

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1082 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持岳阳林纸股份有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为负面，并维持“14岳纸CP001”和“15岳纸CP001” A-1的信用等级。

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>

岳阳林纸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
14 岳纸 CP001	6 亿元	2014/8/25-2015/8/25	A-1	A-1
15 岳纸 CP001	3.5 亿元	2015/03/06-2016/03/06	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2015 年 6 月 30 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	11.34	16.60	5.69	6.94
资产总额(亿元)	165.98	173.28	166.08	169.58
所有者权益(亿元)	53.54	53.71	53.79	52.81
短期债务(亿元)	64.85	75.72	66.58	69.31
全部债务(亿元)	100.94	103.30	97.74	101.39
营业收入(亿元)	65.42	66.10	65.83	14.13
利润总额(亿元)	-2.59	0.34	0.49	-0.97
EBITDA(亿元)	8.75	11.23	11.52	--
经营性净现金流(亿元)	0.22	2.39	16.17	0.09
营业利润率(%)	14.63	14.53	13.13	12.70
净资产收益率(%)	-4.07	0.36	0.25	--
资产负债率(%)	67.74	69.00	67.61	68.86
全部债务资本化比率(%)	65.34	65.79	64.50	65.75
流动比率(%)	92.75	88.46	88.84	90.41
全部债务/EBITDA(倍)	11.53	9.20	8.49	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.35	2.08	2.13	--
经营现金流动负债比(%)	0.29	2.62	19.38	--

注: 1. 2015 年一季度财务数据未经审计;
2. 现金类资产已扣除受限资金;
3. 短期债务已包含“其他流动负债”中的短期融资券。

分析师

王 慧 杨 涵
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, 岳阳林纸股份有限公司(以下简称“公司”)作为国内大型国有控股制浆、造纸企业, 公司在生产规模、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, 联合资信也关注到, 造纸行业产能过剩, 溶解浆市场景气度低导致公司发生经营亏损, 债务负担较重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, 下游纺织行业低迷导致公司溶解浆业务仍处于亏损, 公司产品结构有待继续优化, 主业盈利能力恢复仍需时间, 而较重的债务负担和短期支付压力均对公司造成一定影响, 联合资信对公司的评级展望为负面。

综合分析, 联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA, 评级展望为负面, 并维持“14 岳纸 CP001”和“15 岳纸 CP001” A-1 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. 公司对上游林业资源的掌握有利于成本控制。
3. 公司经营活动现金流入量对存续期债券的覆盖程度较高。

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, 溶解浆市场价格下滑, 子公司溶解浆项目亏损严重。
3. 跟踪期内, 公司主业盈利能力依然较弱、债务规模大、债务负担偏重。

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、本跟踪评级结果自发布之日起至兑付日失效；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岳阳林纸股份有限公司主体长期信用及“14 岳纸 CP001”和“15 岳纸 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

岳阳林纸股份有限公司(以下简称“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 2014 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%,中国诚通控股集团有限公司为公司实际控制人(股权关系详见附件 1-1)。

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 2015 年 3 月底,公司设财务管理中心、人力资源中心、证券投资部和运营管理中

心等 11 个综合管理部门,并拥有 5 家一级全资子公司、1 家分公司(见附件 1-2)。

截至 2014 年底,公司资产(合并)总计 166.08 亿元,所有者权益合计 53.79 亿元。2014 年公司实现营业收入 65.83 亿元,利润总额 0.49 亿元。

截至 2015 年 3 月底,公司资产(合并)总计 169.58 亿元,所有者权益合计 52.81 亿元。2015 年 1~3 月,公司实现营业收入 14.13 亿元,利润总额-0.97 亿元。

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。

三、宏观经济和政策环境

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,比上年增长 11140 亿元,增长 8.6%。其中,中央一般公共预算收入 64490 亿元,比上年增长 4292 亿元,增长 7.1%;地方一般公共预算收入(本级) 75860 亿元,比上年增长 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,比上年增长 11449 亿元,增长 8.2%。其中,中央本级支出 22570 亿元,比上年增长 2098 亿元,增长 10.2%;地方财政支出 129092 亿元,比上年增长 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。

