

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1882 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，评级展望为负面，并维持“07湘泰格债”的信用等级为AA⁺。

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企业债跟踪评级报告

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 ¹	2007/06/14-2017/06/14	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2015 年 8 月 25 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
现金类资产(亿元)	16.32	14.38	8.97	8.53
资产总额(亿元)	212.03	220.34	215.31	222.03
所有者权益(亿元)	68.17	67.04	65.83	64.55
长期债务(亿元)	44.58	35.57	38.14	38.90
全部债务(亿元)	114.69	120.97	116.21	118.16
营业收入(亿元)	82.44	82.53	81.76	17.56
利润总额(亿元)	-3.79	-1.03	-0.61	-1.51
EBITDA(亿元)	9.94	12.69	13.44	--
经营性净现金流(亿元)	1.72	3.70	16.22	-2.20
营业利润率(%)	12.56	12.96	12.94	11.51
净资产收益率(%)	-5.06	-1.88	-1.69	--
资产负债率(%)	67.85	69.57	69.43	70.93
全部债务资本化比率(%)	64.83	66.06	64.99	65.79
流动比率(%)	91.08	87.73	84.36	89.45
全部债务/EBITDA(倍)	12.64	10.29	9.10	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.17	1.56	1.52	--
经营现金流流动负债比(%)	1.79	3.30	14.88	--

注: 1. 2015 年一季度报表未经审计; 2. 现金类资产已扣除受限部分; 3. 已将“长期应付款”里的有息债务调整至长期债务。

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

¹ 根据“07 湘泰格债”提前偿还条款, 公司已分别于 2014 年 6 月 14 日和 2015 年 6 月 14 日提前偿还本金 8000 万元和 1.2 亿元, 目前剩余待偿还本金 6 亿元。

评级观点

跟踪期内, 泰格林纸集团股份有限公司(以下简称“泰格林纸”或“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, 近年造纸行业产能过剩, 溶解浆市场景气度低, 公司经营依然亏损, 主业盈利能力较弱, 同时, 较高的债务负担和短期支付压力均对公司信用基本面造成了不利影响, 联合资信对公司的评级展望为负面。

公司以部分土地使用权作为抵押资产对“07 湘泰格债”待偿还本息进行了一定程度的覆盖, 有助于提高“07 湘泰格债”待偿还本息的安全性。

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. 公司是央企下属纸业板块的核心企业, 股东支持力度大。
2. 跟踪期内, 公司经营活动净现金流大幅增长。
3. 公司本期债券抵押的土地使用权对本期债券剩余本息的覆盖程度良好。

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. 公司经营持续亏损, 利润总额对营业外收入依赖性较大, 主业盈利能力偏弱。
3. 公司债务负担偏重, 债务结构有待改善。
4. 跟踪期内, 岳阳林纸股份有限公司处置湘江纸业工业用地, 收到 38710.60 万元土地补偿款。

5. 跟踪期内，岳阳林纸股份有限公司拟非公开发行人股票总额不超过 35.53 亿元；同时，拟将骏泰浆纸 100% 股权处置给泰格林纸或其关联方，后续进展需进一步关注。

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“泰格林纸”或“公司”)是由中国纸业投资有限公司(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，中国纸业投资有限公司以增资扩股的方式投资本公司，中国纸业投资有限公司持股比例为 55.92%。截至 2015 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有限公司，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 2014 年底，公司资产(合并)总计 215.31 亿元，所有者权益合计 65.83 亿元(其中包含少数股东权益 33.55 亿元)。2014 年公司实现营业收入 81.76 亿元，利润总额-0.61 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司资产(合并)总计 222.03 亿元，所有者权益合计 64.55 亿元(其中包含少数股东权益 33.08 亿元)。2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 17.56 亿元，利润总额 -1.51 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。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，

