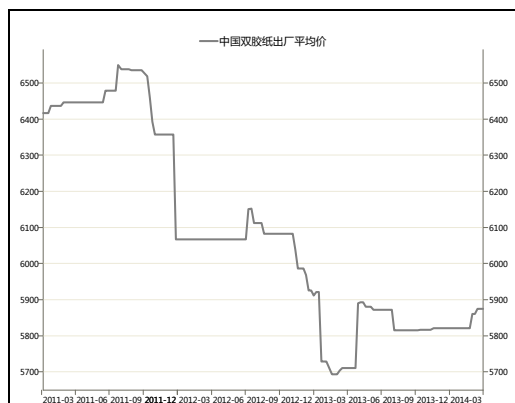
看，白卡包装纸价格仍处在底部徘徊区间，上游进口废纸趋稳，加上淘汰了一部分落后产能，市场饱和度将得到进一步缓解。

图2 2011年~2014年3月铜版纸价格
(单位：元/吨)



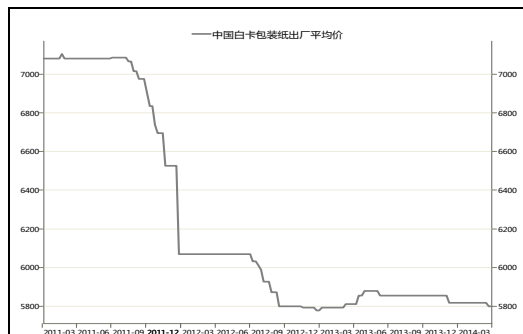
资料来源：wind 资讯

图3 2011年~2014年3月双胶纸价格
(单位：元/吨)



资料来源：wind 资讯

图4 2011年~2014年3月白卡包装纸价格
(单位：元/吨)

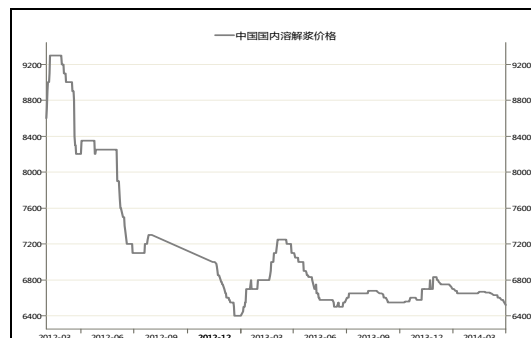


资料来源：wind 资讯

溶解浆

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 11 月 7 日，商务部决定对原产于美国、加拿大和巴西的进口浆粕进行反倾销立案调查，有利于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。2013 年以来，国内溶解浆价格先升后降，一季度整体呈现增长趋势，二季度明显下降，三季度基本处于底部震荡状态。总体看，溶解浆价格在短期内有较大提升的可能性很小，市场走势仍不明朗。

图5 2012年~2014年3月溶解浆价格
(单位：元/吨)



资料来源：wind 资讯

2. 行业关注

原材料

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。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，2013年全国纸浆累计进口数量1685万吨，同比增长2.4%；进口金额1137.35万千美元，同比增长3.7%。

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。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。

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。2013年全国废纸累计进口数量2924万吨，同比下降2.8%，价值59亿美元，同比下降5.5%，进口均价201.78美元/吨；进口纸浆1685万吨，同比增长2.4%，价值113.7亿美元，同比增长3.7%，进口均价674.78美元/吨。

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，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

根据《国务院关于加强淘汰落后产能工作的通知》(国发〔2010〕7号)，2013年8月，工信部依据《工业和信息化部关于下达2013年19个工业行业淘汰落后产能目标任务的通知》公布了今年第二批工业行业淘汰落后产能企业名单。名单涉及全国各地67家企业，淘汰项目全部属于低端造纸行业，并要求有关省区市要采取有效措施做好对淘汰落后产能企业的现场检查验收和发布任务完成公告工作。

