

跟踪评级公告

联合评字[2016]390 号

岳阳林纸股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

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“稳定”

岳阳林纸股份有限公司发行的“12 岳纸 01”债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：王华

二零一六年五月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

岳阳林纸股份有限公司 公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

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

担保方：中国诚通控股集团有限公司

担保方式：连带责任保证担保

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	跟踪评级结果
12 岳纸 01	8.5 亿元	5 年	AAA	AAA

上次评级时间：2015 年 5 月 29 日

跟踪评级时间：2016 年 5 月 19 日

财务数据：

发行人

项 目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额(亿元)	171.24	155.50	152.07
所有者权益(亿元)	55.45	52.25	52.29
长期债务(亿元)	28.16	27.45	24.06
全部债务(亿元)	94.74	82.44	65.99
营业总收入(亿元)	68.01	59.29	9.97
净利润(亿元)	0.63	-3.90	0.05
EBITDA(亿元)	12.16	5.96	--
经营性净现金流(亿元)	16.00	0.10	-2.36
营业利润率(%)	13.75	13.10	18.56
净资产收益率(%)	1.15	-7.24	0.09
资产负债率(%)	67.62	66.40	65.61
全部债务资本化比率(%)	63.08	61.21	55.79
流动比率(倍)	0.90	0.99	1.03
EBITDA 全部债务比(倍)	0.13	0.07	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.23	1.37	--
EBITDA/公司债券额度(倍)	1.43	0.70	--

担保方

项 目	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
资产总额(亿元)	771.51	672.09	688.94
所有者权益(亿元)	243.97	261.55	295.43
营业总收入(亿元)	774.06	682.06	436.50
净利润(亿元)	8.45	8.48	4.94
资产负债率(%)	68.38	61.08	57.12
流动比率(倍)	1.22	1.31	1.47
EBITDA 利息倍数(倍)	3.79	4.57	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径。

2、公司长期应付款计付利息，已相应计入公司长期债务。

3、发行人 2016 年 3 月数据和担保方 2015 年 9 月数据未经审计。

评级观点

跟踪期内，岳阳林纸股份有限公司（以下简称“公司”或“岳阳林纸”）仍是国内造纸类上市公司中林纸一体化的龙头企业，区位优势明显，技术实力雄厚，具备适应市场需求变化的转产能力。2015 年，受到纸浆造纸市场环境持续低迷及子公司停产搬迁等因素影响，公司经营业绩未见好转，当期收入规模有所下降，整体盈利能力仍较弱，经营出现较大亏损。同时，公司通过调整债务结构、控制负债水平，整体负债及债务水平有所下降。

2015 年 10 月，公司与控股股东泰格林纸集团股份有限公司（以下简称“泰格林纸”）进行资产置换，将公司持有的湖南骏泰浆纸有限责任公司（以下简称“骏泰浆纸”）100%股权置换给泰格林纸。由于公司亏损主要来源于骏泰浆纸，因此，该资产置换的完成有望缓解公司未来的亏损压力。

跟踪期内，“12 岳纸 01”的担保方中国诚通控股集团有限公司（以下简称“诚通集团”）经营状况比较稳定，2014 年主营业务盈利水平出现下滑，但投资收益等外部收入对业绩起到了一定的支持作用；2015 年以来盈利能力有所回升，整体继续保持较强的竞争实力，其所提供的担保对本期债券信用状况仍具有明显的积极影响。

综上，联合评级本次跟踪评级调低岳阳林纸的主体长期信用等级至“AA-”，评级展望为“稳定”；同时维持“12 岳纸 01”债项“AAA”的债项信用等级。

优势

1. 公司为国内造纸行业上市公司中拥有林业面积最大的一个公司，仍属国内造纸类上市公司中林纸一体化的龙头央企，业务板块较为齐全，区位优势明显，技术实力雄厚。

2. 公司已将连续亏损的制浆业务通过资产

置换剥离，置入资产具有一定的盈利能力；未来子公司优化升级技术改造的完成有望提升工业用包装纸产品竞争力。

3. 2015年公司负债及有息债务规模均有所下降，短期债务占比有所减少，债务结构持续优化。

4. 诚通集团资产规模大、资金实力强，其所提供的担保对“12岳纸01”信用状况仍具有显著的积极影响。

关注

1. 受经济增速放缓影响，造纸行业下游需求不振、产能过剩的状况仍持续，主要浆纸产品价格继续下降，行业内企业面临较大的转型调整压力。

2. 公司经营业绩未见好转，2015 年收入规模有所下降，整体盈利能力仍较弱，经营出现较大亏损，债务负担仍属较重。

3. 资产置换及子公司土地处置等产生的应收款规模较大，对公司资金形成一定占用；公司以林木资产为主的存货占比较高，固定资产规模较大，变现能力较弱。

4. 营业外收入在担保方利润总额中占比较高，担保方盈利水平对其依赖性较强。

分析师

冯磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

林嘉滨

电话：010-85172818

邮箱：linjb@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪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。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

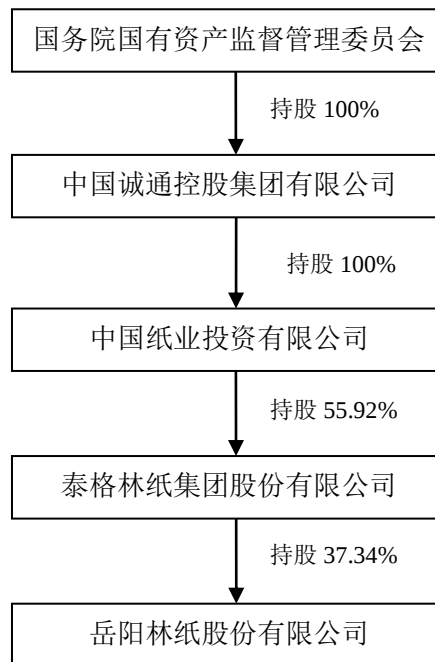
一、主体概况

岳阳林纸股份有限公司（以下简称“公司”或“岳阳林纸”），原名为岳阳纸业股份有限公司，系经《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》（湘政函（2000）149号）批准，由湖南省岳阳纸业集团有限责任公司（后相继更名为“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”，以下简称“泰格林纸”）作为发起人，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，以发起方式设立的股份有限公司，设立时总资本为9,986.67万元，并于2000年9月在湖南省工商行政管理局登记注册，2010年6月转在岳阳市工商行政管理局登记注册。公司股票已于2004年5月25日在上海证券交易所挂牌交易（股票代码为“600963”，股票简称“岳阳林纸”）。

经中国证监会许可【2012】1562号文件核准，公司于2012年12月向泰格林纸非公开发行人民币普通股2亿股，每股发行价格5.32元，共计募集资金10.64亿元。2015年12月，泰格林纸认购的公司2012年非公开发行2亿股股票锁定期满，于12月21日上市流通。

2015年公司股份总数未发生变化。截至2015年底，公司股本总额10.43亿元，其中泰格林纸为公司控股股东，直接持有公司已发行股本总额的37.34%，中国诚通控股集团有限公司（以下简称“诚通集团”）为公司实际控制人，最终控制人为国务院国有资产监督管理委员会。截至2015年底，公司股权结构关系如下所示。

图1 截至2015年底公司股权结构图



资料来源：公司年报

2015年，为适应公司发展，公司调整部门设置，将监审法务部调整为监审部和法律服务中心，并新设安全环保部，原有11个部门调整为党政办公室、财务管理中心、人力资源中心、证券投资部、战略发展部、技术中心、监审部、法律服务中心、采购中心、市场部、销售公司、安全环保部和运营管理中心13个综合管理部门。截至2015年底，公司拥有7家一级全资子公司和2家一级分

公司，拥有在职员工5,193人。

截至2015年底，公司合并资产总额155.50亿元，负债合计103.25亿元，所有者权益52.25亿元，其中归属于母公司的所有者权益52.25亿元。2015年公司实现营业总收入59.29亿元，净利润-3.90亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-3.90亿元；经营活动产生的现金流量净额0.10亿元，现金及现金等价物净增加额1.59亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额152.07亿元，负债合计99.78亿元，所有者权益52.29亿元，其中归属于母公司的所有者权益52.29亿元。2016年1~3月公司实现营业总收入9.97亿元，净利润477.35万元，其中归属于母公司所有者的净利润477.35万元；经营活动产生的现金流量净额-2.36亿元，现金及现金等价物净增加额-3.30亿元。

公司注册地址：湖南省岳阳市岳阳楼区城陵矶光明路；法人代表：黄欣。

二、债券发行及募集资金使用情况

2013年2月4日，中国证监会核准公司向社会公开发行面值不超过17亿元的公司债券，经公司第五届董事会第十一次会议决议，公司于2013年5月29~31日发行债券8.5亿元，发行票面利率为5.04%，期限为5年，附第3年末上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本次债券已于2013年6月25日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称：“12岳纸01”，证券代码：“122257”。2015年5月29日，公司如期支付2012年公司债券（第一期）2014~2015计息年度的利息。

截至2015年12月31日，本次债券募集资金已全部用于偿还银行贷款及补充流动资金。

三、行业分析

2015年，我国经济增长继续放缓，全年国内生产总值同比增长6.9%，继续创下新低，“去产能，去库存，去杠杆”为目前国内经济形势下的主要任务。受宏观经济下行压力、市场需求持续疲软以及前期新增产能投产导致的行业产能过剩等因素影响，作为资金密集型的传统制造业，2015年造纸行业整体景气度仍延续前期低迷态势，持续处于去产能化阶段。