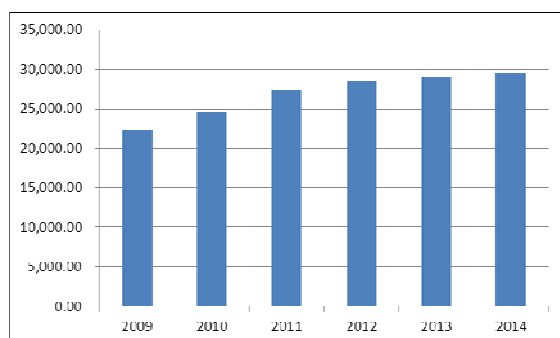
四、行业及区域经济环境

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,全行业过剩产能亟需一定时间逐步消化。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

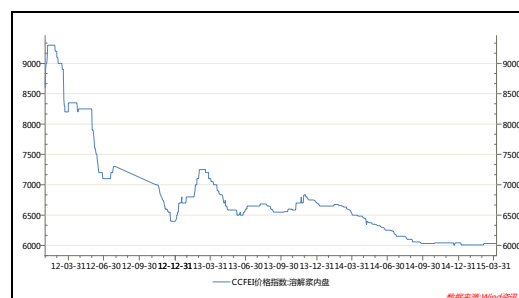
目前,中国国内造纸行业不景气,纸制品价格整体呈现下滑趋势。铜版纸方面,2013年以来铜版纸总体呈现底部平稳运行走势。双胶纸方面,2013年以来双胶纸价格始终在历史低位窄幅波动,需求乏力使得上涨缺乏动力,成本因素又限制了价格继续下行的空间。截至到2014年底,双胶纸行情基本稳定,市场成交气氛冷清。总体看,虽上游木浆价格有所回落导致成本面松动,但多地双胶纸新生产线达产导致新增产能释放,需求面未见明显提升,未来前景尚不明朗。白卡包装纸方面,2013年上半年白卡纸价格有所回升,但是下半年又出现了小幅回落。2014年,国内各地白卡纸市场整体表现欠佳,成交气氛不浓。总体看,白卡包装纸价格仍处在底部徘徊区间,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，并要求有关省市区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A股上市公司，华中地区重要的制浆造纸基地，也是国内造纸行业林浆纸一体化的龙头企业。目前，公司已初步形成集林业资源开发、制浆、造纸、环保与综合利用于一体的完整产业链。

高管变动方面，2014年11月14日，吴佳林因退休辞去公司第五届董事会副董事长、董事、审计委员会委员职务；王奇因退休辞去公司第五届董事会董事、提名委员会委员职务。

2014年12月5日，童来明、洪军因工作原因辞去公司第五届董事会董事职务。

2014年12月12日，公司2014年第三次临时股东大会审议并通过相关议案选举青雷、梁明武为公司第五届董事会董事，并将董事会人数由11名调整为9名，副董事长由2人调整为1人。青雷自2014年12月12日起担任公司董事；曾任中商企业集团公司党委委员、总会计师，党委委员、副总经理、总会计师；2014年7月至今任中国纸业投资有限公司总会计师。梁明武自2014年12月12日起公司董事；曾任北京东方园林股份有限公司董事、副总裁，中国纸业投资有限公司总经理助理；现任中国纸业投资有限公司副总经理、中冶美利林业开发有限公司董事长、中冶美利安装工程有限公司董事长、嘉成林业控股有限公司董

事长、湖南茂源林业有限公司（以下简称“茂源林业”）董事长、湖南森海林业有限公司（以下简称“森海林业”）董事长。

2014年12月12日，公司第五届董事会第二十七次会议同意侯波因个人原因辞去副总经理职务。

2015年2月27日，樊燕因个人原因辞去公司第五届董事会董事、战略发展委员会委员、审计委员会委员职务。

2015年3月18日，叶蒙因工作变动原因，辞去公司第五届监事会主席、监事职务。

2015年3月29日，公司第五届董事会第三十一次会议同意李正国因工作变动辞去所兼任的总工程师职务，唐作钧、尹超因工作变动辞去副总经理职务。同意聘任万春华、叶蒙、李飞为副总经理，聘任朱宏伟为总工程师。

万春华，自2015年3月29日起担任公司副总经理，曾任晨鸣纸业白卡公司总经理，山东万国太阳白卡纸有限公司生产、技术总监，湖南沅江纸业有限责任公司副总经理、总工程师，总经理、党委书记。

叶蒙，自2015年3月29日起担任公司副总经理，曾任湖南泰格林纸集团有限责任公司总经济师、总法律顾问、副总经理、党委委员，岳阳纸业股份有限公司副总经理、党委书记（兼），泰格林纸集团股份有限公司副总经理、党委副书记、纪委书记，中国纸业投资有限公司总经理助理，公司监事会主席。

