

信用等级公告

联合[2014] 529 号

联合资信评估有限公司通过对岳阳林纸股份有限公司 2014 年度第一期短期融资券的信用状况进行综合分析和评估, 确定

岳阳林纸股份有限公司
2014 年度第一期短期融资券的信用等级为
A-1

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年五月十六日



岳阳林纸股份有限公司

2014 年度第一期短期融资券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 负面

本期短期融资券信用等级: A-1

本期短期融资券发行额度: 6 亿元

本期短期融资券期限: 365 天

偿还方式: 到期一次性还本付息

发行目的: 偿还银行借款

评级时间: 2014 年 5 月 16 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	16.65	11.34	16.60	11.06
资产总额(亿元)	167.71	165.98	173.28	171.96
所有者权益(亿元)	45.43	53.54	53.71	53.23
短期债务(亿元)	60.40	64.85	75.72	71.06
全部债务(亿元)	100.10	100.94	100.30	95.09
营业收入(亿元)	69.65	65.42	66.10	14.40
利润总额(亿元)	1.62	-2.59	0.34	-0.48
EBITDA(亿元)	12.78	8.75	11.23	--
经营性净现金流(亿元)	3.44	0.22	2.39	5.35
净资产收益率(%)	3.38	-4.07	0.36	--
资产负债率(%)	72.91	67.74	69.00	69.05
速动比率(%)	41.96	35.86	37.09	33.47
EBITDA 利息倍数(倍)	2.36	1.41	2.08	--
经营现金流流动负债比(%)	4.20	0.29	2.62	--
现金偿债倍数(倍)	2.77	1.89	2.77	1.84

注: 1. 公司 2014 年一季度财务数据未经审计。

2. 现金类资产已扣除受限货币资金。

分析师

高利鹏 赵 阳 王 慧

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

经联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)评定,岳阳林纸股份有限公司(以下简称“公司”)拟发行的 2014 年度第一期短期融资券的信用等级为 A-1。基于对公司主体长期信用状况以及本期短期融资券偿还能力的综合分析,联合资信认为,公司本期短期融资券到期不能偿还的风险低。

优势

1. 公司生产规模大,资源储备丰富,并具备较强的技术装备优势。
2. 公司经营活动现金流入量及现金类资产对公司本期短期融资券的保障能力较强。

关注

1. 纸制品价格持续低位徘徊,溶解浆业务低迷等因素导致公司经营出现亏损。
2. 公司债务负担较重,存在较大的短期支付压力。
3. 近年来公司盈利能力走低,经营性净现金流波动较大。

信用评级报告声明

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

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因岳阳林纸股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

六、岳阳林纸股份有限公司 2014 年度第一期短期融资券信用等级自本期短期融资券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

岳阳林纸股份有限公司是经湖南省人民政府湘政函（2000）149号《湖南省人民政府关于同意设立岳阳纸业股份有限公司的批复》批准，由湖南省岳阳纸业集团有限责任公司（后更名为湖南泰格林纸集团有限责任公司、重组改制为泰格林纸集团股份有限公司）作为主发起人，联合中国华融资产管理公司、湖南省造纸研究所、湖南轻工研究所等，以发起方式于2000年9月设立的股份有限公司。2004年5月，公司以定价配售方式发行普通股股票，并在上海证券交易所挂牌交易（岳阳纸业；SH.600963）。2011年4月14日，经岳阳市工商行政管理局核准，公司更为现名。经中国证监会证监许可[2012]1562号文核准，公司于2012年12月11日向泰格林纸集团股份有限公司非公开发行人民币普通股2亿股，每股发行价格5.32元。截至2013年底，公司注册资本10.43亿元，其中泰格林纸集团股份有限公司持有37.34%。

公司的营业范围包括：纸浆、机制纸的制造、销售，制浆造纸相关商品、煤炭贸易及对泰格林纸集团股份有限公司及其子公司的水、电、汽的供应。经营公司自产产品及技术的出口业务；经营自产所需的原辅材料、仪器仪表、机械设备、零配件及技术的进口业务（国家限定公司经营和国家禁止进口的商品及技术除外）；经营进料加工和“三来一补”业务。

截至2013年底，公司资产（合并）总计173.28亿元，所有者权益合计53.71亿元（其中包含少数股东权益0.02亿元）。2013年公司营业收入66.10亿元，利润总额0.34亿元。

截至2014年3月底，公司资产（合并）总计171.96亿元，所有者权益合计53.23亿元（其中包含少数股东权益0.02亿元）。2014年1~3月公司营业收入14.40亿元，利润总额-0.48亿元。

