跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 847 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

二零一七年六月十四日

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： 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	2007/06/14-2017/06/14	AA⁺	AA⁺

跟踪评级时间：2017 年 6 月 14 日

财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	15.78	18.88	13.28
资产总额(亿元)	215.31	220.25	209.80
所有者权益(亿元)	65.83	59.38	56.60
短期债务(亿元)	84.12	84.77	87.69
长期债务(亿元)	38.14	39.66	23.47
全部债务(亿元)	122.26	124.44	111.16
营业收入(亿元)	81.76	75.56	86.76
利润总额(亿元)	-0.61	-5.78	-2.69
EBITDA(亿元)	13.12	8.82	8.37
经营性净现金流(亿元)	16.22	4.68	19.73
营业利润率(%)	12.94	11.51	13.13
净资产收益率(%)	-1.69	-10.00	-5.09
资产负债率(%)	69.43	73.04	73.02
全部债务资本化比率(%)	65.00	67.70	66.26
流动比率(%)	84.36	84.71	75.38
经营现金流动负债比(%)	14.88	4.02	15.13
全部债务/EBITDA(倍)	9.32	14.11	13.28
EBITDA 利息倍数(倍)	1.53	1.11	1.34

注：1.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；2. 已将“长期应付款”里的有息债务调整至长期债务。

分析师

魏铭江 杨 涵

邮箱：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）

网址：www.lhratings.com

评级观点

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。跟踪期内，随着去产能政策进一步落实，造纸行业尤其是文化纸市场整体出现上扬，公司营业收入快速上升，主营业务减亏，盈利能力有所改善，同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司盈利能力仍较弱，短期偿债压力大等因素对公司信用基本面造成不利影响。

2017年5月上市子公司岳阳林纸通过定向增发完成对浙江凯胜园林市政建设有限公司（下称“凯胜园林”）100%收购，公司资产和权益规模将有所上升，债务负担和短期支付压力将得到缓解，公司信用基本面有所好转。

公司以部分土地使用权作为抵押资产对“07湘泰格债”剩余本金4.80亿元本金及利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，评级展望为稳定，并维持“07 湘泰格债”AA⁺的信用等级。

优势

1. 公司是央企中国诚通控股集团有限公司下属纸业板块的核心企业，股东支持力度大。
2. 2016 年，环保持续高压态势，供给侧改革中淘汰落后产能政策进一步落实，文化纸行业整体上扬，公司产品价格随之上涨，库存及应收账款均有所下降。
3. 公司抵押资产评估价值、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。
4. 2017 年 5 月，子公司岳阳林纸股份有限公司完成定增，募集 22.94 亿元，用于收购凯

胜园林。

关注

1. 跟踪期内，子公司湘江纸业搬迁未完成影响了公司盈利能力。
2. 公司主营业务仍然亏损，主业盈利能力偏弱。
3. 公司债务规模仍较大，且以短期债务为主，短期偿债压力大。
4. 公司权益稳定性偏弱，归属于母公司的权益比重较低，随着子公司岳阳林纸股份有限公司完成非公开发行，公司对其持股比例进一步下降。

声　明

一、本报告引用的资料主要由泰格林纸集团股份有限公司（以下简称“泰格林”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

泰格林纸集团股份有限公司企业债跟踪评级报告

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，中国纸业以增资扩股的方式投资本公司，中国纸业持股比例为 55.92%。2016 年 5 月上市子公司岳阳林纸股份有限公司（下称“岳阳林纸”）完成定向增发。截至 2016 年底，公司注册资本为 40.84 亿元。公司母公司为中国纸业，中国诚通控股集团有限公司（下称“诚通控股”）持有中国纸业 100%，公司实际控制人为诚通控股。

2016 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。公司控股岳阳林纸（持股 37.34%，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 2016 年底，公司资产（合并）总计 209.80 亿元，所有者权益合计 56.60 亿元（含少数股东权益 32.92 亿元）。2016 年公司实现营业收入 86.76 亿元，利润总额-2.69 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、存续债券概况及募集资金使用情况

公司已发行并仍在存续期内的债券包括一年内到期的非流动负债中“07 湘泰格债”和应付债券中子公司岳阳林纸发行的 8.50 亿元“12 岳纸 01”公司债。

公司已按“07 湘泰格债”设立的提前偿还条款，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。

“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。

表 1 公司存续期债券情况（单位：亿元）

债券简称	债券类型	到期日	债券余额
07 湘泰格债	企业债	2017-6-14	5.02
12 岳纸 01	公司债	2018-5-29	4.17

资料来源：公司提供

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并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，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增

