跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1682 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将泰格林纸集团股份有限公司主体长期信用等级由AA调整为AA^-，评级展望由负面调整为稳定，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

二零一六年七月二十五日

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：稳定

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：2016 年 7 月 25 日

财务数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	14.38	8.97	9.88
资产总额(亿元)	220.34	215.31	220.25
所有者权益(亿元)	67.04	65.83	59.38
长期债务(亿元)	35.57	38.14	42.41
全部债务(亿元)	120.97	116.21	133.27
营业收入(亿元)	82.53	81.76	75.56
利润总额(亿元)	-1.03	-0.61	-5.78
EBITDA(亿元)	12.69	13.44	9.25
经营性净现金流(亿元)	3.70	16.22	4.68
营业利润率(%)	12.96	12.94	11.51
净资产收益率(%)	-1.88	-1.69	-10.00
资产负债率(%)	69.57	69.43	73.04
全部债务资本化比率(%)	66.06	64.99	69.18
流动比率(%)	87.73	84.36	84.71
全部债务/EBITDA(倍)	10.29	9.10	14.40
EBITDA 利息倍数(倍)	1.56	1.52	1.28
经营现金流动负债比(%)	3.30	14.88	4.02

注：1. 现金类资产已扣除受限资金；2. 已将“其他流动负债”和“其他应付款”中的有息债务调整至短期债务；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　张 钰

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、2015 年 6 月 14 日和 2016 年 6 月 14 日提前偿还本金 8000 万元、1.20 亿元和 1.20 亿元，目前剩余待偿还本金 4.80 亿元，待偿还利息 2582.4 万元。

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。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，跟踪期内，造纸行业产能过剩，溶解浆市场景气度低，加之，孙公司永州湘江纸业有限责任公司（以下简称“湘江纸业”）搬迁，导致公司营业收入出现下滑，主营业务亏损进一步加大，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。

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，联合资信将公司主体长期信用等级由 AA 调整为 AA^-，评级展望由负面调整为稳定，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，公司提前偿还“07 湘泰格债”本金 1.20 亿元，目前剩余待偿本金额度进一步下降。
3. 公司抵押资产价值、EBITDA 和经营活动现金流入量对“07 湘泰格债”剩余本息的覆盖程度良好。

关注

1. 跟踪期内，造纸行业和溶解浆行业景气度低，对公司经营产生不利影响，加之，湘江纸业搬迁，导致公司营业收入大幅下滑。
2. 跟踪期内，公司主营业务亏损进一步扩大，

营业外收入对利润总额贡献大，主业盈利能力偏弱。

3. 跟踪期内，公司债务规模较大，且以短期债务为主，短期支付压力大。
4. 跟踪期内，公司权益稳定性偏弱，归属于母公司的权益比重较低，未来随着子公司岳阳林纸股份有限公司非公开发行的完成，公司对其持股比例将进一步下降。

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）与泰格林纸集团股份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，未因泰格林纸集团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泰格林纸集团股份有限公司提供，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至“07 湘泰格债”到期兑付日有效；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股份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。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。

2015 年，公司合并范围拥有子公司 11 家，其中全资子公司 9 家，控股子公司 2 家。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 37.3%，股票代码：600963）是 A 股上市公司。

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 2015 年底，公司资产（合并）总计 220.25 亿元，所有者权益合计 59.38 亿元（其中包含少数股东权益 32.75 亿元）。2015 年公司实现营业收入 75.56 亿元，利润总额-5.78 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

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015年，中国国内生产总值（GDP）67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；分季度看，GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构

调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额30.10万亿元，同比增长10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20万亿元，比上年名义增长10.00%（扣除价格因素实际增长12.00%）。全年进出口总额4.00万亿元人民币，比上年下降8.00%。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共财政收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。

2015年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金5200亿元、213亿元和10811.89亿元，向市场注入流动性。此外，自2015年10月起，央行在上海、江苏等11省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至2015年末，共向31家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款49.73亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016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，2016年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长6.5%~7.0%，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，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

四、行业及区域经济环境

1. 行业现状

2014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，全行业过剩产能需要一定时间逐步消化。

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%。

根据Wind资讯统计，截至2015年9月底，中国造纸行业企业2766家，较2014年底减少196家，造纸企业数量下降明显。机制纸及纸板产量8782.21万吨，同比增长0.96%；销量8646.60万吨，同比增长0.17%。2015年前三季度造纸行业主营业务收入5831.58亿元，同比增长2.66%；产成品库存33.23亿元，同比增长2.52%；应收账款868.63亿元，同比增长8.58%；利润总额236.26亿元，同比增长8.33%；

资产总计 9675.33 亿元，同比增长 4.93%；负债总额 5732.45 亿元，同比增长 7.00%；在统计的 2766 家造纸生产企业中，亏损企业有 422 家（占 15.26%），亏损额 52.15 亿元，同比增长 5.45%。