李飞，自2015年3月29日起担任公司副总经理，曾任中国纸业投资有限公司战略发展部项目经理、金属业务部业务主管、综合管理部副部长、综合管理部副经理兼人力资源部副经理、综合管理部总经理兼人力资源部总经理。

朱宏伟，自2015年3月29日起担任公司总工程师，曾任岳阳林纸股份有限公司工艺副总工程师、本部总工程师。

总体看，以上高管人员的变动对公司经营无重大影响。

六、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构和管理制度方面无重大变化。

七、重大事项

2014年12月26日，公司发布《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》，公司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。公司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，另一方面可增加公司现金流，改善公司财务状况。

2015年6月17日，公司发布《2015年度非公开发行A股股票预案》，相关事项已经获得公司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、公司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投资总公司（以下简称“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公司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胜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公司不低于592775506的股份，占发行总股本的37.21%。本次发行后，公司的实际控制人将不会发生变化。

2015年6月17日，公司发布《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》，根据公司业务发展的需要，拟将持有的湖南骏泰浆纸有限责任公司100%股权处置给公司控股股东泰格林纸集团股份有限公司或其关联方。

及林业种植、经营，主导产品包括颜料整饰纸、浆板、包装纸、轻涂纸以及复印纸、工业纸、林木等。

2014年，公司主营业务收入为63.22亿元，较2013年基本保持稳定。从收入构成来看，颜料整饰纸、轻涂纸、包装纸及浆板仍是公司主要的收入来源，2014年占主营业务收入的75.60%。

受进口浆冲击和下游景气度的影响，多数产品市场价格下滑，导致公司毛利率逐年下降，2014年为12.56%，较2013年下降1.79个百分点，其中包装纸、木材销售和浆板毛利率下降幅度较大，分别由2013年的12.37%、15.46%和7.11%下降至2014年的9.03%、12.38%和4.57%。

2015年1~3月，公司实现主营业务收入13.63亿元，同比下降5.35%，收入构成较2014年变化不大，毛利率则进一步下降至12.62%。

八、经营分析

1. 经营现状

公司主营机制纸、商品浆的生产和销售以

表1 近年公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

板块	主要产品	2013年			2014年			2015年1~3月		
		业务收入	收入占比	毛利率	业务收入	收入占比	毛利率	业务收入	收入占比	毛利率
纸	轻涂纸	5.96	9.37	16.11	6.04	9.55	17.54	1.30	9.57	16.28
	轻型纸	2.49	3.92	22.75	2.62	4.14	20.05	0.43	3.19	19.45
	颜料整饰纸	16.04	25.21	18.93	16.53	26.14	17.14	3.12	22.91	17.66
	包装纸	8.36	13.14	12.37	8.76	13.86	9.03	1.77	13.00	11.89
	工业纸	4.11	6.46	23.79	2.74	4.34	21.26	0.49	3.58	20.70
	复印纸	2.55	4.00	4.87	1.73	2.73	7.74	0.58	4.25	8.38
	其他	3.89	6.11	16.45	4.21	6.66	16.23	1.26	9.27	16.55
林	木材销售	1.30	2.05	15.46	0.58	0.92	12.38	0.01	0.11	13.92
浆	浆板	15.42	24.24	7.11	16.47	26.05	4.57	3.87	28.37	4.18
化工	化工品	0.74	1.16	28.79	0.84	1.33	32.58	0.24	1.75	35.42

资料来源：公司提供

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。2014年向前五名供应商采购金额为7.94亿元，占年度采购总额的14.70%，采购集中度不高。

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。

表2 公司纸业板块主要原材料采购情况

主要原材料名称	2013年	2014年	2015年1-3月
煤	568	555	502

表3 公司主要产品产销率情况（单位：万吨、%、元/吨）

主要产品	2013年				2014年				2015年一季度			
	产量	销量	产销率	销售价格	产量	销量	产销率	销售价格	产量	销量	产销率	销售价格
颜料装饰纸	36.66	36.20	98.76	4430.05	38.30	37.12	96.92	4452.44	8.79	7.07	80.43	4418.69
轻涂纸	13.84	12.75	92.13	4676.00	13.39	13.04	97.39	4630.92	3.22	2.87	89.13	4549.56
包装纸	17.79	18.24	102.53	4583.36	18.62	19.75	106.07	4435.16	4.60	3.88	84.35	4563.00
复印纸	5.05	5.24	103.78	4855.32	3.38	3.41	100.89	5060.77	1.25	1.16	92.80	5008.15
商品浆板	28.93	28.69	99.17	5376.08	30.76	35.60	115.73	4625.89	4.65	6.73	144.73	4362.00