市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2. 政策环境

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左

右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

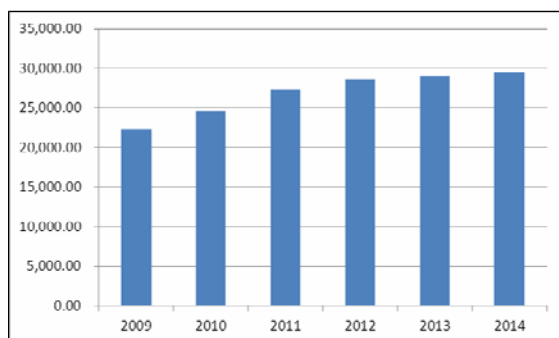
四、行业及区域经济环境

1. 行业现状

2013 年以来，中国纸品消费市场整体仍实现了一定增长，但延续了增速放缓的态势。由于宏观经济景气度偏低，下游需求短期内难以消化近年来集中释放的新增产能，造纸行业竞争激烈，产品价格持续走低，毛利率下降，期间费用高企等多重因素导致相关企业利润空间收窄。包装、印刷等传统工业消费领域增长乏力，纸品需求持续低迷，造纸行业投资速度和扩张速度持续放缓，全行业过剩产能逐需要一定时间逐步消化。2014 年造纸行业未见实质性改观，主要纸种出厂价格低位徘徊。造纸行业至今未出现明显的复苏迹象，但行业筑底情势有所显现。

根据 Wind 资讯统计，2014 年中国造纸行业企业 2962 家，较 2013 年增加 28 家，基本保持稳定。机制纸及纸板产量 11785.80 万吨，同比增长 2.36%；消费量 11605.70 万吨，同比增长 0.73%。2014 年造纸行业主营业务收入 7879.42 亿元，同比增长 4.03%；产成品库存 319.56 亿元，同比增长 7.30%；利润总额 361.91 亿元，同比下降 3.21%；资产总计 9432.11 亿元，同比增长 4.63%；负债总额 5522.45 亿元，同比增长 5.26%；在统计的 2962 家造纸生产企业中，亏损企业有 376 家（占 12.69%），亏损额 59.52 亿元，同比增长 13.13%。

图1 2009~2014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年底,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,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。

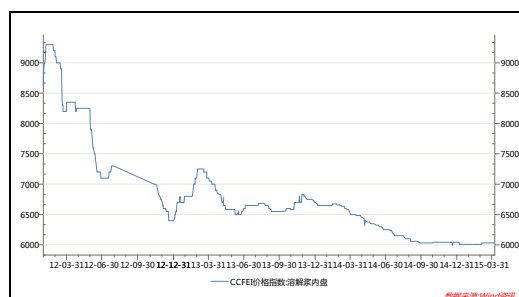
溶解浆

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。2014年以来,国内溶解浆价格持续下降,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2 2012~2015年3月溶解浆价格指数

(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%。

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。根据Wind资讯,2014年中国废纸累计进口数量2751.91万吨,同比下降5.89%,价值53.48亿美元,同比下降9.81%,进口均价194.31美元/吨;进口纸浆1796.40万吨,同比增长6.61%;价值120.65亿美元,同比增长6.08%,进口均价671.77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《国务院关于进一步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

行业发展前景

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。

五、基础素质分析

公司是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（以下简称“岳阳林纸”，持股37.65%）是A股上市公司。

六、管理分析

高管变动方面，2015年3月开始，李守权不再担任公司总会计师，目前公司总会计师为青雷先生。青雷先生曾担任中商企业集团公司的财务经理、总会计师、副总裁，2014年7月以来，担任中国纸业总会计师，并于2015年3月兼任公司总会计师一职。

