

# 跟踪评级公告

联合[2017]516号

---

岳阳林纸股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对岳阳林纸股份有限公司主体长期信用状况和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”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：

二零一七年五月二十六日

---

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 2017 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：稳定

债项信用等级

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	2016 年 5 月 19 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：2017 年 5 月 26 日

主要财务数据：

发行人

项目	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总额 (亿元)	155.50	142.28	143.19
所有者权益 (亿元)	52.25	52.53	52.68
长期债务 (亿元)	27.45	18.12	18.15
全部债务 (亿元)	82.44	71.42	72.11
营业总收入 (亿元)	59.29	47.99	11.92
净利润 (亿元)	-3.90	0.28	0.15
EBITDA (亿元)	5.96	6.50	--
经营性净现金流 (亿元)	0.10	9.37	4.51
营业利润率 (%)	13.10	16.00	20.25
净资产收益率 (%)	-7.24	0.54	0.28
资产负债率 (%)	66.40	63.08	63.21
全部债务资本化比率 (%)	61.21	57.62	57.79
流动比率 (倍)	0.99	1.05	1.05
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.07	0.09	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.16	1.93	--
EBITDA/本期待偿本金 (倍)	1.43	1.56	--

担保方

项目	2014 年	2015 年	16 年 9 月
资产总额 (亿元)	672.09	714.12	783.99
所有者权益 (亿元)	261.55	330.56	362.55
营业总收入 (亿元)	682.06	619.07	417.95
净利润 (亿元)	8.48	10.84	7.51
资产负债率 (%)	61.08	53.71	53.76
流动比率 (倍)	1.31	1.53	1.58
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.69	4.03	--

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、EBITDA/待偿本 = EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

2016 年，岳阳林纸股份有限公司（以下简称“公司”或“岳阳林纸”）因资产置换和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”）停产搬迁、技术改造；并受益于到纸制品市场环境向好，公司收入规模虽有所下降，但净利润同比有较大幅度提升，且实现扭亏。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目前虽然市场上出现了供不应求、价格上涨的有利局面，但长期来看，仍存在较大的竞争压力，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营业外收入对利润贡献较大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。

2015 年，担保方中国诚通控股集团有限公司（以下简称“诚通集团”）经营状况较上年有所改善，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，联合评级本次跟踪评级上调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. 跟踪期内，公司新增园林业务，将依托自身林纸资源、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. 2016 年，公司净利润规模同比较去年有较大幅度提升，且实现扭亏。

3. 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. 公司债务构成仍以短期债务为主, 存在一定的短期偿付压力; 营业外收入对利润贡献较大。

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, 变现能力较弱。

3. 公司存在业务转型的压力, 具有一定的对经营及管理的挑战和风险。

#### 分析师

唐玉丽

电话: 010-85172818

邮箱: tangyl@unitedratings.com.cn

孙林林

电话: 010-85172818

邮箱: sunll@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：



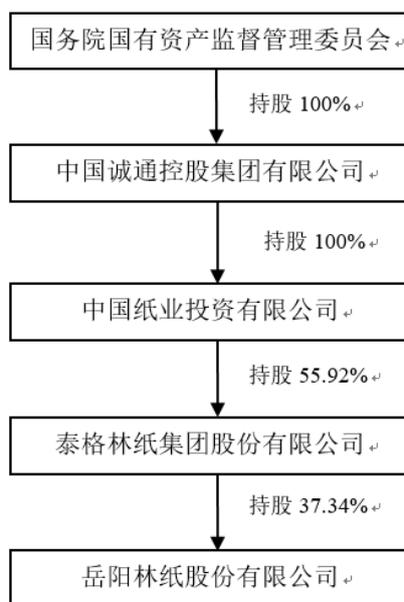
联合信用评级有限公司

## 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，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，截至2016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，持股比例为37.34%，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2016年底公司股权结构图



资料来源：公司年报

2016年，公司经营范围变更为：纸浆、机制纸的制造、销售，造纸机械安装及技术开发服务，制浆造纸相关商品、煤炭贸易及能源供应，代理采购、招投标、物流辅助服务业务，自有产品及技术的出口业务，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、来料加工，企业管理与咨询及提供劳务服务，自有资产的租赁与销售。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

2016年，为适应公司业务转型，进一步完善管理架构，公司调整部门设置，新设生态发展部，对原战略发展部的职能进行了优化，并改名为金融创新部。原有13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、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3月底，公司拥有7家一级子公司和2家一级分公司，拥有在职员工3,671人。

截至2016年底，公司合并资产总额142.28亿元，负债合计89.75亿元，所有者权益（含少数股

东权益)52.53亿元,其中归属于母公司的所有者权益52.53亿元。2016年,公司实现营业总收入47.99亿元,净利润(含少数股东损益)0.28亿元,其中归属于母公司所有者的净利润0.28亿元;经营活动产生的现金流量净额9.37亿元,现金及现金等价物净增加额-4.51亿元。

截至2017年3月底,公司合并资产总额143.19亿元,负债合计90.52亿元,所有者权益(含少数股东权益)52.68亿元,其中归属于母公司的所有者权益52.68亿元。2017年1~3月,公司实现营业总收入11.92亿元,净利润(含少数股东损益)0.15亿元,其中归属于母公司所有者的净利润0.15亿元;经营活动产生的现金流量净额4.51亿元,现金及现金等价物净增加额-0.05亿元。

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

本期债券于2013年5月31日完成发行,债券规模8.5亿元,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,公司如期支付“12岳纸01”2015年5月29日至2016年5月28日的利息。

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。

截至2016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

2016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6.7%,我国经济增速继续放缓,随着供给侧改革的不断推进,国民经济运行平稳,逐渐适应经济发展新常态,我国造纸行业供需结构得到改善,行业景气度有所提升。2016年我国造纸及纸制品业实现主营业务收入14,687.40亿元,同比增长5.49%,增速较上年提高2.45个百分点,利润总额达844.10亿元,同比增长13.39%。从主要产品产销情况来看,我国机制纸及纸板产量及销量分别为12,319.22万吨和12,105.27万吨,分别同比增长3.10%和3.35%,产销率为98.60%,仍维持在较高水平。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,产量分别占同期全国总产量的17.63%、17.29%、15.35%、10.72%和6.01%。其中,山东机制纸及纸板产量为2,170.38万吨,占全国机制纸及纸板产量17.63%,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。2016年,我国纸浆进口量首次突破2,100万吨,达2,106万吨,同比增长6.20%;进口金额为122.39亿美元,同比下降4.10%。2016年,我国废纸进口量为2,850万吨,同比下降2.70%;进口金额达49.89亿美元,同比下降5.60%。纸浆价格方面,近年来全球浆厂产能的陆续投放使得纸浆供给过剩情况持续恶化,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2015年底的601美元/吨小幅下降至2016年2月初的592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,近年来亦呈波动下降趋势,但2016年受

人民币贬值及国际运费价格上涨因素影响，国内纸浆价格波动上升，以青岛针叶木化学浆国内均价为例，其均价由2015年底的4,514元/吨上升至2016年2月初的5,043元/吨。

纸品价格方面，2015年11月我国实施供给侧改革后，造纸行业去产能效果显著，供给过剩现象有所缓解，再加上国内纸浆等原材料价格上涨，以及物流、煤炭等成本上升，2016年第四季度开始国内主要纸品价格呈上升趋势。具体来看，包装纸中的白卡纸出厂价由2016年10月初的5,423元/吨升至2017年2月初的5,801元/吨；文化用纸中的铜版纸价格由2016年10月初的4,954元/吨升至2017年2月初的5,395元/吨；文化用纸中的双胶纸出厂价由2016年10月初的5,565元/吨升至2017年2月初的5,814元/吨。