资料来源：公司提供

注：商品浆板主要指溶解浆。

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99.36%，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84.14%。

炭	吨)			
	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

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。

3. 产销情况

跟踪期内，公司仍采用以销定产的生产模式。2014年和2015年一季度，公司纸产品总产量分别为99.76万吨和24.04万吨，对应的产能利用率分别为96.85%和93.36%，产能利用率较高。

销售价格方面，公司产品价格根据市场价格定价。跟踪期内，公司部分纸价格仍处于下滑状态，但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,由于骏泰浆纸资产负债率过高,财务费用负担巨大,2014 年净利润为-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. 经营效率

2014 年,公司销售债权周转次数由 2013 年的 3.52 次升至 3.97 次,销售回款质量略有提高。存货周转次数由 2013 年的 1.25 次下降至 2014 年的 1.17 次,下游行业不景气对公司存货周转产生了一定的影响。公司所处造纸行业是资本密集型产业,行业特性要求有较大规模固定资产,同时公司保有较大规模林木资产,公司总资产周转次数维持 2013 年的 0.39 次不变,总资产周转率相对较低。

5. 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。

6. 经营效率

2014 年,公司销售债权周转次数由 2013 年的 3.52 次升至 3.97 次,销售回款质量略有提高。存货周转次数由 2013 年的 1.25 次下降至 2014 年的 1.17 次,下游行业不景气对公司存货周转产生了一定的影响。公司所处造纸行业是资本密集型产业,行业特性要求有较大规模固定资产,同时公司保有较大规模林木资产,公司总资产周转次数维持 2013 年的 0.39 次不变,总资产周转率相对较低。

九、财务分析

公司提供的 2012~2014 年财务报表经天健会计师事务所(特殊普通合伙)审计,并均出具了标准无保留意见。2015 年一季度财务报表未经审计。

截至 2014 年底,公司资产(合并)总计 166.08 亿元,所有者权益合计 53.79 亿元。2014 年公司营业收入 65.83 亿元,利润总额 0.49 亿元。

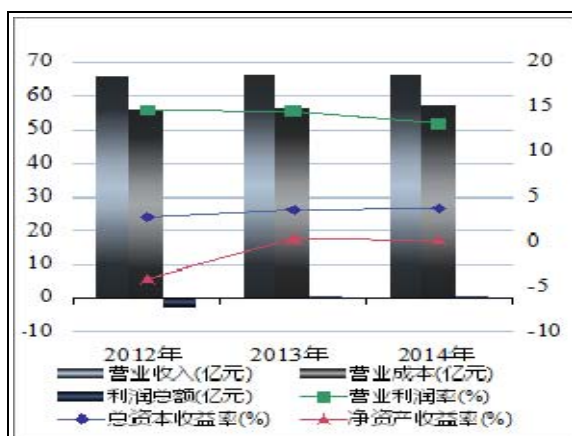
截至 2015 年 3 月底,公司资产(合并)总计 169.58 亿元,所有者权益合计 52.81 亿元。2015 年 1~3 月,公司营业收入 14.13 亿元,利润总额-0.97 亿元。

1. 盈利能力

2012~2014 年,公司营业收入有所波动,2014 年公司实现营业收入 65.83 亿元,较 2013 年下降 0.27 亿元,下降幅度为 0.41%,主要系但受进口浆冲击及下游景气度的影响所致。

由于公司文化纸及包装纸的直接材料成本稍有所增加,合并公司营业成本由 2013 年的 56.17 亿元上升至 2014 年的 56.91 亿元。

图 3 2012~2014 年公司盈利情况



资料来源：公司年报

2012~2014年，公司期间费用分别为12.74亿元、11.44亿元及11.72亿元，分别占三年营业收入的19.47%、17.31%及17.80%，处于小幅波动下降状态。2014年，公司财务费用、销售费用、管理费用较上年同期分别上升3.16%、1.56%、1.98%。2014年公司财务费用为5.21亿元，占公司营业收入比重7.92%。总体来看，财务费用负担仍然偏重。2014年，公司营业利润为-3.16亿元，亏损较上年有所上升。

受益于公司全资子公司湘江纸业公司处置土地产生的营业外收入3.12亿元和政府补助0.56亿元影响，2014年公司利润总额实现了由负转正，实现利润总额0.49亿元，较2013年增长45.16%，但公司主业盈利能力仍然较弱，政府补助中大部分是一次性补贴，因此盈利持续性不足。