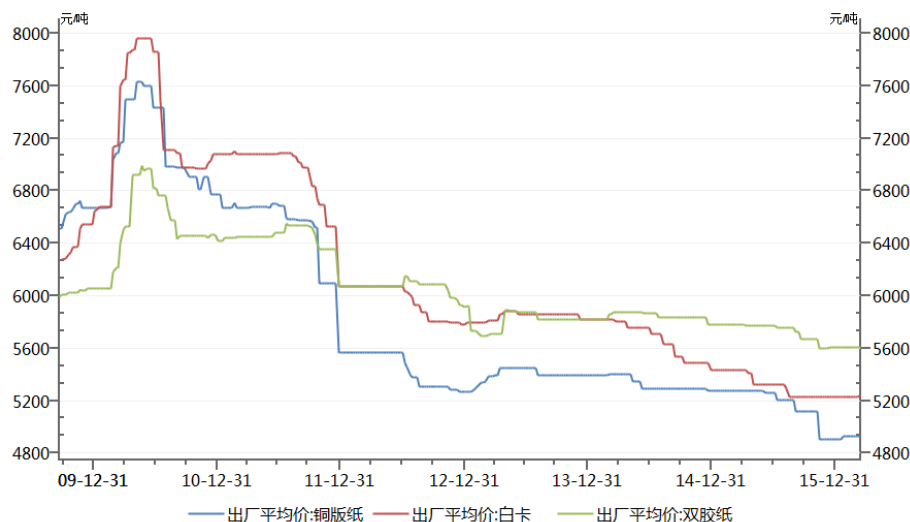
2015年我国机制纸及纸板累计产量11,774.1万吨，与2014年相比减少11.7万吨，同比下降0.10%。从区域构成来看，广东机制纸及纸板产量占全国总产量的约18%，成为全国机制纸及纸板产量最高的地区，此外，2015年产量排名前五的省市还包括山东、浙江、江苏与河南。2015年造纸和纸制品业规模以上工业企业主营业务收入13,923.4亿元，较上年增长3.4%，增速同比下降3个百分点；利润总额744.4亿元，同比增长6.2%，较上年的-1.4%上升4.8个百分点，规模以上造纸和纸制品企业收入增速有所放缓但利润水平增速较快。

造纸行业上游直接原材料为纸浆，通常分为木浆、废纸浆和非木浆，其中木浆以其纤维长、强度高、生产过程中耗水量小、排污成本低等特点，为全球范围内造纸行业最主要的直接原料。由于我国是少林国家，国内木浆对进口依赖程度较高，近年来我国木浆进口量呈波动上升态势，2015年木浆总进口量由2014年的1,576.79万吨增至1,751.02万吨，其中漂针木浆进口量上升至731.31万吨，漂阔木浆进口量上升至791.12万吨。纸浆价格方面，近年来国际纸浆价格波动下降，以针叶木化学浆为例，外商平均报价由2014年末的707美元/吨降至2016年3月初的601美元/吨，延续波动下降态势；国内纸浆价格与国际市场联动性强，同样呈现波动下降态势，以青岛针叶木化学浆国内均价为例，其均价由2014年末的5,028元/吨降至2016年3月初的4,514元/吨。

从下游市场行情看，2015年国内经济持续疲弱，加之近年来随着大量新增产能进入市场，行

业内产能过剩情况持续，主要纸品价格继续下降，下游市场景气度未见回升，从前三季度的数据来看，产量及销量均有所下滑，产销率有所提高，库存增速同比有所减缓。包装纸中的白卡纸出厂价由2015年初的5,431元/吨降至年末的5,231元/吨；文化用纸中的铜版纸价格由2015年初的5,275元/吨降至年末的4,904元/吨；文化用纸中的双胶纸出厂价由2015年初的5,781元/吨降至年末的5,605元/吨。包装纸及文化用纸等各类纸张价格均不同程度下滑。从库存情况来看，近年来我国造纸产成品存货水平逐年上升，2015年10月造纸产成品月存货水平达338.99亿元，较9月增长2.16%，较2014年2月存货增加45.57亿元，2014年以来延续持续增长的态势。从2015年1~9月产量及销量来看，2015年1~9月机制纸及纸板累计产量为8,782.21万吨，同比下降1.84%。从前9个月的月度生产情况看，9个月中有6个月的产量同比是下降的。2015年1~9月机制纸及纸板累计销量为8,646.60万吨，同比下降1.26%，销量的下降幅度略低于生产量的降幅。从产销率来看，2015年1~9月累计产销率98.90%，同比小幅上升0.60个百分点；截至2015年9月底，机制纸及纸板库存较年初增长14.10%，同比增幅下降8.2个百分点。

图2 2009~2015年我国部分纸品价格情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

未来一段时间内，由于经济增速放缓，需求增速也会随之继续下降，加之产能过剩问题仍持续，造纸行业现状短期内难以得到改善，部分产品产量大于消费量的局面或将持续。随着市场多数纸张品种价格持续低位，企业盈利空间明显收窄，部分企业亏损进一步加大，随着行业竞争的持续，部分企业预计将被迫退出市场，造纸行业将加速调整产业结构，优化行业集中度，向集团化和规模化方向发展。另外，随着我国生态文明建设进程加快，相关环保政策及制度将会更加完善和严格，淘汰落后产能的力度将会继续加大，有望进一步加速行业内企业分化和深度调整。未来行业内资源优势明显、技术装备先进、整合能力强的大型企业有望取得竞争优势，扩大规模效益，获得较好的发展。

“十二五”期间，中国造纸工业结构调整和转型升级已初见成效，产量排名中，前30位企业产量已超过过全国造纸总产量的一半，2015年木浆、废纸浆、非木浆的比例为28:65:7。造纸行业“十三五”的主要目标，是在新常态下，保持平稳发展，实现产业升级优化，实施创新驱动发展。未来纸业开发新产品将集中在高性能纸基功能材料开发、生活类用纸市场细分化、高阻隔、安全卫生的食品包装纸与纸板和包装容器的开发等方面，并加快新的印刷性能和技术在电子标签、能

源储备、生物医学检验等方面的应用。造纸行业培育新优势将在依靠技术进步改造传统工业、提高资源配置效率、进一步转换盈利模式，培养新的利润源，注重产业链延伸等方面展开。根据造纸工业“十三五”规划建议，“十三五”期间纸及纸板增速预测为1%~1.5%。

总体看，受经济增速放缓影响，造纸行业下游需求不振，产能过剩仍持续，行业景气度仍持续低迷。2015年前三季度造纸行业产销量均有所下滑，库存增速同比有所减缓，纸浆及主要纸品价格继续下降，行业内企业仍面临较大的调整转型压力，行业内企业分化和结构调整或将加速。

四、管理分析

2015年，公司根据相关法律法规进一步完善公司法人治理结构，健全内部控制系统。公司股东大会、董事会、监事会、经理层各司其职、相互制衡，管理运作正常。2015年3月底以来，公司董事、监事及经理层面人事变动如下：

2015年7月，曹文伟因其所在公司不再持有公司股票辞去公司股东代表监事职务。袁国利2015年4月起担任公司第六届监事会主席，曾任岳阳造纸厂政工部副部长，公司办、党委办副主任，岳阳纸业股份有限公司公司办主任兼党支部书记，泰格林纸党委副书记、纪委书记、工会主席。2015年9月，原监事彭莉因监事会换届离任；程晓监事任职到期，不再担任股东代表监事，而担任职工监事；沈北平、吴登峰通过选举担任公司第六届监事会监事。

洪军2015年9月起担任公司董事，曾任中国物资开发投资总公司党委副书记、党委书记，兼任深圳B股上市公司佛山华新包装股份有限公司公司党委书记、监事会主席，2011年8月至2014年12月曾任公司董事。

嵇昊2015年9月起担任公司总法律顾问，曾任中国物资开发投资总公司资产管理部法律事务专员、副经理；佛山诚通纸业、珠海华丰纸业、广西华桂林浆纸、广西华桂林业、中国纸业投资有限公司纤维原料部经理；泰格林纸木材采购中心主任，岳阳林纸采购中心副主任。

2015年3月底以来，除以上董事、监事及管理人员存在变动外，联合评级未发现董事会、监事会、经理层其他人员存在变动，上述人员的变动不会对公司正常业务运作带来重大不利影响。

五、经营分析

1. 经营概况

2015年公司仍属国内造纸类上市公司中林纸一体化的龙头央企，且为国内造纸行业上市公司中拥有林业面积最大的公司之一，区位优势明显，技术实力雄厚，具备适应市场需求变化的转产能力。公司业务板块较为齐全，旗下囊括林、浆、纸等产业链，均已具备一定规模，市场覆盖全国31个省、市、自治区以及亚洲和东非地区。

2015年10月，公司将持有的全资子公司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（以下简称“安泰公司”）及恒泰房地产开发有限责任公司（以下简称“恒泰公司”）100%股权、持有的岳阳经济技术开发区宏泰建筑安装工程有限公司（以下简称“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，此次资产置换完成后，公司不再生产商品浆板，新增房地产开发业务。