从行业政策来看，2016年11月，国务院办公厅发布《控制污染物排放许可制实施方案》（以下简称“《方案》”）。《方案》指出，将按行业分布实现对固定污染源的全覆盖，率先对火电、造纸行业企业核发排污许可证。从2017年7月1日起，造纸企业必须持有排污许可证方可生产，部分中小企业可能会因为排污不达标而被停限产。环保要求的提高迫使造纸企业加大对节能减排设施的投资，增加企业的生产经营成本，具有规模优势及环保要求达标的企业有望取得竞争优势。

从行业竞争来看，造纸行业集中度低，格局极度分散，整体来看，市场供过于求，产品同质化严重，但从细分市场来样，存在个别产品市场供求关系弱平衡的状态。随着我国造纸行业“去产能”进程的推进和环保要求的提高，2016年我国造纸及纸制品行业企业单位数由年初的6,841个减少至6,704个，部分中小企业关停，落后产能逐步淘汰，行业集中度进一步提升。

总体看，2016年，受益于供给侧改革推进、环保要求提高、需求稳定等因素影响，国内造纸行业供需结构得到改善，产销量小幅上涨，主要产品价格上行，行业景气度有所回升。未来行业内资源优势明显、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）优化产品结构，开发深加工纸产品

受困于产能过剩、竞争激烈和价格持续下行等不利因素，造纸行业企业将进一步优化产品结构，以求避开同质化竞争。同时企业将加快新技术开发和应用，开发深加工纸质产品，以应对市场变化，增强竞争力。

### （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。《方案》的发布对造纸企业的节能减排能力提出了更高的要求。目前尚未满足新环保要求的企业，尚需加大投入以满足相关规定，生产企业在废水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、环保成本提高等挑战，行业内企业分化和结构调整或将加速。

## 四、管理分析

2016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。2016年以来，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2016年9月起不再担任公司总经理，由刘雨露先生2016年9月担任公司总经理。万春华先生由于个人原因自2016年6月起不再担任公司副总经理。

公司新任总经理刘雨露先生，出生于1974年，硕士学位，历任中国十五冶金建设有限公司第四工程公司会计主管，广东广信会计师事务所有限公司咨询部副经理，南方科学城发展股份有限公司财务部副经理，粤华包B公司财务部经理兼华新（佛山）彩色印刷有限公司财务总监，中国纸业投资总公司（以下简称“中国纸业”）财务管理部经理，2013年4月至2016年9月任公司副总经理并同时曾兼任岳阳分公司总经理、沅江纸业有限责任公司执行董事，2016年9月起任公司总经理。

总体看，跟踪期内，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

公司主营业务仍然为造纸销售、林业以及小化工经营。2016年，公司实现营业收入47.99亿元，较上年下降19.07%，主要系公司商品浆板和包装用纸收入大幅减少所致；公司实现净利润0.28亿元，较上年增长107.24%，主要系公司完成置换子公司湖南骏泰新材料科技有限责任公司（以下简称“骏泰科技”）后期间费用大幅降低所致。

2016年，公司主营业务收入为46.59亿元，占营业收入的97.08%，公司主营业务突出；从各板块收入来看，2016年，造纸业实现收入44.46亿元，较去年减少18.88%，主要系商品浆板和包装用纸收入大幅减少所致，占比为95.41%，仍是公司收入和利润的主要来源，其中，商品浆板收入为6.08亿元，较上年大幅下降49.07%，主要系公司于2015年10月完成处置子公司骏泰科技，不再纳入合并范围所致，占比由20.73%变动到13.06%；公司印刷用纸实现收入30.06亿元，占比为64.52%，较上年下降1.55%，变动不大；公司办公用纸实现收入为2.75亿元，较上年下降9.26%，占比为5.89%，变动不大；公司包装用纸实现收入0.88亿元，较上年下降80.29%，占比为1.89%，主要系2015年11月起主要生产包装用纸的子公司永州湘江纸业有限责任公司（以下简称“湘江纸业”）停产并搬迁所致，占比由7.74%下降到1.89%。2016年，公司化工产品实现收入1.22亿元，较上年增长4.53%；木材销售收入0.17亿元，较上年下降27.88%，主要系木材市场价格低迷所致；公司商品房实现收入为0.33亿元，较上年下降60.24%，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售但未交房确认收入影响；2016年公司建安劳务收入0.42亿元，较上年下降28.70%，主要系业务量下降所致。

从毛利率来看，公司浆纸产品毛利率由2015年的12.35%上升至2016年的14.76%，主要系公司剥离毛利率较低的商品浆板生产业务所致。分业务板块来看，2016年，公司商品浆板的毛利率为0.19%，较上年下降0.89个百分点，主要系商品浆板的收入来自于贸易，售价降低导致贸易毛利率较低所致；公司印刷用纸毛利率为18.64%，较上年上升0.96个百分点，变化不大；公司工业用纸毛利率14.89%，较上年下降0.91个百分点，变化不大；公司办公用纸毛利率为12.85%，较上年上升5.27个百分点，主要系其成本下降所致；公司包装用纸毛利率为-11.51%，较上年下降17.06个百分点，主要系降价销售库存纸所致。2016年，公司主营业务毛利率为15.28%，较上年上升2.43个百分点。

表1 2015~2016年公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

项目	2015年			2016年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商品浆板	11.95	20.73	1.08	6.08	13.06	0.19
印刷用纸	30.54	52.98	17.68	30.06	64.52	18.64
工业用纸	4.84	8.40	15.79	4.68	10.05	14.89
办公用纸	3.03	5.25	7.57	2.75	5.89	12.85
包装用纸	4.46	7.74	5.56	0.88	1.89	-11.51
<b>纸浆产品小计</b>	<b>54.81</b>	<b>95.11</b>	<b>12.35</b>	<b>44.46</b>	<b>95.41</b>	<b>14.76</b>
化工产品	1.16	2.02	35.27	1.22	2.61	40.36
木材销售	0.24	0.41	17.77	0.17	0.37	5.21
商品房	0.83	1.44	18.07	0.33	0.71	12.00
建安劳务	0.59	1.02	5.90	0.42	0.90	3.73
<b>合计</b>	<b>57.62</b>	<b>100.00</b>	<b>12.85</b>	<b>46.59</b>	<b>100.00</b>	<b>15.28</b>

资料来源：公司年报

2017年1~3月，公司实现营业收入11.92亿元，较上年同期增长19.52%，主要系销售价格以及销售量均较上年同期增长所致；净利润0.15亿元，较上年同期增长209.36%。

总体看，2016年公司收入小幅下降，但公司通过置换骏泰科技，产业布局不断优化，使得当期利润实现扭亏，主营业务毛利率得到提升。

## 2. 原材料采购

公司生产所需的主要原材料包括煤炭、木材、芦苇以及废纸等。

从原材料采购量看，2016年，因公司不再生产商品浆板及湘江纸业停产搬迁，导致主要原材料采购数量均有所下降。其中，煤炭采购量较2015年下降20.44%至74.24万吨；松木采购量较2015年下降87.76%至21.84万立方米；杨木采购量较2015年下降7.57%至35.14万立方米，芦苇采购量较2015年下降48.85%至6.29万吨；废纸采购量较2015年下降31.69%至19.40万吨；浆板采购量较2015年下降26.45%至25.89万吨。

