

# 跟踪评级公告

联合[2018]493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公开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公开发行的“12 岳纸 01”公司债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年五月十七日

---

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>

# 岳阳林纸股份有限公司 公司债券 2018 年跟踪评级报告



主体长期信用等级  
跟踪评级结果: AA  
上次评级结果: AA  
债项信用等级

评级展望: 稳定  
评级展望: 稳定

债券简称	剩余债券规模	债券期限	上次评级结果	跟踪评级结果	上次评级时间
12 岳纸 01	4.17 亿元	5 年	AAA	AAA	2017 年 5 月 26 日

担保方: 中国诚通控股集团有限公司

担保方式: 全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

跟踪评级时间: 2018 年 5 月 17 日

主要财务数据:

发行人

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额 (亿元)	142.28	154.40	155.64
所有者权益 (亿元)	52.53	78.55	80.09
长期债务 (亿元)	18.12	7.59	9.03
全部债务 (亿元)	71.42	56.84	56.00
营业总收入 (亿元)	47.99	61.44	16.10
净利润 (亿元)	0.28	3.48	1.53
EBITDA (亿元)	6.50	10.48	--
经营性净现金流 (亿元)	9.37	11.03	2.72
营业利润率 (%)	16.00	22.81	22.55
净资产收益率 (%)	0.54	5.31	2.31
资产负债率 (%)	63.08	49.13	48.54
全部债务资本化比率 (%)	57.62	41.98	41.15
流动比率 (倍)	1.05	1.38	1.44
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.09	0.18	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.93	3.85	--
EBITDA/本期待偿本金 (倍)	1.56	2.51	--

担保方

项目	2015 年	2016 年	17 年 9 月
资产总额 (亿元)	714.12	1,082.26	1,488.83
所有者权益 (亿元)	330.56	611.34	864.62
营业总收入 (亿元)	619.07	621.54	656.60
净利润 (亿元)	10.84	14.75	10.87
资产负债率 (%)	53.71	43.51	41.93
流动比率 (倍)	1.53	2.15	3.17
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.03	3.48	--

注: 1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径; 因四舍五入的原因, 本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异; 2、2018 年 1-3 月数据未经审计, 相关指标未年化; 3、公司长期应付款中的融资租赁款以纳入长期债务及其指标核算。4、EBITDA/待偿本金=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

## 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”) 作为国内大型造纸生产企业之一, 在区域环境、经营规模和技术优势等方面仍具有一定优势。受益于造纸行业景气度提升, 2017 年, 公司主要产品价格上涨, 收入规模和盈利能力较去年有较大幅度提升, 经营活动现金流状况良好; 公司通过并购进入了生态园林景观行业, 进一步完善了业务布局和产品结构。2017 年 5 月, 公司完成非公开发行股票, 资本实力和整体抗风险能力进一步增强。同时, 联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 也关注到公司所处造纸行业市场竞争激烈, 公司目前债务结构不尽合理、存货占比较高、新增园林业务对公司管理带来挑战以及资产减值损失对利润侵蚀明显等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来公司随着林纸一体化的逐步深化, 以及园林业务的整合发展, 公司收入规模和盈利水平将进一步提高。

跟踪期内, 担保方中国诚通控股集团有限公司 (以下简称“诚通集团”) 经营状况较上年持续改善, 主营业务盈利水平有所提高, 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, 联合评级维持公司主体长期信用等级“AA”, 评级展望为“稳定”; 同时维持“12 岳纸 01”债项的信用等级为“AAA”。

## 优势

1. 2017 年, 公司新增园林业务, 依托自身林纸资源、规模以及平台优势, 推动园林和造纸双主业发展, 提升未来抗风险能力和盈利能力。

2. 2017 年, 受益于造纸市场景气度较高, 公司主要纸产品价格有较大幅度增长, 收入规模和净利润规模同比有较大幅度提升, 盈利能

力有显著提高。

3. 2017年，担保方诚通集团营业收入和盈利能力有所增长，对公司债券具有很强的担保作用。

4. 2017年5月，公司完成非公开发行股票，进一步提升公司的资本实力和整体抗风险能力。

#### 关注

1. 公司债务结构仍以短期债务为主，存在一定的短期偿付压力；其他收益对利润贡献较大；资产减值损失对利润有一定侵蚀。

2. 公司以林木资产为主的存货占比较高，固定资产规模较大，流动性较弱，整体资产质量一般。

3. 公司资产减值损失大幅增长，对营业利润侵蚀明显。

#### 分析师

高 鹏

电话：010-85172818

邮箱：gaop@unitedratings.com.cn

罗 峤

电话：010-85172818

邮箱：luoq@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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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：



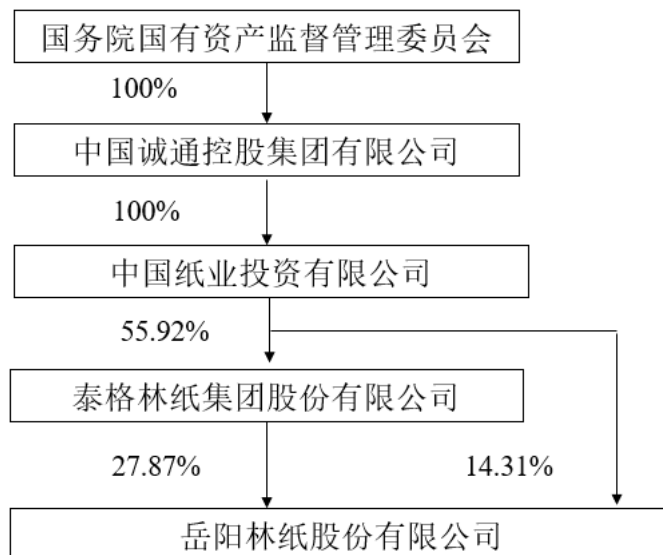
联合信用评级有限公司

## 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，初始注册资本为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.SH”，股票简称“岳阳林纸”）。

后经多次定增、配股、转增，2017年，公司完成非公开发行股票，增加股本3.55亿股，截至2017年底，公司股本总额13.98亿元，其中泰格林纸为公司控股股东，持股比例为27.87%，实际控制人诚通集团，最终控制人为国务院国有资产监督管理委员会，公司股权结构关系如下所示。

图1 截至2017年底公司股权结构图



资料来源：公司年报

2017年，公司经营范围新增生态园林业务；为适应公司业务转型，进一步完善管理架构，公司共设党政办公室、财务管理中心、人力资源中心、证券投资部、金融与创新部、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、生态发展部和运营管理中心等14个综合管理部门。截至2017年底，公司拥有8家一级子公司和3家一级分公司，拥有在职员工4,086人。2018年1~3月，公司合并范围无变化。

截至2017年底，公司合并资产总额154.40亿元，负债合计75.85亿元，所有者权益（含少数股东权益）78.55亿元，其中归属于母公司的所有者权益78.55亿元。2017年，公司实现营业收入61.44亿元，净利润（含少数股东损益）3.48亿元，其中归属于母公司所有者的净利润3.48亿元；经营活动产生的现金流量净额11.03亿元，现金及现金等价物净增加额1.98亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额155.64亿元，负债合计75.56亿元，所有者权益（含少数股东权益）80.09亿元，其中归属于母公司的所有者权益80.09亿元。2018年1~3月，公司实现营业

收入16.10亿元，净利润（含少数股东损益）1.53亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.53亿元；经营活动产生的现金流量净额2.72亿元，现金及现金等价物净增加额-2.03亿元。

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：刘雨露。

## 二、债券发行及募集资金使用情况

本期债券于2013年5月31日完成发行，债券规模8.50亿元，发行票面利率为5.04%，期限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。本期债券于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.SH”。

2016年5月30日，公司对申报本期债券的债券持有人进行回售其所认购的本期债券。公司回售债券4,326,650张，回售申报金额为43,266.50万元（不含利息），债券剩余金额41,733.50万元。2017年5月30日，公司已如期支付“12岳纸01”2016年5月29日至2017年5月28日的利息。

截至2017年底，本期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

公司主营业务为印刷用纸、工业用纸、办公用纸及其它纸制品的生产和销售，属于造纸行业。

### 1. 行业概况

2017年全球经济复苏缓慢，我国经济增长缓中趋稳，年度GDP同比增长6.9%，我国经济平稳向好，随着供给侧的改革效应逐步显现，国民经济运行平稳，逐渐适应经济发展新常态，我国造纸行业经过近几年调整，供需结构已得到改善，行业景气度有较大幅度提升。2017年我国造纸及纸制品业实现主营业务收入15,203.00亿元，同比增长13.60%，增速较上年提高7.10个百分点，利润总额达1,028.60亿元，同比增长36.20%。从主要产品产量情况来看，我国机制纸及纸板产量为12,542.01万吨，同比增长3.10%。从区域分布情况来看，我国机制纸和纸板产量主要集中在山东、广东、浙江、江苏、河南等地区，2017年，其中，广东省机制纸及纸板产量为2,177.74万吨，较上年增长2.36%，是全国机制纸及纸板产量最高的地区。

从上游原材料供应来看，造纸业的主要原材料是纸浆和废纸，目前，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。2017年，我国纸浆进口量为2,372万吨，同比增长12.60%；进口金额为153.42亿美元，同比增长25.30%。2017年，我国废纸进口量为2,572万吨，同比下降9.80%；进口金额达58.75亿美元，同比增长17.80%。受“禁废令”和排污许可证等政策实施影响，2017年，废纸进口总体呈现量减价升的趋势。