2015年公司主营业务仍为机制纸、商品浆的生产、销售及林业、小化工经营，并新增房地产

及建筑安装业务¹。制浆造纸业仍是公司收入和利润的主要来源，2014~2015年公司浆纸产品实现收入分别占主营业务收入的97.75%和95.11%，受骏泰浆纸2015年11月起置出及子公司永州湘江纸业有限责任公司（以下简称“湘江纸业”）2015年启动关停并转搬迁项目影响，商品浆板、包装用纸等板块收入大幅减少，浆纸产品收入规模及占比相应有所下降；化工产品收入持续稳步增长，木材销售收入继续下滑；另随恒泰公司和宏泰公司的置入，2015年公司新增商品房和建安劳务收入，但目前收入规模及占比较小。受造纸行业持续低迷、资产置换及子公司搬迁等因素影响，公司2015年全年实现营业收入59.29亿元，同比下滑9.93%；同期，营业外收入随着湘江纸业处置土地收益等非经常性损益的减少而同比下降43.19%；受商品浆及工业用包装用纸市场环境，以及湘江纸业搬迁导致的期间费用和停机损失上升影响，净利润-3.90亿元，出现亏损，利润下滑幅度较大，经营业绩未见好转。

从主营业务毛利率看，2015年受商品浆市场价格持续下跌，以及工业用包装用纸产能释放导致的竞争加剧影响，公司盈利空间继续收窄。但因公司于2015年11月起将亏损的子公司骏泰浆纸置出，且子公司湘江纸业启动关停并转搬迁项目，导致毛利率下降幅度较大的商品浆板和包装用纸板块收入规模有所下降，因此主营业务毛利率由2014年的12.56%²上升至2015年的12.85%，同比增长0.29个百分点。随着制浆业务的剥离及包装用纸业务规模的下降，公司主营业务盈利能力有所回升。

表1 2014~2015年公司主营业务收入情况（单位：亿元）

项目	2014 年			2015 年			收入 变动 (%)	毛利率 变动 (百分点)
	收入	占比 (%)	毛利率(%)	收入	占比 (%)	毛利率(%)		
商品浆板	16.47	26.65	4.57	11.95	20.73	1.08	-27.45	-3.49
印刷用纸	29.17	47.21	17.28	30.54	52.98	17.68	4.68	0.40
工业用纸	5.67	9.18	15.42	4.84	8.40	15.79	-14.62	0.37
办公用纸	1.73	2.80	7.74	3.03	5.25	7.57	75.39	-0.17
包装用纸	8.76	14.18	9.03	4.46	7.74	5.56	-49.07	-3.47
纸浆产品小计	61.79	97.75	12.29	54.81	95.11	12.35	-11.30	0.06
化工产品	0.84	1.33	32.58	1.16	2.02	35.27	38.29	2.69
木材销售	0.58	0.92	12.38	0.24	0.41	17.77	-59.08	5.39
商品房	--	--	--	0.83	1.44	18.07	--	--
建安劳务	--	--	--	0.59	1.02	5.90	--	--
合计	63.21	100.00	12.56	57.62	100.00	12.85	-8.83	0.29

资料来源：公司年报。

注：2014年收入明细为追溯调整前的数据，因此此表格中主营业务收入合计及毛利率与后续财务部分主营业务收入存在差异。

从销售区域来看，2015年公司主营业务收入区域构成同比变化不大，客户仍主要集中在经济相对发达的华北、华东、华中和华南地区；2015年随着公司主营业务收入规模的下降，各地区营业收入均不同程度下滑，尤以西北地区为重，降幅达13.84%；华中地区营业收入下滑幅度较小，占比较上年提升0.87个百分点，仍为公司最主要的收入来源地区。

¹因资产置换，公司2015年营业收入中的商品浆板板块收入为2015年1~10月数据，房地产及建筑安装业板块收入为2015年全年数据。本报告经营部分2014年数据取自公司2014年年报中的期末数，因此收入及增长率等与2015年年报中调整后的数据存在差异。

²2014年毛利率为追溯调整前的数据，财务分析中使用的毛利率为追溯调整后的毛利率，即13.31%。

表2 2015年公司主营业务收入地区分布情况（单位：万元、%）

地区	营业收入	占比	营业收入较上年增减	占比较上年增减（百分点）
华北地区	9.85	17.09	-8.83	0.00
华东地区	14.66	25.43	-9.45	-0.17
华中地区	15.75	27.33	-5.84	0.87
华南地区	9.57	16.60	-10.24	-0.26
西北地区	1.72	2.99	-13.84	-0.17
西南地区	3.30	5.72	-11.52	-0.17
其他地区	2.79	4.84	-10.44	-0.09
合计	57.63	100.00	-8.83	--

资料来源：公司年报。

2016年1~3月，公司实现营业收入9.97亿元，较上年同期下降31.11%，主要系子公司骏泰浆纸置出所致；营业外收入737.35亿元，同比增长14.92%；净利润 477.35万元，完成资产置换后实现扭亏为盈。

总体看，2015年受商品浆及工业用包装用纸市场环境、以及子公司搬迁导致的费用上升影响，公司整体利润水平继续下降，出现亏损。随着资产置换的完成及子公司的搬迁，公司主营业务收入规模有所下降，但主营业务毛利率水平随着制浆业务的剥离以及包装用纸业务规模减少而有所回升。

2. 原材料采购

公司生产所需的主要原材料包括煤炭、木材、芦苇、废纸及浆板等。

从原材料采购量看，2015年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，煤炭作为发电燃料，2015年采购量受发电量减少影响，较2014年下降3.94%至89.63万吨。2015年浆板采购量35.20万吨，较2014年下降4.54%。受浆料配比改变影响，2015年松木采购量较2014年减少32.90%至119.73万立方米；而杨木、芦苇和废纸采购量均有所上升，其中杨木采购量较2014年上升23.83%至38.02万立方米，芦苇采购量较2014年增长16.35%至12.29万立方米；废纸采购量较2014年增长32.50%至28.40万吨。

表3 2014~2015年公司原材料采购情况

材料名称	项目	2014 年	2015 年
煤炭	采购量（吨）	933,097	896,290
	平均采购价（元/吨）	555	455
松木	采购量（立方米）	1,784,242	1,197,253
	平均采购价（元/立方米）	630	576
杨木	采购量（立方米）	307,025	380,192
	平均采购价（元/立方米）	587	551
芦苇	采购量（立方米）	105,623	122,893
	平均采购价（元/立方米）	716	713
废纸	采购量（吨）	214,325	283,973
	平均采购价（元/吨）	1,501	1,520
浆板	采购量（吨）	368,789	352,043
	平均采购价（元/吨）	4,081	3,949

资料来源：公司提供

从原材料采购价格来看，2015年除废纸外，各主要原材料价格均不同程度下滑。其中，煤炭采购价格受煤炭行业整体持续低迷影响下降幅度较大，2015年同比减少18.02%。公司松木采购价格及杨木采购价格变动较大，分别同比下降8.57%和6.13%。芦苇及废纸价格变动幅度较小，与上年基本持平。2015年，浆板采购价格受需求疲软及国际纸浆行业冲击影响同比下降3.23%，达到3,949元/吨。

从采购集中度看，公司向前5名供应商采购额109,317.27万元，占年度采购总额的21.34%，采购集中度较上年有所提高，但仍处相对偏低水平。

总体看，2015年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，除废纸价格小幅上升外，各原材料采购价格均有所下滑，煤炭、松木、杨木等主要原材料价格下降幅度较大。原材料采购成本的下降有利于公司的成本控制。

3. 产销情况

2015年公司仍采用以销定产的生产模式。公司可根据不同浆的配比组合，灵活快速切换不同纸种生产，应对机制较为灵活。2015年，受骏泰浆纸置出影响，商品浆板产销量均大幅下降；因关停并转，湘江纸业包装用纸产销量同样大幅下降；此外，2015年公司根据市场情况对产品结构进行了调整，增加了办公用纸和印刷用纸的产量，降低了工业用纸的产量。2015年公司共生产纸及商品浆116.23万吨，较上年的130.47万吨下降10.91%。

2015年公司仍采用直销和经销相结合的销售模式，主要面向的客户包括出版社、杂志社、大型印刷厂、纸制品加工企业、粘胶纤维厂、纸品经销商等，截至2015年底，公司在全国主要城市设立了21个驻外销售分公司，针对市场需求销售所有产品。从产销率来看，受造纸行业景气度影响，2015年除印刷用纸外，各主要制浆造纸产品产销率均有所下降，但均达到94%以上。

表4 2014~2015年公司主要产品销售情况（单位：万吨、元/吨）

产品	项目	2014年	2015年
商品浆板	产量	30.76	19.68
	销量	35.60	20.65
	产销率（%）	115.73	104.93
	平均销售价	4,625.89	4,327.07
包装用纸	产量	18.62	10.66
	销量	19.75	10.08
	产销率（%）	106.07	94.56
	平均销售价	4,435.16	4,424.69
印刷用纸	产量	65.90	68.20
	销量	64.49	68.99
	产销率（%）	97.86	101.16
	平均销售价	4,523.31	4,425.96
工业用纸	产量	11.81	11.29
	销量	11.84	11.07
	产销率（%）	100.25	98.05
	平均销售价	4,788.82	4,371.72
办公用纸	产量	3.38	6.40
	销量	3.41	6.19
	产销率（%）	100.89	96.72
	平均销售价	5,060.77	4,892.88