速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

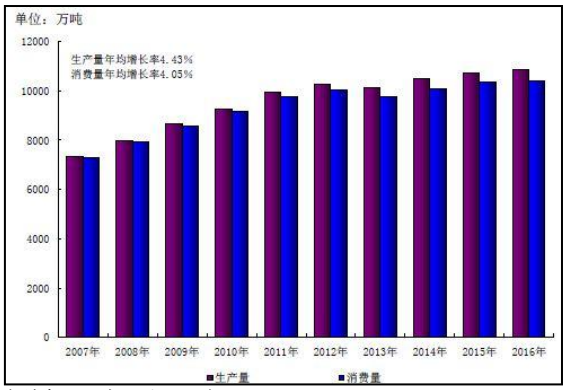
1. 行业现状

2016 年，随着国家供给侧结构性改革进一步实施，去产能、去库存逐渐成效，造纸企业经过深度洗牌，高污染、高能耗、低产能者被逐步淘汰出局，产能得到进一步压缩，行业的生产集中度在逐步提高，竞争态势也在发生明显变化，盈利拐点显现，行业整体触底回升。

根据中国造纸协会调查资料，2016 年中国纸及纸板生产企业约 2800 家，全国纸及纸板生产量 10855 万吨，较上年增长 1.35%。消费量 10419 万吨，较上年增长 0.65%，人均年消费量为 75 千克（13.83 亿人）。2007～2016 年，纸及纸板生产量年均增长率 4.43%，消费量年均增长率 4.05%。

图 1　2007~2016 年纸及纸板生产和消费情况

（单位：万吨）



资料来源：中国造纸协会

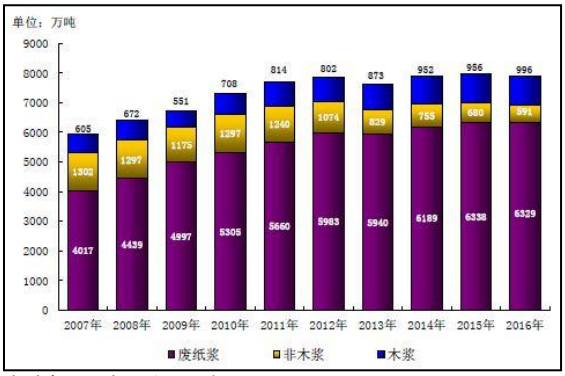
分品种来看，2016 年未涂布印刷书写纸生产量 1770 万吨，较上年增长 1.43%；消费量 1689 万吨，较上年增长 0.54%；2016 年涂布印刷纸生产量 755 万吨，较上年下降 1.95%；消费量 609 万吨，较上年下降 5.14%，其中铜版纸生产量 665 万吨，较上年下降 2.21%；消费量 565 万吨，较上年下降 5.20%；2016 年生活用纸生产量 920 万吨，较上年增长 3.95%；消费量 854 万吨，较上年增长 4.53%；2016 年包装用纸生产量 675 万吨，较上年增长 1.50%；消费量 689 万吨，较上年增长 1.17%；2016 年白纸板生产量 1405 万吨，较上年增长 0.36%；消费量 1265 万吨，较上年下降 2.62%。

据中国造纸协会调查资料，2016 年全国纸浆生产总量 7925 万吨，较上年下降 0.74%。其中：木浆 1005 万吨，较上年增长 4.03%；废纸浆 6329 万吨，较上年下降 0.14%；非木浆 591 万吨，较上年下降 13.08%。

2016 年全国纸浆消耗总量 9797 万吨，较上年增长 0.68%。木浆 2877 万吨，占纸浆消耗总量 29%，其中进口木浆占 19%、国产木浆占 10%；废纸浆 6329 万吨，占纸浆消耗总量 65%，其中用进口废纸制浆占 24%、用国产废纸制浆占 41%；非木浆 591 万吨，占纸浆消耗总量 6%，其中稻麦草浆占 2.5%、竹浆占 1.6%、苇（获）浆占 0.7%、蔗渣浆占 0.9%、其他非木浆占 0.3%。