从国际废纸的价格走势看，2016年以来，美废受周期旺季和美国造纸结构变化影响率先提价，进口废纸价格处于上涨态势。2017年外废价格出现大幅波动，3月份开始，价格出现下跌，4月起价格继续回升，受禁废令影响，美废、欧废和日废均出现下跌，8月起价格继续回升走高，截至2017年底，外废价格平均160美元/吨。

从国内废纸价格走势来看，2016年前三季度整体较平稳，受美废价格提升影响，四季度起国内废纸价格随之上涨；2017年8月中旬，环保部发布的新版《进口废物管理目录》中，将未经分拣的废纸从限制进口调整为禁止进口，由于废纸进口周期大概为3个月左右，国内造纸企业基于原材料备货需求，抢占国废份额推高了价格上涨；2017年6月以来，受“禁废令”影响，国废价格出

现大幅度上涨，已达到了自 2012 年以来的最高价格，国废与美废、欧废、日废价格出现分化。废纸浆为箱板纸和瓦楞纸等包装用纸的主要原料，受该类纸种需求支撑的影响，国内各企业开始争夺国废份额，将进一步推高国废价格。

纸品价格方面，受益于供给侧结构性改革、环保政策加码以及造纸行业去产能加速等因素影响，2017年以来，行业内已迎来数轮提价，行业内盈利能力继续改善，集中度和景气度大幅提升。2017年，国内主要纸品价格依旧呈上升趋势，且有较大幅度提高。具体来看，包装纸中的白卡纸出厂价由2016年底的6,400元/吨升至2018年初的7,425元/吨；文化用纸中的铜版纸价格由2016年底的5,925元/吨升至2017年底的7,625元/吨；文化用纸中的双胶纸由2016年底的6,000元/吨升至2017年底的7,700元/吨。

从行业政策来看，2017年8月31日，环境保护部在京召开座谈会，贯彻落实《京津冀及周边地区 2017~2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》（以下简称“攻坚方案”）及六个配套方案。2017年9月1日，新一轮环保强化督查正式启动，本轮强化督查将派出 100 多督查组，将从9月1日至2017年3月29日，进行为期7个月的督查，督查范围覆盖京津冀及周边28个地区。2017年10月底前，纳入2017年度淘汰清单中的4.4万台燃煤锅炉全部“清零”。2017年11月1日起，不达标或未达到相关排放要求的燃煤锅炉，一律停产改造。

2017年8月中旬，环保部发布的新版《进口废物管理目录》中，将未经分拣的废纸从限制进口调整为禁止进口。禁废令使得造纸企业开始面临原材料危机，转向国内废纸份额的争夺。同时国内废纸回收体系不健全，回收率较低，目前不能满足外废供应缺口，这很大程度上推高了原材料价格的上升，进而带动了纸品价格的上涨。

从行业竞争来看，受供给侧改革和更严厉的环保政策实施的影响，中小企业落后产能不断出清。截至2017年底，造纸和纸制品规模以上企业数为6,681家，较2016年底减少23家。

总体看，2017年，受益于供给侧改革成果显现、环保要求提高和需求旺盛等因素影响，国内造纸行业供需结构和收入得到明显改善，产销量小幅上涨，主要产品价格大幅上行，行业景气度较高。未来行业内资源优势明显并且满足环保要求的大型企业具备较强的竞争优势，有望获得较好的发展。

## 2. 行业发展

从行业发展趋势来看，国际、国内环境充满复杂性和不确定性，国内经济运行处在供给侧两端寻求新平衡的过程中，根据国内造纸行业生产、造纸行业原料供应等因素分析，未来几年国内造纸行业和市场总体趋势为：

### （1）产品结构保持稳定，集中度进一步提升

随着供给侧改革及更严厉的环保政策的实施，预计未来造纸行业生产量和需求量仍将保持稳定，行业集中度将进一步提升；环保趋严不断推高企业生产成本，特别是“禁废令”的颁布，未来废纸价格仍将维持高位，各类纸品价格将得到支撑。

### （2）减排政策和管理力度加大，企业环保成本大幅提高

随着国家和地方对废水废气的排放标准不断提高，水、电等资源价格的上调，相关企业都存在潜在的环保风险和成本压力。通过征收环保税、环保督查常态化以及排污许可证制度等环保政策，生产企业在三废治理方面的投入和运行成本将进一步增加。随着淘汰落后产能的力度继续加大，有望进一步加速行业内企业分化和深度调整。

总体看，未来造纸企业将面临产品结构优化、产品创新转型、原材料成本控制和环保成本提

高等多因素挑战，行业内企业分化和结构调整或将加速。

#### 四、管理分析

2017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，公司管理层人事变动如下：

蒋利亚先生因组织安排、工作变动等原因自2017年6月起不再担任公司董事，刘雨露先生、刘建国先生2017年7月至今担任公司董事。沈北平女士由于个人原因自2018年1月起不再担任公司监事。叶蒙先生由于组织安排、工作变动原因自2017年6月起不再担任公司副总经理。钟秋生先生2017年7月至今担任公司财务总监，李战先生2017年10月至今担任公司副总经理。

总体看，2017年，除以上管理人员存在变动外，公司其他核心团队稳定，管理制度连续，经营运作正常。

#### 五、经营分析

##### 1. 经营概况

公司主营业务为造纸销售、林业、园林业务以及化工经营。2017年，受造纸行业景气度提高以及公司收购浙江凯胜园林市政建设有限公司（以下简称“诚通凯胜”）等因素影响，公司实现营业收入61.44亿元，较上年增长28.03%；公司实现净利润3.48亿元，较上年增加3.20亿元，主要系公司主要纸品价格上涨所致。

2017年，公司主营业务收入为59.89亿元，占营业收入的97.48%，公司主营业务突出；从各板块收入来看，2017年，制浆造纸业实现收入50.97亿元，较上年增长14.65%，主要系造纸行业景气度回升，纸价上涨，印刷用纸收入大幅增长所致，收入占比为85.11%，仍是公司收入和利润的主要来源；其中，商品浆板收入为3.30亿元，较上年大幅下降45.77%，主要系该业务占比较大的商品浆板贸易量减少所致，收入占比由13.06%下降至5.55%；公司印刷用纸实现收入35.75亿元，较上年增长18.91%，主要系价格上升所致，收入占比由64.52%下降至60.09%；公司办公用纸实现收入为4.49亿元，较上年增长63.37%，主要系办公用纸销量增长所致，收入占比由5.89%上升至7.55%；公司包装用纸实现收入2.96亿元，较上年增加2.08亿元，主要系永州湘江纸业有限责任公司岳阳分公司（以下简称“湘纸分公司”）开机运行、产能释放所致，收入占比为4.98%。2017年，公司新增市政园林业务，实现收入6.36亿元；公司化工产品实现收入1.28亿元，较上年增长4.98%；木材销售收入0.18亿元，较上年增长3.09%；公司商品房实现收入为0.56亿元，较上年增长70.98%，主要系子公司岳阳恒泰房地产开发有限责任公司（以下简称“岳阳恒泰”）开发的恒泰雅园二期楼盘已销确认收入所致；公司建安劳务收入0.54亿元，较上年增长30.09%，主要系业务量增加所致。

表1 2016~2017年公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商品浆板	6.08	13.06	0.19	3.30	5.55	11.02
印刷用纸	30.06	64.52	18.64	35.75	60.09	25.39
工业用纸	4.68	10.05	14.89	4.47	6.84	25.26
办公用纸	2.75	5.89	12.85	4.49	7.55	19.06



包装用纸	0.88	1.89	-11.51	2.96	4.98	10.46
<b>纸浆产品小计</b>	<b>44.46</b>	<b>95.41</b>	<b>14.76</b>	<b>50.97</b>	<b>85.01</b>	<b>23.03</b>
市政园林	--	--	--	6.36	10.69	31.50
化工产品	1.22	2.61	40.36	1.28	2.15	41.69
木材销售	0.17	0.37	5.21	0.18	0.30	-0.94
商品房	0.33	0.71	12.00	0.56	0.94	12.09
建安劳务	0.42	0.90	3.73	0.54	0.91	5.00
<b>合计</b>	<b>46.59</b>	<b>100.00</b>	<b>15.28</b>	<b>59.89</b>	<b>100.00</b>	<b>23.99</b>

资料来源：公司年报

从毛利率来看，2017年，公司主营业务综合毛利率为23.99%，较上年上升8.71个百分点，主要系纸浆产品价格上涨所致。具体来看，2017年，受益于公司各主要纸产品价格上涨，公司纸浆产品毛利率23.03%，较上年上升8.27个百分点。分业务板块来看，2017年，公司商品浆板的毛利率为11.02%，较上年上升10.83个百分点，主要系公司自产浆板加入，其毛利率高于贸易浆板毛利率所致；公司印刷用纸毛利率为25.39%，较上年上升6.75个百分点；公司工业用纸毛利率25.26%，较上年上升10.37个百分点；公司办公用纸毛利率为19.06%，较上年上升6.21个百分点；公司包装用纸毛利率为10.46%，较上年上升21.97个百分点。2017年，公司新增市政园林业务毛利率为31.50%。

2018年1~3月，公司实现营业收入16.10亿元，较上年同期增长35.01%；净利润1.53亿元，较上年同期增加1.39亿元，主要系造纸行业景气度较高所致。

总体看，2017年，受益于造纸行业景气度较高以及新增市政园林业务，公司收入较2016年明显增长；公司产业布局不断优化，净利润较上年有较大幅度增长，主营业务毛利率得到提升。

## 2. 业务运营

### (1) 造纸板块

#### 原材料采购

公司生产所需的主要原材料包括煤炭、木材、芦苇以及废纸等。

从原材料采购量看，2017年，公司主要原材料采购量除芦苇有所下降外，其余均有所上升；其中，芦苇采购量2.70万吨，较上年下降56.99%，主要系原材料结构调整所致；松木采购量较上年增长57.75%至34.45万立方米，主要系湘江分公司的生产线投产原料需求增加所致。