资料来源：公司提供

从产品销售价格来看，2015年造纸行业继续低迷，产能过剩、竞争激烈等行业状态未出现好转，公司商品浆板和主要纸品销售价格均持续下降，其中，商品浆板和工业用纸平均销售价格同比分别减少6.46%和8.71%，下滑幅度较大，下游市场景气度未见回升。

2015年，公司前五名客户销售金额96,592.63万元，占年度销售总额的16.29%，客户集中度仍不高。

总体看，2015年受资产置换及子公司停产搬迁影响，公司浆纸产销量较上年有所下降，产品结构继续调整；受行业继续低迷影响，主要纸品价格持续下降，公司产销情况未见好转。

4. 重大事项

2015年6月16日公司第五届董事会第三十五次会议同意公司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或其关联方。经2015年10月12日公司第六届董事会第二次会议、10月29日2015年第四次临时股东大会审议通过，公司将持有的骏泰浆纸100%股权与泰格林纸持有的安泰公司及恒泰公司100%股权、持有的宏泰公司79.6%股权（剩余20.4%股权为恒泰公司持有）、泰格林纸林化分公司以及部分土地、固定资产、相关债权等进行资产置换。根据中和资产评估有限公司出具的资产评估报告，截至2015年4月30日，置出资产评估价值9.70亿元，置入资产评估价值9.24亿元，评估值差额部分冲抵债权，剩余部分由泰格林纸以现金方式补足。本次资产置换交割日为2015年10月31日，该交易构成了关联交易但未构成重大资产重组。本次通过资产置换置出的骏泰浆纸近三年连续亏损，已严重拖累了公司整体经营业绩。本次置入的安泰公司、恒泰公司、宏泰公司、林化分公司近年来具有一定的盈利能力。通过资产置换公司整体盈利能力将大幅提升。

2013年7月，因公司全资子公司湘江纸业已处在了城市发展的商业中心地段，永州市人民政府因城市的规划需求，正式提出并敦促湘江纸业整体搬迁事宜。2014年7月，公司同意湘江纸业进行整体搬迁至岳阳林纸本部（岳阳市城陵矶），并授权公司经营管理层积极开展规划和推进湘江纸业搬迁项目各项前期工作，湘江纸业搬迁项目确定为“湘江纸业环保搬迁与优化升级技术改造项目”，总投资（含利旧）不超过189,186万元，资金来源主要为湘江纸业土地处置收益，不足部分公司自筹或通过银行贷款方式（其中包括国开行对湘江纸业搬迁项目的专项建设贷款政策支持）解决。项目分两期进行，计划建设时间2.5年（30个月），第一期预计2016年底前投产。根据项目整体推进计划，2015年湘江纸业在岳阳设立了永州湘江纸业有限责任公司岳阳分公司。2015年湘江纸业已逐步进行减产、设备停机清洗并停产；2016年3月，设备安装单位已进入湘江纸业，对原有一、二号纸机进行清点拆运。在省、市相关政府部门的指导下，2015年12月，《永州湘江纸业有限责任公司关停并转人员分流安置方案》已通过职代会。计划安置员工1,101人，目前已安置员工1,029人。已对位于岳阳厂区内的建设场地进行了“三通一平”和桩基施工，开展了设备的技术交流，完成了初步设计审查，取得了项目规划许可和环保批复；岳阳区域项目已完成高浓打浆设备、流浆箱、传动系统、QCS及DCS等主要设备的合同签订；建设土建施工单位已进场，正在进行厂房的土建施工建设。湘江纸业的停产搬迁对2015年公司收入及盈利造成了一定影响，但未来伴随优化升级技术改造的完成，工业用包装纸产品竞争力有望提升，盈利情况有望改善。

2015年6月，公司第五届董事会第三十五次会议审议通过了关于公司非公开发行A股股票相关议案，2016年5月，公司对发行对象、发行数量、募集资金总额及投向等进行修订，并经公司第六届董事会第九次会议审议通过。公司拟对7名法人、自然人或其他合格投资者非公开发行A股股票不超过3.55亿股，发行价格6.46元/股，拟募集资金总额不超过22.94亿元，扣除发行费用后将全部

用于收购浙江凯胜园林市政建设有限公司（以下简称“凯胜园林”）100%股权、补充流动资金及偿还银行借款。该非公开发行股票目前处在对证监会反馈意见回复阶段，是否获得核准尚存在不确定性。在造纸等传统制造业处于去产能化阶段，政府环保投入逐渐加大的大环境下，我国生态景观市场潜力巨大。凯胜园林在市政园林建设领域具有一定的竞争力，盈利能力及现金流状况良好；若此次非公开发行股票以及收购资产完成，将盘活公司林业资产，与园林公司业务形成协同效应；并利用公司大型央企的资源优势，采取PPP模式进入市政园林领域，打破单一造纸业务对公司经营的影响。

总体看，伴随连续亏损的原子公司骏泰浆纸置出，以及湘江纸业优化升级技术改造项目的完成，公司未来的亏损压力有望缓解；非公开发行股票收购园林企业的事项仍存在不确定性。

5. 经营关注

房地产等新注入业务后期盈利贡献需持续关注

公司因资产置换新增房地产及建筑安装业务，与公司主营业务造纸的关联性较弱，公司的运营管理面临一定的挑战；置入的房地产和建筑安装业务整体规模较小，发展尚未成熟稳定，后期的盈利贡献需继续关注。

主营业务盈利能力仍存在一定的不确定性

公司2015年加速转型升级，将亏损较大的制浆业务剥离，积极调整产业结构，但目前造纸业务仍为公司收入及利润的主要来源。未来一段时间内，由于经济增速持续放缓，电子信息产品对传统纸品替代程度加剧，造纸行业需求增速也会随之持续低迷态势，加之产能过剩问题仍持续，造纸行业竞争激烈、利润薄化的现状短期内难以得到改善，公司未来主营业务的盈利能力仍存在一定的不确定性。

6. 未来发展

面对宏观经济进入新常态，造纸等传统行业面临激烈竞争，“去产能化”形势依然严峻。2015年，公司将继续坚持“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。

（1）加快纸业板块产业布局与结构调整，推动重点项目实施

造纸板块是公司现阶段的主要收入来源。公司一方面将积极开拓市场，依托培植废纸和速生材等原料优势发展包括高得率浆、废纸浆在内的环保型纸产品和高附加值产品，提升产品的盈利水平；另一方面通过营销体系、生产体系的改革，强化市场定位，向市场要效益，通过有效管理措施实现减亏增效。重点项目方面，公司将通过湘江纸业搬迁契机，充分挖掘和发挥岳阳生产基地的优势，尽快实现产能释放；通过骏泰浆纸剥离，集中优势发展纸业板块。

（2）加快产业延伸转型，着力发展生态景观产业

公司将充分利用庞大的林、苗资源优势和管技术优势，积极探索发展下游产业，进入到“美丽中国”的生态行业，通过收购、兼并等方式，在国内重点区域进行市场布局，盘活林木资源，提升林木的附加值，提升公司经营业绩和市场竞争能力。

（3）优化林业存量资产，推进林业产业的转型创新

公司将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”推动与外部资源包括林业资源证券化等方面的合作，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。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。加快产业延伸转型，着力发展生态景观产业。

总体看，公司继续将产业结构调整，延伸产业链，转型创新等作为工作重点，发展战略清晰。预计随着上述措施稳步推进，未来公司的经营业绩将有所改善。

六、财务分析

公司提供的2015年度合并财务报表已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。合并范围变更方面，2015年10月公司以子公司骏泰浆纸100%股权与股东泰格林纸进行资产置换，新增岳阳安泰实业有限公司、湖南泰格林纸恒泰房地产开发有限责任公司、岳阳经济技术开发区宏泰建筑安装工程有限公司和岳阳湘融置业有限公司4家子公司，而骏泰浆纸及其子公司湖南骏泰生物质发电有限责任公司2家公司自2015年11月1日起不再纳入合并报表范围，公司对2014年度财务报表进行了相关追溯调整。为提高财务数据可比性，本报告财务分析部分2014年数据采用追溯调整后的财务数据。

截至2015年底，公司合并资产总额155.50亿元，负债合计103.25亿元，所有者权益52.25亿元，其中归属于母公司的所有者权益52.25亿元。2015年公司实现营业总收入59.29亿元，净利润-3.90亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-3.90亿元；经营活动产生的现金流量净额0.10亿元，现金及现金等价物净增加额1.59亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额152.07亿元，负债合计99.78亿元，所有者权益52.29亿元，其中归属于母公司的所有者权益52.29亿元。2016年1~3月公司实现营业总收入9.97亿元，净利润477.35万元，其中归属于母公司所有者的净利润477.35万元；经营活动产生的现金流量净额-2.36亿元，现金及现金等价物净增加额-3.30亿元。

1. 资产及负债结构

资产

截至2015年底，公司资产合计155.50亿元，较年初减少了9.19%，主要是受资产置换影响非流动资产的减少。2015年底，公司资产构成较年初有所变动，非流动资产占比有所下降，但仍以非流动资产为主，其中流动资产占比47.81%，非流动资产占比52.19%。