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，2014 年以来铜版纸总体呈现底部平稳运行走势。双胶纸方面，2014 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 2015 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，但供给侧产能过剩导致，需求面未见明显提升，未来前景尚不明朗。白板纸方面，根据中国造纸行业协会提供数据显示，2013 年以来，白纸板市场受经济大环境影响较大，加上江苏、江西等地一些白纸板产能的释放，使得市场竞争加剧，生产运行困难的企业增多，有部分中小型企业由于种种原因出现被迫停产、减产情况，这一问题在灰底白纸板生产企业中比较明显。2015 年，白纸板生产情况变化不大，但市场受经济大环境影响，竞争加剧，价格低迷。据统计，2014 年国内白板纸全年生产量 1395 万吨，同比增长 2.57%；出口量 158 万吨，同比增长 36.21%；进口量 64 万吨，同比下降 3.03%；全年消费量 1301 万吨，同比下降 0.69%。2015 年 1~9 月白板纸累计进口量 47.29 万吨，同比下降 5.25%，累计出口量 118.57 万吨，同比增长 2.63%。箱纸板和瓦楞原纸方面，2013 年以来，箱纸板和瓦楞原纸市场基本平稳，受经济环境的影响，中国各类商品出口增速下降，市场需求减弱，竞争激烈，大中型生产企业新增产能较多，竞争优势明显，而中小型企业受生产成本及政策等方面影响，困难增多，处境艰难，此外，2014 年工信部公布的两批各地淘汰落后的 460 万吨造纸产能中大部分是瓦楞原纸和箱纸板企业。2015 年，中国经济仍然保持 7%左右增长，其中第一产业和第二产业 GDP 仍然占比 50%以上，加上新兴的快递业务发展迅猛，拉动箱纸板和瓦楞原纸市场需求有一定量的增长。另外，随着新平衡的逐渐形成，此类产品竞争已趋向平淡，市场价格已有转好迹象。总体看，箱纸板和瓦楞原纸市场 2015 年基本平稳。据中国造纸协会统计，2014 年全年中国箱纸板生产量 2180 万吨，同比增长 6.86%；进口量 86 万吨，出口量 26 万吨，全年消费量 2240 万吨，同比增长 6.36%。瓦楞原纸生产量 2155 万吨，同比增长 6.95%；进口量 5 万吨，出口量 8 万吨，全年消费量 2152 万吨，同比增长 6.91%。2015 年 1~9 月箱纸板累计进口量 62.16 万吨，同比下降 3.79%；累计出口量 24.46 万吨，同比增长 33.22%。瓦楞原纸累计进口量 6.73 万吨，同比增长 81.40%；累计出口量 5.03 万吨，同比下降 10.66%。

根据中国造纸业协会在《中国造纸工业 2015 年产销形势》中表达观点，2015 年造纸行业生产运行整体情况基本保持平稳态势，产销基本平衡，但产品市场分化，有涨有落，全年纸及纸板生产量和表观消费量略有增长。2016 年是“十三五”开局之年，由于经济发展放缓，需求增长也会下降，加上产能的结构性、阶段性过剩问题凸显，造纸产业形势短期内难以得到有效改善，因此，2016 年国内制浆造纸及纸制品行业生产和消费将会延续 2015 年的态势，行业总体会保持平稳，预计大宗商品价格下跌和外部金融环境收紧的现象可能有所缓解，市场可能会形成先低后高态势，整体表现应会略有好转。

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约占 63%，废纸浆约占 34%，非木浆约占 3%。

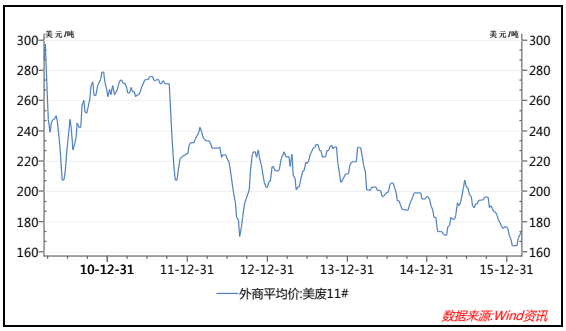
近年来由于造纸产能的迅速扩张，中国造纸行业的纸浆总体上呈现供不应求的特征，但增长势头已有所减缓。中国造纸行业受国内森

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。根据中国海关总署统计，2015年中国废纸累计进口数量2928.44万吨，同比增长6.41%，价值52.80亿美元，同比下降1.23%。2015年，进口废纸价格持续走低，按照海关总署提供数据统计，2015年12月，中国废纸进口均价为176.31美元/吨，同比下降4.99%，截至2015年12月28日，美废11#报价176.50美元/吨，同比下降10.18%。同期，中国进口纸浆1983.99万吨，同比增长10.40%；价值127.55亿美元，同比增长5.70%，进口均价642.87美元/吨。

图 1 美废 11#外商平均价走势图

（单位：美元/吨）



资料来源：Wind

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，原料市场景气度下行使业内企业成本压力得到缓解，企业短期盈利波动风险有所降低。