表2 2016~2017年公司原材料采购情况

材料名称	项目	2016年	2017年
煤炭	采购量（吨）	742,409.63	788,957.12
	平均采购价（元/吨）	440.80	617.22
松木	采购量（立方米）	218,374.51	344,495.07
	平均采购价（元/立方米）	492.08	497.45
杨木	采购量（立方米）	351,404.13	438,444.40
	平均采购价（元/立方米）	508.82	519.73
芦苇	采购量（吨）	62,854.05	27,035.84
	平均采购价（元/吨）	758.09	770.57
废纸	采购量（吨）	193,981.67	205,713.99
	平均采购价（元/吨）	1,466.03	1,943.32
商品浆板	采购量（吨）	258,940.97	386,051.36
	平均采购价（元/吨）	3,581.75	4,080.26

资料来源：公司提供

从原材料采购价格来看，2017年，各主要原材料价格均出现不同程度的上升；其中，煤炭采购价格受煤炭行业整体回暖影响，较上年增长40.02%；松木、芦苇及杨木采购价格较上年有小幅增长；废纸价格受整体行情价格较高影响，较上年增长32.56%。此外，公司开展商品浆板贸易，2017年受行业景气度回升影响，采购价格较上年增长13.92%，达到4,080.26元/吨。

从采购集中度看，2017年，前五名供应商采购额12.23亿元，占年度采购总额的26.85%，其中前五名供应商采购额中关联方采购额7.84亿元，占年度采购总额17.21%。公司的采购集中度较上年有所下降，仍处相对偏低水平。

总体看，2017年，公司原材料各品种采购数量整体呈上升趋势，各原材料采购价格均有所增长，其中煤炭和废纸的采购价格上涨幅度较大。原材料采购成本的上升不利于公司控制生产成本。

### 产销情况

2017年，公司仍采用以销定产的生产模式，通过加强生产部门和营销部门的联动性，公司强调计划制，通过市场部门的信息提前做好生产规划，并及时调整以加强适应以市场信息指导生产的联动机制。同时，公司依旧以稳定客户为首要任务，提出适应客户的需求以及保证产品质量的稳定性。截至2017年底，公司在全国主要城市设立了6个驻外销售分公司、17个办事处、2个驻岳阳分公司（办公用纸和出口），针对市场需求销售公司所有产品。

从产量来看，2017年，公司新增商品浆板产量7.18万吨，主要系岳阳林纸股份有限公司沅江分公司（以下简称“沅江分公司”）化机浆生产线开机生产所致；生产包装用纸4.01万吨，较上年增长331.18%，主要系湘纸分公司包装纸生产线投产所致；公司印刷用纸产量为67.99万吨，较上年下降0.53%，变化不大；公司生产工业用纸10.66万吨，较上年下降7.22%，主要系产品结构调整，公司扩大办公用纸的销售所致；公司办公用纸的产量为8.41万吨，较上年增长48.85%，主要系公司根据市场预测主动调整产量所致。

从销量来看，2017年，受沅江分公司化机浆产线产能释放影响，公司新增商品浆板销量7.15万吨，公司商品浆板贸易的部分未计入公司产销量中；包装用纸的销量为3.46万吨，较上年增长42.98%，主要系湘江纸业的高档包装纸产线产能释放所致；公司印刷用纸的销量为68.90万吨，较上年下降1.39%；公司工业用纸销量为11.36万吨，较上年下降0.61%；公司办公用纸销量为8.15万吨，较上年增长41.74%。从产销率来看，受造纸行业景气度提升影响，2017年，新增商品浆板产销率为99.58%，其他产品中，除工业用纸产销率有所提高外，各主要制浆造纸产品产销率均有所下降，但整体产销率仍处于较高水平。

表3 2016~2017年公司主要产品销售情况（单位：万吨、元/吨、%）

产品	项目	2016年	2017年
商品浆板	产量	--	7.18
	销量	--	7.15
	产销率	--	99.58
	平均销售价	--	3,490.11
包装用纸	产量	0.93	4.01
	销量	2.42	3.46
	产销率	260.22	86.28
	平均销售价	3,636.36	5,887.54
印刷用纸	产量	68.35	67.99
	销量	69.87	68.90
	产销率	102.22	101.34
	平均销售价	4,302.27	5,223.82

工业用纸	产量	11.49	10.66
	销量	11.43	11.36
	产销率	99.48	106.57
	平均销售价	4,094.48	5,979.54
办公用纸	产量	5.65	8.41
	销量	5.75	8.15
	产销率	101.77	96.91
	平均销售价	4,782.61	5,544.58

资料来源：公司提供

从产品销售价格来看，2017年，受益于造纸行业景气度较高，公司各主要纸产品价格均有所上涨，其中公司包装用纸的销售价格为5,887.54元/吨，较上年大幅增长61.91%，主要系包装纸市场价格较高，公司相应提价所致；公司商品浆板销售价格为3,490.11元/吨，商品浆板的贸易部分价格未计入。

2017年，公司前五名客户销售金额7.70亿元，占年度销售总额的12.82%，客户集中度一般。其中前五名客户销售额中关联方销售额3.73亿元，占年度销售总额的6.22%，占比不大。

总体看，2017年，公司产品结构继续优化，产量、销量和产品价格均大幅增长，业务发展情况较好，公司盈利能力明显提高。

#### （2）市政园林

2017年5月，公司完成对诚通凯胜生态建设有限公司（以下简称“诚通凯胜”）100.00%股权的收购，支付9.34亿元，该公司于2017年7月更名为诚通凯胜，从区域性的公司拓展为全国性的公司，为公司生态转型创造了更为有利的条件。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。诚通凯胜在市政园林建设领域具有一定的竞争力，盈利能力良好；同时盘活公司林业资产，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以及资金优势，采取PPP模式进入市政园林领域，降低单一造纸业务对公司经营的影响。2017年，该板块合并范围内实现营业收入6.36亿元，利润总额1.85亿元，净利润1.39亿元。

总体看，跟踪期内，公司通过并购方式成功拓展市政园林业务，加快公司战略转型升级，提高了公司抗风险能力以及多元化盈利能力。

### 3. 重大事项

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）。根据湘江纸业关停并转搬迁至岳阳的整体工作安排，原厂区1#、2#纸机已搬迁至岳阳厂区，通过技改使其产品升级为高档包装用纸，两条生产线从2017年10月开始转固定资产，并能稳定连续的生产出合格产品。截止2017年底，两条生产线累计投资金额55,390.95万元。

总体看，2017年，原受影响搬迁的子公司已投产运营，公司生产能力有所提高。

### 4. 经营关注

#### （1）转型园林业务面临新的挑战

公司通过收购诚通凯胜，进入生态景观园林行业，成为造纸与生态景观双主业发展的上市公司。目前，诚通凯胜除了经营传统的园林项目外，开始以PPP模式承接与生态园林业务相关的项目。诚通凯胜会面临PPP项目的融资、建造、财务和运营维护等一部分商业风险的承担，可能会对公司经营业绩造成不利影响。

## （2）造纸行业依旧存在竞争压力

公司属于造纸行业，公司绝大多数纸产品属于文化纸类，目前整个造纸行业已经基本供求平衡，部分产品供过于求，行业竞争激烈。虽然从2016年第四季度开始，行业整体开始回升，并在2017年持续趋好。但国内一些大型造纸企业近年来仍不断扩大生产规模，抢占市场份额，使国内造纸行业的市场竞争仍保持较高的激烈程度。公司生产的文化纸将面临较大程度的竞争，公司的产品销售和市场份额将会受到一定影响，从而可能对公司的经营业绩和长远发展造成不利影响。

## 5. 未来发展

公司将顺应经济发展新潮流，加快传统产业升级步伐，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。在产能相对过剩、需求相对不足的环境下，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，通过有效管理措施实现提质增效。

### （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，积极探索发展下游产业，通过收购、兼并等方式，在国内重点区域进行市场布局，提升林木的附加值，做大园林景观业务，围绕污水治理、河流湖泊治理延伸业务，提升公司经营业绩和市场竞争能力。公司未来转型发展方向是成为城市生态环境投资运营综合服务商，从传统制造业向现代服务业延伸。主要手段为通过进行相关业务并购，进入园林、市政等行业，或通过PPP合作模式，参与国内PPP工程。

总体看，公司将继续以产业结构调整，延伸产业链，转型创新等作为工作重点，发展战略清晰。随着上述战略的稳步推进，公司未来抗风险能力有望增强。

## 六、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的2017年度合并财务报表已经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见，2018年一季度财务数据未经审计。公司按照财政部颁布的《企业会计准则-基本准则》和具体会计准则等规定并基于重要会计政策、会计估计进行编制。根据财政部印发《企业会计准则第16号-政府补助》的规定要求，公司修改财务报表列报，将与日常活动有关的政府补助从利润表“营业外收入”项目调整为利润表“其他收益”项目列报。2017年，公司合并范围较2016年新增加1家子公司，公司财务政策连续，财务数据可比性较强。

截至2017年底，公司合并资产总额154.40亿元，负债合计75.85亿元，所有者权益（含少数股东权益）78.55亿元，其中归属于母公司的所有者权益78.55亿元。2017年，公司实现营业收入61.44亿元，净利润（含少数股东损益）3.48亿元，其中归属于母公司所有者的净利润3.48亿元；经营活动产生的现金流量净额11.03亿元，现金及现金等价物净增加额1.98亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额155.64亿元，负债合计75.56亿元，所有者权益（含少数股东权益）80.09亿元，其中归属于母公司的所有者权益80.09亿元。2018年1~3月，公司实现营业收入16.10亿元，净利润（含少数股东损益）1.53亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.53亿元；经营活动产生的现金流量净额2.72亿元，现金及现金等价物净增加额-2.03亿元。