工信部在2013年7月公布的第一批名单包含了钢铁、水泥、造纸等行业，第二批名单仅包括造纸行业，且大都为低端低效的小型造纸厂，由此可见，国家对造纸行业落后产能淘汰十分重视。

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

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。2013 年，长沙位列“中国城市综合经济竞争力”第 23 位。2013 年，长沙实现工业增加值 3352.34 亿元，比上年增长 13.2%，其中，重工业实现增加值 1511.65 亿元，比上年增长 15.4%；完成固定资产投资 4593.39 亿元，比上年增长 20.1%；完成房地产开发投资 1153.61 亿元，比上年增长 11.8%。

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、小化工等为一体，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 2014 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 12.50%。

跟踪期内，由于不利的外部经济环境，造纸行业景气度低，下游纸张需求乏力，而新增的产能充分释放，纸制品价格大幅下跌，国内

溶解浆价格持续走低。面对国内造纸行业持续低迷的严峻形势，公司通过加强内部改革、调整产品结构、加大新产品开发力度等措施，经营亏损有所收窄。公司 2013 年实现营业收入 82.53 亿元，同比略增 0.12%；2013 年利润总额为-1.03 亿元，同比减亏 2.76 亿元；公司 2013 年的营业利润率为 12.96%，同比略增 0.40 个百分点。2013 年，公司共生产纸及商品浆 150.21 万吨，较 2012 年降低 1.79%；销售纸及商品

浆 152.52 万吨，较 2012 年增长 1.54%，产销率 101.54%。

2014 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 36.90 万吨和销售 33.21 万吨，分别为 2013 全年的 24.57%和 21.77%，且同比分别增加 6.65%和减少 3.01%，产销率为 99%。

表 2 公司主要子公司经营情况（单位：万吨，亿元）

子公司（简称）	2012 年			2013 年			2014 年 1-3 月		
	产量	销量	收入	产量	销量	收入	产量	销量	收入
岳阳林纸	131.18	128.53	63.52	128.96	131.25	64.67	31.53	28.00	13.44
沅江纸业	15.67	15.71	7.10	12.59	15.47	6.67	3.87	3.91	1.67
洪纸公司	4.80	4.67	2.07	4.65	4.65	1.91	1.19	1.04	0.43
安泰公司	1.30	1.28	1.05	1.31	1.16	1.00	0.31	0.25	0.22
合计	152.95	150.20	73.74	150.21	152.52	74.26	36.90	33.21	15.76

资料来源：公司提供

注：上表仅列示公司浆纸部分主要子公司产销及收入情况。

2. 原料经营与采购

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，2013 年共完成造林 4.54 万亩，苗木成活率达到 90%以上，提升了林业资源存量。2013 年，公司完成 3.68 万亩林地收购，公司 2013 年共办理林权证 1.73 万亩，其中，因广西桉树林林业局进行备案登记，共办理登记证明 4.63 万亩。2013 年和 2014 年一季度累积采购废纸分别为 21.77 万吨和 5.19 万吨。

从采购数量来看，随着行业景气度的持续下降等原因，公司 2013 年的原材料采购量较 2011~2012 年有所减少。从采购价格来看，近

三年除了木材价格逐年上升外，其他原材料的采购价格均出现了不同程度的下降。其中，木材 2013 年均价 671 元/立方米，较 2012 年上涨 6.00%；煤炭 2013 年均价 675 元/吨，较 2012 年下降 14.77%；废纸价格持续走低，在 2013 年回落至 1733 元/吨，较 2012 年下降 17.20%；芦苇 2013 年采购价格 664 元/吨，较 2012 年下降 3.77%。2014 年 1-3 月，主要原材料价格稳中有降，在一定程度上减轻了经营的成本压力。

表 3 公司主要原材料采购价格

主要原材料	2012 年		2013 年		2014 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(米 ³)	1990571	633	2128595	671	506784	663
煤炭(吨)	1088585	792	1039271	675	314244	715
废纸(吨)	383053	2093	217723	1733	51949	1688