截至2014年3月底，公司设党政办公室、

计划财务部、战略发展部、证券投资部等10个综合管理部门，本部设生产技术部、装备部、质量管理部等6个生产经营管理部门和造纸、制浆事业部等14个生产经营单位，并拥有5家一级全资子公司（见附件1）。

公司注册地址：湖南省岳阳市岳阳楼区城陵矶光明路；法定代表人：黄欣。

二、本期短期融资券概况

公司2014年度第一期短期融资券（以下简称“本期短期融资券”）计划发行额度6亿元，期限为365天。本期短期融资券所募资金全部用于偿还银行借款。

本期短期融资券无担保。

三、主体长期信用状况

近年来，随着宏观经济形势的持续波动，造纸行业景气程度也经历了相应起伏，短期内面临产能过剩，结构性供需矛盾等问题，但作为国民经济的基础原材料行业，在目前国内人均消费纸量远低于发达国家水平的背景下，长期看造纸行业仍具有较好的增长空间。行业内资源优势明显，整合能力强的大型企业具备良好的发展前景。

公司是中国大型的国有控股造纸企业，具备较强的资源储备和生产规模优势，工艺设备较为先进，产品生产多元化，市场网络完善，整体市场竞争能力较强。公司治理结构基本完善，整体管理水平较高，人员素质基本能够满足公司当前发展的需要。公司产能规模已经成功扩大，产品门类进一步丰富，发展前景良好。公司主要从事纸浆、机制纸的制造和销售，是湖南省最大的造纸企业，也是中国最早实施“林浆纸一体化”的企业。目前，公司已经形成了集林业资源开发、制浆、造纸、环保与综合利用于一体的完整产业链。截至2013年底，公司拥有造纸生产线15条，年造纸产能103万吨；

制浆生产线 10 条，年产能 123 万吨（其中商品浆产能 40 万吨）；截至 2013 年底公司控制的林业资源总面积达到了 192.14 万亩。公司目前生产 30 多个品种、百余种规格的浆纸产品，主导产品为颜料整饰纸、浆板、轻量涂布纸、静电复印纸、轻型纸、包装纸等。

近三年，伴随大规模的项目投产和并购活动，公司资产总额规模实现提升，但债务水平同时提升，债务负担加重。受到造纸行业景气度下降的影响，公司主要产品价格有所下滑，收入水平和盈利能力有所波动。未来造纸行业亟待消化过剩产能，短期内景气度提升空间有限。国内溶解浆价格持续走低，短期内市场走势仍不明朗。公司产品结构有待优化，盈利能力仍有待提升。联合资信对公司的评级展望为负面。

经联合资信评定，公司主体长期信用级别为 AA，评级展望为负面。

四、主体短期信用分析

1. 资产流动性分析

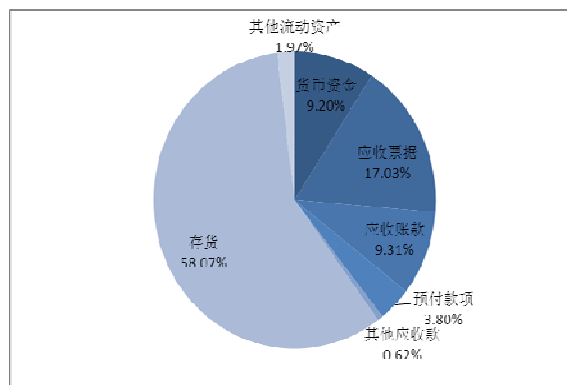
2011~2013 年，公司资产保持相对稳定，年均增长 1.65%，其中流动资产年均增长 5.22%，非流动资产年均下降 1.18%。截至 2013 年底，公司资产（合并）总计 173.28 亿元，其中流动资产占比 46.56%，主要由存货、应收票据、应收账款、货币资金、预付账款及其他流动资产构成。公司非流动资产构成较为简单，主要为固定资产、在建工程及无形资产。

2011~2013 年，公司货币资金波动下降，年均下降速度 19.74%，截至 2013 年底，公司货币资金 7.42 亿元，较去年同期上升 11.51%，其中银行存款占比 38.52%，银行存款中，美元及欧元占比 7.50%，主要系公司进口原材料所需外币。截至 2013 年底公司其他货币资金占比 61.47%，包括银行承兑汇票保证金、信用证保证金及贷款保证金。