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。

近年，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。

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。

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。

“十三五”期间，造纸行业将以调整为主线，包括原料的调整、资源的调整、区域发展的调整。通过调整，提高发展的质量，用先进产能代替落后产能，提高经济效益，实现行业和谐、持续、绿色发展。“十三五”期间，行业要以解决主要问题为导向，坚持市场引导和行业引导相结合，培育龙头企业和特色企业；坚持自主创新，加快技术进步，加大国际合作，提高品牌知名度；通过调整布局、资源整合，提高产业集中度，实现企业数量减少30%，主营业务收入争取达到500亿元。

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，形成合理的产业新布局。

五、基础素质分析

跟踪期内，公司注册资本仍为40.84亿元。母公司仍为中国纸业投资有限公司，实际控制人仍为中国诚通控股集团有限公司。

研发方面，跟踪期内，公司研发新产品24项，其中已经形成批量的新产品8项，已经成功试产但尚未形成批量的贮备新产品16项；完成9项发明专利申报。截至2015年底，公司拥有有效授权专利82件，其中发明专利72件。2015年岳阳林纸研发的“数码印刷纸研发及应用”获2015年湖南省科技进步奖，中国轻工业联合会二等奖，中国产学研合作创新成果二等奖；“蒸汽冷凝水系统节能技改工程”、“利用碱炉烟气碳化白泥精制轻质碳酸钙”分别获第三届全国造纸行业节能减排优秀技术创新成果优秀奖、节能减职工优秀技术三等奖。

六、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、员工构成、管理制度方面无重大变化。

七、重大事项

1．资产置换

经岳阳林纸2015年10月12日召开的第六届董事会第二次会议、2015年10月29日召开的2015年第四次临时股东大会决议，岳阳林纸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%股权与泰格林纸持有的岳阳安泰实业有限公司及湖南泰格林纸集团恒泰房地产开发有限责任公司100%股权（以下简称“恒泰公司”）、持有的岳阳经济技术开发区宏泰建筑安装工程有限公司79.6%股权（剩余20.4%股权为恒泰公司持有）以及部分土地、固定资产、相关债权等进行资产置换并签署《资产置换协议》。本次资产置换的评估基准日确定为2015年4月30日，置换价值以评估值为依据。根据中和资产评估有限公司出具的中和评报字（2015）第BJV3049D002号《资产评估报告书》，骏泰浆纸净资产评估价值为97015.16万元，根据中和评报字（2015）第BJV3049D001号《资产评估报告书》，公司置出资产截至基准日的评估值为92351.23万元。本次资产置换差价部分由泰格林纸对岳阳林纸的债权冲抵后，剩余部分由泰格林纸以现金方式补足。截止2015年9月30日，岳阳林纸为骏泰浆纸提供的生产经营性资金金额为14.96亿元。前述资金由骏泰浆纸分三年分次还清（即2016年10月31日前付清总额的30%、2017年10月31日前付清总额的30%、2018年10月31日前付清总额40%），并由泰格林纸提供担保，具体担保形式由岳阳林纸与泰格林纸另行协商并签署相应的协议。骏泰浆纸占用的资金每年按占用余额，根据中国人民银行公布的同期贷款基准利率计付资金使用费，并随同偿付资金一并支付。岳阳林纸为骏泰浆纸提供的生产性资金金额不得增加。

对于资产置换协议签署之日前的已由岳阳林纸为骏泰浆纸借款提供的担保（截止2015年10月12日，岳阳林纸已向骏泰浆纸的银行授信共计117440万元提供了担保），以及由岳阳林纸作为共同承租人，对骏泰浆纸及其子公司以其部分资产开展的3亿元融资租赁业务实际承担的连带责任，在本次资产置换交割完成后由泰格林纸向岳阳林纸提供相应的反担保，具体担保形式由岳阳林纸与泰格林纸另行协商并签署相应的协议。在骏泰浆纸偿还借款或相关担保期限到期后，岳阳林纸不再为骏泰浆纸提供担保。签署之日起，岳阳林纸不再为骏泰浆纸及其子公司新增的融资租赁合同提供担保。

本次资产置换的交割日为2015年10月31日。从评估基准日次日起至交割日的期间，置入资产在运营过程中所产生的损益由泰格林纸享有或承担，置出资产在运营过程中所产生

的损益由岳阳林纸享有或承担。如过渡期内置入资产中相关债权金额减少，则由泰格林纸以现金方式补足。

经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，骏泰浆纸2014年末资产总额、负债总额、所有者权益分别为449763.08万元、355036.40万元、94726.68万元；2014年营业收入、净利润分别为179211.29万元、-27201.72万元。2015年4月末资产总额、负债总额、所有者权益分别为446147.51万元、367911.01万元、78236.50万元；2015年1-4月营业收入、净利润分别为34013.89万元、-16490.18万元。