图 2　2007~2016 年国产纸浆消耗情况

（单位：万吨）



资料来源：中国造纸协会

图 3　2007~2016 年纸浆总消耗情况

（单位：万吨）

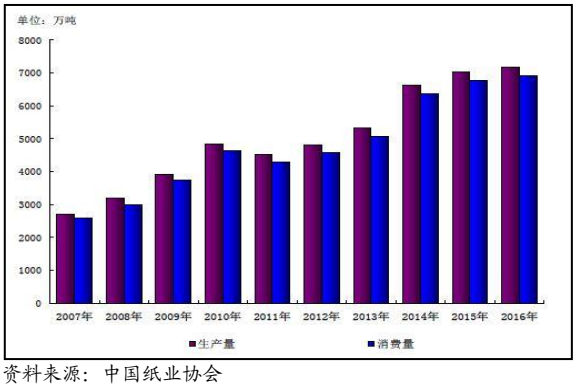


资料来源：中国造纸协会

根据国家统计局数据，2016 年全国规模以上纸制品生产企业 3895 家，生产量 7190 万吨，较上年增长 2.16%；消费量 6911 万吨，较上年增长 2.14%；进口量 12 万吨，出口量 291 万吨。2007～2016 年，纸制品生产量年均增长率 11.43%，消费量年均增长率 11.58%。

图 4　2007~2016 年纸制品生产和消费情况

（单位：　万吨）



资料来源：中国纸业协会

根据中国造纸业协会在《中国造纸工业 2016 年度》中表达观点，2016 年在中国经济平稳发展，市场信心有所恢复的推动下，造纸工业克服了能源、运输、原材料价格上涨等诸多不利因素，通过加大结构调整力度，适应市场需求变化，挖掘潜力，节能降耗，降低成本，提升产品质量等措施，实现了生产运营平稳，产销平衡，盈利有所增加，保持造纸产业平稳发展。

2. 行业关注

原材料

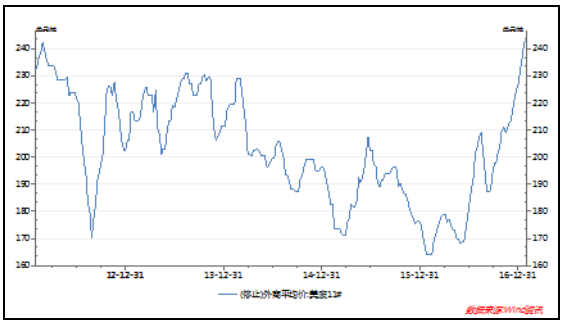
纸浆作为造纸工业的直接原料通常分为木浆、废纸浆及非木浆。目前国际造纸工业纸浆结构中木浆约占 63%，废纸浆约占 34%，非木浆约占 3%。

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，2016年中国废纸累计进口数量2850万吨，同比下降2.70%，价值49.89亿美元，同比下降5.60%。2016年，进口废纸价格持续走低，按照海关总署提供数据统计，截至2016年12月26日，美废11#报价225.00美元/吨，同比上升27.48%。2016年，中国进口纸浆2106.99万吨，同比增长6.20%；价值122.39亿美元，同比下降4.10%，进口均价581.14美元/吨。

图 5 美废 11#外商平均价走势图

（单位：美元/吨）



资料来源：Wind 资讯

总体看，国内造纸行业原料供给对进口依赖程度较高，且价格与国际市场联动性强。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》，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。

水污染防治行动计划

2015年4月国务院印发《水污染防治行动计划》，规定2016年底前，全部取缔不符合国家产业政策的小型造纸、制革、印染、染料、炼焦等严重污染水环境的生产项目。

轻工业发展规划

2016年8月，工信部制定的《轻工业发展规划（2016-2020年）》对造纸行业发展方向做了相应部署，造纸行业重点向节能、环保、绿色三大方向发展。一是加强造纸纤维原料高效利用技术，高速纸机自动化控制集成技术，清洁生产和资源综合利用技术的研发及应用；二是重点发展白度适当的文化用纸、未漂白的生活用纸、高档包装用纸和高技术含量的特种纸，增加纸及纸制品的功能、品种和质量；三是充分利用开发国内外资源，加大国内废纸回收体系建设，提高资源利用效率，降低原料对外依赖过高的风险。