芦苇(吨)	376339	690	286102	664	144919	661
-------	--------	-----	--------	-----	--------	-----

资料来源：公司提供

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。

3. 生产经营

公司 2013 年机制纸总产量为 100.42 万吨，浆板产量 28.93 万吨。公司制浆业务主要集中于子公司岳阳林纸下属子公司骏泰浆纸，2013 年该公司通过完成低浓臭气系统改造、热电智能备自投改造、本色浆生产流程优化、制浆工艺优化等一系列技改技措活动，产品结构实现多元化，市场适应能力得到加强，产量同比增长 9.25%，产品质量大幅提高，尤其是阔叶木溶解浆，合格率提高近 40%，成本屡创新低，仅 2013 年累计上网电量 17823 万度，同比增长 38.08%。但由于市场低迷，公司综合效益仍有待进一步提高，同时，由于生产品种多等因素，产品质量的稳定性仍有待进一步提高。

由于宏观经济形势日趋复杂，受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。2013~2014 年 3 月，主要纸制品进入盘整阶段，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。2013 年，溶解浆价格在 6500 元/吨至 7000 元/吨区间波动，毛利水平维持低位。同时，由于骏泰浆纸资产负债率过高，财务费用负担巨大，2013 年净利润为 -12186.02 万元（上年同期为 -21961.36 万元），受累于骏泰浆纸 2013 年的持续亏损，公司利润水平仍未明显好转。

总体看，受行业景气度低和公司业务格局影响，公司盈利能力仍然较低，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在一定程度上减少了亏损，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。

4. 产品销售

公司在全国设立了 21 个销售网点，针对市场需求销售所有产品。在 9#、10#纸机投产后，公司纸品产量大幅增长，为配合相关产品的销售工作，公司在原有直销模式的基础上，增加了经销模式。公司目前的下游客户主要为出版社、各地区印刷物资采购集团和期刊杂志社，前五名大客户占公司销售额的 15%~20%。在全国 1000 多种的主流期刊杂志中，有超过 500 种正在使用公司产品。公司目前的客户主要集中在经济相对发达的华中、华南、华东、和华北地区，2013 年销售额占比分别为 27.56%、17.44%、23.39%和 19.07%。从产品价格来看，2013 年开始，主要纸制品的价格达到近年来行业低点，工业纸、复印纸等品种进一步下跌后从底部开始缓慢复苏。

表 4 公司主要产品价格情况（单位：元/吨）

主要产品	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月
轻涂纸	4881.13	4676.00	4670.18
轻型纸	4842.99	4599.56	4715.82
颜料整饰纸	4625.51	4430.05	4453.62
热敏原纸	5275.21	5183.22	--
淋膜原纸	4586.99	4295.05	4266.23
包装纸	5084.11	4583.36	4430.00
工业纸	4931.06	5279.02	5385.51
复印纸	4787.87	4855.32	5082.82
浆板	5411.86	5190.35	5197.06

资料来源：公司提供

注：2012 年浆板价格为文化浆板和溶解浆板的平均价格。2013 年，公司停止文化浆板的生产，仅生产溶解浆，因此浆板价格为溶解浆价格。

5. 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。2014 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 2012~2013 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审计意见。2014 年 1 季度财务报表未经审计。

截至 2013 年底，公司纳入合并范围的子公司 13 家，较去年减少 1 家（岳阳双泰水泥有限公司），合并范围的变化对公司经营影响不大。

截至 2013 年底，公司资产（合并）总计 220.34 亿元，所有者权益合计 67.04 亿元（其中包含少数股东权益 33.51 亿元）。2013 年公司实现营业收入 82.53 亿元，利润总额-1.03 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司资产（合并）总计 221.95 亿元，所有者权益合计 66.83 亿元（其中包含少数股东权益 33.87 亿元）。2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 17.58 亿元，利润总额-1.12 亿元。