表2 2015~2016年公司原材料采购情况

材料名称	项目	2015年	2016年
煤炭	采购量（吨）	896,290	742,409
	平均采购价（元/吨）	455	441
松木	采购量（立方米）	1,197,253	218,373
	平均采购价（元/立方米）	576	492
杨木	采购量（立方米）	380,192	351,404
	平均采购价（元/立方米）	551	509
芦苇	采购量（吨）	122,893	62,854
	平均采购价（元/吨）	713	758
废纸	采购量（吨）	283,973	193,982
	平均采购价（元/吨）	1,520	1,466
商品浆板	采购量（吨）	352,043	258,940
	平均采购价（元/吨）	3,949	3,582

资料来源：公司提供

从原材料采购价格来看，2016年，除芦苇外，各主要原材料价格均出现不同程度的下滑；其

中，煤炭采购价格受煤炭行业整体持续低迷影响，同比下降18.02%；松木采购价格及杨木采购价格同比下降8.57%和6.13%；芦苇的采购价格较上年有所上升，同比增长6.31%；废纸价格较上年减少3.55%。此外，公司开展商品浆板贸易，2016年受需求疲软及国际纸浆行业冲击影响，采购价格同比下降9.29%，达到3,582元/吨。

从采购集中度看，前五名供应商采购额114,674.23万元，占年度采购总额的28.72%；其中前五名供应商采购额中关联方采购额17,947.77万元，占年度采购总额4.49%。采购集中度较上年有所提高，但仍处相对偏低水平。

总体看，2016年，公司原材料各品种采购数量均有所下降，除芦苇价格小幅上升外，各原材料采购价格均有所下滑，其中煤炭的价格下降幅度较大。原材料采购成本的下降有利于公司降低生产成本。

### 3. 产销情况

2016年，公司引进新的管理办法改进销售方面以及供应链方法和效率，并且公司在营销架构上重新调整，规划了“四大区、三小区”，包括华北、华中、华南、华东等，并且重点针对华中和华东市场，并且从外引进销售人员，同时加强对公司销售团队的考核，公司整体营销实力有所增长。2016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。

从产量来看，2016年，公司生产包装用纸0.93万吨，较上年下降91.28%，主要系公司子公司湘江纸业停产搬迁，停止生产包装用纸所致；公司印刷用纸产量为68.35万吨，较上年增长0.22%，变化不大；公司实现工业用纸11.49万吨，较上年增长1.77%，变化不大；公司办公用纸的产量为5.65万吨，较上年下降11.72%，主要系公司根据市场预测主动调整产量所致。

从销量来看，2016年，受骏泰科技置换的影响，商品浆板不再生产和销售；包装用纸的销量为2.42万吨，较上年下降75.99%，主要系湘江纸业停产搬迁，部分产线不再进行生产所致；公司印刷用纸的销量为69.87万吨，较上年增长1.28%；公司工业用纸销量为11.43万吨，较上年增长3.25%；公司办公用纸销量为5.75万吨，较上年下降7.11%。从产销率来看，受造纸行业景气度提升影响，2016年除未生产的商品浆板外，各主要制浆造纸产品产销率均有所提高，其中包装用纸产销率为260.22%。

表3 2015~2016年公司主要产品销售情况（单位：万吨、元/吨、%）

产品	项目	2015年	2016年
商品浆板	产量	19.68	--
	销量	20.65	--
	产销率	104.93	--
	平均销售价	4,327.07	--
包装用纸	产量	10.66	0.93
	销量	10.08	2.42
	产销率	94.56	260.22
	平均销售价	4,424.69	3,636.36
印刷用纸	产量	68.20	68.35
	销量	68.99	69.87
	产销率	101.16	102.22

	平均销售价	4,425.96	4,302.27
工业用纸	产量	11.29	11.49
	销量	11.07	11.43
	产销率	98.05	99.48
	平均销售价	4,371.72	4,094.48
办公用纸	产量	6.40	5.65
	销量	6.19	5.75
	产销率	96.72	101.77
	平均销售价	4,892.88	4,782.61

资料来源：公司提供

从产品销售价格来看，2016年四季度之前，受行业景气度较差，产品市场价格出现下滑，进入四季度后，行业景气度逐渐回升，但存在一定的滞后期，导致公司主要纸品销售价格呈现下滑态势。公司包装用纸的销售价格为3,636.36元/吨，较上年下降17.82%；公司印刷用纸售价4,302.27元/吨，较上年下降2.79%；公司工业用纸售价4,094.48元/吨，较上年下降6.34%；公司办公用纸售价4,782.61元/吨，较上年下降2.25%。

进入2017年以后，公司根据市场行情走势分别于2017年1月、2月和3月发出《调价通知函》，在2月调价的基础上办公用纸上调300~500元/吨，工业用纸上调300~500元/吨，印刷用纸上调200~500元/吨。

2016年，公司前五名客户销售金额88,017.59万元，占年度销售总额的18.34%，客户集中度一般。其中前五名客户销售额中关联方销售额36,146.25万元，占年度销售总额的7.53%，占比不大。

总体看，2016年公司产品结构继续优化，产销能力逐渐回升；主要纸品价格出现下滑，对公司盈利造成不利影响。进入2017年，造纸行业景气度大幅提升，公司产品价格先后多次提价，未来盈利水平有望好转。

#### 4. 重大事项

##### （1）公司完成子公司的置换

经2015年10月12日公司第六届董事会第二次会议、2015年10月29日第四次临时股东大会审议通过，公司将持有的骏泰科技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“岳阳安泰”）及岳阳恒泰100%股权、持有的岳阳经济开发区宏泰建筑安装工程有限公司（以下简称“岳阳宏泰”）79.6%股权（剩余20.4%股权为岳阳恒泰持有）、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。本次通过资产置换置出的骏泰科技近三年连续亏损，已严重拖累了公司整体经营业绩。本次置入的岳阳安泰、岳阳恒泰、岳阳宏泰、泰格林纸林化分公司近年来具有一定的盈利能力。本次资产置换后，公司整体盈利能力将有望提升。截至2016年12月31日，本次置换工作已全部完成。

##### （2）公司完成湘江纸业的停产搬迁

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。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。根据项目整体推进计划，员工已按计划安置。截至2016年底，湘江纸业搬迁生产线在公司本部安装，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。

### （3）公司完成非公开发行定向增发

2017年3月，公司收到证监会《关于核准岳阳林纸股份有限公司非公开发行股票批复》（证监许可[2017]104号）。截至2017年5月10日，公司已完成非公开发行股票，实际发行人民币普通股（A股）股票354,574,000股，扣除其他发行费用后，募集资金净额为22.52亿元，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。截至2017年5月17日，本次非公开发行的股票已办理完毕登记托管手续。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。

总体看，公司已成功剥离原有亏损子公司，搬迁的子公司也即将投产；完成非公开发行股票收购园林企业的项目加快公司战略转型升级，在资本实力提升的同时提高公司抗风险能力以及多元化盈利能力。

## 5. 经营关注

### （1）转型园林业务面临新的挑战

公司本次非公开发行股票完成后，公司将直接控股凯胜园林，成为造纸与生态景观双主业发展的上市公司。由于公司通过并购进入新行业，开拓新业务，如何发挥协同作用并实现公司的跨越式发展需要一个过程，存在收购后的业务整合以及管理等方面的风险。