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。

六、基础素质分析

截至2016年底，公司注册资本为40.84亿元，母公司仍为中国纸业，公司实际控制人为诚通控股。

公司为国内大型文化用纸、工业用纸、包装纸生产企业，市场分布全国31个省、市、自治区以及亚洲和东非地区。研发投入方面，作为主要经营主体的岳阳林纸2016年研发投入1.45亿元，占当期营业收入比例为3.01%。跟踪期内，岳阳林纸主要的研发项目包括全木浆（米黄）纯质纸开发计划、微涂笔记本纸技术开发计划、薄本纸生产技术研发计划、高比例DIP浆胶版纸研发计划、高光泽铜版纸技术及应用研究计划、涂料配方优化降低生产成本研发计划等。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。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理机制等方面无重大变化。

八、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（下称“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（下称“安泰实业”）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（下称“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（下称“宏泰公司”）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。上述资产置换已于2015年10月31日办理了交割手续。其中：骏泰浆纸于2015年10月30日完成工商变更登记手续；安泰实业于2015年12月25日完成工商变更登记手续；恒泰公司于2015年10月30日完成工商变更登记手续；宏泰公司于2015年11月10日完成工商变更登记手续。

表2　资产交割日置入、置出资产情况表

置出资产	账面价值（亿元）
骏泰浆纸股权	6.68
小计	**6.68**
置入资产	
安泰实业公司等公司股权	6.90
分公司净资产	0.15
固定资产、应收款项	1.78
小计	**8.83**

资料来源：公司年报

2. 非公开发行

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）》，本次非公开发行A股股票的数量不超过355054000股，拟募集资金总额不超过229364.89万元。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不会发生变化。

2017年5月19日，岳阳林纸共向包括中国纸业投资有限公司在内的7名投资者合计发行354574000股，募集资金净额为22.52亿元，其中9.34亿元将用于收购浙江凯胜园林市政建设有限公司（下称“凯胜园林”）100%股权，13.00亿元用于偿还银行贷款，剩余资金用于补充流动资金。根据业绩承诺条款，凯胜园林2016~2018年实现的净利润不低于10864万元、13107万元和14463万元。

凯胜园林是一家集园林绿化施工、园林景观设计、市政工程施工、苗木生产销售及绿化养护为一体的综合性园林绿化公司，主要收入和利润来源为园林绿化施工业务。截至2016年底，凯胜园林资产8.79亿元，所有者权益4.09亿元，2016年全年实现收入6.72亿元，利润总额1.53亿元。

本次非公开发行股票后，一方面岳阳林纸将进军园林行业，借助园林公司，盘活林业资产，与园林公司形成协同效应，实现多元化发展；另一方面，财务实力大大增强，流动性压力得到缓解，资产质量整体向好。

九、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2016年底，公司合并口径具备年造纸能力约160万吨（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”）、骏泰浆纸等。

2016年，公司实现营业收入86.76亿元，同比上升14.82%，子公司岳阳林纸、沅江纸业和骏泰浆纸营业收入，分别占公司营业收入的64.05%、9.72%和25.24%，其中骏泰浆纸收入大幅增长，主要系浆纸行业触底回升所致；同期，公司利润总额为-2.69亿元，较上年亏损减少3.09亿元，主要系造纸行业回暖带来公司主营业务收入快速增长，湘江纸业搬迁导致三费及员工费用同比大幅减少以及政府补助上升所致；2016年，公司营业利润率为13.13%，同比上升1.61个百分点。

表3 公司主营业务（子公司）经营情况（单位：万吨、亿元）

子公司（简称）	2015年				2016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	116.23	116.98	59.29	-3.79	84.92	85.85	47.99	0.42
沅江纸业	15.73	14.82	10.60	0.60	14.67	15.47	7.28	-0.95
洪纸公司	3.61	3.77	1.58	-0.26	1.53	1.55	0.74	-0.33
骏泰浆纸	1.23	1.22	12.16	-3.28	28.34	28.46	18.91	-0.39
合计	**136.80**	**136.79**	**72.60**	**-3.34**	**129.46**	**131.33**	**74.92**	**-1.25**

资料来源：公司提供

注：1.上表仅列示公司浆纸部分主要子公司产销及收入情况；2.上述子公司经营情况未做合并抵消。

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，由于供给侧改革持续推进，公司去库存效果显著，加上子公司湘江纸业关停搬迁还未完成及剥离骏泰浆纸等影响，岳阳林纸原材料各品种采购数量均出现大幅下降。其中，2016年煤炭采购量同比下降17.17%至74.24万吨；松木采购量同比下降81.76%至21.84万立方米；芦苇采购量同比下降48.82%至6.29万立方米；废纸采购量同比下降31.69%至19.40万吨；浆板采购量同比下降26.45%至25.89万吨；杨木采购量同比下降7.57%至35.14万立方米，主要系公司减少杨木化机浆消耗所致。