## 2. 资产及负债结构

### (1) 资产质量

截至2017年底，公司资产合计154.40亿元，较年初增长8.52%，主要系流动资产增长所致，其中流动资产和非流动资产占比分别为60.54%和39.46%，非流动资产占比较年初下降8.17个百分点，资产结构仍以流动资产为主。

流动资产方面，截至2017年底，公司流动资产合计93.47亿元，较年初增长25.44%，主要系存货增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占比6.41%）、其他应收款（占比10.21%）、应收账款（占比9.63%）、一年内到期的非流动资产（占比6.36%）和存货（占比58.88%）构成。

截至2017年底，公司货币资金5.99亿元，较年初增长52.92%，主要系公司收入增加以及收购诚通凯胜后合并范围变化所致，公司货币资金主要由银行存款（占比53.46%）和其他货币资金（占比46.53%）构成，其中受限资金为1.72亿元，主要为保证金，占比28.71%；公司应收账款账面价值9.00亿元，较年初增长11.37%，主要系公司新增应收园林业务工程款，公司累计计提应收账款坏账准备1.53亿元，计提比例为14.55%，公司98.93%的应收账款按信用风险特征组合计提坏账准备，从账龄看，1年以内的占66.29%，1~2年的占16.51%，2-3年的占比9.72%，3年及以上的占7.48%，以1年以内的为主，从应收账款集中度来看，期末余额前五名应收账款总额为2.77亿元，占期末应收账款账面价值的26.32%，集中度一般；公司其他应收款9.54亿元，较年初增长105.78%，主要系湘江纸业应收土地出让款按合同由一年内到期的非流动资产调整至其他应收款所致；公司存货账面价值55.03亿元，较年初增长16.77%，主要系园林业务的工程施工增加所致，主要由原材料（占13.75%）、林木资产（占65.82%）和工程施工（占9.73%）构成，公司累计计提存货跌价准备0.18亿元，计提较为合理；公司一年内到期的非流动资产5.94亿元，较年初增长26.03%，主要系与湖南骏泰新材料科技有限责任公司的拆借款增加所致。

截至2017年底，公司非流动资产合计60.94亿元，较年初下降10.08%，主要系长期应收款大幅下降所致，主要由固定资产（占比76.64%）、无形资产（占比11.41%）和商誉（占比8.47%）构成。

截至2017年底，公司固定资产账面价值合计46.70亿元，较年初增长4.59%，主要由房屋及建筑物（占比18.54%）和机器设备（占比79.63%）构成，公司累计计提折旧38.82亿元，计提1.00亿元减值，公司固定资产成新率为53.98%，成新率一般，受限固定资产为12.34亿元，占固定资产账面价值26.42%，占比一般；公司无形资产6.95亿元，较年初下降2.77%，无明显变化；公司商誉新增5.16亿元，主要系公司收购诚通凯胜带来的商誉增加所致，公司未计提商誉减值准备。

截至2017年底，公司受限资产为14.06亿元，占总资产比例为9.11%，比例较低。

表8 截至2017年底公司所有权或使用权受到限制的资产（单位：万元、%）

项目	期末账面价值	占资产总额比例	受限原因
货币资金	17,238.09	1.12	保证金
固定资产	123,392.20	7.99	融资租赁
合计	140,630.29	9.11	--

资料来源：公司年报、联合评级整理。

截至2018年3月底，公司资产合计155.64亿元，较年初增长0.80%，其中流动资产占比61.12%，非流动资产占比38.88%，资产结构较年初变化不大。

总体看，2017年底，公司资产规模有所增长，资产结构仍以流动资产为主；公司以林木资产

为主的存货占比较高，机器设备等固定资产规模较大，流动性较弱，资产质量一般。

## （2）负债及所有者权益

截至2017年底，公司负债合计75.85亿元，较年初下降15.49%，主要系应付债券等非流动负债减少所致，流动负债与非流动负债分别占89.07%和10.93%，流动负债占比有所提高，负债结构仍以流动负债为主。

截至2017年底，公司流动负债为67.56亿元，较年初下降5.03%；以短期借款（占比50.94%）、应付票据（占比10.57%）、应付账款（占比16.89%）和一年内到期的非流动负债（占比11.38%）为主。

截至2017年底，公司短期借款为34.42亿元，较年初下降0.79%，无较大变化；应付票据7.14亿元，较年初下降30.37%，主要系偿还到期票据所致；应付账款合计11.41亿元，较年初增长43.10%，主要系公司合并范围扩大所致；一年内到期的非流动负债为7.69亿元，较年初下降7.94%，主要系一年内到期的长期借款较年初减少所致。

截至2017年底，公司非流动负债为8.29亿元，较年初下降55.47%，主要系长期借款以及应付债券减少所致，以长期借款（占比91.60%）为主。

截至2017年底，公司长期借款7.59亿元，较年初下降20.23%，主要系部分长期借款将于一年内到期调整至一年内到期的非流动负债所致，其中保证借款占66.10%，信用借款占33.90%，其中，2019年到期的长期借款为12.74亿元，2020年到期的借款为1.70亿元，2021年及以后到期的借款为1.91亿元，公司2019年集中偿付压力较大。

截至2017年底，公司全部债务合计56.84亿元，较年初下降20.41%，主要系长期债务大幅下降所致，其中短期债务占86.64%，长期债务占13.36%，短期债务占比有所上升，债务结构仍以短期债务为主。截至2017年底，公司短期债务较年初下降7.60%，长期债务较年初下降58.09%，主要系“12岳纸01”调整至一年内到期的非流动负债所致；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49.13%、41.98%和8.82%，分别较年初下降13.96个百分点、15.64个百分点和16.83个百分点，公司整体负债水平较年初明显降低，债务负担有所减轻，但债务结构仍有待调整。

截至2018年3月底，公司负债总额75.56亿元，较年初下降0.39%，其中流动负债占比87.14%，非流动负债占比12.86%，公司负债结构较年初变化不大。公司全部债务合计56.00亿元，较年初小幅下降1.48%，其中短期债务占比小幅提高至83.87%。截至2018年3月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为48.54%和41.15%，较上年分别下降0.58个百分点和0.83个百分点；长期债务资本化比率10.13%，较年初上升1.32个百分点，整体债务负担较年初变化不大。

截至2017年底，公司所有者权益合计78.55亿元，较年初增长49.54%，主要系公司通过非公开发行股份的方式收购诚通凯胜所致，全部为归属于母公司的权益，其中，股本占比17.79%，资本公积占比75.76%，盈余公积占比2.56%，未分配利润占比3.88%；权益仍以股本和资本公积为主，稳定性较高。

截至2018年3月底，公司所有者权益80.09亿元，较年初增长1.95%，所有者权益结构变化不大。

总体看，2017年底，公司负债规模有所下降，仍以流动负债为主；公司债务负担有所减轻，但短期债务规模较大，存在一定的短期偿付压力；受益于非公开发行，公司所有者权益规模大幅增长，权益结构稳定性较高。

### 3. 盈利能力

2017年，受益于市场景气度较高，销售额和价格均上涨及公司合并范围扩大，公司实现营业收入61.44亿元，较上年增长28.03%；实现利润总额4.71亿元，较上年增加4.29亿元；公司实现净利润3.48亿元，较上年增加3.20亿元，全部为归属于母公司的净利润。

2017年，公司期间费用合计8.41亿元，较上年增长7.79%，主要系公司销售费用增长所致；其中，销售费用2.69亿元，较上年增长32.81%，主要系部分区域物流费用价格上涨及发货量增加所致；管理费用4.29亿元，较上年增长14.49%，主要系公司加大技术研发投入支出增长及合并范围变化所致；财务费用1.43亿元，较上年下降29.52%，主要系公司2017年使用非公开发行股票募集资金偿付部分有息负债并调整有息负债结构、降低融资成本所致。2017年，公司费用收入比由2016年的16.25%下降至13.68%，期间费用对公司利润有一定侵蚀，公司费用控制能力较上年有所提高。

2017年，公司资产减值损失1.75亿元，较上年增长131.41%，主要系计提闲置的机器设备资产价值损失1.00亿元所致，占当年营业利润37.67%，对利润侵蚀明显；公司新增其他收益0.75亿元，主要为收到综合利用税费返还0.31亿元、产业扶持基金0.11亿元，占营业利润比重为16.12%，对营业利润有一定贡献。

从盈利指标来看，2017年，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为3.87%、4.21%和5.31%，较上年分别上升1.91个百分点、2.42个百分点和4.77个百分点，主要系公司净利润增加所致，公司盈利能力有所提高，但仍偏弱。与造纸行业上市公司比较来看，处于行业中游水平。

表9 2017年造纸行业上市公司盈利能力指标情况（单位：%）

证券代码	企业名称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
600308.SH	华泰股份	16.06	9.86	7.75
600567.SH	山鹰纸业	23.01	21.49	11.72
600966.SH	博汇纸业	24.03	18.84	11.57
200986.SZ	粤华包	13.25	0.94	2.40
000488.SZ	晨鸣纸业	33.91	15.08	7.03
--	上述中位值	<b>23.44</b>	<b>9.86</b>	<b>7.39</b>
600963.SH	岳阳林纸	23.87	12.47	4.17