### （2）公司转型升级需较多资金支持

目前，公司正处于转型升级的重要时期，需要大额资金为公司转型升级提供支撑。作为公司转型的重要步骤，公司通过非公开发行股票融资，收购凯胜园林，推动公司由单一的造纸企业向涵盖造纸、生态景观多业务板块的综合性企业转变。公司非公开发行股票完成后，公司业务将涉及市政工程、园林绿化工程等业务，上述业务的开展需要前期投入一定的资金，包括设备购置和施工垫资等，根据初步测算，公司非公开发行完成后，2017年生态景观业务将新增流动资金需求约5亿元，公司未来面临较大的资金压力。

### （3）造纸行业依旧存在竞争压力

公司属于造纸行业，主营业务机制纸、商品浆的生产、销售及林业经营，目前整个造纸行业已经基本供求平衡，部分产品供过于求，毛利率在2016年第四季度虽有回升，但国内造纸行业的市场仍保持较高的竞争压力。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。

## 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竞争压力，“去产能化”形势依然严峻。2016年面临着外部市场竞争和内部转型升级的双重压力，公司围绕“创新、协调、绿色、开放、共享”五大核心，不断深化改革，打造绿色产业，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。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，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，未来公司的经营业绩将有所改善，抗单一风险能力得以增强。

## 六、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的2016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，2017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。公司本期合并范围较上期没有发生变化，财务数据可比性较强。

截至2016年底，公司合并资产总额142.28亿元，负债合计89.75亿元，所有者权益（含少数股东权益）52.53亿元，其中归属于母公司的所有者权益52.53亿元。2016年，公司实现营业收入47.99亿元，净利润（含少数股东损益）0.28亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.28亿元；经营活动产生的现金流量净额9.37亿元，现金及现金等价物净增加额-4.51亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额143.19亿元，负债合计90.52亿元，所有者权益（含少数股东权益）52.68亿元，其中归属于母公司的所有者权益52.68亿元。2017年1~3月，公司实现营业收入11.92亿元，净利润（含少数股东权益）0.15亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.15亿元；经营活动产生的现金流量净额4.51亿元，现金及现金等价物净增加额-0.05亿元。

### 2. 资产及负债结构

#### 资产

截至2016年底，公司资产合计142.28亿元，较年初下降了8.50%，主要系骏泰科技偿还欠款带动非流动资产减少所致。其中流动资产占比52.37%，非流动资产占比47.63%，公司资产构成较年初有所变动，非流动资产占比有所下降，公司资产构成以流动资产为主。

流动资产方面，截至2016年底，公司流动资产合计74.51亿元，较年初增长0.23%，主要由货币资金（占比5.25%）、其他应收款（占比6.22%）、应收账款（占比10.85%）、一年内到期的非流动资产（占比6.33%）和存货（占比63.25%）构成。公司货币资金3.92亿元，较年初下降50.61%，主要系公司偿付到期债务及支付湘江纸业关停搬迁职工补偿费用所致，其中受限资金为2.69亿元，主要为保证金，占比68.62%，公司受限货币资金占比较高；公司应收票据3.26亿元，较年初下降35.79%，主要为公司使用票据结算增加所致；公司应收账款为8.08亿元，较年初减少18.18%，主要系造纸行业景气度回升，公司议价能力提高，账期缩短所致，其中，99.01%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79.63%，一年至两年的占7.72%，其余为两年以上，前五大应收账款余额占比20.72%，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7,026.94万元，计提比例为7.07%，

计提比例较为合理；公司一年内到期的非流动资产为4.71亿元，全部为当年新增的土地处置款；公司存货账面价值47.13亿元，较年初下降2.50%，主要由林木资产（占比73.74%）和原材料（占比13.80%）构成，公司共计提存货跌价准备0.62亿元。

截至2016年底，公司非流动资产合计67.77亿元，较年初下降16.49%，主要系长期应收款大幅减少所致；主要由长期应收款（占比15.48%）、固定资产（占比65.89%）、在建工程（占比6.20%）和无形资产（占比10.55%）构成。其中，公司长期应收款较年初下降54.56%至10.49亿元，主要系骏泰科技按2015年10月资产置换条款方案偿还欠款，公司将湘江纸业的土地出让款按合同调整至一年内到期的非流动资产及其他应收款所致；公司固定资产44.65亿元，较年初下降9.17%，主要系骏泰科技不再纳入合并范围导致的机器设备等减少所致，公司固定资产成新率为55.94%，成新率一般，累计计提折旧35.16亿元；公司在建工程4.20亿元，较年初增长475.27%，主要系公司子公司湘江纸业停产搬迁，新增搬迁升级改造项目所致；公司无形资产7.15亿元，较年初下降2.51%，无明显变化。

截至2017年3月底，公司资产合计143.19亿元，其中流动资产占比52.78%，非流动资产占比47.22%，资产结构较年初变化不大。

总体看，2016年公司资产规模有所减少，资产结构以流动资产为主；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，变现能力较弱，资产质量一般。

#### 负债及所有者权益

截至2016年底，公司负债合计89.75亿元，较年初下降13.07%，主要系长期借款等非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79.26%和20.74%，流动负债占比有所提高，负债结构较年初无较大变化。

截至2016年底，公司流动负债为71.14亿元，较年初下降5.56%；其构成以短期借款（占48.77%）、应付票据（占比14.42%）、应付账款（占11.21%）、其他应付款（占8.53%）和一年内到期的非流动负债（占11.73%）为主。其中短期借款为34.69亿元，较年初增长9.75%，主要系公司调整银行融资结构，其中质押借款的进口押汇增加所致；应付票据10.25亿元，较年初增长2.03%；应付账款合计7.97亿元，较年初下降7.35%；其他应付款6.07亿元，较年初下降11.07%，主要系拆借往来款大幅减少所致，其中拆借方为中国纸业；一年内到期的非流动负债为8.35亿元，较年初增长900.53%，主要系公司一年内到期的长期借款较年初增加所致。

截至2016年底，公司非流动负债为18.62亿元，较年初下降33.34%，主要系长期借款以及应付债券减少所致；其构成以长期借款（占51.14%）、应付债券（占22.27%）和长期应付款（占23.92%）为主。其中，长期借款9.52亿元，较年初下降30.15%，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，2016年底长期借款全部为保证借款；应付债券4.15亿元，较年初下降51.01%，主要系“12岳纸01”的本期回售4.33亿元所致；公司长期应付款4.45亿元，较年初下降16.84%，主要系公司应付融资租赁款减少所致。

截至2016年底，公司全部债务合计71.42亿元，较年初下降13.38%，其中，短期债务为53.30亿元，长期债务为18.12亿元，短期债务占比74.63%，以短期债务为主。短期债务较年初下降了3.09%，长期债务较年初下降了33.98%，主要系公司回售部分“12岳纸01”的债务以及长期借款减少较多所致。从债务指标看，截至2016年底，公司资产负债率为63.08%，较年初下降3.32个百分点；公司全部债务资本化比率为57.62%，较年初下降3.59个百分点；公司长期债务资本化比率为25.65%，较年初下降8.79个百分点，主要系长期债务减少所致，公司整体负债水平较年初有所降低，债务负担有所减轻。

截至2017年3月底，公司负债总额90.52亿元，较年初小幅增长0.85%，变化不大，其中流动负债占比79.41%，非流动负债占比20.59%，公司负债结构较年初变化不大。公司全部债务合计72.11亿元，较年初小幅增长0.97%，其中短期债务占比小幅提高至74.83%。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63.21%、57.79%和25.62%，整体债务负担较年初有所加重。

截至2016年底，公司所有者权益合计52.53亿元，较年初增长0.54%，全部为归属于母公司的权益。归属于母公司所有者权益中，股本占比19.86%，资本公积占比77.12%，盈余公积占比3.03%；权益仍以资本公积为主，稳定性较好。