从采购价格来看，受造纸行业需求疲弱影响，2016年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3.08%至441元/吨；松木、杨木价格同比分别下降至492元/立方米和509元/立方米。2016年，岳阳林纸前五名供应商采购金额11.47亿元，占采购总额28.72%。

总体看，跟踪期内，公司各种原材料采购价格均有不同程度下降，有利于公司降低生产成本。

表4　岳阳林纸主要原材料采购价格

主要原材料名称		2015年	2016年
煤　炭	采购价格（元/吨）	455	441
	采购量（万吨）	89.63	74.24
松　木	采购价格（元/米^3）	576	492
	采购量（万立方米）	119.73	21.84
杨　木	采购价格（元/米^3）	551	509
	采购量（万立方米）	38.02	35.14
芦　苇	采购价格（元/米^3）	713	758
	采购量（万立方米）	12.29	6.29
废　纸	采购价格（元/吨）	1520	1466
	采购量（万吨）	28.40	19.40
浆　板	采购价格（元/吨）	3949	3582
	采购量（万吨）	35.20	25.89

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）；公司商品浆主要由子公司骏泰浆纸负责，年产能为30万吨，以生产溶解浆为主。以下分析以岳阳林纸产销数据为主。

2016年，岳阳林纸纸产品总产量为86.42万吨，同比下降10.49%。其中，包装用纸受湘江纸业搬迁影响（生产包装纸的洪纸公司由于产能落后已于2016年6月停产），产量同比大幅下降91.28%；办公用纸、印刷用纸和工业用纸产销量变化不大；2016年，岳阳林纸产能利用率为85.56%，同比减少8.18个百分点，产能利用率仍较高。

商品浆板2016年产销量较2015年大幅上升，主要系2015年商品浆板只包含1~10月数据，此外，2016年底造纸行业回升等因素也带动了商品浆板的产销量的上升。

表 5　岳阳林纸及骏泰浆纸主要产品产销情况（单位：万吨、%）

主要产品	2015 年			2016 年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
包装用纸	10.66	10.08	94.56	0.93	2.42	260.22
印刷用纸	68.20	68.99	101.16	68.35	69.87	102.22
工业用纸	11.29	11.07	98.05	11.49	11.43	99.48
办公用纸	6.40	6.19	96.72	5.65	5.75	101.77
商品浆板	19.68	20.65	104.93	28.43	30.57	107.52
浆纸产品小计	**116.23**	**116.98**	**100.65**	**114.85**	**120.04**	**104.52**

资料来源：公司提供

注：1. 商品浆板主要指溶解浆；2.因骏泰浆纸于 2015 年 10 月 31 日被剥离出岳阳林纸，故 2015 年商品浆板产销量均为 1~10 月数据；3. 商品浆板业务不在 2016 年岳阳林纸合并范围内。

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。2016 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%。2016 年，岳阳林纸对前五大客户的销售额占营业收入比重的 18.34%，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。2016 年，受到包装纸向好行情带动及去产能政策进一步落实，文化纸行业整体上行，尤其在 2016 年底，公司产品价格同比均有上涨；其中，包装用纸、印刷用纸和工业用纸增幅均超过 10%以上，分别为 14.23%，12.56%和 10.34%。商品浆板板块：2016 年受造纸行业景气度回升影响，商品浆板价格同比大幅上升 18.64%。

表 6 岳阳林纸及骏泰浆纸纸业板块主要产品价格情况

（单位：元/吨、%）

主要产品	2015 年	2016 年	同比涨幅
包装用纸	4424.69	5054.35	14.23
印刷用纸	4425.96	4981.74	12.56
工业用纸	4371.72	4823.69	10.34
办公用纸	4892.88	5245.35	7.20
商品浆板	4327.07	5133.84	18.64

资料来源：公司提供

注：岳阳林纸 2015 年剥离骏泰浆纸，故商品浆板业务不在其合并范围内。

跟踪期内，受子公司湘江纸业搬迁导致包装纸生产停滞影响，公司纸产品产量有所下降，但造纸行业 2016 年四季度开始触底反弹，纸产品价格持续走高，溶解浆项目实现减亏。未来随着湘江纸业搬迁完成，公司纸制品尤其是包装纸产销量将会大幅提升。