总体看，公司高管变动对经营情况无重大影响。

七、重大事项

2014年12月26日，岳阳林纸发布《岳阳林纸股份有限公司关于全资子公司湘江纸业处置资产的公告》，岳阳林纸同意全资子公司永州湘江纸业有限责任公司（以下简称“湘江纸业”）处置513.33亩工业用地，经永州市人民政府批准，由永州市土地储备中心收回，2014年12月24日，湘江纸业与永州市土地储备中心签订了《国有土地使用权收回补偿合同》，永州市土地储备中心按38710.60万元对收回的土地及地上建筑物、构筑物进行补偿。补偿款与账面净值相比溢价约3亿元。岳阳林纸此次对子公司的土地处置，主要是为盘活公司资产。一方面该资产处置对湘江纸业正常生产经营不会造成重大影响，另一方面可增加岳阳林纸现金流，改善其财务状况。截至2015年3月底，上述土地补偿款已全部收到。

2015年6月17日，岳阳林纸发布《2015年度非公开发行A股股票预案》，相关事项已经获得岳阳林纸第五届董事会第三十五次会议审议通过。本次非公开发行A股股票方案尚待国务院国有资产监督管理委员会批复、岳阳林纸股东大会审议批准和中国证券监督管理委员会核准。本次非公开发行A股股票的发行对象为中国纸业、山东省国有资产投资控股有限公司、湖北新海天投资有限公司、长沙琛远财务咨询有限公司、财通基金管理有限公司、嘉实基金管理有限公司、国联证券股份有限公司、泰达宏利基金管理有限公司、中信证券股份有限公司设立的中信证券岳阳林纸员工持股计划1期定向资产管理计划、刘建国（为浙江凯盛园林市政建设有限公司股东），发行价格为6.46元/股，发行股票数量不超过55000万股，其中中国纸业认购数量不低于20000万股，认购金额不低于129200万元，锁定期为36个月，发行对象已经分别与岳阳林纸签署了附条件生效的股份认购协议，本次非公开发行A股股票拟募集资金总额不超过35.53亿元，扣除相关发行费用后的

净额中，不超过10.12亿元将用于收购浙江凯盛园林市政建设有限公司100%股权、其余部分全部用于补充流动资金及偿还银行贷款。截至2015年6月17日，中国纸业间接持有公司37.65%的股份，本次发行完成后，中国纸业将直接和间接持有岳阳林纸不低于592775506的股份，占发行总股本的37.21%。本次发行后，岳阳林纸的实际控制人将不会发生变化。

2015年6月17日，岳阳林纸发布《第五届董事会第三十五次会议决议公告》，审议通过《关于公司拟处置湖南骏泰浆纸有限责任公司100%股权的议案》，根据岳阳林纸业务发展需要，拟将持有的湖南骏泰浆纸有限责任公司（以下简称“骏泰浆纸”）100%股权处置给控股股东泰格林纸或其关联方。

联合资信将持续关注以上重大事项对公司的后续影响。

八、经营分析

1. 经营概况

截至2015年3月底，公司合并口径具备年造纸能力约180万吨，生产经营主要集中于子公司岳阳林纸、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，辅业约占公司年度利润的10%。

2014年，公司实现营业收入81.76亿元（同比下降0.94%），主要来自岳阳林纸（截至2014年底，总资产为166.08亿元，所有者权益为53.79亿元；2014年实现营业收入65.83亿元，利润总额0.49亿元）和沅江纸业，分别占营业收入的80.52%和8.19%；同期，利润总额为-0.61亿元，较上年减亏0.42亿元；营业利润率为12.94%，同比下降0.02个百分点。

2015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，公司实现营业收入17.56亿元，其中岳阳林纸和沅江纸业分别贡献13.63亿元和1.36亿元；营业利润

率为 11.51%，较 2014 年底下降 1.43 个百分点。

表 1 公司主要子公司经营情况（单位：万吨，亿元）

子公司（简称）	2013 年			2014 年			2015 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	128.96	131.25	64.67	130.47	130.57	65.83	28.62	27.57	13.63
沅江纸业	12.59	15.47	6.67	15.40	15.50	6.70	3.79	3.19	1.36
洪纸公司	4.65	4.65	1.91	4.23	4.16	1.75	0.57	0.65	0.27
安泰公司	1.31	1.16	1.00	1.23	1.24	1.06	0.29	0.34	0.25
合计	150.21	152.52	74.26	151.33	151.47	75.34	33.28	31.75	15.51