截至2017年3月底，公司所有者权益52.68亿元，与年初基本持平，所有者权益结构变化不大。

总体看，2016年，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；所有者权益总体规模及结构变化不大。

### 3. 盈利能力

2016年，公司实现营业收入47.99亿元，同比下降19.07%，主要系从事商品浆板的骏泰科技不再纳入合并范围所致；同期，营业成本39.93亿元，同比下降22.06%。2016年公司实现利润总额0.42亿元，同比增长111.09%，主要系公司费用下降所致；公司实现净利润0.28亿元，同比增长107.24%，其中，归属于母公司的净利润为0.28亿元，同比增长107.24%。

2016年，公司期间费用合计7.80亿元，同比下降41.07%。其中，销售费用2.02亿元，同比下降22.06%，主要系运输费减少所致；管理费用3.75亿元，同比下降39.55%，主要系研发投入减少以及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减少所致；财务费用2.03亿元，同比下降54.30%，主要系借款规模减少导致的利息支出减少所致。公司费用收入比由2015年22.32%下降至16.25%，但期间费用对公司利润仍然侵蚀明显，公司费用控制能力仍有待提高。

2016年公司营业外收入1.27亿元，同比下降39.87%，主要系固定资产处置利得大幅减少所致，营业外收入对公司利润贡献较大。

从盈利指标来看，2016年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为1.95%、1.79%和0.54%，较上年分别上升1.64个百分点、1.46个百分点和7.78个百分点。公司盈利能力有所提高，但仍偏弱。

2017年1~3月，公司实现营业收入11.92亿元，较上年同期增长19.52%，主要系造纸行业景气度回升所致；营业利润较上年同期大幅增长至0.19亿元，净利润较上年同期增长209.36%至0.15亿元，伴随骏泰科技的置出和子公司湘江纸业的搬迁完成，公司盈利能力有望进一步提高。

总体看，受亏损的骏泰科技资产置换和湘江纸业停工搬迁影响，2016年，公司收入规模下降，但净利润由负转正，营业外收入对利润贡献较大，整体盈利能力仍有待提高。

### 4. 现金流

经营活动方面，2016年，经营活动现金流入33.63亿元，较上年增长0.47%，变化不大；流出方面，经营活动现金流出24.26亿元，较上年下降27.30%，其中公司购买商品、接受劳务支付的现金14.60亿元，较上年减少36.07%，主要系公司采用票据结算增加所致；支付其他与经营活动有关的现金为2.77亿元，较上年下降41.95%，主要系支付押金的保证金以及往来款减少所致。受上述因素影响，2016年，公司经营活动产生的现金净流入9.37亿元，较上年增长9,209.64%。2016年，公司现金收入比率为67.87%，较上年上升12.95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，2016年，公司投资活动现金流入0.08亿元，较上年增长261.45%，主要系投资收益收到的现金增长所致，其中公司取得投资收益收到的现金为585.00万元，占比72.13%；收到其他与投资活动有关的现金为200.00万元，占比24.66%。2016年，公司投资活动现金流出1.04亿元，同比下降7.50%，主要系处置子公司持有的现金大幅减少所致；其中公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为8,450.00万元，占比为81.55%；支付其他与投资活动有关的现金为1,911.37万元，占比18.45%。受上述因素影响，2016年，公司投资活动产生的现金流依然为净流出，净流出0.96亿元。

筹资活动方面，2016年，公司筹资活动现金流入74.61亿元，同比减少28.09%，主要系其借款减少所致；其中取得借款收到的现金为48.12亿元，占比64.49%；收到其他与筹资活动有关的现金26.50亿元，占比35.51%。2016年，公司筹资活动现金流出87.67亿元，同比减少13.42%，主要系其归还票据减少所致；其中偿还债务支付的现金为58.84亿元，占比67.12%；分配股利、利润或偿付利息支付的现金为4.08亿元，占比4.65%；支付其他与筹资活动有关的现金为24.75亿元，占比为28.23%。受上述因素影响，2016年，公司筹资活动产生的现金流量由上年的净流入2.49亿元转为净流出13.06亿元。

2017年1~3月，公司经营活动产生的现金净流入4.51亿元，投资活动产生的现金净流出50.43万元，公司筹资活动产生的现金净流出4.53亿元；现金及现金等价物净增加额-0.05亿元。

总体看，2016年，公司经营现金流规模减少，现金流量净额较大，收入实现质量有所提高但仍然处于较低水平；投资活动现金净流出规模有所下降，筹资活动现金转为净流出。

## 5. 偿债能力

截至2016年底，公司短期借款规模下降，流动比率由2015年底的0.99倍上升至1.05倍；速动比率由2015年底的0.35倍上升至0.38倍。受货币资金迅速下降的影响，2016年，公司现金短期债务比由上年的0.24倍下降为0.13倍，现金类资产对短期债务保护能力有所下降，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2016年，公司EBITDA合计6.50亿元，同比增长9.04%，主要系业务好转导致的利润总额增加以及财务费用减少的影响；从EBITDA构成来看，折旧占比55.71%，摊销占比3.29%、计入财务费用的利息支出占比34.53%，利润总额占比6.47%。受EBITDA提高影响，2016年，公司EBITDA全部债务比由2015年的0.07倍提高至0.09倍，EBITDA对全部债务的覆盖能力依旧较弱；公司的EBITDA利息倍数也由上年的1.16倍上升至1.93倍，EBITDA对利息的保障能力有所增强。

截至2016年底，公司共获银行综合授信额度83.12亿元，已使用的授信额度为65.07亿元，尚未使用18.05亿元授信额度，公司间接融资渠道畅通。作为上市公司，公司直接融资渠道畅通。

截至2017年3月底，公司无对外担保。

截至2016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2017年4月10日，公司无未结清的信贷信息记录，有5笔已结清的不良类信贷信息记录，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，但考虑到公司作为中国诚通控股集团有限公司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2016年底，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7.17亿元，约为“12岳纸01”债剩余本金（4.17亿元）的1.72倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度尚可；净资产达52.53亿元，约为“12岳纸01”剩余本金（4.17亿元）的12.60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，2016年，公司EBITDA为6.50亿元，约为剩余本金（4.17亿元）的1.56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2016年经营活动产生的现金流入33.63亿元，约为“12岳纸01”剩余本金（4.17亿元）的8.06倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较强。

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2015年9月底，诚通集团注册资本为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2015年底，诚通集团资产总额合计714.12亿元，负债合计383.56亿元，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330.56亿元；2015年，诚通集团实现营业总收入619.076亿元，净利润（含少数股东损益）10.84亿元，其中归属于母公司的所有者净利润8.32亿元；经营活动产生的现金流量净额31.89亿元，现金及现金等价物净增加额38.36亿元。

截至2016年9月底，诚通集团资产总额合计783.99亿元，负债合计421.44亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计362.55亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计188.90亿元；2016年1~9月，诚通集团实现营业总收入417.95亿元，净利润（含少数股东损益）7.51亿元，其中归属于母公司的所有者净利润5.21亿元。经营活动产生的现金流量净额-25.83亿元，现金及现金等价物净增加额-55.43亿元。