流动资产方面，截至2015年底，公司流动资产合计74.34亿元，较年初减少5.07%，占比较大的项目为货币资金（占比10.66%）、应收票据（占比6.83%）、应收账款（占比13.29%）和存货（占比65.02%）。截至2015年底，公司货币资金7.93亿元，与年初基本持平，其中银行承兑汇票、信用证及短期借款保证金等受限资金合计占比58.82%。由于2015年公司收到的票据有所增加且当年票据贴现减少，截至2015年底，公司应收票据5.08亿元，较年初增长36.89%，主要为银行承兑汇票。截至2015年底，公司应收账款账面价值为9.88亿元，较年初变化不大；其中，97.45%的应收账款按账龄分析法计提坏账准备，从其账龄上看，一年以内的应收账款占该组合账面余额的85.27%，一年至两年的占7.45%，其余为两年以上；从集中度看，前五大应收账款余额占比18.52%，集中度较低；公司按照账龄分析法以及对预计难以收回的部分应收账款共计提坏账准备6,064.21万元，计提比例较为合理。截至2015年底，公司存货账面价值48.34亿元，较年初减少7.50%，主要系骏泰浆纸置出导致原材料和库存商品减少所致；存货主要由林木资产（占比66.79%）、原材料（占比19.46%）、库存商品（占比6.26%）和在产品（占比4.35%）构成，公司共计提存货跌价准备2,334.60万元，在造纸行业整体产能过剩、景气度低迷的大环境下，存货跌价风险较高，公司

跌价准备计提比例偏低。

截至2015年底，公司非流动资产合计81.15亿元，较年初减少12.66%，主要系固定资产的减少所致，其中占比较高的项目为长期应收款（占比28.44%）、固定资产（占比60.57%）和无形资产（占比9.04%）。2015年公司与控股股东进行资产置换，产生长期应收原子公司骏泰浆纸往来款14.96亿元³；另外，子公司湘江纸业于2015年12月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》，湘江纸业应收永州市土地储备中心570.46亩工业用地及地上附着物收回补偿款5.50亿元，列入长期应收款，因此截至2015年底，公司长期应收款较年初大幅增长703.91%，达23.08亿元。截至2015年底，公司固定资产较年初减少42.13%，主要系骏泰浆纸不再纳入合并范围导致的机器设备等减少所致。截至2015年底，公司无形资产较年初增加107.67%，主要系控股股东泰格林纸将142.83万平方米土地注入安泰公司并进行资产置换所致。

截至2016年3月底，公司资产合计152.07亿元，其中流动资产占比47.34%，非流动资产占比52.66%，资产结构较年初变化不大。流动资产仍主要由货币资金、应收账款和存货构成，其中货币资金因归还短期融资券及支付职工安置费用等较年初下降41.58%，占比有所下降，而存货较年初有所增长。公司非流动资产仍主要由长期应收款、固定资产和无形资产构成，较年初变化不大。

总体看，2015年受资产置换影响，公司资产规模有所减少，非流动资产占比有所下降，但仍以非流动资产为主，符合行业特点；资产置换及子公司土地处置等产生的应收款规模较大，对资金形成一定的占用；以林木资产为主的存货占比较高，机器设备等固定资产规模较大，变现能力较弱，资产质量一般。

负债及所有者权益

截至2015年底，公司负债合计103.25亿元，较年初减少10.83%，主要系应付票据等流动负债的减少所致。公司负债中，流动负债与非流动负债分别占72.95%和27.05%，流动负债占比有所下降。

截至2015年底，公司流动负债为75.32亿元，较年初减少13.36%，其构成以短期借款（占41.97%）、应付票据（占比13.34%）、应付账款（占11.43%）、其他应付款（占9.06%）和其他流动负债（占16.66%）为主。短期借款为31.61亿元，较年初减少5.23%，主要系公司偿还短期借款较多所致。应付票据10.05亿元，较年初减少52.74%，主要因部分票据到期支付以及骏泰浆纸不再纳入合并范围导致票据相应减少。应付账款合计8.61亿元，较年初减少36.00%，主要受赊购的材料款下降及骏泰浆纸划出影响。其他应付款6.83亿元，较年初增加68.69%，主要系拆借及往来款款，押金保证金增加所致。其他流动负债12.55亿元，较年初增加107.43%，主要系2015年公司发行了“15岳纸CP001”（代码：041560016.IB）、“15岳纸CP002”（代码：041560099.IB）和“15岳纸CP003”（代码：041564095.IB）共12.5亿元短期融资券并归还了到期的6亿元“14岳纸CP001”（代码：041464053.IB）短期融资券所致。

截至2015年底，公司非流动负债为27.93亿元，较年初减少3.19%，其构成中主要为长期借款（占48.81%）、应付债券（占30.30%）和长期应付款（占19.17%）。其中，长期借款13.63亿元，较年初减少18.47%，主要系偿还抵押借款等所致，2015年底长期借款全部为保证借款，其中到期日在2017年的长期借款占比80.69%，存在一定的集中偿付压力。应付债券8.46亿元，为“12岳纸01”的本金及利息调整。长期应付款5.35亿元，较年初增加78.48%，主要系公司2015年6月以价值5.6亿元的造纸生产设备作为标的物，以售后回租方式申请额度为2.78亿元的融资租赁，因而新增

³根据公司与泰格林纸签署的资产置换协议，公司为原子公司骏泰浆纸提供的生产经营性资金14.96亿元由骏泰浆纸分三年分次还清（2016年10月31日前付清30%，2017年10月31日前付清30%，2018年10月31日前付清40%），并由泰格林纸提供担保。截至2015年底，骏泰浆纸拆借款余额为14.93亿元。

应付融资租赁款所致⁴。

截至2015年底，公司全部债务合计82.44亿元，较年初减少12.98%，其中，短期债务为55.00亿元，长期债务为27.45亿元，短期债务占比66.71%，较年初下降3.56个百分点；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分别为66.40%、61.20%和34.44%，整体负债水平较年初有所降低。

截至2016年3月底，公司负债99.78亿元，较年初小幅下降3.36%，其中流动负债占比70.25%，非流动负债占比29.75%，流动负债占比较年初有所下降，主要受公司偿还短期融资券影响，整体负债结构较年初变化不大。截至2015年底，公司全部债务合计71.12亿元，较年初减少13.73%，主要系应付票据及短期融资券减少所致，短期债务占比进一步下降。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分别为65.61%、57.63%和35.83%，整体债务规模较年初有所下降。

截至2015年底，公司所有者权益合计52.25亿元，受业务亏损影响较年初下降5.77%。其中归属于母公司所有者权益中，实收资本占比19.97%，资本公积占比77.54%、盈余公积占比2.95%、未分配利润占比-0.45%，未分配利润因当年业务亏损较年初有所减少，权益仍以资本公积为主，稳定性较好。

截至2016年3月底，公司所有者权益52.29亿元，与年初基本持平，所有者权益结构变化不大，仅未分配利润较年初有所增长。

总体看，2015年公司负债规模有所减少，流动负债占比有所下降，但仍为负债的主要构成部分，债务水平有所下降，债务结构有所改善，但短期债务负担仍偏高；当年业务亏损导致所有者权益有所下降，但权益总体规模及结构较年初变化不大。

2. 盈利能力

受纸浆造纸行业需求疲软，产能过剩、行业景气度持续低迷影响，公司纸浆造纸业收入规模继续下降，2015年公司实现合并营业收入59.29亿元，同比下降12.83%；同期，营业成本同比下降12.09%，达到51.23亿元。受制浆及工业包装用纸市场环境影响，原子公司骏泰浆纸和子公司湘江纸业主营业务利润亏损，且湘江纸业2015年启动关停并转搬迁项目影响，期间费用及停机损失上升较为明显，2015年公司实现利润总额-3.79亿元，同比减少450.77%；公司实现净利润-3.90亿元，同比减少719.62%，其中，归属于母公司的净利润为-3.90亿元，同比减少719.62%。2015年公司营业外收入同比减少43.19%，主要系固定资产处置利得及政府补助收入，2014年子公司湘江置业处置土地收益3.11亿元，为非经常性损益，因此2015年营业外收入金额相应回落。

2015年，公司期间费用合计13.23亿元，同比增长11.45%。其中，销售费用2.59亿元，同比减少6.31%，主要系运输费减少所致；管理费用6.20亿元，同比增长59.81%，主要因子公司湘江纸业搬迁导致新增辞退福利及停工费用等搬迁安置费用；财务费用4.44亿元，同比减少15.05%，主要系借款规模减少导致的利息支出减少所致。公司费用收入比增长至22.32%，公司成本控制能力有待进一步提高

从盈利指标来看，公司主营业务盈利能力各项指标均有所下降。具体来看，公司主营业务毛利率由2014年的13.31%降至2015年的12.85%；营业利润率由13.75%下降至13.10%。在净资产规模变动不大的情况下，随着净利润的下降及亏损，公司净资产收益率由2014年的1.15%下降至-7.24%。

2016年1~3月，主要受到公司与泰格林纸进行资产置换，原子公司骏泰浆纸不再纳入合并范围影响，公司实现营业收入9.97亿元，较上年同期下降31.11%，同时，营业成本同比下降35.34%，