2015年1~3月，受行业景气度低迷影响，公司主业持续呈现亏损状态，第一季度共实现营业收入14.13亿元，同比下降1.88%，利润总额-0.97亿元。

从盈利指标来看，2014年公司总资本收益率为3.75%，同比有所上升；净资产收益率为0.25%，同比有所下降，整体盈利能力弱；营业利润率小幅下降至13.13%，2015年1~3月，营业利润率持续下降至12.70%。

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，利润水平的小幅提升源于营业外收入的增长；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. 现金流分析

经营活动现金流方面，由于公司销售回款比例有所上升，2012~2014年公司经营活动现金流入年均增长13.42%，2014年为49.47亿元，经营活动产生的现金流量净额年均上升765.82%，2014年为16.17亿元，同比增长576.88%，主要系公司采用票据支付量增加所致。2012~2014年，现金收入比均值为69.52%，2014年为72.20%，较2013年减少1.58个百分点，同比变化不大。

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，投资活动资金缺口大幅收窄，近三年公司投资活动现金流净额分-3.27亿元、-1.27亿元和0.02亿元，呈快速下降趋势。

筹资活动现金流方面，筹资活动现金流入年均增长6.46%，2014年公司取得借款收到现金60.14亿元，偿还债务支付的现金为77.60亿元，收到其他与筹资活动有关的现金36.97亿元，主要系公司应收票据贴现所致，支付的其他与筹资活动有关的现金32.19亿元，主要为公司的票据融资款27.60亿元以及支付融资性票据保证金2.48亿元。2014年筹资活动现金流入共97.10亿元，筹资活动现金流净额-17.61亿元。

2015年1~3月，公司销售商品、提供劳务收到的现金7.79亿元，现金收入比下降至55.12%，主要系去年同期收到到期应收票据现金流入，而本期无此项流入所致；收到其他与经营活动有关的现金0.73亿元，同比增长18.78%，主要系本期与中国纸业投资有限公司往来拆借资金所致；同期，公司购买商品、接受劳务支付的现金4.59亿元，同比下降21.95%，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规模8.44亿元，现金流净额0.09亿元。公司投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为-0.01亿元及1.43亿元。

总体看，跟踪期内，公司现金收入实现质

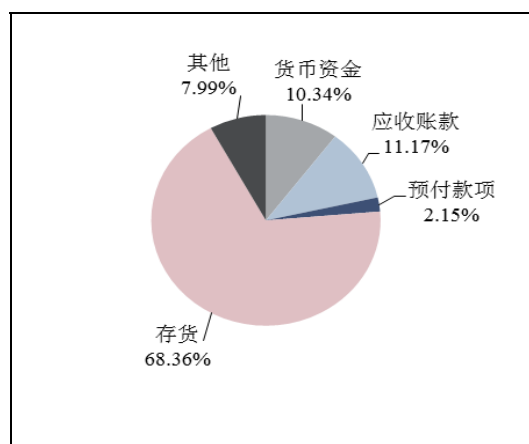
量稳定，但由于票据支付量增长，经营性净现金流显著提升，投资支出大幅回落；由于票据融资规模加大以及债务本息偿还需求，筹资活动资金缺口扩大，存在一定资金压力。

3. 资本及债务结构

资产

2012~2014 年，公司资产有所波动，年均增长 2.95%，其中流动资产年均增长 2.89%，非流动资产年均下降 2.11%。截至 2014 年底，公司资产（合并）总计 166.08 亿元，其中流动资产占比 44.63%，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。

图 4 截至 2014 年底公司流动资产结构



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司货币资金年均下降 19.74%，截至 2014 年底，公司货币资金 7.66 亿元，较去年同期上升 3.25%，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 2014 年底公司其他货币资金占比 72.85%，主要为银行承兑汇票保证金。2012~2014 年，公司应收票据波动下降，截至 2014 年底为 3.60 亿元，同比大幅下降 73.79%。公司的应收票据全部为银行承兑汇票，主要系本期应收票据贴现增加所致，其中已有账面价值 0.55 亿元的应收票据用于短期借款质押。