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。2015年，诚通集团实现主营业务收入613.02亿元，同比下降9.26%，主要由于各并表子公司中，中储股份、中国诚通金属（集团）公司（以下简称“诚通金属”）和中商企业集团公司（以下简称“中商集团”）贸易业务规模缩减，中国诚通香港有限公司（以下简称“诚通香港”）停止了大宗商品融资性贸易业务，中国包装工业板块收入下滑较大所致。从收入结构看，诚通集团商品贸易业务占71.70%，纸浆及纸制品业务占18.87%，物流业务占7.32%；其中纸浆及纸制品业务、物流业务较上年占比分别上涨1.04个和0.97个百分点，商品贸易业务较上年占比下降1.50个百分点。

表4 诚通集团 2014~2015 年主营业务收入情况

项目	2014 年			2015 年		
	营收	占比	毛利率	营收	占比	毛利率
生产资料贸易	494.55	73.20	1.30	439.52	71.70	1.53
造纸	120.48	17.83	13.14	115.66	18.87	12.98
综合物流	42.90	6.35	16.42	44.89	7.32	16.12
租赁	4.45	0.66	89.03	4.44	0.72	85.59
其他	13.22	1.96	29.42	8.51	1.39	15.04
<b>合计</b>	<b>675.59</b>	<b>100.00</b>	<b>5.50</b>	<b>613.02</b>	<b>100.00</b>	<b>5.55</b>

资料来源：诚通集团提供

2015 年主营业务综合毛利率由 2014 年的 5.50% 上升至 5.55%。其中，生产资料贸易业务因行业竞争激烈，毛利率一直处于较低水平；造纸板块毛利率较为平稳；综合物流业务依靠仓储-物流-贸易一体化优势，毛利率水平相对较高；租赁板块毛利率水平一直处于较高水平。2015 年生产资料贸易、造纸、综合物流及租赁毛利率分别为 1.53%、12.98%、16.12 和 85.59%。

总体看，2015 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有一定提升，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。

### (2) 重大事项

#### 托管中国铁路物资（集团）总公司

2016 年 4 月，国资委决定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，目的是通过托管倒逼中国铁物加快风险处置和改革脱困工作进程，保障中国铁物铁路核心业务正常经营和员工队伍稳定。托管期间，各主体权利义务不变，托管不会对诚通集团日常管理、生产经营及偿债能力产生不利影响。

#### 诚通集团或将改组成为资本运营公司

2016 年，诚通集团按照《关于深化国有企业改革的指导意见》、《关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》和《国有资本投资、运营公司试点方案》的相关要求，在国务院国资委指导下，诚通集团研究制订了《中国诚通控股集团有限公司改组国有资本运营公司总体方案》。

未来，作为国有资本运营公司，诚通集团将通过搭建资本运作平台，通过多层次资本市场和资本运作手段，发展成为市场化运营、专业化管理的国有资本流转和持股公司，同时诚通集团将建成具备承接更大规模资产任务和能力的专业化资本运营平台。诚通集团将调整战略定位，变更公司名称和主业范围，主营业务范围将由“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”。

改组后，诚通集团资本运营的核心是围绕“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。诚通集团将重组整合原有业务，设立国家国有企业结构调整基金，拓展资本市场运作业务，开展股权多元化和混合所有制业务，开展全面金融服务。

### （3）经营关注

#### 主要贸易产品价格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。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，诚通集团钢材、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诚通集团的经营业务造成一定影响。

#### 造纸业务所需木浆、废纸等原材料对国外木浆依赖性较强

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诚通集团造纸业务产生的影响。

#### 资产处置和资产托管时所承担的经营、管理与财务风险

诚通集团目前为资产经营试点企业，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诚通集团所承担的经营、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的战略型投资控股公司。

#### 贸易业务

长期看，生产资料贸易业务为诚通集团收入主要来源，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，控制或参股资源性企业，如有色金属、矿产生产企业等；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。

但短期内，受经济增速放缓影响和钢铁行业景气度下行，钢材价格持续下跌，诚通集团生产资料贸易经营风险增加，诚通集团资金周转压力加大。为了控制风险，未来诚通集团生产资料贸易业务将控制规模，以稳健发展为主，预计诚通集团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，将使诚通集团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，提高诚通集团产业竞争力。

### 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

诚通集团或将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。

总体看，诚通集团若上述战略得以实施，未来营业收入和利润将保持较高的增长速度，但多元化的业务板块结构也给诚通集团战略实施造成一定的挑战，并对其管理水平提出更高的要求。

## 3. 财务分析

诚通集团2015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2016年三季度财务数据未经审计。合并范围方面，2015年诚通集团新纳入合并范围的子公司40家，不再纳入合并范围的子公司7家。截至2015年底，诚通集团纳入合并报表范围的子公司合计124家，尽管纳入合并范围的子公司数量每年均有变化，但新纳入合并范围和不再纳入合并范围的子公司规模均不大，会计政策连续，故财务数据可比性较强。

截至2015年底，诚通集团资产总额合计714.12亿元，负债合计383.56亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计330.56亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计162.09亿元；2015年，诚通集团实现营业总收入619.07亿元，净利润（含少数股东损益）10.84亿元，其中归属于母公司的所有者净利润8.32亿元；经营活动产生的现金流量净额31.89亿元，现金及现金等价物净增加额38.36亿元。

截至2016年9月底，诚通集团资产总额合计783.99亿元，负债合计421.44亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计362.55亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计188.90亿元；2015年1~9月，诚通集团实现营业总收入417.95亿元，净利润（含少数股东权益）7.51亿元，其中归属于母公司的所有者净利润5.21亿元；经营活动产生的现金流量净额-25.83亿元，现金及现金等价物净增加额-55.43亿元。

### 资产质量

截至2015年底，诚通集团资产总额合计714.12亿元，较年初增长6.25%，其中流动资产占53.13%，非流动资产占46.87%。截至2015年底，诚通集团流动资产合计379.44亿元，较年初增长6.60%；主要系货币资金和其他应收款的减少所致，主要由货币资金（占21.41%）、应收账款（占13.49%）、其他应收款（占14.08%）和存货（占25.37%）构成。截至2015年底，诚通集团货币资金总额122.99亿元，较上年末大幅增长58.46%，主要系诚通集团于2015年发行了20亿元超短融债券，岳阳林纸发行了12.50亿元超短融债券所致；应收账款账面价值为51.20亿元，较上年末增长4.02%，其中，采用账龄分析法的应收账款占比90.77%，从账龄上看1年以内的占比为84.85%，1至2年的占比为5.90%，其余账龄为2年以上，应收账款坏账准备8.16亿元，计提坏账准备占应收账款的比例为13.75%；预付款项为28.66亿元，较上年末下降21.93%，主要系诚通集团自2013年后处于稳增长、

调结构时期，并逐步开始集中清理集团业务所致；其他应收款余额为53.42亿元，较上年大幅增长91.68%，主要系诚通集团与关联方、非关联方的往来款、土地出售款和保证金的大幅增长所致；存货96.28亿元，较年初下降5.48%。

截至2015年底，诚通集团非流动资产合计334.68亿元，较年初增长6.25%，主要系无形资产、可供出售金融资产的增长所致，诚通集团非流动资产以可供出售金融资产（占比7.24%）、长期应收款（占比4.97%）、在建工程（占比4.76%）、固定资产（占比53.56%）和无形资产（占比13.12%）为主。截至2015年底，诚通集团可供出售金融资产余额为24.22亿元，较上年末大幅增长91.34%，主要系诚通集团于2015年新增购买14.53亿元东兴证券公司（601198.SH）股票所致；长期应收款余额16.62亿元，较上年末大幅增长226.51%，主要系新增应收佛山诚通纸业有限公司（以下简称“佛山诚通”）股权应收款以及新增部分永州市土地储备中心土地回收款所致；固定资产账面价值为179.26亿元，较上年末下降3.17%，主要系当年售出较多机器设备所致，诚通集团固定资产成新率为66.22%，成新率一般，固定资产中受限资产价值合计17.79亿元，受限资产占期末固定资产余额9.92%，资产受限比例不高；在建工程合计15.94亿元，较上年末大幅下降48.74%，主要系在建工程转入固定资产所致；无形资产为43.90亿元，较年初增长21.75%，主要系当年诚通集团林地开采权的大幅增加所致，其中土地使用权占无形资产余额83.82%，林地开采权占无形资产余额14.51%，受限资产占期末无形资产余额14.31%，受限比例不高。