2011~2013 年，公司应收票据波动增长，

截至 2013 年底为 13.74 亿元，同比大幅上升 79.12%，主要系本期期末收到票据较多所致。公司近三年应收账款波动中有所下降，年均下降 6.58%，截至 2013 年底为 7.51 亿元，主要系公司加大货款回笼力度，缩短存货及应收账款周转周期。从账龄来看，1 年以内款项占比 88.72%，计提坏账准备 0.88%；1-3 年款项占比 8.50%，计提坏账准备 13.12%，3 年以上款项占比 2.78%，计提坏账准备 70.44%。总体看，公司应收账款账龄较短，公司对长账龄的应收款项计提坏账较为充分。公司应收账款风险较小。

图 1 截至 2013 年底公司流动资产结构



资料来源：公司审计报告

2011~2013 年，公司预付账款波动中有所增长，截至 2013 年底为 3.06 亿元，主要系本期预付采购款尚未收到材料所致。

2011~2013 年，存货规模以年均 10.21% 的速度不断增长，截至 2013 年底公司存货共计 46.85 亿元。由于公司将林木资源计入了存货，导致存货账面价值较高，存货中林木资产占比 60.70%，原材料占比 24.52%，库存商品占比 11.89%。鉴于公司存货规模及结构，存在一定的跌价风险。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总计 171.96 亿元，流动资产比重略有上升，资产结构基本保持稳定。由于货款回笼率降低，公司应收账款较 2013 年底大幅增长 52.64%。

总体看，公司资产规模保持相对稳定，结构以非流动资产为主，非流动资产构成较为稳定；流动资产中货币资金波动下降，往来款风

险较低，公司存货规模持续提升，资产流动性一定程度上受到影响。

经营效率方面，2011~2013 年，公司销售债权周转次数及存货周转次数逐年下降，两指标三年加权平均值分别为 4.36 次及 1.62 次，2013 年两指标分别为 3.52 次及 1.25 次。由于公司将林木资产计入存货，造成存货规模较大，存货周转效率实际上应高于上述指标。同时，公司总资产周转次数呈现缓慢下降趋势，三年分别为 0.41 次、0.39 次及 0.39 次。总体看，公司经营效率逐年下滑，整体经营效率一般。

2. 现金流分析

经营活动现金流方面，受行业景气度下降的影响，2011~2013 年公司经营活动现金流入年均减少 7.42%，2013 年为 52.16 亿元，经营活动产生的现金流量净额年均减少 16.62%，2013 年为 2.39 亿元，较 2012 年增长 1007.50%，主要是本期票据贴现增加。因为公司各种生产资料的采购，人力成本的支出等，都要求现金支付，在销售回款中承兑汇票比例过高的情况下，公司将收到的票据进行贴现，以保证公司运营稳定。2011~2013 年，现金收入比均值为 70.62%，2013 年为 73.78%，较 2012 年增长 17.31 个百分点，主要系 2013 年票据贴现大量增加。

投资活动现金流方面，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较小，近三年公司投资活动现金流净额分别为-8.59 亿元、-3.27 亿元及-1.27 亿元，呈快速下降趋势。

筹资活动现金流方面，筹资活动现金流入三年年均增长 26.77%，2013 年公司取得借款收到现金 64.48 亿元，发行债券收到现金 8.42 亿元，偿还债务支付现金 75.54 亿元，收到其他与筹资活动有关的现金 16.76 亿元，主要为公司的票据融资款 6.96 亿元以及中国纸业资金拆借款 9.80 亿元，支付的其他与筹资活动有关的现金 9.08 亿元，主要系公司偿还融资性票据及中国纸业拆借款。2013 年筹资活动现金流入共

89.67 亿元，现金流净额-0.14 亿元。

2014 年 1~3 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金 13.62 亿元，现金收入比提升至 94.60%。公司经营活动现金流出规模 8.89 亿元，现金流净额 5.35 亿元，同比增长 756.92%，经营活动现金流状况有较大增长，主要由于公司货币资金紧张将库存银行承兑汇票贴现入账，相应的，应收票据较 2013 年底减少 33.56%，从而销售商品提供劳务收到的现金同比增长 40.09%；同时，由于赊购浆板等主要材料增加导致应付账款较 2013 年底增长 44.12%，从而购买商品接受劳务支付的现金同比减少 27.60%。公司投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为-0.06 亿元及-6.21 亿元，投资支出进一步减少。