公司近三年应收账款波动中有所下降，年均下降 2.30%，截至 2014 年底为 8.28 亿元，主要系公司加大货款回笼力度，缩短应收账款周转周期。从账龄来看，1 年以内款项占比 88.56%，计提坏账准备 0.79%；1-3 年款项占比 7.62%，计提坏账准备 13.15%，3 年以上款项占比 3.82%，计提坏账准备 65.76%。从集中度看，公司应收账款金额前 5 名占应收账款余额比例为 18.86%，集中程度较低。总体看，公司应收账款账龄较短，公司对账龄较长的应收款项计提坏账较为充分。

2012~2014 年，公司预付账款波动中有所降低，截至 2014 年底为 1.59 亿元，主要系本期预付方式支付的款项减少所致。

2012~2014 年，存货规模以年均 8.61% 的速度不断增长，截至 2014 年底为 50.67 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 60.40%，原材料占比 26.65%，库存商品占比 9.67%。2014 年，公司计提存货减值准备 0.04 亿元。

2012~2014 年，公司固定资产有所下降，截至 2014 年底公司固定资产净额 84.36 亿元。从固定资产原值来看，房屋建筑物及机器设备分别占比 20.34% 及 76.87%。截至 2014 年底，公司固定资产累计折旧 39.41 亿元。截至 2014 年底，公司无形资产为 3.51 亿元，主要为土地使用权，较 2013 年同比下降 12.10%，主要系无形资产摊销所致。

2012~2014 年，公司在建工程规模快速下降，截至 2014 年底公司在建工程 0.55 亿元，同比下降 23.56%，主要系部分在建工程结转入固定资产所致。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总计 169.58 亿元，较 2014 年底变化不大，其中，流动资产 78.67 亿元，较 2014 年底有所上升，主要系应收票据贴现增加所致。

总体看，公司资产规模保持相对稳定，货币资金受限比重高，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。

负债

2012~2014 年，公司负债规模有所波动，年均复合下降 0.07%，截至 2014 年底，公司负债总计 112.29 亿元，其中流动负债占比 74.31%，非流动负债占比 25.69%。

2012~2014 年公司流动负债年均增长 5.13%，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、其他应付款及其他流动负债构成。公司近三年短期借款年均下降 2.31%，截至 2014 年底为 33.31 亿元，主要为质押借款、保证借款及信用借款。公司保证借款金额 25.35 亿元，其中，65.02%为母公司泰格林纸及中国纸业对公司提供的保证借款；34.98%为公司为子公司提供保证。

2012~2014 年，公司应付票据年均增长 43.81%，截至 2014 年底为 21.27 亿元，主要为银行承兑汇票及国内信用证。公司应付账款呈快速增长趋势，截至 2014 年底，公司应付账款 12.80 亿元，同比上升 33.80%，主要为应付采购款及工程款。

截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债 5.96 亿元，较 2014 年同比下降 58.17%，主要系归还一年内到期的银行借款所致。

截至 2014 年底，公司其他应付款 1.86 亿元，同比下降 37.51%，主要系向关联方资金拆借余额减少所致。

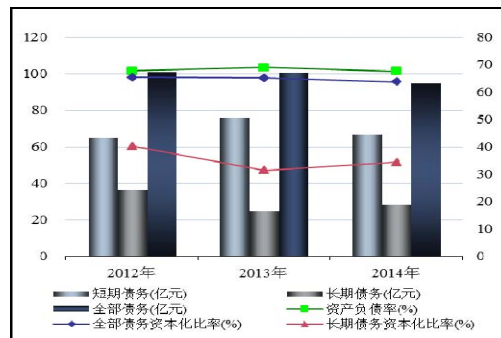
2012~2014 年，公司其他流动负债快速下降，截至 2014 年底，公司其他流动负债为 6.05 亿元，同比下降 7.63%，主要系公司 2014 年内发行短期融资券（“14 岳纸 CP001”，6.00 亿元，365 日，利率 6.38%），并兑付 2013 年发行短期融资券（“13 岳纸 CP001”，6.5 亿元，365 日，利率 5.00%）所致。

2012~2014 年，公司非流动负债波动下降，年均降幅 11.63%，截至 2014 年底，非流动负债合计 28.85 亿元，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。截至 2014 年底长期借款 16.71 亿元，同比上升 3.54%，主要系本期新增

了部分保证借款并归还了部分抵押借款所致。

截至 2014 年底，公司应付债券 8.45 亿元、长期应付款 3.00 亿元，分别系公司 2012 年发行公司债（“12 岳纸 01”，8.5 亿元，5 年期，利率 5.04%）和中国纸业投资有限公司委托诚通财务公司给公司的贷款。