截至2016年9月底，诚通集团资产总额合计783.99亿元，较年初增长9.78%，资产结构较年初变化不大。

## 负债

截至2015年底，诚通集团负债合计383.56亿元，较年初下降6.57%，主要系应付票据和应付债券减少所致。其中流动负债占62.25%，非流动负债占35.19%。流动负债占比较年初下滑8.85个百分点，诚通集团债务结构仍以流动负债为主。

截至2015年底，诚通集团流动负债合计248.60亿元，较上年末下降8.85%，主要系应付票据、应付账款与其他应付款的大幅下降所致。诚通集团流动负债以短期借款（占36.58%）、应付票据（占12.71%）、应付账款（占12.42%）、预收款项（6.86%）、其他应付款（占7.53%）和其他流动负债（占13.09%）为主。截至2015年底，诚通集团短期借款90.93亿元，较上年末下降0.22%；应付票据余额31.58亿元，较上年末下降54.65%，主要系银行承兑汇票的大幅减少所致；预收款项为17.04亿元，较上年末下降2.56%；应付账款30.88亿元，较上年末下降18.80%，主要系一年以内的应付账款到期付款所致；其他应付款为18.72亿元，较上年末下降7.98%，主要系诚通集团于2015年归还了部分关联方往来款项所致；其他流动负债合计32.55亿元，较上年年年末增长437.97%，主要系当年增加大量短期融资券所致。

截至2015年底，诚通集团非流动负债主要以长期借款（占比16.07%）和应付债券（占比69.97%）为主。截至2015年底，诚通集团长期借款合计21.69亿元，较上年末下降14.51%，主要系诚通集团偿还了质押贷款和部分保证借款所致，其中泰格集团保证借款中3.90亿元将于2016年度到期，同期转入至一年内到期的非流动负债；应付债券合计94.43亿元，主要为诚通集团与其子公司各阶段发行的中期票据与公司债券。

截至2015年底，诚通集团全部债务较年初下降8.01%至290.75亿元。其中短期债务和长期债务分别占比58.80%和41.20%，诚通集团长短期债务结构较为均衡；短期债务170.96亿元，较年初下降39.51%，长期债务119.79亿元，较年初下降0.06%。

截至2015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

53.71%、46.80%和26.60%，分别较2014年底下降7.37个百分点、7.92个百分点和6.13个百分点，诚通集团整体债务负担较重，但仍处于合理水平。

截至2016年9月底，诚通集团负债合计421.44亿元，较年初增长9.88%；其中流动负债占62.25%，非流动负债占37.75%，流动负债占比较年初有所下降。

### 所有者权益

截至2015年底，诚通集团所有者权益合计330.56亿元，较年初增长26.38%，增长来自实收资本的增加，其中归属于母公司所有者权益合计162.09亿元，较年初增长21.62%。从归属于母公司所有者权益结构看，截至2015年底，实收资本占64.04%，资本公积占22.75%、其他综合收益-0.31%、未分配利润占13.51%。虽然诚通集团近几年未分配利润和其他综合收益大幅上升，但股本与资本公积仍然占比较大，诚通集团权益稳定性较好。

截至2016年9月底，诚通集团所有者权益合计362.55亿元，较年初增长9.68%，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、其他应付款、应付账款占比高，有一定偿还压力。诚通集团权益规模较大，稳定性较高。

### 盈利能力

2015年，诚通集团实现营业收入619.07亿元，较上年下降9.23%。同期，诚通集团营业成本较上年下降9.40%，略大于营业收入降幅；诚通集团2015年营业利润合计-6.88亿元，较2014年下降456.98%。2015年度诚通集团净利润10.84亿元，同比增长27.77%。归属于母公司所有者的净利润8.32亿元，占净利润的76.72%，较去年增长111.60%，主要系诚通集团于2015年营业外收入大幅增加所致。

期间费用方面，2015年诚通集团管理费用较2014年增长13.82%，销售费用和财务费用较上年分别下降0.80%和10.56%；诚通集团期间费用合计占营业收入的6.84%，较2014年上升0.77个百分点，诚通集团期间费用控制能力尚可。

2015年，诚通集团投资收益合计6.49亿元，较上年下降18.12%，占同期利润总额的比例为42.65%，所占比例较大，是诚通集团利润总额的主要来源之一，主要系诚通集团处置长期股权投资所获的2.58亿元投资收益以及处理可供出售金融资产取得的2.85亿元投资收益所致。2015年，诚通集团营业外收入合计22.97亿元，较上年增长71.84%，主要系诚通集团于2015年收到9.53亿元拆迁补偿收入所致。2015年诚通集团营业外净收入占利润总额的151.01%，外部收入对诚通集团利润水平的贡献较大。

从盈利指标看，诚通集团2015年总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率有一定程度增长，2015年分别为4.03%、4.12%和3.66%，分别较上年提高0.31个百分点、0.15个百分点和0.31个百分点。诚通集团目前各项盈利指标仍处于较低水平。

2016年1~9月，诚通集团实现营业收入417.95亿元，较上年同期下降4.25%，但净利润同比上升51.98%，达到7.51亿元。同期诚通集团营业利润率为6.83%，比上年的5.86%进一步提升。

总体看，2015年诚通集团主营业务盈利水平有所提升；诚通集团期间费用控制能力尚可，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。

## 现金流

从经营活动来看, 2015年诚通集团经营活动产生的现金流入及流出分别为780.77亿元和748.89亿元, 同比分别下降10.00%和4.19%。2015年诚通集团经营活动产生的现金流量净额为31.89亿元, 同比下降62.90%, 表现仍为净流入。2015年, 诚通集团现金收入比为107.05%, 较2014年下降11.96个百分点, 诚通集团收入实现质量有所下降。

投资活动方面, 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; 2015年, 诚通集团投资活动现金流量净额-2.31亿元, 表现为净流出, 主要系诚通集团子公司中国物流有限公司(以下简称“中国物流”)于2015年集中拿地造成的投资性现金流大幅增加所致。

筹资活动方面, 2015年诚通集团筹资活动现金流入合计326.81亿元, 较上年增长28.83%, 主要系大幅吸收投资收到的现金所致。同期筹资活动现金流出合计318.14亿元, 较上年减少5.96%, 主要系支付其他筹资活动有关的现金减少所致。2015年, 诚通集团筹资活动现金流量净额由2015年的大额净流出, 转变为净流入, 净流入为8.67亿元。

2016年1~9月, 诚通集团经营活动现金流净流出25.83亿元, 诚通集团投资活动现金净流出19.54亿元, 筹资活动现金净流入1.84亿元。

总体看, 诚通集团经营活动现金流入量继续保持较大规模, 筹资活动和投资活动现金波动较大。由于诚通集团经营活动所产生的现金流净额较不稳定, 无法满足自身的投资需要, 诚通集团存在一定的对外融资需求。