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。

十、财务分析

公司 2016 年度财务数据已经湖南恒基有限责任会计师事务所审计，并发表了标准无保留审计意见。

2016 年，公司合并范围未发生变化。截至 2016 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。

截至 2016 年底，公司资产（合并）总计 209.80 亿元，所有者权益合计 56.60 亿元（其中包含少数股东权益 32.92 亿元）。2016 年公司实现营业收入 86.76 亿元，利润总额-2.69 亿元。

1．资产质量

截至2016年底，公司资产合计209.80亿元，同比下降4.75%，其中流动资产占比46.84%，非流动资产占比53.16%。

流动资产

截至2016年底，公司流动资产为98.28亿元，以货币资金、应收账款和存货为主。

截至2016年底，公司货币资金为7.97亿元，同比下降37.24%，其中银行存款占34.30%，其他货币资金（主要为保证金）占65.67%；应收票据为5.31亿元（已质押0.26亿元），同比下降14.06%，主要为银行承兑汇票。截至2016年底，公司已背书或贴现且在资产负债表日尚未到期的应收票据（全部为银行承兑汇票）合计33.50亿元。

截至2016年底，公司应收账款为10.56亿元，同比下降17.45%。采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款占应收账款余额的91.48%，从其账龄来看，1年以内的占74.20%，1~2年的占12.13%，2~3年的占6.98%，3年以上的占6.69%。2016年公司共计提坏账准备1.33亿元，占应收账款余额的11.24%。总体看，公司应收账款期限较短，计提坏账准备较充分。

截至2016年底，公司其他应收款为8.63亿元，同比大幅上升122.21%，主要是应收岳阳市洞庭新城投资建设开发有限公司（0.84亿元）、永州市土地储备中心（3.95亿元）、中国诚通控股集团有限公司（0.76亿元）和岳阳科德商贸有限公司（0.55亿元）等的欠款，其中永州市土地储备中心采用单项金额重大并单项计提坏账准备。截至2016年底，公司其他应收款共计提1.00亿元，计提比例为10.37%。

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2016年底，公司存货账面余额为56.77亿元，同比变化不大，其中，林木资产占比62.34%，计提比例1.39%；原材料占比24.31%，计提比例4.29%；库存商品占比5.65%，计提比例0.15%。

截至2016年底，公司一年内到期的非流动资产4.71亿元，全部为一年内到期的长期应收款。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。

非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产 111.52 亿元，主要由固定资产、在建工程和无形资产构成。

截至 2016 年底，公司长期应收款 0.01 亿元，同比减少 8.14 亿元，主要系公司将长期应收款中的土地处置款计入一年内到期的非流动资产中。

截至 2016 年底，公司固定资产为 85.72 亿元，主要由机器设备和房屋、建筑物构成，同比下降 5.97%；公司在建工程为 11.65 亿元，同比增长 51.12%，主要是湘江纸业搬迁项目增加所致；无形资产为 10.42 亿元，主要为土地使用权。

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。

2. 负债及所有者权益

负债

截至 2016 年底，公司负债总计 153.20 亿元（同比下降 4.77%），其中流动负债占比 85.10%，非流动负债占比 14.90%。

截至 2016 年底，公司流动负债为 130.37 亿元，主要由短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

截至 2016 年底，公司短期借款为 54.09 亿元，同比增长 3.97%，主要是保证借款和信用借款，质押借款 6.21 亿元，其中 4.20 亿元为公司将岳阳林纸股份有限公司无限售流通股 1 万股用于质押；应付票据为 16.32 亿元，同比上升 4.22%，主要系票据融资上升所致；应付账款 19.52 亿元（账龄 1 年内占 72.16%，1~2 年占 18.46%），同比上升 24.86%，主要为应付采购款及工程款；应付职工薪酬为 1.19 亿元，同比下降 39.81%，主要系 2015 年湘江纸业搬迁，公司支付离职后福利和辞退福利导致基数较大所致；其他应付款为 17.24 亿元，同比增长 74.65%，主要系新增对中国纸业的 6.77 亿元往来款所致；一年内到期的非流动负债 17.27 亿元，同比增长 280.91%，主要系新增一年内到期的长期借款 7.71 亿元和一年内到期的应付债券 5.02 亿元所致；其他流动负债为 0.05 亿元，同比减少 12.50 亿元，主要系子公司岳阳林纸偿还了 2015 年发行的三期短期融资券合计 12.50 亿元所致。