置出资产情况如下：

1）置出股权

公司名称	与公司关系	法定代表人	注册资本（万元）	注册地址	主营业务
安泰公司	泰格林纸全资子公司	任林	10000	岳阳市岳阳楼区城陵矶洪家洲	本集团公司生产的纸及纸制品的加工、销售；纸芯管专用胶塞的生产及销售；废纸脱墨剂的研发、生产及销售；造纸技术咨询服务；造纸用原料（不含木材）的销售；自有厂房出租；出版物印刷、包装装潢印刷品印刷、其他印刷品印刷（有效期至 2016 年 3 月 31 日）；林木的种植；经审计软件的开发；机器设备租赁；化工原料及化工产品销售；住宿、餐饮、茶、休闲（以上四项凭许可证限分支机构经营）。
恒泰公司		席烈云	2160	岳阳市城陵矶洪家洲	凭资质证从事房地产综合开发、经营；设计、制作、发布国内各类广告（限分公司经营）。
宏泰公司		席烈云	2000	岳阳市城陵矶海关路岳纸集团生活区	房屋建筑工程施工总承包贰级。

资料来源：公开资料

股权2014年、2015年1-4月财务报表及财务报表附注经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，主要财务指标（单位：万元）如下：

项目	安泰公司		恒泰公司		宏泰公司	
	2014 年 12 月 31 日	2015 年 4 月 30 日	2014 年 12 月 31 日	2015 年 4 月 30 日	2014 年 12 月 31 日	2015 年 4 月 30 日
资产总额	16511.95	17278.37	36670.67	33203.04	8344.25	8703.27
负债总额	11844.35	12225.67	25756.50	23432.09	4828.40	5199.30
所有者权益	4667.60	5052.70	10914.17	9770.95	3515.85	3503.97
项目	**2014 年**	**2015 年 1-4 月**	**2014 年**	**2015 年 1-4 月**	**2014 年**	**2015 年 1-4 月**
营业收入	10583.60	4106.37	27112.67	3377.87	10691.11	3299.52
净利润	881.65	385.10	3404.67	-1143.22	729.74	-11.88

资料来源：公开资料

2）置出土地

序号	土地证号	土地使用权人	坐落	终止期限	是否抵押
1	湘国用（2011）第 173 号	泰格林纸	岳阳市城陵矶	2051-12-14	否
2	湘国用（2011）第 170 号	泰格林纸	岳阳市城陵矶	2051-12-14	否
3	湘国用（2011）第 169 号	泰格林纸	岳阳市城陵矶	2051-12-14	否
4	湘国用（2011）第 168 号	泰格林纸	岳阳市城陵矶	2051-12-14	否
5	湘国用（2011）第 167 号	泰格林纸	岳阳市城陵矶	2051-12-14	否
6	湘国用（2011）172 号	泰格林纸	岳阳市南津港	2051-12-14	否
7	湘国用（2011）166 号	泰格林纸	岳阳市湖滨	2051-12-14	否

资料来源：公开资料

3）置出固定资产

置出固定资产为泰格林纸拥有的泰格林纸林化分公司的资产、泰格林纸技术中心的固定资产，包括厂区马路、码头、技术中心实验设备、轿车、电脑及办公用品等。

2. 非公开发行

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股股票的发行对象为中国纸业投资总公司、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10.12亿元将用于岳阳林纸收购浙江凯胜园林市政建设有限公司100%股权、其余部分全部用于其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%。

2015年12月15日，岳阳林纸收到国务院国有资产监督管理委员会对公司实际控制人中国诚通控股集团有限公司下发的《关于岳阳林纸有限公司非公开发行A股股票有关问题的批复》；2015年12月19日，岳阳林纸《2015年第五次临时股东大会决议公告》通过岳阳林纸非公开发行A股股票的议案；2016年3月10日，岳阳林纸收到中国证券监督管理委员会出具的《中国证监会行政许可项目审查反馈意见通知书》。

2016年6月8日，岳阳林纸发布《2015年度非公开发行A股股票预案（三次修订版）》，在之前发布的股票方案基础上做了一定修改，本次非公开发行A股股票的股票数量不超过355054000股，发行价格为6.46元/股，拟募集资金总额不超过229364.89万元，发行对象不变。本次发行完成后，泰格林纸对岳阳林纸的持股比例将由目前的37.34%下降至27.85%，中国纸业将直接和间接持有岳阳林纸股份42.40%。本次发行后，岳阳林纸的实际控制人将不会发生变化。

整体看，以上方案的实施有利于岳阳林纸的亏损缓解，但对公司合并口径财务报表的影响不大，考虑到公司对岳阳林纸的持股比例不高，归属于母公司的净利润将有所下降，未来随着岳阳林纸非公开发行的完成，公司对其的持股比例将进一步下降。联合资信将持续关注以上事项对公司经营的影响。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，控股子公司岳阳林纸与泰格林纸完成资产置换，资产置换日为 2015 年 10 月 31 日，本次资产置换对于岳阳林纸的财务数据有一定影响，对泰格林纸的财务数据不构成影响。

公司主营业务包括造纸、林业、化工、房地产等，其中造纸占主营业务收入的 90%以上。截至 2015 年底，公司合并口径具备年造纸能力约 171 万吨（包含商品浆），生产经营主要集中于子公司岳阳林纸、沅江纸业有限责任公司（以下简称“沅江纸业”）、湖南泰格林纸集团洪江纸业有限责任公司（以下简称“洪纸公司”）、安泰公司等。