资料来源：Wind，联合评级整理

注：Wind与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用Wind数据。

2018年1~3月，公司实现营业收入16.10亿元，较上年同期增长35.01%；净利润1.53亿元，较上年同期增加1.39亿元，主要系造纸行业景气度较高所致。

总体看，2017年，受益于造纸行业景气度较高，公司收入规模和净利润有较大幅度提高，资产减值损失对公司利润侵蚀明显，费用控制能力有所提高，整体盈利能力得到较大提升。

### 4. 现金流

经营活动方面，2017年，经营活动现金流入49.82亿元，较上年增长48.12%，主要系公司产品收到的现金较上年同期增长及收购诚通凯胜后合并范围扩大所致；公司收到其他与经营活动有关的现金1.87亿元，较上年增长131.72%，主要系公司收到政府补助款增加所致。2017年，公司经营活动现金流出38.79亿元，较上年增长59.85%，其中，公司购买商品、接受劳务支付的现金24.88亿元，较上年增长70.33%，主要系公司主要原材料价格上涨及合并范围增加所致；受上述因素影

响，公司经营活动现金流量净额为11.03亿元，较上年增长17.74%。2017年，公司现金收入比为77.54%，较上年上升9.57个百分点，收入实现质量有所提高，但仍处于较低水平。

投资活动方面，2017年，公司投资活动现金流入0.05亿元，较上年下降44.33%，主要系投资收益收到的现金下降所致。2017年，公司投资活动现金流出9.02亿元，较上年增长770.22%，主要系公司收购诚通凯胜所致。受上述因素影响，2017年，公司投资活动产生的现金流为净流出8.97亿元。

筹资活动方面，2017年，公司筹资活动现金流入84.09亿元，较上年增长12.70%，主要系吸收投资收到的现金增加所致，其中，吸收投资收到的现金新增22.56亿元，主要系公司收到非公开发行股票募集资金所致；收到其他与筹资活动有关的现金16.95亿元，较上年下降36.04%，主要系公司收到资金拆借款减少所致。2017年，公司筹资活动现金流出84.25亿元，较上年下降3.91%，主要系偿还债务支付的现金下降所致。受上述因素影响，2017年，公司筹资活动产生的现金流量仍为净流出，净流出0.16亿元，规模较小。

2018年1~3月，公司经营活动产生的现金净流入2.72亿元，投资活动产生的现金净流出0.43亿元，公司筹资活动产生的现金净流出4.19亿元；现金及现金等价物净增加额-2.03亿元。

总体看，2017年，公司经营现金净流入规模有所增长，收入实现质量有所提高，仍处于较低水平，投资活动现金流出量增加，筹资活动现金流出规模有所缩小。

#### 5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2017年底，公司流动比率由年初的1.05倍上升至1.38倍；速动比率由年初的0.38倍上升至0.57倍。截至2017年底，公司现金短期债务比由年初的0.13倍上升为0.21倍，现金类资产对短期债务保护能力有所提高。公司短期偿债能力有所提高。

从长期偿债能力指标看，2017年，公司EBITDA合计10.48亿元，较上年增长61.12%，主要系利润总额增加以及财务费用增长所致；从EBITDA构成来看，折旧占比38.30%，摊销占比2.10%、计入财务费用的利息支出占比14.66%，利润总额占比44.94%。受益于EBITDA增长，2017年，公司EBITDA全部债务比由上年的0.09倍提高至0.18倍，EBITDA对全部债务的覆盖能力一般；公司的EBITDA利息倍数也由上年的1.93上升至3.85倍，EBITDA对利息的保障能力有所增强。

截至2017年底，公司共获银行综合授信额度79.32亿元，已使用的授信额度为51.49亿元，尚未使用27.83亿元授信额度，公司间接融资渠道畅通；公司作为上市公司，公司直接融资渠道畅通。

截至2017年底，公司对浙江同信园林工程有限公司担保3,500万元，占公司净资产规模很小，影响较小。

截至2017年底，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2018年4月24日，公司无未结清的信贷信息记录，有11笔贷款、21笔贸易融资的已结清的不良和关注类信息记录，根据相关商业银行出具的说明，主要系美元跨行转账的银行系统原因，资金未能及时到账，非企业有意拖欠等原因所致。

总体看，公司偿债能力指标表现一般，但考虑到公司作为诚通集团旗下的林浆纸一体化大型国企，行业地位突出，且随着资本实力的增强和“双主营”业务的转型调整，公司经营状况有望改善，抗风险能力将增强，公司偿债能力仍属很强。



## 七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2018年3月底，公司现金类资产（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）达11.29亿元，约为“12岳纸01”债剩余本金（4.17亿元）的2.71倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达80.09亿元，约为“12岳纸01”剩余本金（4.17亿元）的19.21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，2017年，公司EBITDA为10.48亿元，约为剩余本金（4.17亿元）的2.51倍，公司EBITDA对本期债券的覆盖程度较强。

从现金流情况来看，公司2017年经营活动产生的现金流入49.82亿元，约为“12岳纸01”剩余本金（4.17亿元）的11.95倍，公司经营活动现金流入量对剩余本金的覆盖程度很强。

综合以上分析，并考虑到公司的林纸一体化的经营布局，以及在造纸生产规模等方面具有优势，联合评级认为，公司对“12岳纸01”的偿还能力很强。

## 八、债权保护条款分析

“12岳纸01”由中国诚通控股集团有限公司（以下简称“诚通集团”）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2016年底，诚通集团注册资本为113.00亿元。

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2016年底，诚通集团合并资产总额1,082.26亿元，负债合计470.92亿元，所有者权益合计611.34亿元，其中归属于母公司所有者权益229.46亿元。2016年，公司实现营业总收入621.54亿元，净利润14.75亿元，其中归属于母公司所有者净利润7.80亿元，经营活动产生的现金流量净额2.12亿元，现金及现金等价物净增加额209.68亿元。

截至2017年9月底，诚通集团资产总额合计1,488.83亿元，负债合计624.21亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计864.62亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计584.70亿元；2017年1~9月，诚通集团实现营业总收入656.60亿元，净利润（含少数股东损益）10.87亿元，其中归属于母公司的所有者净利润3.26亿元。经营活动产生的现金流量净额9.38亿元，现金及现金等价物净增加额-14.84亿元。

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. 经营分析

#### （1）经营概况

诚通集团主要业务板块有生产资料贸易、仓储物流、纸业生产销售等。2016年，诚通集团实

现营业收入619.71亿元，较上年增长0.30%，基本保持稳定；实现净利润14.75亿元，较上年增长36.12%。

从收入构成来看，生产资料贸易业务始终为控股经营业务收入的主要构成部分，2016年，生产资料贸易收入393.20亿元，较上年下降10.54%；受益于行业回暖以及产品转型升级，造纸板块实现收入130.96亿元，较上年增长13.23%；综合物流实现收入54.39亿元，较上年增长21.16%。

表4 诚通集团 2015~2016 年主营业务收入情况

项目	2015 年			2016 年		
	营收	占比	毛利率	营收	占比	毛利率
生产资料贸易	439.52	72.22	1.53	393.20	64.29	1.75
造纸	115.66	19.00	12.98	130.96	21.41	14.98
综合物流	44.89	7.38	16.12	54.39	8.89	15.07
其他	8.51	1.40	15.04	33.10	5.41	18.73
<b>合计</b>	<b>608.58</b>	<b>100.00</b>	<b>5.55</b>	<b>611.65</b>	<b>100.00</b>	<b>6.68</b>

资料来源：诚通集团提供

2016年，诚通集团主营业务综合毛利率由2015年的5.55%上升至6.68%。其中，生产资料贸易毛利率1.75%，较上年上升0.22个百分点，主要系生产资料贸易业务不断缩减低效贸易规模，毛利率上升较快所致；造纸板块毛利率14.98%，较上年上升2.00个百分点，主要系造纸行业景气度回暖所致。

总体看，2016年，诚通集团营业收入主要来源仍为生产资料贸易业务，贸易规模缩减，诚通集团主营业务除生产资料贸易板块外，多数板块收入规模稳步提升，主营业务综合毛利率有一定提升。

## （2）重大事项

### 诚通集团改组为国有资本运营公司试点企业

2016年2月，根据党中央、国务院关于深化国有企业改革的重要部署，经国务院国有企业改革领导小组研究决定，诚通集团成为国有资本运营公司试点企业。

诚通集团主营业务范围由“资产经营管理，综合物流服务，生产资料贸易，林浆纸的生产、开发及利用等”调整为“持股管理、资产管理、资本运作、金融服务、股权投资、委托投资、发起设立基金及基金管理公司、金融企业债权收购及处置等”。

资本运作的核心是围绕“资金、资产、资本（股权）”三个不同形态之间的转化与循环，建立与之相适应的功能。

诚通集团将通过分类持股平台，分别持有上市、非上市、债转股以及退出类等国有股权，同时根据研究结论、章程约定和不同持股比例，依法行使股东权利。

诚通集团将以市场化方式运作上市公司股权等高流动性的国有资本，围绕国有资本保值增值，进行价值管理。同时，诚通集团将对对接多层次资本市场，实施和参与不同类型企业的改制和上市，实现国有资产证券化。

诚通集团将承担国有企业结构性调整任务，服务供给侧结构性改革，在化解过剩产能、推进僵尸企业退出等工作中发挥积极作用，保障人员平稳安置分流。诚通集团将对承接困难企业实施救助和重组再生任务，对非主业、存续、低效无效资产实施重组整合，完成有效资产的剥离及无效资产的退出。诚通集团将承接央企债务重组、金融企业债权收购和处置，党政机关和国有企事业单位培训疗养机构改革资产接收和处置，党政机关和事业单位所属脱钩企业、养老服务业整合，