⁴长期应付款中应付融资租赁款和中国纸业投资有限公司拆借款均计付利息，已计入公司长期债务。

达到8.11亿元。公司期间费用也均同比不同程度下降。2016年1~3月，公司实现营业利润-33.25万元，净利润477.35万元，扭亏为盈，伴随骏泰浆纸的置出，盈利能力有所回升。

总体看，受制浆及工业包装用纸市场环境及子公司关停搬迁影响，公司收入规模有所下降，净利润出现亏损，整体盈利能力依然较弱且有所下滑。随着原子公司骏泰浆纸的置出，房地产业务的置入以及未来凯盛园林股权收购的完成，公司未来盈利能力有望改善。

3. 现金流

从经营活动来看，2015年，公司经营活动产生的现金流量净额有所减少，流入净额为0.10亿元，主要系公司2015年票据结算有所增加，票据贴现有所减少，因而销售商品提供劳务收到的现金减少所致。经营活动现金流入方面，销售商品提供劳务收到的现金为0.03亿元，同比减少33.13%。公司2015年现金收入比率为55.02%，较上年下降16.70个百分点，收入实现质量有所下降且处于较低水平。

投资活动方面，2015年，公司投资活动产生的现金流量由上年的净流入0.04亿元转为净流出1.10亿元，主要系预付凯盛园林股权收购款及处置原子公司骏泰浆纸持有的现金所致。投资活动流入方面，公司处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额有所减少；而投资活动现金流出合计1.12亿元，同比增长112.22%，主要系支付其他与投资活动有关的现金增长。

筹资活动方面，2015年公司筹资活动产生的现金流量由上年的净流出17.56亿元转为净流入2.49亿元，主要系公司本年偿还借款较上年同期减少所致。

2016年1~3月，公司经营活动产生的现金净流出2.36亿元；投资活动产生的现金流量净额为0.41亿元，子公司湘江纸业收到0.50亿元土地处置款项导致处置固定资产、无形资产及其他长期资产收回的现金净额较大；公司筹资活动产生的现金净流出1.50亿元，主要系偿还银行贷款和支付票据到期资金所致。

总体看，跟踪期内，公司经营现金流量受票据结算增加及票据贴现减少影响，流入规模有所下降，收入实现质量有所下降且处于较低水平；投资活动现金流出随股权收购及子公司置出有所增长。

4. 偿债能力

伴随公司短期借款规模下降，2015年底公司流动比率较上年有所提高，达到0.99倍；尽管公司存货规模较大，但公司速动比率仍由2014年的0.30倍上升至0.35倍。受短期借款迅速下降的影响，公司现金短期债务比由上年的0.17倍上升为0.24倍，公司短期偿债能力有所增强，但仍处于较弱水平。

从长期偿债能力指标来看，2015年，公司EBITDA合计5.96亿元，受业务亏损导致的利润总额下降影响同比减少50.96%；从EBITDA构成来看，折旧占比88.78%，摊销占比2.13%、计入财务费用的利息支出占比72.71%，利润总额占比-63.61%，折旧和利息支出占比高。受EBITDA下降影响，公司EBITDA全部债务比为0.07倍，较上年下降0.06个百分点，对全部债务的覆盖能力较弱；公司的EBITDA利息倍数也由上年的2.23倍下降至1.37倍，能够对利息进行覆盖但处于较低水平。由于经营活动现金净流量有所下降，公司经营现金债务保护倍数由0.17倍下降至0.00倍，公司长期偿债能力一般。

截至2015年底，公司担保总额为20.27亿元，占公司年未经审计净资产的38.80%，担保比例较高。其中，对外担保10.21亿元，为因资产置换，公司对资产负债率超过70%的原子公司骏泰浆纸的未到期银行授信及3亿元融资租赁业务提供的关联担保；对子公司担保10.06亿元，为对全资子

公司湘江纸业和湖南茂源林业有限责任公司提供的担保。

截至2015年底，公司共获银行综合授信额度68.00亿元，已使用的授信额度为55.00亿元，尚未使用13.00亿元授信额度，公司间接融资渠道畅通。

截至2015年末，公司无重大诉讼、仲裁事项。

根据代码为G1043060200004890W的人民银行征信报告，截至2016年4月11日，公司无未结清和已结清的不良类信贷信息记录；公司未结清贷款记录中存在10笔关注类贷款，根据中国工商银行股份有限公司出具的证明文件，主要因公司近年受外部大环境影响，偿债能力和盈利能力指标下滑，并非公司出现违约。

总体看，伴随公司借款规模下降，短期偿债能力有所增强，但因业务亏损导致利润总额减少，公司对债务的保障能力有所下降；担保比例较高，存在一定的或有负债风险。但考虑到公司作为诚通集团旗下的林浆纸一体化大型央企，行业地位突出，整体偿债能力仍较强，且随着未来公司业务的转型调整，经营状况有望改善，公司偿债能力有望得到提升。

七、债券保障条款分析

“12岳纸01”由中国诚通控股集团有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

1、诚通集团概况

诚通集团前身为根据国经贸企[1992]372号文批准于1992年成立的中国华通物产企业集团。2005年11月，根据国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国资委”）国资改革[2005]1462号文，获准改建为国有独资公司，并变更为现名。截至2015年9月底，公司注册资本为103.80亿元。

诚通集团是国务院国资委管理的大型企业集团，也是国务院国资委确定的唯一一家以“林浆纸”为主业的中央企业。诚通集团目前已被列为国务院国资委两家国有资本运营公司试点企业之一，并为首批中央企业建立和完善国有独资公司董事会试点企业之一。

截至2014年底，诚通集团资产总额合计672.09亿元，负债合计410.54亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计261.55亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计133.27亿元；2014年，诚通集团实现营业总收入682.06亿元，净利润（含少数股东损益）8.48亿元，其中归属于母公司的所有者净利润3.93亿元；经营活动产生的现金流量净额85.94亿元，现金及现金等价物净增加额2.09亿元。

截至2015年9月底，诚通集团资产总额合计688.94亿元，负债合计393.51亿元，所有者权益合计295.43亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计152.17亿元；2015年1~9月，诚通集团实现营业总收入436.50亿元，净利润4.94亿元，其中归属于母公司的所有者净利润3.56亿元。

诚通集团注册地址：北京市丰台区南四环西路188号6区17号楼；法定代表人：马正武。

2. 经营情况

诚通集团主要业务板块有仓储物流、纸业生产销售、金属贸易和资产经营等。2014年，诚通集团实现主营业务收入675.59亿元，同比下降11.50%。从收入结构看，诚通集团商品贸易业务占73.20%，纸浆及纸制品业务占17.83%，物流业务占6.35%；其中纸浆及纸制品业务、物流业务较上年占比分别上涨2.71个和1.24个百分点，商品贸易业务较上年占比下降4.47个百分点。2014年，诚通集团主营业务实现毛利润37.14亿元，较2013年增长3.45%；同期主营业务综合毛利率由2013年的4.70%上升至5.50%。

表 5 诚通集团 2013~2014 年主营业务收入情况

项目	主营业务收入（亿元）		毛利润（亿元）		毛利率(%)	
	2013 年	2014 年	2013 年	2014 年	2013 年	2014 年
商品贸易业务	592.92	494.55	6.33	6.42	1.07	1.30
纸浆纸制品	115.43	120.48	16.56	15.83	14.35	13.14
物流业务	39.00	42.90	6.91	7.04	17.71	16.42
其他项目	13.30	13.22	3.82	3.89	28.74	29.42
租赁业务	2.70	4.45	2.28	3.96	84.60	89.03
合计	763.35	675.59	35.90	37.14	4.70	5.50

资料来源：诚通集团提供

2015年1~9月，诚通集团实现主营业务收入436.50亿元，较上年同期减少15.74%，主要系钢材、有色金属、生铁炉料等商品贸易收入的下降所致；净利润4.94亿元，较上年同期增加14.13%，主营业务综合毛利率为5.72%，较上年同期减少0.43个百分点，主要受钢材、生铁等贸易品种购销差价下降以及纸浆纸制品盈利空间收窄影响。

总体看，2014年以来，诚通集团主营业务除贸易板块外，多数板块收入规模稳步提升，主营业务综合毛利率提升幅度较大，预计未来随着业务的不断发展，诚通集团有望凭借规模优势继续保持稳定的经营态势。

3. 财务分析

诚通集团2013年度、2014年年度财务报告经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留的审计意见，公司2015年9月财务报表未经审计。跟踪期内，诚通集团于2014年起执行财政部于2014年修订及新颁布的《企业会计准则—基本准则》（修订）、《企业会计准则第2号——长期股权投资》等八项具体准则，并已按新修订及新颁布的《企业会计准则》对比较财务报表进行了追溯重述。同时，诚通集团旗下子公司中储总公司2014年在财产清查过程中发现，以前年度已处理完毕的部分长期资产未及时进行会计处理，因此于2014年将其做会计差错处理并进行了追溯调整。此外，中诚控资产经营管理有限公司因清算完毕不再纳入合并范围。总体看，诚通集团合并报表范围变动不大，财务数据可比性较好。

截至2014年底，诚通集团资产总额合计672.09亿元，负债合计410.54亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计261.55亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计133.27亿元；2014年，诚通集团实现营业总收入682.06亿元，净利润（含少数股东损益）8.48亿元，其中归属于母公司的所有者净利润3.93亿元；经营活动产生的现金流量净额85.94亿元，现金及现金等价物净增加额2.09亿元。