2015 年，公司实现营业收入 75.56 亿元，同比下降 7.58%，主要系子公司湘江纸业搬迁

导致包装用纸收入下降 4.89 亿元所致；收入主要来自子公司岳阳林纸和沅江纸业，分别占营业收入的 78.47%和 14.03%；同期，公司利润总额为-5.78 亿元，较上年亏损增加 5.17 亿元，主要系主营业务亏损、湘江纸业搬迁、政府补助下降所致；营业利润率为 11.51%，同比下降 1.43 个百分点。

表 1　公司主营业务（分公司）经营情况（单位：万吨、亿元）

子公司（简称）	2014 年				2015 年			
	产量	销量	收入	利润总额	产量	销量	收入	利润总额
岳阳林纸	130.47	135.09	65.83	0.49	116.23	116.98	59.29	-3.79
沅江纸业	15.40	15.50	10.11	0.13	15.73	14.82	10.60	0.60
洪纸公司	4.23	4.16	1.75	-0.03	3.61	3.77	1.58	-0.26
安泰公司	1.23	1.24	1.06	0.10	1.23	1.22	1.13	0.11
合计	**151.33**	**155.99**	**78.75**	**0.69**	**136.80**	**136.79**	**72.60**	**-3.34**

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，合计占原材料采购金额的 70%左右。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，岳阳林纸原材料各品种采购数量有升有降。其中，2015 年煤炭采购量同比下降 3.94%至 89.63 万吨。2015 年松木采购量同比下降 32.90%至 119.73 万立方米，主要系骏泰浆纸上半年停机检修 2 个月和孙公司湘江纸业关停搬迁减少松木采购所致；杨木采购量同比增长 23.83%至 38.02 万立方米，主要系公司本部浆料配比改变，杨木化机浆消耗增加所致；芦苇采购量同比增长 16.35%至 12.29 万立方米；废纸采购量同比增长 32.50%至 28.40 万吨；浆板采购量同比下降 4.54%至 35.20 万吨。

从采购价格来看，受造纸行业需求疲弱影响，2015 年，除废纸价格略有上升外，其他原材料价格均呈下降趋势。其中，煤炭价格受产能过剩影响持续下跌，同比下降 18.02%至 455 元/吨；松木、杨木价格同比分别下降至 576 元/立方米和 551 元/立方米，主要系岳阳林纸加大价格较低的木片采购比率，减少了价格较高的原木采购比率。

总体看，跟踪期内，受产品结构调整需要，公司各种原材料采购量均有不同程度的变化，主要原材料价格基本呈现下降趋势，有利于公司降低生产成本。

表 2　岳阳林纸主要原材料采购价格

主要原材料名称		2014 年	2015 年
煤　炭	采购价格（元/吨）	555	455
	采购量（万吨）	93.31	89.63
松　木	采购价格（元/米^3）	630	576
	采购量（万立方米）	178.42	119.73
杨　木	采购价格（元/米^3）	587	551
	采购量（万立方米）	30.70	38.02
芦　苇	采购价格（元/米^3）	716	713
	采购量（万立方米）	10.56	12.29
废　纸	采购价格（元/吨）	1501	1520

	采购量（万吨）	21.43	28.40
浆　板	采购价格（元/吨）	4081	3949
	采购量（万吨）	36.88	35.20

资料来源：公司提供

3. 产销情况

跟踪期内，公司纸产品仍采用以销定产的生产模式，年产能为 131 万吨，其中岳阳林纸产能 101 万吨，沅江纸业产能 19 万吨（以生产印刷纸为主），洪纸公司产能 5 万吨（以生产包装纸为主）；公司商品浆年产能为 40 万吨，以生产溶解浆为主。以下分析以岳阳林纸产销数据为主。

2015 年，岳阳林纸纸产品总产量为 96.55 万吨，同比略有下降。其中，包装用纸受湘江纸业搬迁影响，产量同比大幅下降 42.75%；办公用纸产量同比大幅增长 89.35%，主要系出口纸销量增加所致；印刷用纸和工业用纸产量变化不大；商品浆板前三季度产量为 19.68 万吨。2015 年，岳阳林纸产能利用率为 93.74%，产能利用率较高。

表 3　岳阳林纸主要产品产销情况（单位：万吨、%）

主要产品	2014 年			2015 年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
包装用纸	18.62	19.75	106.07	10.66	10.08	94.56
印刷用纸	65.90	64.49	97.86	68.20	68.99	101.16
工业用纸	11.81	11.84	100.25	11.29	11.07	98.05
办公用纸	3.38	3.41	100.89	6.40	6.19	96.72
商品浆板	30.76	35.60	115.73	19.68	20.65	104.93

资料来源：公司提供
注：商品浆板主要指溶解浆。

跟踪期内，岳阳林纸纸产品的销售模式仍以直销为主，岳阳林纸在全国设立了 21 个销售网点。2015 年，岳阳林纸纸制品产销率均保持在较高水平。为降低市场风险，公司销售以款到发货为主，对于长期合作且内部信用评级较高的客户给予 1-3 个月的结算期，结算方式以银行承兑汇票为主，占比超过 80%。2015 年，岳阳林纸对前五大客户的销售额占营业收入比重的 16.29%，集中度不高。