困难企业阶段性托管等交办业务。

总体看，改组后诚通集团的主业为开展资本运作，更加注重国有资本的结构调整和价值增值，同时会重组整合和剥离部分原有业务，加大对关系国家安全、国计民生和国民经济命脉的重要行业和领域的资本投入。联合评级将持续关注诚通集团的改组情况，动态分析改组国有资本运营公司对公司经营情况、盈利水平以及偿债能力的影响。

### 上市公司国有股权无偿划转

作为国有资本运营公司试点之一，为优化资本结构，并经国务院国资委批准，诚通集团下属北京诚通金控投资有限公司（下称“诚通金控”）陆续接收了上市公司的部分国有股权无偿划转，主要包括中国远洋（股票代码：601919.SH）3.00%股份、中海科技（股票代码：002401.SZ）4.00%股份、宝钢股份（股票代码：600019.SH）2.45%股份及中材节能（股票代码：603126.SH）4.99%股份。截至2016年底，除中材节能尚未完成股票过户外，其他国有股权划转已完成相关股票过户。

未来，诚通集团可能会继续接收上市央企的股权划转，将积极发挥股东作用、实现国有资本保值增值。

### 牵头成立中国国有企业结构调整基金股份有限公司

2016年9月26日，受国务院国资委委托，诚通集团与中国邮政储蓄银行、招商局集团、兵器工业集团、中国石化、神华集团、中国移动、中国中车集团、中交集团和金融街集团，共同发起设立中国国有企业结构调整基金股份有限公司，基金总规模为人民币3,500亿元，首期募集资金为人民币1,310亿元，诚通集团出资60亿元，持股22.90%，纳入合并范围。

该基金将立足和服务于央企，支持国有骨干企业优化产业布局、加快转型升级、提升国际化经营能力，支持重点行业国有企业实行业务整合和专业化重组，协助国有企业实现结构调整和转型升级，重点支持央企行业整合、专业化重组、产能调整、国际并购等项目，提高产业集中度，提升资本配置效率。实现中央企业战略定位更加明确、资本配置更趋合理、发展质量明显提升的总体目标。

### 全面托管中国铁路物资（集团）总公司

2016年4月29日，国资委宣布，由诚通集团对中国铁路物资（集团）总公司（以下简称“中国铁物”）实施托管，以进一步促进中国铁物的改革脱困和转型发展工作。

截至2016年底，中国铁物合并口径的资产总额为395.21亿元，所有者权益为-101.63亿元；2016年，中国铁物实现合并口径的营业收入556.40亿元，利润总额2.77亿元，净利润181.74万元，经营活动产生的现金流量净额9.47亿元。截至2016年底，中国铁物债务余额合计324.33亿元，其中，中国铁物银行间市场私募债券余额100.00亿元。

根据2016年4月5日中国银行业监督管理委员会及国务院国资委主持召开的中国铁物与主要债权人沟通会精神，中国铁物与银行债权人委员会、私募债持有人依法合规推进了各项债务重组工作，并于2017年1月正式落实签署债务重组框架协议，纳入重组范围的债务包括银行债务以及银行间市场私募债券，其中私募债券重组协议的达成是国内私募债券重组的首例，对维护债券市场健康发展具有重要意义。

### （3）经营关注

#### 主要贸易产品易受宏观经济和市场供求情况影响

诚通集团目前主要贸易产品为钢材和有色金属，其价格易受宏观经济和市场供求情况影响。

<sup>1</sup> 北京诚通金控投资有限公司于2015年11月27日注册成立，注册资本10万元（认缴），诚通集团持有其100%的股权。诚通金控是公司根据中央企业结构调整和改组资本运营公司要求搭建的资本平台公司之一，自2016年8月份开始纳入公司财务报表合并范围。

近期，受我国经济增速趋缓以及下游行业需求减弱影响，钢铁行业需求增速趋缓，钢材价格较为低迷，公司钢材、有色金属等贸易业务受钢铁行业景气度下降和价格波动影响，出现销售放缓、存货资金占用量加大、经营活动现金流量和盈利能力下降等情况。同时长期以来存在的行业内竞争激烈、行业集中度低、以及钢铁行业产能过剩的矛盾加剧有可能会对经营业务造成一定影响。

#### **造纸业务原材料对进口依赖较强，易受国际市场价格波动**

诚通集团目前造纸业务所需木浆、废纸等原材料主要来自于自给以及国外进口，且进口比重较大，对国外木浆依赖性较强。诚通集团造纸业务主要原材料易受到贸易摩擦、市场供求等外部因素的影响。需持续关注国际市场木浆原材料价格波动对造纸业务产生的影响。

#### **改组过程中处置缓解复杂，盈利能力一般**

诚通集团改组为国有资本运营公司试点企业，对中央企业非主业资产及不良资产市场化、专业化动作和处置过程中的人员费用化支出和历史债务偿付主要依靠资产变现和国资委拨款资金，资产经营业务难度较大、处置环节复杂，盈利能力不高，可孵化优良资产较少；且该业务发展对政策的依赖性强，具有一定的不确定性。需持续关注诚通集团未来在对其他企业进行资产处置和资产托管时所承担的经营、管理与财务风险。

#### **(4) 未来发展**

诚通集团的发展目标是成为具有国际竞争力的、以追求资本增值和产业发展为目标战略型投资控股公司。

#### **贸易业务**

对于传统的贸易业务，为稳定其发展，诚通集团将向供应链的上游延伸，改变单纯的流通商地位；加大对加工配送业务的投资，进一步开发市场，实现仓储物流和生产资料贸易业务的复合价值增值；拓展现货市场业务，短期内，受经济增速放缓影响，为了控制风险，诚通集团将控制生产资料贸易业务规模，以稳健发展为主，预计公司贸易业务短期内收入总体增速较小。

#### **造纸业务**

未来诚通集团将致力于谋求有质量的扩张，以增强若干细分市场的优势。诚通集团将加强对造纸板块原材料的控制能力，进行原浆纸的探索，在国内不具备原木浆原料供给的现状下，努力寻求国际上的合作、并购。

造纸板块的整合，产业再造将贯穿诚通集团造纸业务的未来发展，集中精力发展高技术附加值、环保的高端产品将成为主流。管理上建立统一的采购中心、结算中心、营销中心、工艺技术研发中，将使运营同工厂生产相分离，可以达到更好的资源配置效率，降低生产成本，提高产业竞争力。

#### **物流业务**

诚通集团物流业务正逐步由仓储物流型向综合物流型升级，同时诚通集团充分利用现有丰富物流资源开展并不断扩大现货市场、加工等高毛利率的物流创新业务，预计随着未来仓库更新升级、业务结构优化以及信息化程度的提高，诚通集团物流业务收入会较快增长，毛利率有望进一步提升。

#### **资本运营业务**

诚通集团改组成为资本运营公司，未来要在充分发挥资产经营的政策性功能和承担国资委交办的任务的基础上，完善和利用资产经营功能，加强资本运营和策略性投资市值管理，增加投资收益；重组整合原有业务，拓展资本市场运作业务，开展全面金融服务。随着资本运营公司试点建设工作的稳步推进，预计未来股权运作、金融服务、资产管理业务的利润贡献将会大幅增加。

总体看，诚通集团未来将聚焦国有资本运营公司改组，充分发挥结构调整基金的作用，这将带来新的收入和利润增长点，但全新的业务模式也给诚通集团经营带来新的挑战，并对管理水平提出更高的要求。

### 3. 财务分析

诚通集团2016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，诚通集团2017年三季度财务数据未经审计。2016年，诚通集团新纳入合并范围的出资企业36家，不再纳入合并范围的出资企业15家。截至2016年底，诚通集团纳入合并报表范围的出资企业合计140家，尽管诚通集团纳入合并范围的出资企业数量每年均有变化，但新纳入合并范围和不再纳入合并范围的出资企业规模均不大，故财务数据可比性较强。

截至2016年底，公司合并资产总额1,082.26亿元，负债合计470.92亿元，所有者权益合计611.34亿元，其中归属于母公司所有者权益229.46亿元。2016年，公司实现营业总收入621.54亿元，净利润14.75亿元，其中归属于母公司所有者净利润7.80亿元，经营活动产生的现金流量净额2.12亿元，现金及现金等价物净增加额209.68亿元。

截至2017年9月底，诚通集团资产总额合计1,488.83亿元，负债合计624.21亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计864.62亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计584.70亿元；2017年1~9月，诚通集团实现营业总收入656.60亿元，净利润（含少数股东损益）10.87亿元，其中归属于母公司的所有者净利润3.26亿元。经营活动产生的现金流量净额9.38亿元，现金及现金等价物净增加额-14.84亿元。

#### （1）资产质量

截至2016年底，诚通集团资产规模为1,082.26亿元，较年初增长51.55%，主要系流动资产增加所致，其中流动资产占比63.18%，非流动资产占比36.82%，诚通集团资产构成仍以流动资产为主。截至2016年底，诚通集团流动资产合计683.79亿元，以货币资金（占比51.07%）、应收账款（占比7.81%）、其他应收款（占比9.21%）和存货（占比21.79%）为主。