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. 原材料采购

公司生产所需的原材料主要包括木材、废纸、芦苇、煤炭和浆板。由于公司原材料采购主要来自岳阳林纸，以下分析将以岳阳林纸采购数据为主。

从采购量来看，跟踪期内，因产品结构调整需要，公司原材料各品种采购数量有升有降。其中，2014 年煤炭采购量受发电量增加影响，较 2013 年增长 4.87%至 93.31 万吨。受浆料配比改变影响，2014 年松木采购量同比增长 22.10%至 178.42 万立方米；杨木采购量同比下降 27.60%至 30.70 万立方米；芦苇采购量同比增长 6.21%至 10.56 万立方米；废纸采购量同

比增长 1.42%至 21.43 万吨；浆板采购量同比增长 26.24%至 36.88 万吨。

从采购价格来看，跟踪期内，公司松木、杨木价格变动较大，其他原材料采购价格基本持平。2014 年，松木采购价格同比增长 8.62%至 630 元/立方米，主要系内陆松木资源减少，湖南骏泰浆纸有限责任公司（以下简称“骏泰浆纸”）改从广东等地采购沿海松木片所致。

总体看，跟踪期内，因产品结构调整需要，公司原材料各品种采购数量有所变化，部分原材料采购价格有所回升，对公司营业成本产生一定影响。

表 2 公司主要原材料采购价格

主要原材料名称		2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
煤 炭	采购价格（元/吨）	568	555	502
	采购量（吨）	889750	933097	223012
松 木	采购价格（元/米 ³ ）	580	630	599
	采购量（立方米）	1461249	1784242	105101
杨 木	采购价格（元/米 ³ ）	524	587	574
	采购量（立方米）	424321	307025	88819
芦 苇	采购价格（元/米 ³ ）	723	716	739
	采购量（立方米）	99447	105623	78158
废 纸	采购价格（元/吨）	1459	1501	1529
	采购量（吨）	211333	214325	87579
浆 板	采购价格（元/吨）	4147	4081	3817
	采购量（吨）	292127	368789	70239

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. 产销情况

跟踪期内，主要子公司仍采用以销定产的生产模式。2014 年和 2015 年一季度，公司合并口径纸产品总产量分别为 119.34 万吨和 30.73 万吨，对应的产能利用率分别为 82.30% 和 76.83%，产能利用率较高。

跟踪期内，公司纸产品的销售模式仍以直销为主。2014 年，公司纸制品产销率为 100.09%，保持在较高水平。2015 年一季度，由于季节因素导致公司产销率下降至 99.23%。

销售价格方面，公司产品价格根据市场定价。跟踪期内，公司部分纸产品价格仍处于下滑状态，同时，由于商品浆价格仍处于低迷状态，影响了公司整体经营业绩的好转。

跟踪期内，公司溶解浆销售价格持续下跌，由 2013 年的 5376.08 元/吨降至 2014 年的 4625.89 元/吨，毛利水平维持低位。同时，由于骏泰浆纸（截至 2014 年底，总资产 44.98 亿元，净资产 9.47 亿元）资产负债率过高，财务费用负担巨大，2014 年实现收入 17.92 亿元，净利润为-2.72 亿元（上年同期为-1.22 亿元），亏损进一步扩大。

总体看，跟踪期内，公司产量基本保持稳定，受行业持续低迷影响，部分纸产品价格持续下降，溶解浆项目亏损扩大。

4. 未来发展

公司未来将坚持“四新”的企业发展理念，以改革创新思维适应经济中速发展的新常态，顺应经济发展新潮流，紧跟传统产业升级步伐，加大公司产业转型升级力度，进一步提升公司的核心竞争力。