1. 盈利能力

公司 2013 年实现营业收入 82.53 亿元（同比增长 0.12%），其中造纸业占比超过 80.00%，对主营业务收入的支撑作用较为明显。同期，营业成本为 71.35 亿元，同比下降 0.36%，虽然煤炭、木材等原材料价格下降，然而受累于公司子公司骏泰浆纸的浆板成本依然较高，导致

公司营业成本未出现较大降幅。因此，公司营业利润率在 2013 年未出现明显回升，为 12.96%。2013 年公司期间费用合计 15.17 亿元（同比下降 4.07%），占营业总收入比重为 18.38%，其中，随着公司对绩效考核体系的完善，管理费用逐年下降；由于公司有息债务规模较大，财务费用较高，2013 年占营业收入比重为 8.06%。总体看，公司期间费用负担较重，对公司利润的侵蚀性较大。

公司多年来持续得到了湖南省各级政府的补助（包括资源综合利用专项基金、成品油价格财政补贴、技术改造扶持资金、新型工业引导资金等），政府补助构成了公司营业外收入的主要部分（占比 67.57%）。2013 年营业外收入为 3.67 亿元。

2013 年公司实现利润总额为-1.03 亿元，对营业外收入依赖性较强。2013 年公司通过调整产品结构，经营亏损有所收窄，盈利水平有所回升。从盈利指标来看，2013 年公司总资产收益率和净资产收益率同比均有所上升，分别为 3.58%和-1.88%。

2014 年 1~3 月，由于行业持续不景气，原材料价格小幅上涨，公司利润空间进一步压缩，一季度共实现营业收入 17.58 亿元、营业成本 15.25 亿元，利润总额为-1.12 亿元，主业盈利能力仍然较弱。

总体看，跟踪期内，受制于行业景气度和自身经营困难，公司盈利能力仍然偏弱。

2. 现金流及保障

经营活动方面，公司经营活动现金流入主要由销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金（主要是政府补助和企业间往来款）构成，2013 年为 65.86 亿元，同比增长 25.98%。2013 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 59.77 亿元，同比增长 25.39%，主要是本年票据贴现增加所致。收到其他与经营活动有关的现金持续增长，2013 年为 6.00 亿元。2013 年公司经营活动现金流

出 62.15 亿元，同比增长 22.93%，主要是物资采购现金付款比例上升，导致购买商品、提供劳务支付的现金增加所致。近两年公司经营活动现金流量净额持续上升，2013 年为 3.70 亿元。从现金收入质量来看，2013 年公司票据贴现大量增加，现金收入比为 72.41%，同比上升 14.59 个百分点。现金收入比指标对收入实现质量的解释力不强。

投资活动方面，随着公司近年重大投资项目的相继完工，公司投资活动现金流出规模缩小。2013 年公司投资活动净现金流为-3.08 亿元。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要来自银行借款、发行债券和收到其他与筹资活动有关的现金（主要是票据融资款和资金拆借款），2013 年为 109.26 亿元。近两年，公司大规模的债务活动导致大额偿债资金流出，2013 年，公司筹资活动产生的现金流量净额 0.21 亿元。

2014 年 1~3 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 13.55 亿元，现金收入比提升至 77.06%；同期经营活动现金流入和现金流量净额分别为 16.82 亿元和 5.72 亿元，经营活动现金流状况略有改善。公司投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为 0.56 亿元和-6.72 亿元，投资活动现金流出进一步减少。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流净额持续增长，随着在建工程的相继完工，公司投资活动现金流出相应减少。

3. 资本及债务结构

截至 2013 年底，公司流动资产合计 220.34 亿元，其中流动资产占比 44.64%，非流动资产占比 55.36%，公司资产以非流动资产为主。

流动资产

截至 2013 年底，公司流动资产为 98.36 亿元，以货币资金（占比 9.72%）、应收票据（占比 15.72%）、应收账款（占比 8.96%）和存货（占比 53.20%）为主。