图 5 2012~2014 年公司债务情况



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司全部债务规模分别为 100.94 亿元、103.30 亿元及 97.74 亿元，保持下降趋势。截至 2014 年底，公司短期债务占比 68.12%，长期债务占比 31.88%，短期债务占比有所下降。

截至 2014 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 67.61%、64.50%及 36.68%，资产负债率和全部债务资本化比率同比略有下降，但仍保持在较高水平。较高的负债水平可能导致公司资金财务成本的增加，在一定程度上削弱公司的再融资能力。

截至 2015 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率较 2014 年底略有上升，分别为 68.86%、65.75%及 37.79%。

总体看，2014 年公司债务规模有所下降，以长期债务为主，但整体债务规模仍较大，债务负担偏重。

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益有所增长，截至 2014 年底所有者权益 53.79 亿元，同比增长 0.14%，主要由实收资本（占 19.39%）、资本公积（占 71.18%，主要是资本溢价）及未分配

利润（占 6.57%）构成。2014 年度实收资本及资本公积未发生变化，未分配利润同比增长 1.40%。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益为 52.81 亿元，同比下降 0.78%。

总体看，公司所有者权益有所增长，实收资本及资本溢价占比较高，所有者权益结构稳定。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014 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 89.51%及 32.35%，截至 2014 年底，公司流动比率及速动比率分别为 88.84%及 28.11%。2014 年经营性现金流动负债比为 19.38%，较去年同期上升 16.76 个百分点。截至 2015 年 3 月底，流动比率及速动比率分别为 90.41%及 30.06%。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，公司短期偿债能力弱。

从长期偿债能力指标看，2012~2014 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 1.35 倍、2.08 倍及 2.13 倍；同期，全部债务/EBITDA 倍数分别为 11.53 倍、9.20 倍和 8.49 倍。总体来说，2014 年公司长期偿债能力虽较 2013 年有所好转，但长期偿债能力一般。

截至 2015 年 3 月底，公司共获授信额度 78.05 亿元，未使用授信额度 6.18 亿元，同时作为 A 股上市公司，直接及间接融资渠道均较为通畅。

截至 2015 年 3 月底，公司无对外担保。

5. 存续债券偿债能力

截至 2014 年底，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为 11.52 亿元、49.47 亿元和 16.17 亿元，分别为存续期债券发行额度的 1.21 倍、9.89 倍和 3.23 倍。经营活动现金流入量和对存续期债券的保障程度较强。

截至 2015 年 3 月底，公司现金类资产为 6.94 亿元，为存续期债券发行额度的 0.73 倍。现金类资产对本期短期融资券的覆盖能力偏弱。

总体看，公司经营活动现金流入量对存续期债券的保障程度较强。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信息用信息报告（机构信用代码：G1043060200004890W），截至 2015 年 6 月 17 日，公司已结清关注类贷款 1 笔，次级贷款 2 笔，贸易融资 21 笔，票据贴现 1 笔，银行承兑汇票 1 笔，均未发生逾期；无未结清的不良信贷信息，公司过往履约债务尚可。

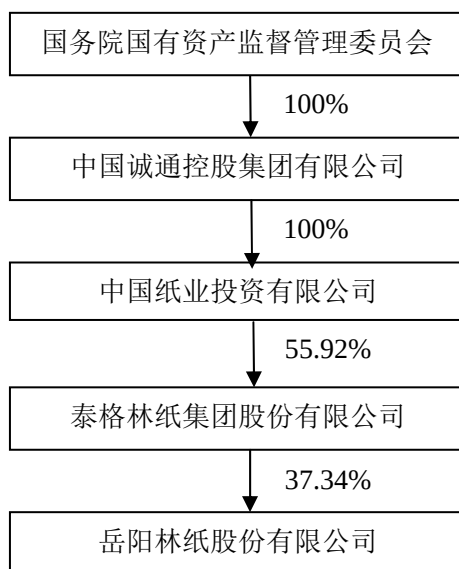
7. 抗风险能力

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。基于对公司整体素质、自身经营和财务风险的分析，公司整体抗风险能力较强。