截至2016年底，诚通集团货币资金总额为349.19亿元，较年初大幅增长183.92%，主要系投资新设结构调整基金所致，诚通集团货币资金主要由银行存款（占比91.26%）和其他货币资金（占比8.52%）构成，其他货币资金主要为银行开具保函的保证金和承兑汇票保证金，诚通集团货币资金中受限金额为29.35亿元，受限资金占期末货币资金的8.41%，占比不大；诚通集团应收账款净额为53.40亿元，较年初增长4.31%，其中，采用账龄分析法的应收账款占比91.92%，从账龄上看1年以内的占比为86.01%，1至2年的占比为4.02%，其余账龄为2年以上，诚通集团应收账款坏账准备9.20亿元，计提坏账准备占应收账款的比例为14.70%，诚通集团应收账款前五名欠款单位欠款总额占应收账款余额的比例为18.25%，集中度一般；诚通集团其他应收款净额为62.96亿元，较年初增长17.85%，主要系诚通集团增加了南京中储电建房地产开发有限公司的暂借款及向郑州管城商都新区管理委员会、天津市北辰区土地整理中心支付的保证金及拆迁款所致；诚通集团存货149.03亿元，较年初增长54.79%，主要由公司林业资产，诚通香港房地产开发产品、土地储备，中国储运开发成本、劳务成本，中国纸业在途物资、委托加工物资等构成，受限存货账面价值为0.23亿元，受限比例极小。

截至2016年底，诚通集团非流动资产合计398.46亿元，较年初增长19.06%，以可供出售金融资产（占比20.23%）、在建工程（占比5.94%）、固定资产（占比43.80%）和无形资产（占比14.77%）为主。

截至2016年底，诚通集团可供出售金融资产余额为80.61亿元，较年初大幅增长232.87%，主要系所属出资企业北京诚通金控投资有限公司根据国资委的批复接受武汉钢铁集团公司（以下简称“武钢集团”）、宝钢集团有限公司（以下简称“宝钢集团”）、中国远洋运输（集团）总公司（以下简称“中远集团”）和上海船舶运输科学研究所（以下简称“上海船研所”）无偿划入的武钢股份247,297,606股A股股份、宝钢股份403,439,717股A股股份、中国远洋306,488,200股A股股份和中海科技12,129,600股股份所致；诚通集团在建工程合计23.66亿元，较年初增长48.45%，主要系所属出资企业湘江纸业搬迁项目以及天津陆通物流项目增加所致；诚通集团固定资产账面价值174.52亿元，较年初下降2.64%，其中，房屋建筑物、机器设备和土地资产的账面价值分别为68.34亿元、89.79亿元和11.17亿元，诚通集团固定资产成新率为65.15%，成新率一般，其固定资产中受限资产价值合计22.24亿元，受限资产占期末固定资产余额12.74%，资产受限比例不高；公司无形资产账面价值58.86亿元，较年初增长34.09%，主要系公司土地使用权的大幅增加所致，无形资产中受限资产价值合计6.11亿元，受限资产占期末无形资产余额10.37%，受限比例不高。

截至2017年9月底，诚通集团资产总额合计1,488.83亿元，较上年底增长37.57%，其中流动资产占比69.06%，非流动资产占比30.94%，流动资产占比有所提升，资产结构仍以流动资产为主。

总体看，2016年，诚通集团受调结构影响，资产规模有所增长，资产结构仍以流动资产为主，资产有一定受限，但比例不高，资产结构符合行业特征，整体资产质量较好。

## （2）负债

截至2016年底，诚通集团负债合计470.92亿元，较年初增长22.78%，其中流动负债占比67.65%，非流动负债占比32.35%，流动负债占比较年初上升2.83个百分点，诚通集团债务结构仍以流动负债为主；诚通集团流动负债合计318.57亿元，较年初增长28.14%，主要系一年内到期的非流动负债大幅增长所致，流动负债以短期借款（占比31.03%）、应付票据（占比9.64%）、应付账款（占比12.71%）、预收款项（占比7.87%）、其他应付款（占比8.21%）和其他流动负债（占比19.32%）为主。

截至2016年底，诚通集团短期借款98.86亿元，较年初增长8.72%；应付票据余额30.71亿元，较年初下降2.77%，主要系商业承兑汇票的大幅减少所致；应付账款40.48亿元，较年初增长31.11%，主要系一年以内的应付账款增加所致；预收款项25.07亿元，较年初增长47.09%；其他应付款为26.15亿元，较年初增长39.71%，主要系其保证金、押金增加所致；一年内到期的非流动负债为61.55亿元，较年初增加57.02亿元，主要系一年内到期的应付债券增加所致。

截至2016年底，诚通集团非流动负债主要以长期借款（占比23.94%）和应付债券（占比65.54%）为主。截至2016年底，诚通集团长期借款合计36.48亿元，较年初增长68.16%，主要系中储股份为其子公司中储国际（香港）有限公司借款2,500万美元提供保证质押所致，长期借款的还款期限主要集中在2018年和2019年，其中，2018年到期的偿还金额为2.54亿元，2019年到期的偿还金额为27.88亿元，诚通集团于2019年偿付的借款最为集中，存在一定的集中偿付压力；诚通集团应付债券合计99.85亿元，较年初增长5.74%，主要为其所属出资企业各阶段发行的中期票据与公司债券。

截至2016年底，诚通集团全部债务为350.49亿元，较年初增长20.55%，主要系短期债务增加所致；其中短期债务和长期债务分别占比60.17%和39.83%，以短期债务为主。截至2016年底，诚通集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为43.51%、36.44%和18.59%，分别较年初下降10.20个百分点、10.36个百分点和8.01个百分点，诚通集团整体债务负担有所减轻。

截至2017年9月底，诚通集团负债合计624.21亿元，较上年底增长32.55%；其中流动负债占51.92%，非流动负债占48.08%，流动负债占比较上年底有所下降。截至2017年9月底，诚通

集团全部债务 467.75 亿元，较上年底增长 33.46%，其中短期债务占比 39.97%，长期债务占比 60.03%；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 41.93%、35.11% 和 24.51%，整体债务负担有所减轻。

总体看，2016年，诚通集团负债规模有所增长，流动负债占比仍较大，受不断的调整经营以及债务结构影响，诚通集团全部债务规模有所下降，公司债务以短期债务为主，整体债务负担处于合理水平。

### （3）所有者权益

截至2016年底，诚通集团所有者权益为611.34亿元，较年初大幅增长84.94%，其中归属于母公司所有者权益为229.46亿元，较年初增长41.57%。从权益结构来看，归属于母公司所有者权益占所有者权益的37.53%，股本占55.78%，资本公积占33.55%，未分配利润占13.64%。

截至2016年底，诚通集团股本合计128.00亿元，较年初增长23.31%，主要系国资委对公司注入资本所致；资本公积76.97亿元，较年初增长108.70%，主要系根据国务院国资委安排接收宝钢股份、中远海科、中远海控等多家上市公司国有股权无偿划转所致；未分配利润合计31.29亿元，较年初增长42.92%，主要系诚通集团净利润增加所致。诚通集团少数股东权益占比较高，权益稳定性有待提高。

截至2016年9月底，诚通集团所有者权益合计864.62亿元，较上年底增长41.43%，仍以股本和资本公积为主，结构较为稳定。

总体看，2016年，受益于股权划入，诚通集团权益规模有较大幅度增长，少数股东权益占比较大，权益结构的稳定性有待提高。

### （4）盈利能力

2016年，诚通集团实现营业收入621.54亿元，较上年增长0.40%。同期，诚通集团营业成本577.72亿元，较上年下降0.59%，略大于营业收入增幅；2016年，诚通集团净利润14.75亿元，较上年增长36.12%，其中归属于母公司所有者的净利润7.80亿元，较上年下降6.18%。

期间费用方面，2016年，诚通集团期间费用合计39.99亿元，较上年下降5.59%，主要系财务费用有所下降所致，其中销售费用占比24.29%，管理费用占比47.42%，财务费用占比22.69%。2016年，诚通集团销售费用为10.29亿元，较上年增长8.05%，主要系诚通集团装卸搬运费增加所致；管理费用合计20.09亿元，较上年下降1.90%；财务费用为9.61亿元，较上年下降22.23%，主要系诚通集团当期偿付的利息支出减少所致。2016年，诚通集团费用收入比为6.43%，较上年下降0.41个百分点，控制能力有所提升，费用控制能力一般。

2016年，诚通集团投资收益合计4.61亿元，较上年下降29.00%，占当期利润总额的比例为22.72%，所占比例较大，是诚通集团利润总额的主要来源之一，主要系诚通集团减持东兴证券和中金工时股票获得的4.23亿元投资收益所致。2016年，诚通集团营业外收入合计19.81亿元，较上年下降13.79%，主要系诚通集团债务重组利得减少所致，诚通集团营业外净收入占当期利润总额的97.70%，外部收入对诚通集团利润水平的贡献较大。

从盈利指标看，2016年，诚通集团总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均有一定程度下降，分别为3.35%、3.57%和3.13%，分别较上年下降0.68个百分点、0.55个百分点和0.53个百分点，各项盈利指标仍处于较低水平。

2017年1~9月，诚通集团实现营业收入656.60亿元，净利润10.87亿元。

总体看，2016年，诚通集团营业收入有所提升；诚通集团期间费用控制能力有所提升，但仍对利润存在一定侵蚀。未来随着诚通集团调整经营结构周期的结束以及多元化业务格局的不断发

展，诚通集团整体经营和盈利能力有进一步提升的空间。

#### （5）现金流

从经营活动来看，2016年，诚通集团经营活动产生的现金流入及流出分别为747.81亿元和745.69亿元，较上年分别下降4.22%和0.43%；诚通集团经营活动产生的现金流量净额为2.12亿元，较上年下降93.36%，净流入规模缩小，但表现仍为净流入。2016年，诚通集团现金收入比为102.69%，较上年下降4.36个百分点，诚通集团收入实现质量有所下降，收入实现质量尚可。

投资活动方面，2016年，诚通集团投资活动产生的现金流入29.82亿元，较上年下降32.26%，主要系诚通集团收回投资收到的现金减少所致；公司投资活动现金流出为78.57亿元，较上年增长69.58%，主要系诚通集团购买理财增加所致；受上述因素影响，诚通集团投资活动现金流量净额为-48.75亿元，净流出规模有所扩大。