公司将在推进林业资源整合的基础上，加大优化现有林木资产的种植、品种结构的力度，坚持分类经营，重点推进林业的转型创新，将以速生丰产林为主逐步过渡到多种经营并存的新的经营模式，通过“引进来”和“走出去”推动与外部资源的合作，开拓林业公司主业发展的新渠道，推动公司林业发展目标的实现。

公司将继续延伸产业链条，提升盈利水平；依托培植废纸和速生材等原料优势发展含高得率浆、废纸浆的环保型纸产品和高附加值产品。

总体看，公司以改革创新的思维加大公司产业转型升级力度，优化林业存量资产，推进林业产业的转型创新，推动重点项目实施，加快产业布局与结构调整，进一步提升公司的核心竞争力。

九、财务分析

公司提供的 2014 年度财务报表经湖南恒基有限责任会计师事务所审计，出具了标准无保留审计意见。2015 年一季度财务报表未经审计。公司 2014 年合并范围较 2013 年无变化。

截至 2014 年底，公司资产（合并）总计 215.31 亿元，所有者权益合计 65.83 亿元（其中包含少数股东权益 33.55 亿元）。2014 年公司实现营业收入 81.76 亿元，利润总额-0.61 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司资产（合并）总计 222.03 亿元，所有者权益合计 64.55 亿元（其中包含少数股东权益 33.08 亿元）。2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 17.56 亿元，利润总额-1.51 亿元。

1. 盈利能力

公司 2014 年实现营业收入 81.76 亿元，同比下降 0.94%，主要受进口浆冲击及下游景气度的影响所致，其中造纸业占比超过 90.00%，对主营业务收入的支撑作用较为明显。同期，营业成本为 70.78 亿元，同比下降 0.80%；营业利润率为 12.94%，较 2013 年基本保持稳定。

2014 年，公司期间费用合计 15.45 亿元（同比增长 1.86%），占营业收入比重为 18.90%，较 2013 年略有上升。其中，随着公司对绩效考核体系的完善，管理费用略有下降；但由于公司有息债务规模较大，财务费用较高，2014 年占营业收入比重为 8.60%。总体看，公司期间费

用负担较重，对公司利润的侵蚀性较大。

2014年，公司营业外收入4.38亿元，同比增长19.58%，主要是湘江纸业和永州飞翔物资产业有限责任公司土地使用权及附着物收储补偿金额3.21亿元和政府补助0.94亿元。

2014年，公司实现利润总额-0.61亿元，同比减亏0.42亿元。从盈利指标来看，2014年公司总资本收益率和净资产收益率分别为4.26%和-1.69%。

2015年1~3月，公司实现营业收入17.56亿元，同比下降0.11%，实现利润总额-1.51亿元，较去年同期亏损有所扩大；同期，公司营业利润率为11.51%，较2014年下降1.43个百分点。

总体看，2014年收入规模和营业利润率略有下滑，期间费用对利润侵蚀明显，相比上年亏损面收窄；由于造纸行业和溶解浆产业景气度持续低迷，公司主业盈利能力仍然偏弱。

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，2014年为64.54亿元，同比下降2.00%。2014年公司销售商品、提供劳务收到的现金为58.15亿元，同比下降2.71%；收到其他与经营活动有关的现金为6.29亿元，同比增长4.86%。2014年公司购买商品、提供劳务支付的现金34.44亿元，同比下降27.35%，主要系本期承兑支付比例较去年增高所致；公司经营活动现金流出48.32亿元，现金流量净额为16.22亿元，同比增长337.78%。从现金收入质量来看，2014年公司现金收入比为71.12%，同比下降1.29个百分点，现金收入实现质量较差。

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；同时，处置长期资产收到的现金净额由0.33亿元快速上升至2.28亿元。2014年公司投资活