截至 2016 年底，公司非流动负债合计 22.83 亿元，同比下降 48.86%，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。

截至 2016 年底，公司长期借款 10.93 亿元，同比下降 43.66%，主要为保证借款（10.84 亿元）；应付债券为 4.15 亿元，同比下降 71.64%，主要系本期偿还子公司岳阳林纸 2013 年发行的 8.5 亿元公司债券所致；长期应付款 6.11 亿元，同比下降 31.12%，主要系子公司岳阳林纸租赁款下降所致，构成中有 3.00 亿元中国纸业投资有限公司委托诚通财务公司给子公司岳阳林纸的贷款。

截至 2016 年底，公司全部债务为 111.16 亿元，同比下降 10.67%，长短期债务占比分别为 21.12%和 78.88%，较 2015 年底相比，短期债务占比上升 10.76 个百分点。

从债务指标来看，截至 2016 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率变化不大，长期债务资本化比率有所下降，分别为 73.02%、66.26%和 29.31%。

公司一年内到期的应付债券为 5.02 亿元，全部为公司 2007 年发行的 8 亿元企业债，截至 2016 年底，公司仍需偿还的债券余额为 5.02 亿元。

表 7 截至 2016 年底存续期内债券情况 （单位：万元）

债券名称	简称	到期日	债券余额
岳阳林纸股份有限公司 2012 年公司债券	12 岳纸 01	2018-05-29	41733.50
泰格林纸集团股份有限公司 2007 企业债	07 湘泰格债	2017-06-14	50222.17

资料来源：公司年报，联合资信整理

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，由于公司近年主营业务持续亏损，短期支付压力较大。

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益为 56.60 亿元（其中少数股东权益 32.92 亿元），同比下降 4.69%，主要是由于公司主营业务连续亏损，未分配利润同比下降 29.13%至-13.56 亿元。归属于母公司的所有者权益为 23.67 亿元，其中实收资本占比 172.54%、盈余公积占比 0.93%。

截至 2016 年底，公司资本公积-3.83 亿元，较上年变化不大，主要系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，导致资本公积为负。

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。

3. 盈利能力

公司 2016 年实现营业收入 86.76 亿元，同比增长 14.82%，主要系造纸行业经过去产能后，文化印刷市场量价齐升所致，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 74.95 亿元，同比增长 12.67%，比营业收入增长速度慢；营业利润率为 13.13%，较 2015 年上升 1.62 个百分点。

2016 年，公司期间费用合计 14.29 亿元，主要由管理费用和财务费用构成，分别占 42.58%和 34.43%，期间费用同比下降 16.85%，主要系上年湘江纸业搬迁支付员工遣散费使得当期管理费用大幅增长，此外 2016 年由于公司长期债务规模下降导致利息支出下降。2016 年，公司期间费用占营业收入比重为 16.47%，较 2015 年下降 6.27 个百分点。总体看，公司期间费用负担有所减轻，但对公司利润仍有一定侵蚀。

2016 年，公司资产减值损失 0.97 亿元，主要是坏账损失和存货跌价损失；投资收益为-0.37 亿元，同比下降 1.00 亿元，主要系权益法核算的长期股权投资产生的投资损失；营业外收入为 2.11 亿元，其中政府补助 1.93 亿元，营业外收入同比下降 23.74%，主要是 2015 年公司处置非流动资产利得 1.59 亿元，基数较大所致。

2016 年，公司继续亏损-2.69 亿元，同比减少亏损 3.09 亿元。

总体看，2016 年受造纸行业景气度回升提振，公司收入规模有所上升，加之期间费用快速下降，主业盈利能力有所好转，但由于造纸行业需求上升主要集中在 2016 年第四季度，故对公司整体盈利能力提升有限，2016 年仍亏损。

4. 现金流及保障

经营活动方面，2016 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 53.44 亿元，同比上升 21.31%，主要系当期营业收入上升所致；购买商品、接受劳务支付现金 23.04 亿元，同比下降 17.36%，主要系公司对上游供应商延长付款导致应付账款和应付票据上升；收到和支付其他与经营活动有关的现金同比均大幅下降 74.52%至 11.93 亿元，主要是 2016 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。2016 年，公司经营活动产生的净现金流为 19.73 亿元，同比大幅上升 321.75%，现金收入比为 61.59%，同比上升 3.29 个百分点，公司现金收入比较小主要系公司近年来票据结算方式增多，票据贴现方式减少。