筹资活动方面，2016年，诚通集团筹资活动现金流入合计531.28亿元，较上年增长62.56%，主要系出资企业结构调整基金吸收少数股东投资收到的现金以及诚通集团和出资企业中储股份债务融资获得的现金大幅增长所致；筹资活动现金流出合计275.16亿元，较上年下降13.51%，主要系支付其他筹资活动有关的现金下降所致；受上述因素影响，诚通集团筹资活动现金流量净额为256.12亿元。

2017年1~9月，诚通集团经营活动现金流净流入9.38亿元，诚通集团投资活动现金净流出385.66亿元，筹资活动现金净流入361.54亿元。

总体看，2016年，诚通集团经营活动现金流入规模较大，经营获现能力有所下降，获现能力尚可，但无法满足自身的投资活动需要，诚通集团存在较大的对外融资需求。

#### （6）偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2016年底，诚通集团流动比率和速动比率分别为2.15倍和1.68倍，较年初分别上升0.62个百分点和0.54个百分点。截至2016年底，诚通集团现金短期债务比由年初的0.80倍上升至1.78倍，诚通集团现金类资产对短期债务的覆盖能力尚可，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较强。

长期偿债能力方面，2016年，诚通集团EBITDA合计45.93亿元，较上年下降14.52%，主要系公司折旧下降所致，其中，诚通集团EBITDA由折旧（占26.23%）、摊销（占4.05%）、计入财务费用的利息支出（占25.59%）和利润总额（占44.13%）构成。2016年，诚通集团EBITDA利息倍数由上年的3.63倍下降至3.48倍；EBITDA全部债务比由上年的0.18倍下降至0.13倍，整体看，诚通集团长期偿债能力尚可。

截至2016年底，诚通集团重大未决诉讼（争议金额1,000.00万元以上）金额为4.23亿元，占2016年底净资产比重为0.69%，诚通集团或有负债风险较小。

总体看，未来随着诚通集团调整经营结构周期的结束以及多元化业务格局的不断发展，诚通集团整体经营和盈利能力有进一步提升的空间，考虑到诚通集团作为国务院国资委下设的国有资产经营公司，承担央企重组的职能，整体偿债能力极强。

#### 4. 担保效果评价

以2017年9月底的财务数据测算，“12岳纸01”4.17亿元的剩余债券规模占诚通集团所有者权益总额的0.48%，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，本期债券在诚通集团的总资产、净资产以及现金资产中的占比较低，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。

## 九、综合评价

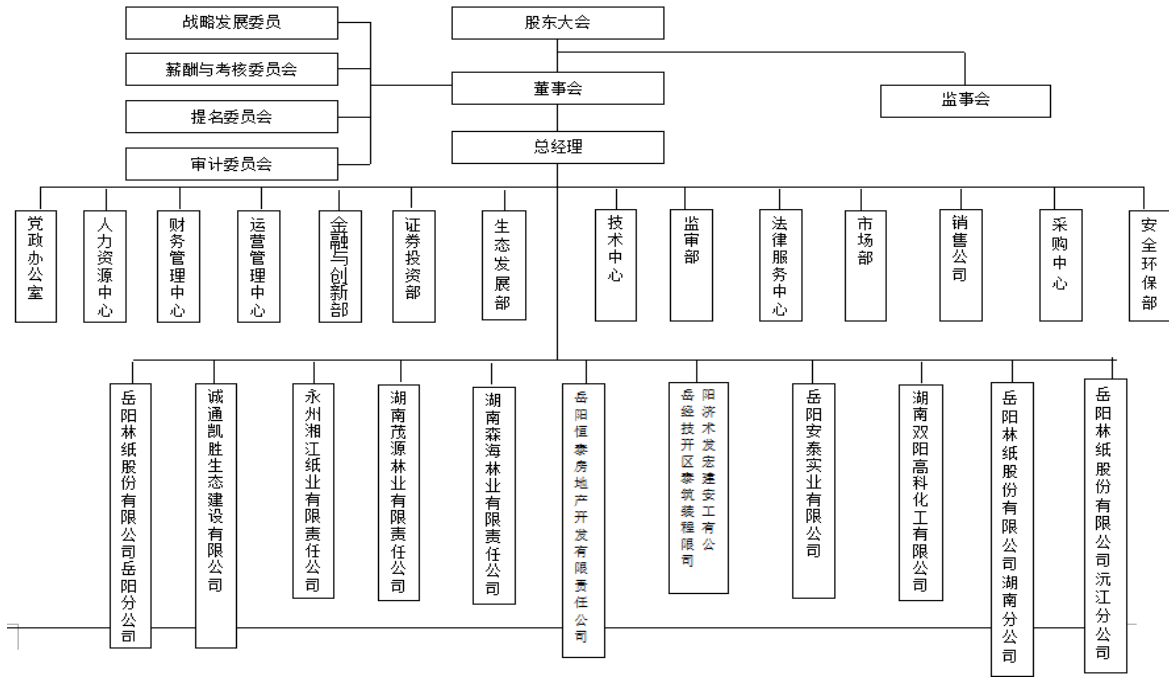
跟踪期内，岳阳林纸作为国内大型造纸生产企业之一，在区域环境、经营规模和技术优势等方面仍具有一定优势。受益于造纸行业景气度提升，2017年，公司主要产品价格上涨，收入规模和盈利能力较去年有较大幅度提升，经营活动现金流状况良好；公司通过并购进入了生态园林景观行业，进一步完善了业务布局和产品结构。2017年5月，公司完成非公开发行股票，资本实力和整体抗风险能力进一步增强。同时，联合评级也关注到公司所处造纸行业市场竞争激烈，公司目前债务结构不尽合理、存货占比较高、新增园林业务对公司管理带来挑战以及资产减值损失对利润侵蚀明显等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来公司随着林纸一体化的逐步深化，以及园林业务的整合发展，公司收入规模和盈利水平将进一步提高。

跟踪期内，担保方诚通集团经营状况较上年持续改善，主营业务盈利水平有所提高，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，联合评级维持公司主体长期信用等级“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“12岳纸01”债项的信用等级为“AAA”。

### 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	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额 (亿元)	142.28	154.40	155.64
所有者权益 (亿元)	52.53	78.55	80.09
短期债务 (亿元)	53.30	49.24	46.97
长期债务 (亿元)	18.12	7.59	9.03
全部债务 (亿元)	71.42	56.84	56.00
营业收入 (亿元)	47.99	61.44	16.10
净利润 (亿元)	0.28	3.48	1.53
EBITDA (亿元)	6.50	10.48	--
经营性净现金流 (亿元)	9.37	11.03	2.72
应收账款周转次数 (次)	4.98	6.36	--
存货周转次数 (次)	0.83	0.91	--
总资产周转次数 (次)	0.32	0.41	0.11
现金收入比率 (%)	67.97	77.54	80.68
总资本收益率 (%)	1.95	3.87	--
总资产报酬率 (%)	1.79	4.21	--
净资产收益率 (%)	0.54	5.31	2.31
营业利润率 (%)	16.00	22.81	22.55
费用收入比 (%)	16.25	13.68	11.19
资产负债率 (%)	63.08	49.13	48.54
全部债务资本化比率 (%)	57.62	41.98	41.15
长期债务资本化比率 (%)	25.65	8.82	10.13
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.93	3.85	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.09	0.18	--
流动比率 (倍)	1.05	1.38	1.44
速动比率 (倍)	0.38	0.57	0.57
现金短期债务比 (倍)	0.13	0.21	0.24
经营现金流动负债比率 (%)	13.17	16.33	4.12
EBITDA/公司待偿本金	1.56	2.51	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；除特别说明外，均指人民币；

2、公司长期应付款中的融资租赁款以纳入长期债务及其指标核算；

3、公司 2018 年 1~3 月数据未经审计，相关指标未年化；

4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

### 附件 3 中国诚通集团有限公司 主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
资产总额 (亿元)	714.12	1,082.26	1,488.83
所有者权益 (亿元)	330.56	611.34	864.62
短期债务 (亿元)	170.96	210.88	186.97
长期债务 (亿元)	119.79	139.61	280.78
全部债务 (亿元)	290.75	350.49	467.75
营业收入 (亿元)	619.07	621.54	656.60
净利润 (亿元)	10.84	14.75	10.87
EBITDA (亿元)	53.73	45.93	--
经营性净现金流 (亿元)	31.89	2.12	9.38
应收账款周转次数 (次)	10.74	10.28	--
存货周转次数 (次)	5.67	4.56	--
总资产周转次数 (次)	0.89	0.69	0.56
现金收入比率 (%)	107.05	102.69	102.69
总资本收益率 (%)	4.03	3.35	--
总资产报酬率 (%)	4.12	3.57	--
净资产收益率 (%)	3.66	3.13	1.47
营业利润率 (%)	5.92	6.71	7.48
费用收入比 (%)	6.84	6.43	5.20
资产负债率 (%)	53.71	43.51	41.93
全部债务资本化比率 (%)	46.80	36.44	35.11
长期债务资本化比率 (%)	26.60	18.59	24.51
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.63	3.48	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.18	0.13	--
流动比率 (倍)	1.53	2.15	3.17
速动比率 (倍)	1.14	1.68	2.70
现金短期债务比 (倍)	0.80	1.78	3.28
经营现金流流动负债比率 (%)	12.83	0.66	2.90

注：1、2017年1-9月财务数据未经审计，相关财务指标未年化；

2、中国诚通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
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
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
<b>短期偿债能力指标</b>	
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)
<b>本次公司债券偿债能力</b>	
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。