动净现金流为1.30亿元，呈净流入。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要来自银行借款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），2014年为119.13亿元。近两年，公司大规模的债务活动导致大额偿债资金流出，2014年，公司筹资活动产生的现金流量净额-17.57亿元。

2015年1~3月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为8.94亿元，现金收入比下降至50.92%；同期经营活动现金流量净额为-2.20亿元。公司投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为0.04亿元和2.94亿元。

总体看，2014年公司经营活动净现金流持续增长，但收入实现质量较差；同时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2014年底，公司资产合计215.31亿元，同比下降2.28%，其中流动资产占比42.70%，非流动资产占比57.30%。

流动资产

截至2014年底，公司流动资产为91.94亿元，以货币资金（占11.79%）、应收账款（占11.45%）和存货（占61.27%）为主。

截至2014年底，公司货币资金为10.84亿元，同比增长13.36%，其中银行存款占42.66%，其他货币资金（主要为保证金）占57.32%；应收票据为4.95亿元，同比下降67.99%，主要是本期应付票据贴现增加所致。

截至2014年底，公司与中国纸业的关联交易金额由其他应收款调整至应收账款，导致应收账款同比增长19.50%至10.53亿元，其他应收款同比下降17.93%至4.81亿元。

按组合计提坏账准备的应收账款占应收账款余额的92.02%，从其账龄来看，1年以内的占87.59%，1-2年的占5.56%，2-3年占2.86%，3年以上的占3.99%，共计提坏账准备0.46亿元，占按组合计提坏账准备的应收账款的4.30%。总体

看，公司应收账款期限较短，计提坏账准备较充分。

截至2014年底，公司预付款项为3.06亿元，同比下降35.47%，主要系本期预付方式支付的款项减少所致。

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2014年底，公司存货为56.33亿元。其中，林木资产占比55.55%，计提跌价准备1.57%；原材料占比27.70%，计提跌价准备0.11%；库存商品占比11.21%，计提跌价准备1.33%。

非流动资产

截至2014年底，公司非流动资产123.37亿元，主要由固定资产（占79.46%）和无形资产（占9.29%）构成。

截至2014年底，由于会计政策变更，公司将长期股权投资0.32亿元调整至可供出售金融资产。

截至2014年底，公司长期应收款2.87亿元，为应收湘江纸业土地处置款；公司固定资产为98.03亿元，主要由机器设备和房屋、建筑物构成；公司在建工程为7.01亿元，同比增长33.11%，主要是杨木化机浆综合技改项目和其他技改项目本期增加所致；无形资产为11.46亿元，同比下降6.20%，主要为土地使用权。

截至2015年3月底，公司资产为222.03亿元，较2014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2014年底增长16.66%，截至2015年3月底为12.29亿元；预付账款为5.54亿元，较2014年底增长81.00%，主要是预付原材料采购款和工程款；其他应收款11.39亿元，较2014年底增长136.82%，主要是与中国纸业的关联交易大幅增加所致。

总体看，跟踪期内，公司资产规模保持相对稳定，货币资金中的受限资金占比较高，存货规模较大，资产流动性一般。整体看，公司资产质量一般。

所有者权益

截至2014年底，公司所有者权益为65.83亿元（含少数股东权益33.55亿元），同比下降1.81%，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中，实收资本占比129.79%、资本公积占比-5.57%、盈余公积占比0.84%、未分配利润占比-25.06%。所有者权益以实收资本为主，由于连续亏损，未分配利润持续为负，权益稳定性尚可。

截至2015年3月底，公司所有者权益为64.55亿元，较2014年底略有下降，所有者权益构成与2014年底相比变化不大。

负债

截至2014年底，公司负债总计149.49亿元（同比下降2.49%），其中流动负债占比72.91%，非流动负债占比27.09%。

截至2014年底，公司流动负债为108.99亿元，主要由短期借款、应付票据、应付账款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。