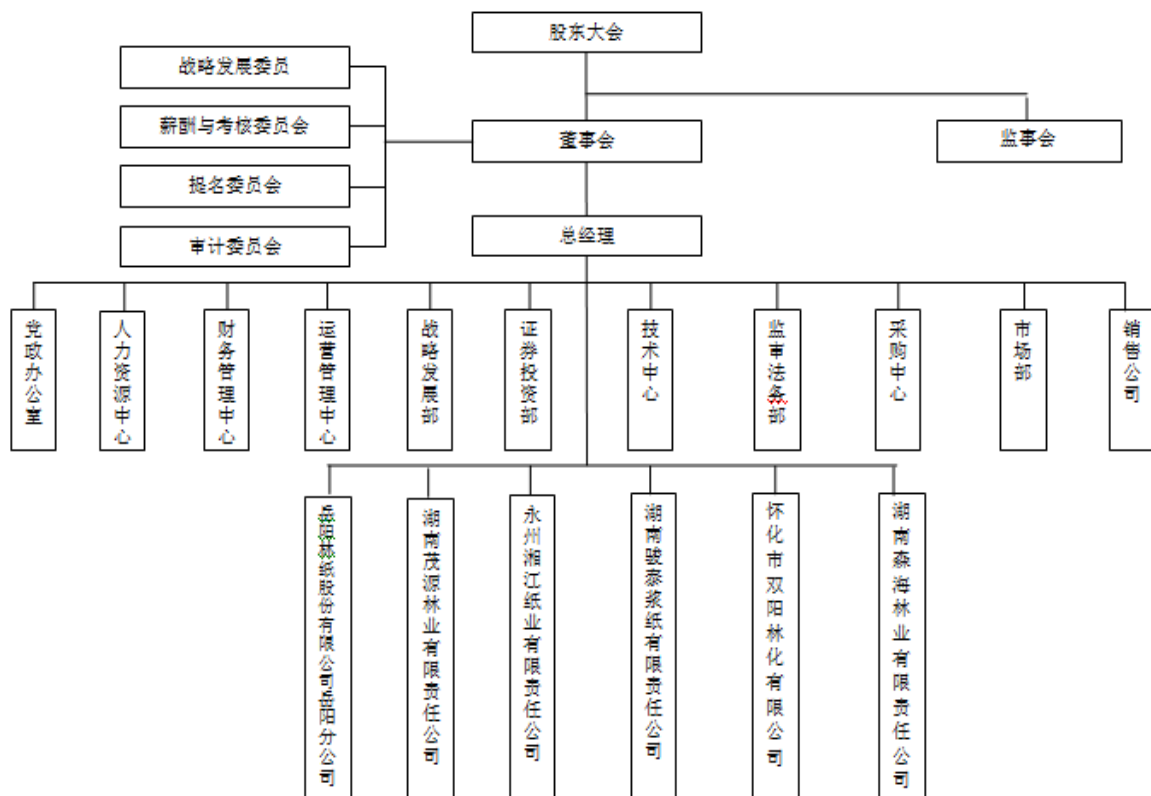
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为负面，并维持“14 岳纸 CP001”和“15 岳纸 CP001”的信用等级为 A-1。

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	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	11.34	16.60	5.69	6.94
资产总额(亿元)	165.98	173.28	166.08	169.58
所有者权益(亿元)	53.54	53.71	53.79	52.81
短期债务(亿元)	64.85	75.72	66.58	69.31
长期债务(亿元)	36.09	27.58	31.16	32.08
全部债务(亿元)	100.94	103.30	97.74	101.39
营业收入(亿元)	65.42	66.10	65.83	14.13
利润总额(亿元)	-2.59	0.34	0.49	-0.97
EBITDA(亿元)	8.75	11.23	11.52	--
经营性净现金流(亿元)	0.22	2.39	16.17	0.09
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.73	3.52	3.97	--
存货周转次数(次)	1.36	1.25	1.17	--
总资产周转次数(次)	0.39	0.39	0.39	--
现金收入比(%)	56.47	73.78	72.20	55.12
营业利润率(%)	14.63	14.53	13.13	12.70
总资本收益率(%)	2.78	3.63	3.75	--
净资产收益率(%)	-4.07	0.36	0.25	--
长期债务资本化比率(%)	40.26	33.93	36.68	37.79
全部债务资本化比率(%)	65.34	65.79	64.50	65.75
资产负债率(%)	67.74	69.00	67.61	68.86
流动比率(%)	92.75	88.46	88.84	90.41
速动比率(%)	35.86	37.09	28.11	30.06
经营现金流动负债比(%)	0.29	2.62	19.38	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.35	2.08	2.13	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.53	9.20	8.49	--

注：1. 2015 年一季度财务数据未经审计；

2. 现金类资产已扣除受限资金；

3. 短期债务已包含“其他流动负债”中的短期融资券。

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(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 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

附件 5 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