销售价格方面，岳阳林纸纸产品价格根据市场定价原则。2015 年，岳阳林纸纸产品和商品浆板价格持续下滑，其中，工业用纸和商品浆板价格跌幅较大，同比分别下降 8.71%和 10.49%至 4371.72 元/吨和 4327.07 元/吨。截至 2015 年底，骏泰浆纸资产总额 41.87 亿元，同比下降 6.90%，所有者权益为 11.85 亿元，同比增长 25.13%，主要系资产评估增值导致资本公积增加 5 亿元所致；2015 年，骏泰浆纸实现营业收入 17.01 亿元，同比下降 5.08%，净利润为 -2.62 亿元，同比略有减亏。

表 4　岳阳林纸纸业板块主要产品价格情况

（单位：元/吨）

主要产品	2014 年	2015 年
包装用纸	4435.16	4424.69
印刷用纸	4523.31	4425.96
工业用纸	4788.82	4371.72
办公用纸	5060.77	4892.88
商品浆板	4908.92	4327.07

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司纸产品产量基本保持稳定，产能利用率较高，但受造纸行业持续低迷影响，纸产品价格持续下降，溶解浆项目持续亏损。未来随着湘江纸业搬迁完成，公司纸制品产销量将会扩大。

4. 未来发展

公司未来将坚持“四新”的企业发展理念，

以改革创新的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、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。

十、财务分析

公司提供的 2015 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。

合并范围方面，由于公司和岳阳林纸的资产置换，导致公司合并范围 2 家二级子公司变更为 3 级子公司，1 家三级子公司变更为二级子公司，另外，公司注销 1 家二级子公司。截至 2015 年底，公司合并范围拥有子公司 11 家，其中全资子公司 9 家，控股子公司 2 家。合并范围的变化对财务数据的可比性影响不大。

截至 2015 年底，公司资产（合并）总计 220.25 亿元，所有者权益合计 59.38 亿元（其中包含少数股东权益 32.75 亿元）。2015 年公司实现营业收入 75.56 亿元，利润总额-5.78 亿元。

1. 盈利能力

公司 2015 年实现营业收入 75.56 亿元，同比下降 7.58%，主要系造纸行业不景气以及湘江纸业搬迁导致包装用纸销售收入下降所致，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 66.52 亿元，同比下降 6.01%，比营业收入下降速度慢；营业利润率为 11.51%，较 2014 年下降 1.43 个百分点。

2015 年，公司期间费用合计 17.18 亿元，主要由管理费用和财务费用构成，分别占 44.26%和 38.24%，期间费用同比增长 11.19%，主要系湘江纸业搬迁支付员工遣散费使得管理费用同比大幅增长 42.90%所致，销售费用和财务费用同比均呈下降趋势。2015 年，公司期间费用占营业收入比重为 22.74%，较 2014 年上升 3.84 个百分点。总体看，公司期间费用负担重，对公司利润的侵蚀性大。

2015 年，公司资产减值损失 0.62 亿元，主要是坏账损失和存货跌价损失；投资收益为 0.64 亿元，同比大幅增长，主要系处置岳阳城陵矶新港有限公司 31.92%股权产生的投资收益；营业外收入为 2.77 亿元，其中非流动资产处置利得为 1.59 亿元，政府补助 0.93 亿元，营业外收入同比下降 36.83%，主要是 2014 年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收到补偿金额 3.21 亿元，基数较大所致。

2015 年，公司实现利润总额-5.78 亿元，同比亏损增加 5.17 亿元。从盈利指标来看，2015 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 0.68%和-10.00%，同比均大幅下降。

总体看，2015 年受造纸行业和溶解浆产业

景气度持续低迷、以及湘江纸业搬迁的影响，公司收入规模大幅下降，加之，期间费用负担重，对利润侵蚀明显，导致公司出现大幅亏损，主业盈利能力大幅下滑。

2．现金流及保障

经营活动方面，2015 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 44.05 亿元，同比下降 24.24%，主要系公司以票据结算方式同比上升，票据贴现同比下降所致；购买商品、接受劳务支付现金 27.88 亿元，同比下降 19.04%，主要系本期承兑支付比例较去年增高所致；收到和支付其他与经营活动有关的现金同比均大幅上升，主要是 2014 年公司将收到与支付其他与经营活动有关的现金进行了抵消，导致基数较低。2015 年，公司经营活动产生的净现金流为 4.68 亿元，同比下降 71.16%，现金收入比为 58.30%，同比下降 12.82 个百分点，收入实现质量较差。

投资活动方面，2015年，公司投资活动现金流入0.70亿元；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，2015年投资活动现金流出0.81亿元；2015年公司投资活动净现金流为-0.10亿元。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要来自银行借款和收到其他与筹资活动有关的现金（主要是资金拆借款），2015年为148.94亿元。近两年，公司大规模的债务活动导致大额偿债资金流出，2015年，公司筹资活动产生的现金流量净额-2.20亿元。

总体看，2015 年公司经营活动净现金流下降幅度较大，收入实现质量较差；随着在建工程的相继完工，资本性支出规模不大；但是近年公司主业盈利能力较弱，债务规模较大，存在较大对外融资需求。