投资活动方面，2016年，公司投资活动现金流入0.49亿元；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，2016年投资活动现金流出1.18亿元；2016年公司投资活动净现金流为-0.69亿元。

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），2016年为112.34亿元。近两年，公司大规模的债务活动导致大额偿债资金流出，2016年，公司筹资活动产生的现金流量净额-25.86亿元。

总体看，2016 年公司经营活动净现金流上升幅度较大，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。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2016 年底，流动比率和速动比率分别为 75.38%和 31.84%，同期，公司经营现金流动负债比为 15.13%，同比上升 11.11 个百分点，主要系公司经营活动净现金流同比大幅上升所致。总体看，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，2016 年公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 倍数分别为 1.34 倍和 13.28 倍。总体看，公司长期偿债能力有所改善，但整体偿债能力仍较弱。

截至 2016 年底，公司获得综合授信总额为 111.70 亿元，其中未使用额度为 20.56 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽；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 2017 年 3 月底，公司无对外担保。

6. 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：G10430602001469 50J），截至 2017 年 5 月 8 日，公司已结清不良类贷款 40 笔，未结清关注类贷款 3 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 3 笔贷款列为“关注”，并非公司出现违约所致）。

7. 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

2016 年，公司 EBITDA 为 8.37 亿元，为“07 湘泰格债”剩余本金的 1.74 倍；总体看，公司 EBITDA 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”）2017 年 4 月 30 日对上述仍处于抵押状态的土地出具的土地估价报告。

表 8　公司土地评估报告汇总表（估价基准日 2017-4-30）

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	13700.93	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	56000.00	湖南国地【2016】常德（JG）字第 011 号
	6666666.7	澧国用（2004）字第1297号		56000.00	
合计	**1379935.14**	–	–	**125700.93**	–

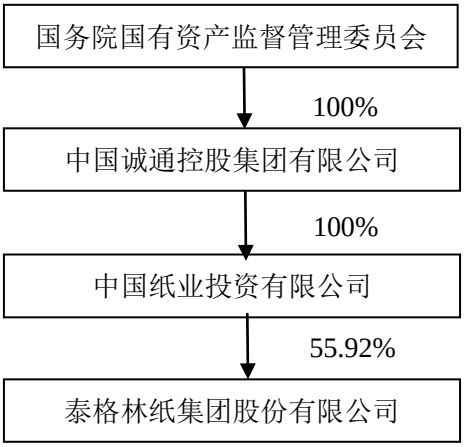
资料来源：公司提供

公司目前尚处于抵押状态的土地使用权 2017 年 4 月 30 日市场价值合计 12.57 亿元，为“07 湘泰格债”剩余本息（50222.17 万元）的 2.50 倍，公司抵押资产价值对“07 湘泰格债”剩余本金的覆盖程度良好。

十二、结论

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	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	15.78	18.88	13.28
资产总额(亿元)	215.31	220.25	209.80
所有者权益(亿元)	65.83	59.38	56.60
短期债务(亿元)	84.12	84.77	87.69
长期债务(亿元)	38.14	39.66	23.47
全部债务(亿元)	122.26	124.44	111.16
营业收入(亿元)	81.76	75.56	86.76
利润总额(亿元)	-0.61	-5.78	-2.69
EBITDA(亿元)	13.12	8.82	8.37
经营性净现金流(亿元)	16.22	4.68	19.73
财务指标			
销售债权周转次数(次)	5.28	4.39	4.98
存货周转次数(次)	1.26	1.16	1.30
总资产周转次数(次)	0.38	0.35	0.40
现金收入比(%)	71.12	58.30	61.59
营业利润率(%)	12.94	11.51	13.13
总资本收益率(%)	3.15	0.35	1.21
净资产收益率(%)	-1.69	-10.00	-5.09
长期债务资本化比率(%)	36.68	40.05	29.31
全部债务资本化比率(%)	65.00	67.70	66.26
资产负债率(%)	69.43	73.04	73.02
流动比率(%)	84.36	84.71	75.38
速动比率(%)	32.67	34.63	31.84
经营现金流动负债比(%)	14.88	4.02	15.13
EBITDA 利息倍数(倍)	1.53	1.11	1.34
全部债务/EBITDA(倍)	9.32	14.11	13.28

注：1. 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；2. 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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。