截至 2013 年底，公司货币资金为 9.56 亿元（同比增长 11.51%），其中，银行存款占比 47.26%，其他货币资金（主要为保证金）占比 52.72%；应收票据为 15.46 亿元，同比增长 66.71%，主要是本年未收到的银行承兑汇票增多所致；预付款项为 4.75 亿元，同比增长 37.39%，主要是本年预付采购款尚未收到材料所致；由于公司将林木资源计入了存货，导致存货账面价值较高，在流动资产中占比较大。截至 2013 年底存货为 52.33 亿元。其中，林木资产占比 55.65%，计提跌价准备 1.71%；原材料占比 25.02%，计提跌价准备 0.13%；库存商品占比 15.10%，计提跌价准备 2.41%。

非流动资产

截至 2013 年底，公司非流动资产 121.98 亿元，主要由固定资产（占 83.34%）和无形资产（占 10.01%）构成。截至 2013 年底，公司固定资产净额 101.66 亿元，主要由机器设备和房屋、建筑物构成；公司无形资产账面价值为 12.21 亿元，主要为土地使用权；公司在建工程为 5.27 亿元，同比增长 102.19%，主要系杨木化机浆综合技改项目增加所致。

截至 2014 年 3 月底，公司合并资产总计 221.95 亿元，较 2013 年底略有上升，资产结构基本保持稳定。由于一季度为公司传统的销售淡季，账期相对较长，因此公司应收账款较 2013 年底大幅增长 59.73%，截至 2014 年 3 月底为 14.08 亿元；2014 年 3 月底，公司其他应收款 9.04 亿元，较 2013 年底增长 54.29%，主要是由于公司将中国纸业购买公司的浆板欠款 2.84 亿元调整至“其他应收款”科目，不再在“其他应付款”科目进行合并抵消。总体看，公司资产结构较为稳定，资产整体质量较好。

总体看，公司资产规模保持相对稳定，货币资金波动下降，存货规模持续提升，资产流动性一定程度上受到影响。整体看，公司资产质量一般。

所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益为 67.04

亿元，同比略有下降，主要是由于公司主营业务连续亏损，未分配利润下降所致。归属于母公司的所有者权益（33.53 亿元）中，实收资本占比 121.79%、资本公积占比-5.23%、盈余公积占比 0.11%、未分配利润占比-16.67%。所有者权益以实收资本为主，稳定性尚可。

截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益为 66.83 亿元，较 2013 年底略有下降，所有者权益构成与 2013 年底相比变化不大。

负债

截至 2013 年底，公司负债总计 153.30 亿元（同比增长 6.56%），其中流动负债占比 73.13%，非流动负债占比 26.87%。

截至 2013 年底，公司流动负债为 112.12 亿元，主要由短期借款（占 51.85%）、应付票据（占 11.62%）、应付账款（占 10.89%）和一年内到期的非流动负债（占 12.70%）构成。

截至 2013 年底，公司短期借款为 58.13 亿元（同比增长 29.51%），由质押借款、保证借款及信用借款构成；预收款项为 2.04 亿元，同比增长 44.80%，主要是预收货款尚未发货，未确认收入所致；其他应付款为 5.37 亿元，同比增长 59.06%，主要是本年增加对中国纸业投资有限公司往来所致；其他流动负债为 6.55 亿元，同比下降 40.72%，主要系 2012 年公司子公司岳阳林纸股份有限公司发行的两期短期融资券（5 亿元“12 岳纸 CP001”、6 亿元“12 岳纸 CP002”）分别于 2013 年 2 月和 7 月完成兑付，并且于 2013 年 6 月发行一年期 6.5 亿元的短期融资券（“13 岳纸 CP001”）。