截至2015年9月底，诚通集团资产总额合计688.94亿元，负债合计393.51亿元，所有者权益合计295.43亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计152.17亿元；2015年1~9月，诚通集团实现营业总收入436.50亿元，净利润4.94亿元，其中归属于母公司的所有者净利润3.56亿元。

资产负债情况

截至2014年底，诚通集团资产总额合计672.09亿元，较年初减少12.89%，其中流动资产占52.96%，非流动资产占47.04%。流动资产占比较年初下降9.58个百分点。截至2014年底，诚通集团流动资产合计355.95亿元，较年初下降26.24%；主要系应收票据、预付款项和其他应收款的减少所致。从流动资产结构看，2014年诚通集团流动资产主要由货币资金（占21.80%）、应收账款（占13.83%）、预付款项（占10.31%）存货（占28.62%）和其他流动资产（占11.94%）构成。截

至2014年底，诚通集团货币资金合计77.62亿元，其中受限货币资金11.07亿元，多为下属公司票据保证金、维修基金等。截至2014年底，诚通集团存货净额101.86亿元，较年初下降1.31%。截至2014年底，诚通集团非流动资产合计316.14亿元，较年初增长9.41%，主要系在建工程、无形资产、其他非流动资产增长所致。

截至2014年底，诚通集团负债合计410.54亿元，较年初下降22.18%，主要来自短期借款、应付票据、预收款项、其他应付款和其他流动负债的减少。其中流动负债占66.43%，非流动负债占33.57%。流动负债占比较年初下滑8.55个百分点，诚通集团债务结构仍以流动负债为主。

截至2014年底，公司全部债务较年初下降27.74%至316.06亿元。其中短期债务188.79亿元，较年初下降39.51%，长期债务127.27亿元，较年初增长1.56%。

2014年，诚通集团资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为61.08%、54.72%和32.73%，分别较年初下降7.29个百分点、9.48个百分点和1.20个百分点；诚通集团债务压力有所降低。

截至2014年底，诚通集团所有者权益合计261.55亿元，较上年末增长7.21%，增长来自实收资本的增加。根据财政部财资[2014]3号《财政部、国资委关于下达中国诚通控股集团有限公司2014年中央国有资本经营预算（拨款）的通知》，公司将收到的国有经济结构调整支出16.00亿元，作增加本公司国家资本金处理；将收到的境外投资及对外经济技术合作支出3.00亿元，作增加本公司国家资本金处理。截至2014年底，诚通集团实收资本合计93.80亿元，较2013年底增长25.40%。从归属于母公司所有者权益结构看，2014年底，实收资本占70.39%，资本公积占26.67%、其他综合收益-1.35%、未分配利润占10.75%。诚通集团权益结构稳定性好。

截至2015年9月底，诚通集团资产总额合计688.94亿元，较年初增加2.51%。其中流动资产合计372.50亿元，较年初增加4.65%，主要系货币资金的增长；非流动资产合计316.44亿元，与年初基本持平。流动资产仍主要以货币资金、应收账款、预付款项和存货为主，其他流动资产占比有所下降，货币资金占比增长较快，诚通集团非流动资产仍以固定资产、在建工程和无形资产为主。

截至2015年9月底，诚通集团负债合计393.51亿元，较年初减少4.15%；其中流动负债占64.46%，非流动负债占35.54%，流动负债占比较年初有所下降。截至2015年9月底，诚通集团资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为57.12%、49.49%和30.36%。诚通集团债务水平有所下降。

截至2015年9月底，诚通集团所有者权益合计295.43亿元，较年初增长12.95%；其中归属于母公司所有者权益合计152.17亿元，同比增长14.19%。诚通集团所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，诚通集团资产以流动资产为主，流动资产中现金类资产较为充裕，占比较高；非流动资产中在建工程、无形资产、固定资产占比较高。诚通集团资产构成相对稳定，符合企业经营特点，整体资产质量较好。诚通集团流动负债占比较大，流动负债中短期借款、应付票据、应付账款占比高，有一定偿还压力。

盈利能力

2014年诚通集团实现营业收入682.06亿元，较2013年减少11.88%，主要系商品贸易业务同比下滑16.59%所致。同期，诚通集团营业成本较年初下降12.46%，略大于营业收入降幅；受此影响，诚通集团营业利润率上升0.64个百分点至5.75%。

期间费用方面，2014年诚通集团销售费用、管理费用、财务费用较年初分别上升2.99%、4.02%、14.82%；诚通集团期间费用合计占营业收入的6.07%，较2013年上升1.08个百分点，诚通集团期间费用控制能力有待提高。

利润方面，受取得联营企业和合营企业的投资收益增加影响，诚通集团2014年营业利润合计1.93亿元，较2013年增加35.07%。2014年度诚通集团净利润8.48亿元，较2013年上升0.42%。归属于母公司所有者的净利润3.93亿元，占净利润的46.32%，较去年减少8.01%。

2014年，诚通集团投资收益合计7.93亿元，较年初增长140.10%，主要来自长期股权投资及交易性金融资产公允价值变动带来的投资收益。2014年，诚通集团营业外收入合计13.37亿元，较年初增长13.29%，主要来自无形资产处置利得3.45亿元、政府补助3.33亿元和拆迁补偿收入3.37亿元。同时，2014年公司营业外净收入占利润总额的85.96%，外部收入对公司利润水平的贡献较大。

从盈利指标来看，受全部债务和资产总额下降影响，公司总资本收益率、总资产报酬率均有所上升，分别从2013年的3.69%和3.79%上升至3.77%和4.02%，受所有者权益增加幅度较大影响，净资产收益率由2013年的3.56%下滑至2014年的3.36%，盈利能力未见好转。

2015年1~9月，诚通集团实现营业总收入436.50亿元，较上年同期下降15.74%，但净利润同比上升14.13%，达到4.94亿元。同期诚通集团营业利润率为5.86%，比上年同期的5.76%进一步提升。

总体看，2014年诚通集团主营业务盈利水平出现下滑；但投资收益等外部收入对公司业绩起到了一定的支撑作用，整体盈利能力基本持平。2015年以来诚通集团盈利能力有所回升。

现金流

从经营活动来看，2014年诚通集团经营活动产生的现金流入及流出分别为867.57亿元和781.63亿元，同比分别下降7.80%和16.37%。2014年诚通集团经营活动产生的现金流量净额为85.94亿元，表现为净流入。2014年，诚通集团现金收入比为119.01%，较2013年上升5.37个百分点，诚通集团收入实现质量有所提高。

诚通集团投资活动主要表现为收回投资收到的现金流入以及构建固定资产、无形资产，投资等支付的现金流出；2014年，诚通集团投资活动现金流量净额1.10亿元，表现为净流入。

筹资活动方面，2014年诚通集团筹资活动现金流入合计253.68亿元，较上年增长5.25%，主要为取得借款收到的现金（占比76.42%）。同期筹资活动现金流出合计338.31亿元，较上年增长51.92%，主要为偿还债务支付的现金（占比63.97%）。2014年，诚通集团筹资活动现金流量净额为-84.64亿元，表现为净流出。

2015年1~9月，诚通集团经营活动现金流量净额为16.35亿元。同期，诚通集团投资活动现金净流出4.97亿元，筹资活动现金净流入20.92亿元。

总体看，跟踪期内，诚通集团经营活动现金流入量继续保持较大规模，收入实现质量有所提高，诚通集团对外投资仍然主要依靠银行等外部融资渠道解决资金需求。

偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2014年底诚通集团流动比率和速动比率分别为1.31倍和0.93倍，分别较2013年底上升0.07倍，下降0.03倍。考虑到诚通集团现金类资产充裕且经营活动现金流入规模大，能够满足诚通集团经营所需的短期资金周转，诚通集团短期偿债能力正常。

长期偿债能力方面，2014年，诚通集团EBITDA合计40.60亿元，较上年增长0.60%；EBITDA利息倍数为2.52倍，略低于2013年的2.57倍；EBITDA全部债务比为0.13倍，高于2013年的0.09倍。整体看，诚通集团长期偿债能力正常。

截至2015年9月底，诚通集团无对外担保。

截至2015年9月底，诚通集团已获得银行授信总额504.19亿元，已使用252.15亿元。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10110106010377405），截至2016年1月22日，诚通集团无未结清和已结清不良信贷记录，过往债务履约情况良好。

总体看，跟踪期内受宏观经济疲软影响，诚通集团整体盈利能力一般。但整体看，诚通集团作为国有大型企业，综合实力强，整体偿债能力仍很强。

4. 担保效果评价

以2015年9月底的财务数据测算，“12岳纸01”8.5亿元的发行规模占诚通集团所有者权益总额的2.88%，占诚通集团净资产的比重较低，诚通集团较大规模的净资产能够对“12岳纸01”的到期偿付起到较强的保障作用。