3．资本及债务结构

截至2015年底，公司资产合计220.25亿元，同比增长2.29%，其中流动资产占比44.70%，非流动资产占比55.30%。

流动资产

截至2015年底，公司流动资产为98.46亿元，以货币资金、应收账款和存货为主。

截至2015年底，公司货币资金为12.69亿元，同比增长17.13%，其中银行存款占53.48%，其他货币资金（主要为保证金）占46.51%；应收票据为6.18亿元，同比增长24.95%，主要是本年增加票据结算所致。

截至2015年底，公司应收账款为12.79亿元，同比增长21.43%。按组合计提坏账准备的应收账款占应收账款余额的91.30%，从其账龄来看，1年以内的占84.24%，1-2年的占8.68%，2-3年占2.34%，3年以上的占4.74%。2015年公司共计提坏账准备1.18亿元，占应收账款余额的8.45%。总体看，公司应收账款期限较短，计提坏账准备较充分。

截至2015年底，公司其他应收款为3.89亿元，主要是应收岳阳市洞庭新城投资建设开发有限公司、永州市土地储备中心和岳阳科德商贸有限公司等的欠款，均单项金额重大并单项计提坏账准备，计提比例为19.82%。截至2015年底，公司其他应收款同比下降19.21%。

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2015年底，公司存货账面余额为58.94亿元，同比变化不大，其中，林木资产占比56.70%，计提跌价准备1.49 %；原材料占比28.59%，计提跌价准备1.00%；库存商品占比8.45%，计提跌价准备1.13%。

非流动资产

截至 2015 年底，公司非流动资产 121.79 亿元，主要由固定资产和无形资产构成。

截至 2015 年底，公司长期应收款 8.15 亿元，同比增长 183.98%，主要系 2015 年 12 月子公司湘江纸业与永州市土地储备中心签订《国有土地使用权收回补偿合同》，湘江纸业位于永州冷水滩区下河线的工业用地合计 570.46 亩由永州市土地储备中心收回，永州市土地储备中心对上述土地以及地上附着物进行补偿，

补偿金额为5.50亿元，公司将该笔款项作为长期应收款进行列报所致。

截至2015年底，公司固定资产为91.15亿元，主要由机器设备和房屋、建筑物构成，同比下降7.02%；公司在建工程为7.71亿元，同比增长9.92%，主要是湘江纸业搬迁项目、杨木化机浆综合技改和其他技改项目增加所致；无形资产为10.66亿元，同比下降6.95%，主要是湘江纸业部分土地被永州市土地储备中心收储所致。

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；非流动资产同比变化不大。整体看，公司资产质量一般。

所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益为59.38亿元（其中少数股东占55.15%），同比下降9.80%，主要是由于：1）公司与岳阳林纸进行资产置换，由于岳阳林纸是非全资子公司，由于少数股东的影响，导致资本公积同比下降140.35%至-3.93亿元；2）公司主营业务连续亏损，未分配利润同比下降50.84%至-10.50亿元。归属于母公司的所有者权益为26.63亿元，其中实收资本占比153.36%、盈余公积占比0.82%。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益仍以少数股东权益和实收资本为主，但由于与子公司岳阳林纸的资产置换和主营业务连年亏损，导致所有者权益同比出现下滑，权益稳定性弱化。

负债

截至2015年底，公司负债总计160.87亿元（同比增长7.62%），其中流动负债占比72.25%，非流动负债占比27.75%。

截至2015年底，公司流动负债为116.24亿元，主要由短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款和其他流动负债构成。

截至2015年底，公司短期借款为52.03亿元，同比增长7.73%，主要是保证借款和信用借款；应付票据为15.66亿元，同比下降33.13%，主要系票据融资下降所致；应付账款15.42亿元，同比下降7.99%，主要为应付采购款及工程款；应付职工薪酬为3.17亿元，同比增长249.67%，主要系湘江纸业搬迁，公司支付离职后福利和辞退福利增加所致；其他应付款为9.87亿元，同比增长120.49%，主要系向母公司中国纸业资金拆借余额增加所致，其中有息借款为6.14亿元；其他流动负债为12.55亿元，同比增长107.43%，主要系岳阳林纸2015年发行三期短期融资券合计12.50亿元所致。

截至2015年底，公司非流动负债合计44.64亿元，同比增长10.23%，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。

截至2015年底，公司长期借款19.39亿元，同比增长0.56%，主要是保证借款和信用借款；应付债券为14.62亿元，同比下降7.78%，主要系本期支付“07湘泰格债”本金1.20亿元所致。

截至2015年底，公司全部债务为133.27亿元，同比增长8.61%，长短期债务占比分别为31.82%和68.18%，较2014年底变化不大。

从债务指标来看，截至2015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均有所上升，分别为73.04%、69.18%和41.67%。