截至2014年底，公司短期借款为48.29亿元，同比增长下降16.93%，主要是保证借款和信用借款；应付票据为23.42亿元，同比增长79.78%，主要系票据融资增加所致；应付账款16.76亿元，同比增长37.21%，主要为应付采购款及工程款；其他应付款为4.47亿元，同比下降16.60%，主要系向关联方资金拆借余额减少所致；一年内到期的非流动负债为6.36亿元，同比下降55.36%，主要系归还一年内到期的银行借款所致；其他流动负债为6.05亿元，同比下降7.63%，主要系岳阳林纸2014年内发行短期融资券（“14岳纸CP001”，6.00亿元，365日，利率6.38%），并兑付2013年发行短期融资券（“13岳纸CP001”，6.5亿元，365日，利率5.00%）所致。

截至2014年底，公司非流动负债合计40.49亿元，主要由长期借款和应付债券构成。

截至2014年底,公司长期借款18.90亿元,同比增长2.03%,主要是保证借款和抵押及保证借款;应付债券为15.85亿元,同比下降4.91%,主要是本期支付“07湘泰格债”利息4304.00万元。

截至2015年3月底,公司负债157.48亿元,较2014年底增长5.35%,主要是其他应付款和应付账款增加所致,负债结构较2014年底变化不大。

截至2014年底,公司全部债务为122.21亿元,同比下降6.33%,长短期债务占比分别为31.33%和68.67%,较2013年底变化不大。

从债务指标来看,截至2014年底,公司资产负债率和全部债务资本化比率均略有下降,分别为69.43%和64.99%;长期债务资本化比率同比略有上升,为36.68%。

截至2015年3月底,公司全部债务124.16亿元,债务结构较2014年底相比变化不大。资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均略有上升,分别为70.93%、65.79%及37.60%。

总体看,跟踪期内,公司有息债务规模依然较大,债务负担偏重,债务结构有待改善。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看,2014年底,公司流动比率和速动比率分别为84.36%和32.67%。由于经营活动净现金流的增加,2014年公司经营现金流动负债比升至14.88%。截至2015年3月底,流动比率及速动比率分别为70.93%及39.32%。整体看,公司流动资产中存货占比较大,且现金类资产中受限资金较多,存在短期支付压力,公司短期偿债能力弱。

从长期偿债能力指标看,2014年公司EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA倍数分别为1.52倍和9.10倍。总体来说,长期偿债能力尚可。

截至2015年6月底,公司获得综合授信总额为111.62亿元,其中未使用额度为16.52亿

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2015年6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2015年5月21日,公司已结清关注类贷款29笔、不良类贷款9笔,未结清关注类贷款5笔(贷款期限均在10年以上,因工商银行将公司列为潜在风险客户,工商银行岳阳分行将此5笔贷款列为“关注”,并非公司出现违约所致)。

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. 存续期债券募集资金使用情况

“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。

2. 存续期债券偿债能力

2014年,公司EBITDA为13.44亿元,为“07湘泰格债”剩余本金的1.87倍;经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为64.54亿元,和16.22亿元,分别为“07湘泰格债”剩余本金的8.96倍和2.25倍。总体看,公司EBITDA和经营活动现金流对“07湘泰格债”剩余本金的保障能力较强。

2015年6月17日,公司向债权代理人第

一创业证券股份有限公司提交《关于申请 07 湘泰格债部分抵押资产办理注销抵押登记的函》，申请将土地证号为“湘国用（2011）第 168 号”、“湘国用（2011）第 173 号”、“湘国用（2011）第 169 号”、“长国用（2006）第 2636 号”、“长房权证星沙字第 00037339 号”的土地解除抵押，并得到同意。截至目前，仍处于抵押状态的土地为澧县七里湖和沅江市庆云山，土地证