总体看，受造纸行业不景气的影响，公司经营活动现金流净额波动下降，存在一定融资压力。近年来公司投资支出规模减小，一定程度上缓解了经营活动现金流减少带来的影响。

3. 短期偿债能力分析

从短期偿债能力指标看，2011~2013 年，公司流动比率及速动比率波动下降，三年加权平均值分别为 89.89%及 37.69%，截至 2013 年底，公司流动比率及速动比率分别下降至 88.46%及 37.09%。截至 2013 年底，经营性现金流动负债比为 2.62%，较去年同期上升 2.33 个百分点。截至 2014 年 3 月底，流动比率及速动比率分别为 88.40%及 33.47%。整体看，公司短期偿债能力偏弱，短期支付压力较大。

五、本期短期融资券偿债能力

1. 本期短期融资券对公司原有债务的影响

截至 2014 年 3 月底，公司全部债务 95.09 亿元，其中短期债务占比 74.73%，长期债务占比 25.27%。本期债券发行额度占公司全部债务的 6.31%。本期债券发行后短期债务占比将提升至 85.94%，对公司债务规模及结构有一定影响。截至 2014 年 3 月底，公司资产负债率及全

部债务资本化比率分别为 69.05% 和 64.11%。若不考虑其他因素，本期债券发行后，上述两指标将分别提升至 70.09% 及 65.51%。考虑到本期债券募集资金全部用于偿还银行借款，公司实际债务负担可能低于预测值。

2. 本期短期融资券偿债能力

2011~2013 年，公司 EBITDA 分别为 12.78 亿元、8.75 亿元及 11.23 亿元，分别为本次短期融资券发行额度的 2.13 倍、1.46 倍及 1.87 倍。EBITDA 对本期短期融资券的保障倍数较高。

近三年，公司经营活动现金流入量分别为本期短期融资券发行额度的 10.14 倍、6.30 倍及 8.69 倍；经营活动现金流净额分别为本期短期融资券发行额度的 0.57 倍、0.04 倍及 0.40 倍。公司经营活动现金流入量对本期短期融资券的覆盖程度较高。

2011~2014 年 3 月底，公司现金类资产分别为 16.65 亿元、11.34 亿元、16.60 亿元及 11.06 亿元，分别为本期短期融资券发行额度的 2.77 倍、1.89 倍、2.77 倍及 1.84 倍。现金类资产对本期短期融资券的覆盖能力较强。

六、结论

公司是中国大型的国有控股造纸企业，具备较强的资源储备和生产规模优势，工艺设备较为先进，产品生产多元化，市场网络完善，整体市场竞争能力较强。公司治理结构基本完善，整体管理水平较高。

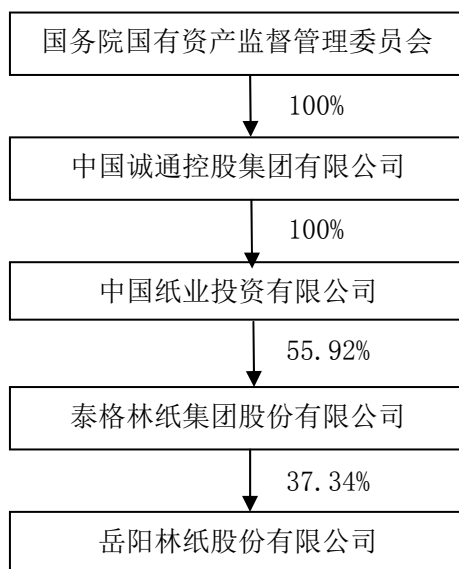
公司资产规模较大，负债水平较高，债务负担较重。近三年，受到造纸行业景气度下降的影响，公司主要产品价格有所下滑，收入水平和盈利能力波动较大。未来造纸行业亟待消化过剩产能，短期内景气度提升空间有限。国内溶解浆价格持续走低，短期内市场走势仍不明朗。公司产品结构有待优化，盈利能力仍有待提升。公司的主体信用风险低。