总体看，跟踪期内，公司负债结构仍以流动负债为主，有息债务规模依然较大，且以短期债务为主，由于公司近年主营业务持续亏损，且经营活动现金净流量规模较小，短期支付压力较大。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，2015年底，公司流动比率和速动比率分别为84.71%和34.63%。由于经营活动净现金流同比大幅下降，2015年公司经营现金流动负债比下降10.85个百分点至4.02%。整体看，公司流动资产中存货占比较大，现金类资产中受限资金较多，资产流动性较差；

且近年主营业务持续亏损，公司短期偿债能力弱。

从长期偿债能力指标看，2015 年公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 倍数分别为 1.28 倍和 14.40 倍。总体看，公司长期偿债能力有所弱化，整体偿债能力较弱。

截至 2016 年 3 月底，公司获得综合授信总额为 117.57 亿元，其中未使用额度为 31.96 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 A 股上市公司，具有直接融资渠道。

截至 2016 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 2016 年 7 月 8 日，公司已结清关注类贷款 30 笔、不良类贷款 9 笔，未结清关注类贷款 4 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 4 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，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。

十一、存续期债券及其保障能力情况

“07 湘泰格债”设立提前偿还条款，分别于 2014 年 6 月 14 日偿还本金金额的 10%，即 8000 万元；2015 年 6 月 14 日偿还本金金额的 15%，即 1.20 亿元；2016 年 6 月 14 日偿还本金金额的 15%，即 1.20 亿元；2017 年 6 月 14 日偿还剩余的 60%本金，即 4.80 亿元。截至本报告出具日，“07 湘泰格债”剩余本金为 4.80 亿元。

2015 年，公司 EBITDA 为 9.25 亿元，为“07 湘泰格债”剩余本金的 1.93 倍；经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为 91.00 亿元和 4.68 亿元，分别为“07 湘泰格债”剩余本金的 18.96 倍和 0.98 倍。总体看，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对“07 湘泰格债”剩余本金的保障能力较强。

目前，公司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”。参见表 5：湖南国地咨询评估有限责任公司（以下简称“湖南国地”）2016 年 5 月 10 日对上述仍处于抵押状态的土地出具的土地估价报告。

表 5　公司土地评估报告汇总表（估价基准日 2016-4-30）

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	13840.73	湖南国地【2016】益阳（估）字第 011 号
澧县七里湖	6666666.7	澧国用（2004）字第1296号	农用	56666.67	湖南国地【2016】常德（JG）字第 011 号
	6666666.7	澧国用（2004）字第1297号		56666.67	
合计	**1379935.14**			**127174.07**	

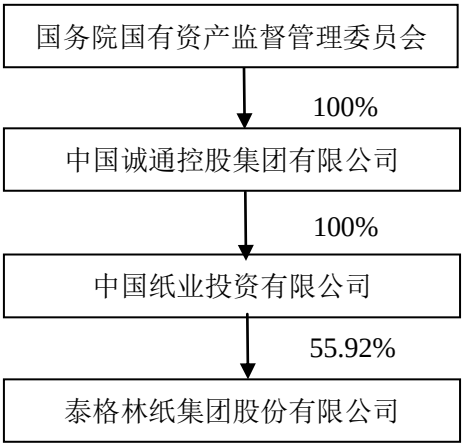
资料来源：公司提供

公司目前尚处于抵押状态的土地使用权 2016 年 4 月 30 日市场价值合计 12.72 亿元，为“07 湘泰格债”剩余本息（50582.4 万元）的 2.51 倍，公司抵押资产价值对“07 湘泰格债”剩余本息的覆盖程度良好。

十二、结论

综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级由 AA 调整为 AA^-，评级展望由负面调整为稳定，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	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	14.38	8.97	9.88
资产总额(亿元)	220.34	215.31	220.25
所有者权益(亿元)	67.04	65.83	59.38
短期债务(亿元)	85.40	78.07	90.86
长期债务(亿元)	35.57	38.14	42.41
全部债务(亿元)	120.97	116.21	133.27
营业收入(亿元)	82.53	81.76	75.56
利润总额(亿元)	-1.03	-0.61	-5.78
EBITDA(亿元)	12.69	13.44	9.25
经营性净现金流(亿元)	3.70	16.22	4.68
财务指标			
销售债权周转次数(次)	3.76	4.11	4.39
存货周转次数(次)	1.41	1.30	1.16
总资产周转次数(次)	0.38	0.38	0.35
现金收入比(%)	72.41	71.12	58.30
营业利润率(%)	12.96	12.94	11.51
总资本收益率(%)	3.65	4.26	0.68
净资产收益率(%)	-1.88	-1.69	-10.00
长期债务资本化比率(%)	36.52	36.68	41.67
全部债务资本化比率(%)	66.06	64.99	69.18
资产负债率(%)	69.57	69.43	73.04
流动比率(%)	87.73	84.36	84.71
速动比率(%)	41.05	32.67	34.63
经营现金流动负债比(%)	3.30	14.88	4.02
EBITDA 利息倍数(倍)	1.56	1.52	1.28
全部债务/EBITDA(倍)	10.29	9.10	14.40

注：1. 现金类资产已扣除受限资金；
2. 已将“其他流动负债”和“其他应付款”中的有息债务调整至短期债务；
3. 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	（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+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。