号分别为“澧国用（2004）字第 1296 号”、“澧国用（2004）字第 1297 号”、“湘国用 2001 第 116 号”。

根据湖南国地咨询评估有限责任公司（以下简称“湖南国地”）2015 年 5 月 31 日对上述仍处于抵押状态的土地出具的土地估价报告（参见下表）。

表 5 公司土地评估报告汇总表（估价基准日 2015-5-31）

土地位置	土地面积 (平方米)	土地证号	用途	评估价值 (万元)	报告编号
沅江市庆云山	466018	湘国用2001第116号	工业	12489.28	湖南国地【2015】益阳（估）字第 011 号
澧县七里湖	666666.7	澧国用（2004）字第1296号	农用	58666.67	湖南国地【2015】常德（JG）字第 011 号
	666666.7	澧国用（2004）字第1297号		58666.67	
合计	1379935.14			129822.62	

资料来源：公司提供

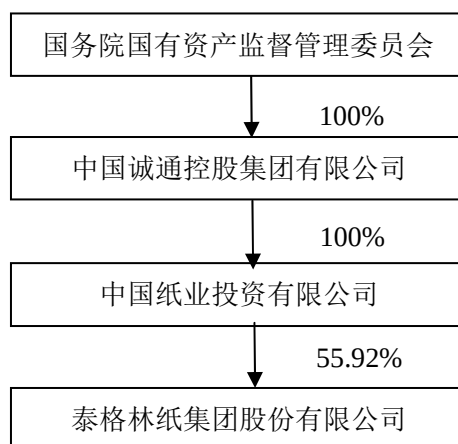
根据“07 湘泰格债”提前偿还条款，即自债券发行后第七年起，公司逐年分别按照债券发行总额的 10%、15%、15%的比例提前偿还本金，第 10 年一次性偿还剩余的 60%债券余额。

公司于 2015 年 6 月 14 日，提前偿还本金 1.20 亿元，截至目前，“07 湘泰格债”剩余待偿还本金 6 亿元。公司目前尚处于抵押状态的土地使用权 2015 年 5 月 31 日市场价值合计 12.98 亿元，为目前“07 湘泰格债”剩余本金和利息的 2.05 倍，公司抵押资产价值对“07 湘泰格债”剩余本金和利息的覆盖程度良好。

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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	16.32	14.38	8.97	8.53
资产总额(亿元)	212.03	220.34	215.31	222.03
所有者权益(亿元)	68.17	67.04	65.83	64.55
短期债务(亿元)	70.11	85.40	78.07	79.26
长期债务(亿元)	44.58	35.57	38.14	38.90
全部债务(亿元)	114.69	120.97	116.21	118.16
营业收入(亿元)	82.44	82.53	81.76	17.56
利润总额(亿元)	-3.79	-1.03	-0.61	-1.51
EBITDA(亿元)	9.94	12.69	13.44	--
经营性净现金流(亿元)	1.72	3.70	16.22	-2.20
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.52	3.76	4.11	--
存货周转次数(次)	1.25	1.41	1.30	--
总资产周转次数(次)	0.39	0.38	0.38	--
现金收入比(%)	57.82	72.41	71.12	50.92
营业利润率(%)	12.56	12.96	12.94	11.51
总资产收益率(%)	2.75	3.65	4.26	--
净资产收益率(%)	-5.06	-1.88	-1.69	--
长期债务资本化比率(%)	39.54	36.52	36.68	37.60
全部债务资本化比率(%)	64.83	66.06	64.99	65.79
资产负债率(%)	67.85	69.57	69.43	70.93
流动比率(%)	91.08	87.73	84.36	89.45
速动比率(%)	40.10	41.05	32.67	39.32
经营现金流动负债比(%)	1.79	3.30	14.88	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.17	1.56	1.52	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.64	10.29	9.10	--

注：1. 2015 年一季度报表未经审计；

2. 现金类资产已扣除受限部分；

3. 已将“其他流动负债”里的有息债务调整至短期债务；

4. 已将“长期应付款”里的有息债务调整至长期债务。

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	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。