截至 2013 年底，公司非流动负债合计 41.18 亿元，主要由长期借款（占 45.89%）、应付债券（占 40.48%）和长期应付款（占 8.57%）构成。

截至 2013 年底，公司长期借款 18.90 亿元，同比下降 47.99%，主要是长期借款中的保证借款大幅下降所致；应付债券为 16.67 亿元，同比增长 102.31%，是由于公司子公司岳阳林纸股份有限公司当年发行 5 年期 8.5 亿元公司债

券（“12 岳纸 01”）所致；长期应付款为 3.53 亿元，是 2012 年底的 6.41 倍，主要是中国纸业投资有限公司委托诚通财务公司给公司子公司岳阳林纸股份有限公司贷款 3 亿元所致。

截至 2014 年 3 月底，公司负债 155.12 亿元，较 2013 年底略有增长，主要原因是：（1）应付票据较 2013 年底增长 22.69%，主要是由于银行流动资金贷款受规模限制，大量融资转为银行承兑汇票融资；（2）应付账款较 2013 年底增长 40.48%，主要是年初是原材料芦苇收购季节，公司应付原材料款增多。负债结构较 2013 年底变化不大。

截至 2013 年底，公司全部债务为 123.97 亿元，同比略有增长。其中，短期债务占比 68.89%，长期债务占比 31.11%。短期债务占比上升，公司存在一定的短期支付压力。

近两年，随着公司有息债务规模的不断扩大，公司资产负债率和全部债务资本化比率逐年上升，截至 2013 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为 69.57%、64.90%；由于公司长期债务规模不断下降，长期债务资本化比率也呈下降趋势，截至 2013 年底为 36.52%。

至 2014 年 3 月底，公司全部债务 119.27 亿元，债务结构较 2013 年底相比变化不大。除资产负债率较 2013 年底略有增长外，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所下降，分别为 69.89%、64.09%及 36.30%。

总体看，跟踪期内，公司负债总额有所上升，结构仍以流动负债为主，有息债务规模持续上升，整体债务负担偏重。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，2013 年公司流动比率和速动比率分别为 87.73%和 41.05%。由于经营活动净现金流的增加，2013 年公司经营现金流动负债比升至 3.30%。截至 2014 年 3 月底，流动比率及速动比率分别为 88.14%及 40.94%。整体看，公司短期偿债能力弱。

从长期偿债能力指标看，2013 年公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 倍数分别为 1.56 倍和 9.79 倍。总体来说，长期偿债能力依然偏弱。

截至 2014 年 3 月底，公司本部从多家银行获得综合授信总额为 141.01 亿元，其中未使用额度为 47.66 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。

截至 2014 年 3 月底，公司无对外担保。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G1043060200146950J），截至 2014 年 6 月 27 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

公司地理位置优越，资源优势较为明显，公司整体产能规模较大，工艺设备较为先进，治理结构基本完善，整体管理水平较高。基于对公司股东背景、自身经营和财务风险的分析，公司整体抗风险能力较强。

九、存续期债券及其保障能力情况

1. 存续期债券概况

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，“07 湘泰格债”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。“07 湘泰格债”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，到期利息随本金一起支付。

2. 存续期债券投资项目进展情况

“07 湘泰格债”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. 存续期债券保障能力情况

2013 年，公司 EBITDA 为 12.66 亿元，为“07 湘泰格债”的 1.58 倍；公司 2013 年经营活动现金流入量为 65.86 亿元，为“07 湘泰格债”的 8.23 倍；公司 2013 年底和 2014 年 3 月底现金类资产扣除受限资金（4.93 亿元和 5.00 亿元）后，分别为 20.09 亿元和 13.54 亿元，分别为“07 湘泰格债”的 2.51 倍和 1.69 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。

“07 湘泰格债”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”）2014 年 6 月 16 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 2014 年 6 月 16 日市场价值合计 15.50 亿元，较 2013 年 6 月 9 日评估价值增长 5.01%。