## 偿债能力

从短期偿债能力指标看, 截至2015年底, 诚通集团流动比率和速动比率分别为1.53倍和1.14倍, 均较上年底有所提升。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, 2015年, 诚通集团EBITDA合计53.73亿元, 较上年增长33.51%; EBITDA利息倍数为4.03倍, 高于2014年的2.69倍; EBITDA全部债务比为0.18倍, 高于2014年的0.13倍。整体看, 诚通集团长期偿债能力尚可。

截至2016年9月底, 诚通集团对外担保177.55亿元。

截至2016年9月底, 诚通集团已获得银行授信总额305.29亿元, 已使用175.40亿元, 间接融资渠道畅通。

根据中国人民银行企业信用报告(机构信用代码: G10110106010377405), 截至2017年2月6日, 诚通集团无已结清不良信贷记录, 且有2笔保函尚未结清, 过往债务履约情况良好。

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2016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1.15%, 占诚通集团净资产、总资产和现金资产的比重较低, 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

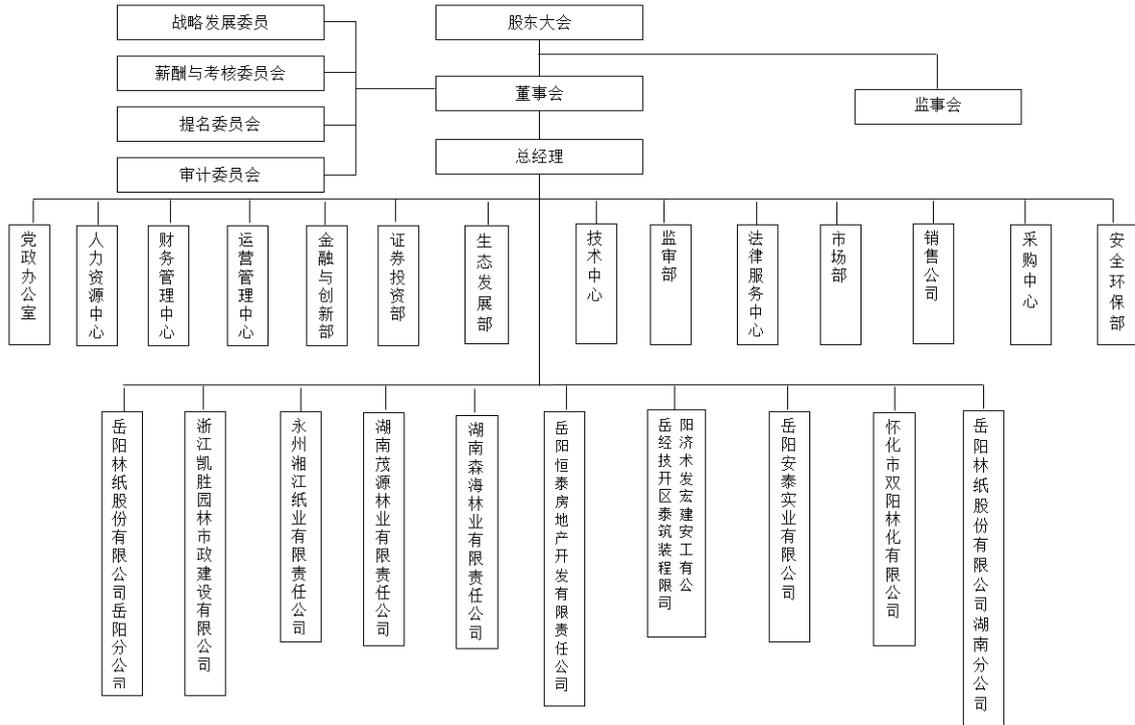
2016年，公司因资产置换和全资子公司湘江纸业停产搬迁、技术改造；并受益于到纸制品市场环境向好，公司收入规模虽有所下降，但净利润同比有较大幅度提升，且实现扭亏。2017年5月，公司完成非公开发行股票，资本实力和整体抗风险能力进一步增强。同时，联合评级也关注到公司所处造纸行业目前虽然市场上出现了供不应求、价格上涨的有利局面，但长期来看，仍存在较大的竞争压力，公司目前债务结构不尽合理、存货占比较高、新增园林业务对公司管理带来挑战以及营业外收入对利润贡献较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

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。

2015年，担保方诚通集团经营状况较上年有所改善，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，联合评级本次跟踪评级上调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	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额 (亿元)	155.50	142.28	143.19
所有者权益 (亿元)	52.25	52.53	52.68
短期债务 (亿元)	55.00	53.30	53.96
长期债务 (亿元)	27.45	18.12	18.15
全部债务 (亿元)	82.44	71.42	67.89
营业收入 (亿元)	59.29	47.99	11.92
净利润 (亿元)	-3.90	0.28	0.15
EBITDA (亿元)	5.96	6.50	--
经营性净现金流 (亿元)	0.10	9.37	4.51
应收账款周转次数 (次)	5.74	4.98	--
存货周转次数 (次)	1.02	0.83	--
总资产周转次数 (次)	0.36	0.32	0.08
现金收入比率 (%)	55.02	67.97	82.37
总资本收益率 (%)	0.31	1.95	--
总资产报酬率 (%)	0.33	1.79	--
净资产收益率 (%)	-7.24	.054	0.28
营业利润率 (%)	13.10	16.00	20.25
费用收入比 (%)	22.32	16.25	18.68
资产负债率 (%)	66.40	63.08	63.21
全部债务资本化比率 (%)	61.21	57.62	57.79
长期债务资本化比率 (%)	34.44	25.65	25.62
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.37	2.84	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.07	0.09	--
流动比率 (倍)	0.99	1.05	1.05
速动比率 (倍)	0.35	0.38	0.38
现金短期债务比 (倍)	0.24	0.13	0.15
经营现金流动负债比率 (%)	0.13	13.17	6.28
EBITDA/公司待偿本金	1.43	1.56	--

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、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	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
资产总额 (亿元)	672.09	714.12	783.99
所有者权益 (亿元)	261.55	330.56	362.55
短期债务 (亿元)	188.79	170.96	120.22
长期债务 (亿元)	127.27	119.79	141.89
全部债务 (亿元)	316.06	290.75	262.11
营业收入 (亿元)	682.06	619.07	417.95
净利润 (亿元)	8.48	10.84	7.51
EBITDA (亿元)	40.60	53.73	--
经营性净现金流 (亿元)	85.94	31.89	-27.63
应收账款周转次数 (次)	13.39	10.74	--
存货周转次数 (次)	6.10	5.67	--
总资产周转次数 (次)	0.94	0.89	0.56
现金收入比率 (%)	119.01	107.05	103.81
总资本收益率 (%)	3.72	4.03	1.25
总资产报酬率 (%)	3.97	4.12	1.36
净资产收益率 (%)	3.35	3.66	2.17
营业利润率 (%)	5.75	5.92	6.83
费用收入比 (%)	6.07	6.84	6.70
资产负债率 (%)	61.08	53.71	53.76
全部债务资本化比率 (%)	54.72	46.80	44.08
长期债务资本化比率 (%)	32.73	26.60	28.44
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.69	4.03	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.13	0.18	--
流动比率 (倍)	1.31	1.53	1.58
速动比率 (倍)	0.93	1.14	1.58
现金短期债务比 (倍)	0.52	0.80	0.99
经营现金流流动负债比率 (%)	31.51	12.83	-9.85

注：1、2016年1-9月财务数据未经审计，相关财务指标未年化；

2、诚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
<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。