总体看，诚通集团作为国有大型企业，综合实力强，本次债券在诚通集团的总资产和净资产中的占比较低，其所提供的担保对本期公司债本息的到期偿还仍具有显著的积极影响。

八、本次债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2015年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达13.00亿元，约为“12岳纸01”本金合计（8.5亿元）的1.53倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达52.25亿元，约为债券本金合计（8.5亿元）的6.15倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“12岳纸01”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2015年，公司EBITDA为5.96亿元，约为债券本金合计（8.5亿元）的0.70倍，公司EBITDA对本期债券的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看，公司2015年经营活动产生的现金流入33.48亿元，约为债券本金合计（8.5亿元）的3.94倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内造纸类上市公司中林纸一体化的央企龙头企业，在林业资源、区位优势、央企控制、技术实力等方面具有优势，担保方诚通集团经营状况比较稳定，整体继续保持较强的竞争实力，其所提供的担保对本期债券信用状况仍具有明显的积极作用，公司对“12岳纸01”的偿还能力很强。

九、综合评价

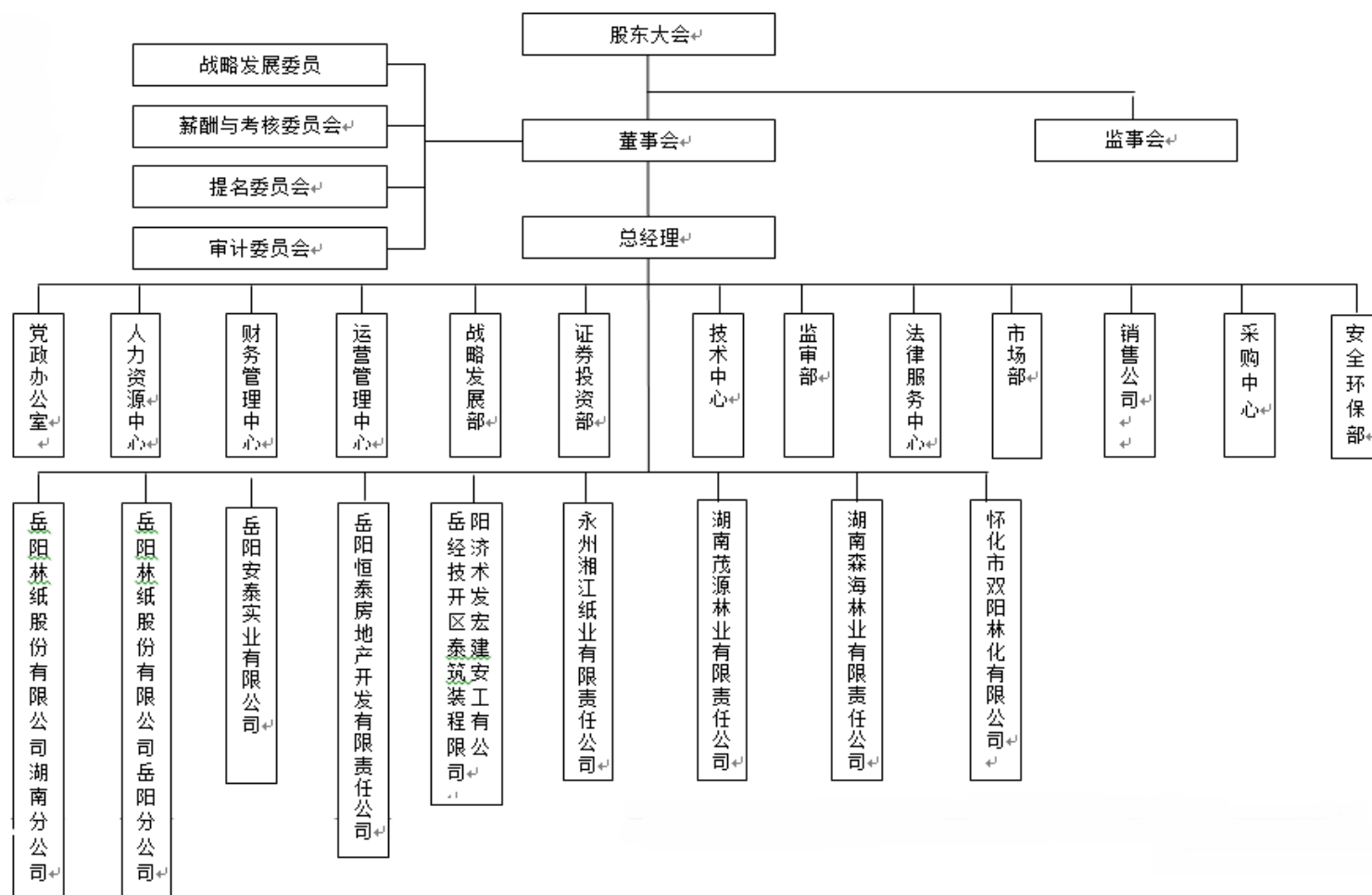
公司仍是国内造纸类上市公司中林纸一体化的龙头企业，区位优势明显，技术实力雄厚，具备适应市场需求变化的转产能力。2015年，受到纸浆造纸市场环境持续低迷及子公司停产搬迁等因素影响，公司经营业绩未见好转，当期收入规模有所下降，整体盈利能力仍较弱，经营出现较大亏损。同时，公司通过调整债务结构、控制负债水平，整体负债及债务水平有所下降。

2015年10月，公司与控股股东泰格林纸进行资产置换，将公司持有的骏泰浆纸100%股权置换给泰格林纸。由于公司亏损主要来源于骏泰浆纸，因此，该资产置换的完成有望缓解公司未来的亏损压力。

跟踪期内，“12岳纸01”的担保方诚通集团经营状况比较稳定，2014年主营业务盈利水平出现下滑，但投资收益等外部收入对业绩起到了一定的支持作用；2015年以来盈利能力有所回升，整体继续保持较强的竞争实力，其所提供的担保对本期债券信用状况仍具有明显的积极影响。

综上，联合评级本次跟踪评级调低岳阳林纸的主体长期信用等级至“AA-”，评级展望为“稳定”；同时维持“12岳纸01”债项“AAA”的债项信用等级。

附件 1 岳阳林纸股份有限公司组织结构图



附件 2 岳阳林纸股份有限公司 主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额 (亿元)	171.24	155.50	152.07
所有者权益 (亿元)	55.45	52.25	52.29
短期债务 (亿元)	66.58	55.00	41.93
长期债务 (亿元)	28.16	27.45	29.19
全部债务 (亿元)	94.74	82.44	71.12
营业收入 (亿元)	68.01	59.29	9.97
净利润 (亿元)	0.63	-3.90	0.05
EBITDA (亿元)	12.16	5.96	--
经营性净现金流 (亿元)	16.00	0.10	-2.36
应收账款周转次数 (次)	7.56	5.74	--
存货周转次数 (次)	1.18	1.02	--
总资产周转次数 (次)	0.39	0.36	0.06
现金收入比率 (%)	71.72	55.02	46.39
总资本收益率 (%)	3.98	0.31	--
总资产报酬率 (%)	3.78	0.33	--
净资产收益率 (%)	1.15	-7.24	0.09
营业利润率 (%)	13.75	13.10	18.56
费用收入比 (%)	17.46	22.32	18.69
资产负债率 (%)	67.62	66.40	65.61
全部债务资本化比率 (%)	63.08	61.21	57.63
长期债务资本化比率 (%)	33.69	34.44	35.83
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.23	1.37	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.13	0.07	--
流动比率 (倍)	0.90	0.99	1.03
速动比率 (倍)	0.30	0.35	0.29
现金短期债务比 (倍)	0.17	0.24	0.17
经营现金流动负债比率 (%)	18.40	0.13	-3.37

注：1、2016年1~3月财务数据未经审计，相关财务指标未年化。

2、公司长期应付款计付利息，已相应计入公司长期债务。

附件 3 中国诚通集团有限公司 主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
资产总额（亿元）	771.51	672.09	688.94
所有者权益（亿元）	243.97	261.55	295.43
短期债务（亿元）	312.08	188.79	160.73
长期债务（亿元）	125.31	127.27	128.76
全部债务（亿元）	437.39	316.06	289.50
营业收入（亿元）	774.06	682.06	436.50
净利润（亿元）	8.45	8.48	4.94
EBITDA（亿元）	40.36	40.60	--
经营性净现金流（亿元）	60.18	54.96	16.35
应收账款周转次数（次）	30.80	13.39	--
存货周转次数（次）	13.52	6.10	--
总资产周转次数（次）	2.01	0.91	0.64
现金收入比率（%）	113.64	119.01	103.29
总资本收益率（%）	3.69	3.77	2.42
总资产报酬率（%）	3.79	4.02	2.45
净资产收益率（%）	3.56	3.36	1.77
营业利润率（%）	5.11	5.76	5.86
费用收入比（%）	4.99	6.07	6.52
资产负债率（%）	68.38	61.08	57.12
全部债务资本化比率（%）	64.19	54.72	46.57
长期债务资本化比率（%）	33.93	32.73	29.02
EBITDA 利息倍数（倍）	2.57	2.51	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.13	--
流动比率（倍）	1.22	1.31	1.47
速动比率（倍）	0.96	0.93	1.07
现金短期债务比（倍）	0.65	0.52	0.97
经营现金流动负债比率（%）	1.62	31.51	6.44

注：1、2015年1~9月财务数据未经审计，相关财务指标未年化。

2、城通集团其他流动负债和长期应付款计付利息，已相应计入公司短期债务和长期债务。

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
333 应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] ×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 ×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 ×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 ×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
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 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。