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 2014 年 6 月 16 日出具的房地产估价报告汇总表，公司上述房产 2014 年 6 月 16 日市场价值 1.0381 亿元，较 2013 年 6 月 9 日评估价值 1.0497 亿元下降 1.11%。

表 5 公司土地评估报告汇总表（估价基准日 2014-5-31）

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	12348.41	湖南新大地【2014】(估) 字第岳阳 002 号
	222889	--	湘国用（2011）第173号		9294.47	
	192357	--	湘国用（2011）第169号		8021.29	
澧县七里湖	6666666.7	--	澧国用（2004）字第1296号	农用	56000	湖南新大地【2014】(估) 字第常德 002 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	4363.97	湖南新大地【2014】(估) 字第长沙 004 号
沅江市庆云山	466018	--	湘国用2001第116号	工业	12302.88	湖南新大地【2014】(估) 字第益阳 005 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	10380.90	株洲新大地（2014）房 评字第 B208 号
	--	14696.00		综合楼		
合计	15496370.4	21965.51			168711.92	

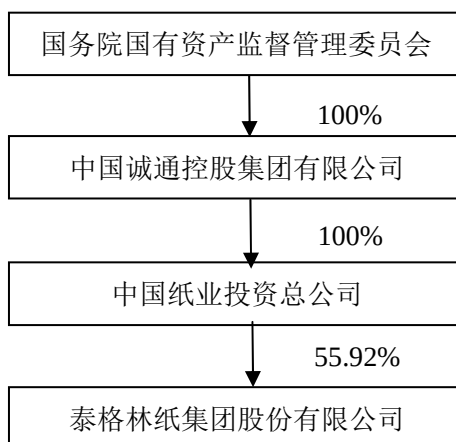
资料来源：公司提供

“07 湘泰格债”抵押的房产及土地使用权 2014 年 6 月 16 日评估价值合计 16.87 亿元，为“07 湘泰格债”发行额的 2.11 倍。公司抵押资产价值对“07 湘泰格债”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，评级展望维持负面，并维持“07 湘泰格债”AA⁺的信用等级。

附件 1 公司与实际控制人的产权及控制关系



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	30.34	17.85	20.09	13.54
资产总额(亿元)	219.45	212.03	220.34	221.95
所有者权益(亿元)	72.06	68.17	67.04	66.83
短期债务(亿元)	62.34	70.11	85.40	81.18
长期债务(亿元)	48.80	44.58	38.57	38.09
全部债务(亿元)	111.13	114.69	123.97	119.27
营业收入(亿元)	82.41	82.44	82.53	17.58
利润总额(亿元)	1.47	-3.79	-1.03	-1.12
EBITDA(亿元)	16.01	9.65	12.66	--
经营性净现金流(亿元)	0.56	1.72	3.70	5.72
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.73	3.52	3.76	--
存货周转次数(次)	1.36	1.25	1.41	--
总资产周转次数(次)	0.39	0.39	0.38	--
现金收入比(%)	93.47	57.82	72.41	77.06
营业利润率(%)	17.04	12.56	12.96	12.84
总资本收益率(%)	5.36	2.59	3.58	--
净资产收益率(%)	1.88	-5.06	-1.88	--
长期债务资本化比率(%)	40.38	39.54	36.52	36.30
全部债务资本化比率(%)	60.67	62.72	64.90	64.09
资产负债率(%)	67.16	67.85	69.57	69.89
流动比率(%)	107.73	91.08	87.73	88.14
速动比率(%)	59.13	40.10	41.05	40.94
经营现金流动负债比(%)	0.63	1.79	3.30	19.88
EBITDA 利息倍数(倍)	1.89	1.18	1.56	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.94	11.88	9.79	--

注：1. 2014 年一季度报表未经审计。

2. 现金类资产已扣除受限资金。

附件 3 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/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (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
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%

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

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 4 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。