公司经营活动现金流入量及现金类资产对

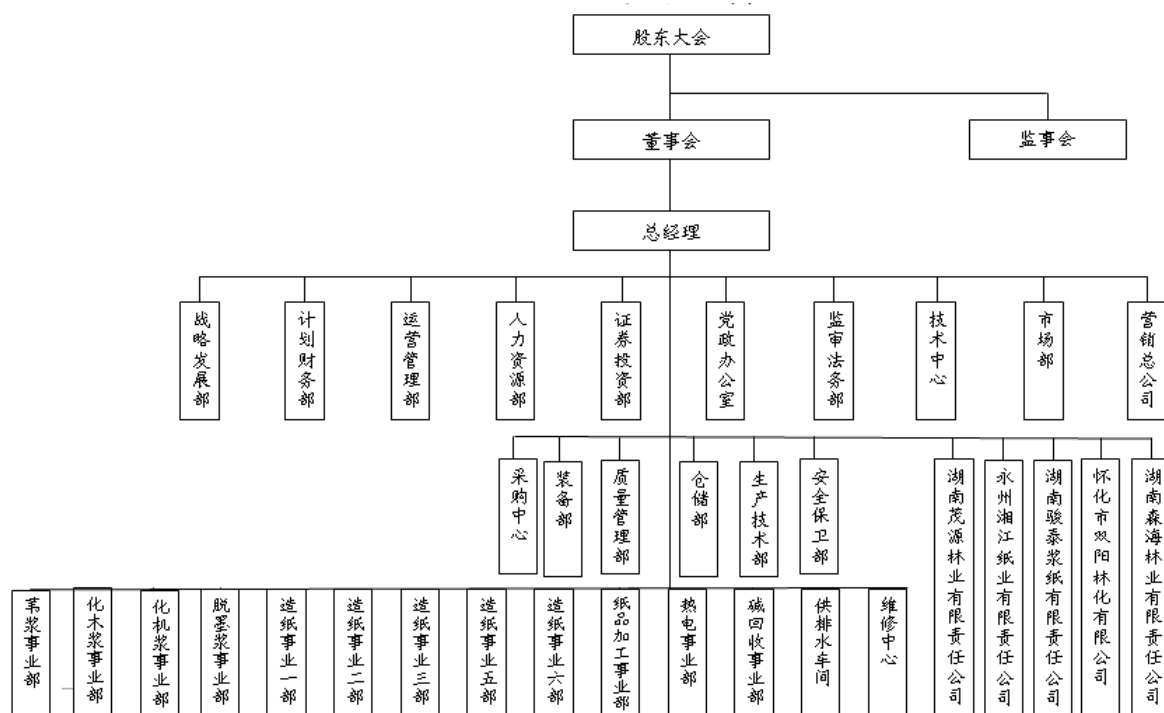
公司本期短期融资券的覆盖能力较高。

总体看，本期短期融资券到期不能偿还的风险低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
财务数据				
现金类资产(万元)	166488.11	113354.26	166012.98	110603.70
资产总额(万元)	1677106.78	1659825.43	1732780.84	1719596.63
所有者权益(万元)	454326.25	535419.53	537118.92	532297.59
短期债务(万元)	603956.76	648535.09	757222.33	710593.78
长期债务(万元)	397008.76	360849.95	245788.70	240343.18
全部债务(万元)	1000965.52	1009385.04	1003011.03	950936.97
营业收入(万元)	696501.14	654247.97	660956.21	144008.33
利润总额(万元)	16166.31	-25943.04	3404.10	-4770.54
EBITDA(万元)	127841.29	87515.31	112328.23	--
经营性净现金流(万元)	34363.67	2157.17	23890.77	53485.42
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.56	3.73	3.52	--
存货周转次数(次)	1.60	1.36	1.25	--
总资产周转次数(次)	0.41	0.39	0.39	--
现金收入比(%)	83.97	56.47	73.78	94.6
营业利润率(%)	18.35	14.63	14.53	13.81
总资本收益率(%)	4.78	2.61	3.63	--
净资产收益率(%)	3.38	-4.07	0.36	--
长期债务资本化比率(%)	46.63	40.26	31.39	31.11
全部债务资本化比率(%)	68.78	65.34	65.13	64.11
资产负债率(%)	72.91	67.74	69.00	69.05
流动比率(%)	89.15	92.75	88.46	88.40
速动比率(%)	41.96	35.86	37.09	33.47
经营现金流动负债比(%)	4.20	0.29	2.62	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.36	1.41	2.08	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.83	11.53	8.93	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	10.14	6.30	8.69	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.57	0.04	0.40	--
现金偿债倍数(倍)	2.77	1.89	2.77	1.84

注：公司 2014 年 1 季度财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

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%
本期短期融资券偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期短期融资券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期短期融资券到期偿还额
现金偿债倍数	现金类资产/本期短期融资券到期偿还额

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期（非流动）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 短期债券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，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

联合资信评估有限公司关于 岳阳林纸股份有限公司 2014 年度第一期短期融资券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期短期融资券存续期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

岳阳林纸股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。岳阳林纸股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注岳阳林纸股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现岳阳林纸股份有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期短期融资券的信用等级。

如岳阳林纸股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如本期短期融资券信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送岳阳林纸股份有限公司、主管部门、交易机构等。

