

信用等级公告

联合[2012]103 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拟发行的 2012 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

岳阳林纸股份有限公司主体长期信用等级为 AA

岳阳林纸股份有限公司拟发行的 2012 年 8.5 亿元公司债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：

二零一三年五月十日

地址：天津市和平曲阜道 80 号（300042）

电话：022-58356998

传真：022-58356989

<http://www.lianhecreditrating.com.cn>

岳阳林纸股份有限公司

2012 年公司债券信用评级分析报告

本期公司债券信用等级：AAA

发行人主体信用等级：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

本次发行规模：不超过 8.5 亿元，首期发行规模不少于 50%

本次债券期限：5 年，首期发行附发行人第 3 年末上调票面利率选择权及投资者回售选择权

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2013 年 5 月 10 日

财务数据：

发行方

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 3 月
资产总额(亿元)	173.40	167.71	165.98	170.34
所有者权益(亿元)	53.42	45.43	53.54	52.56
长期债务(亿元)	51.59	39.70	36.08	37.68
全部债务(亿元)	104.61	100.10	100.94	106.36
营业收入(亿元)	61.38	69.65	65.42	14.54
净利润(亿元)	2.67	1.54	-2.18	-0.98
EBITDA(亿元)	12.60	12.78	8.75	--
经营性净现金流(亿元)	8.61	3.44	0.22	0.62
营业利润率(%)	20.56	18.35	14.63	10.13
净资产收益率(%)	5.95	3.11	-4.40	-2.01
资产负债率(%)	69.19	72.91	67.74	69.14
全部债务资本化比率(%)	66.20	68.78	65.34	66.93
流动比率	1.15	0.89	0.93	0.95
EBITDA 全部债务比	0.12	0.13	0.09	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.23	2.00	1.35	--
EBITDA/本次发债余额(倍)	0.74	0.75	1.03	--

担保方

	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 9 月
资产总额(亿元)	283.06	383.42	651.01	721.80
所有者权益(亿元)	129.47	147.68	214.15	228.85
营业收入(亿元)	334.31	467.50	650.09	533.00
净利润(亿元)	4.36	5.80	9.19	3.02
资产负债率(%)	54.26	61.48	67.10	68.30
流动比率	1.28	1.34	1.19	1.27

注：1、发行方 2013 年 1-3 月及担保方 2012 年 1-9 月财务报告未经审计，相关指标未年化。

2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对岳阳林纸股份有限公司（以下简称“公司”或“岳阳林纸”）的评级反映了其作为央企实际控制的国内大型文化用纸、工业用原纸及包装纸生产企业，在经营规模、林浆纸一体化、成本控制能力、灵活转产能力、技术与装备水平、环保及节能减排等方面所具备的优势。联合评级同时也关注到造纸行业景气度低、原材料价格波动、公司盈利水平下降以及债务规模处于较高水平等因素可能对公司信用状况造成的不利影响。

由于近年来造纸行业景气度下降，造纸产品价格呈现下跌态势，行业利润率水平整体走低，导致公司盈利水平呈下降状态，联合评级对公司的评级展望为“负面”。

本期债券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的连带责任保证担保。诚通集团隶属于国务院国有资产监督管理委员会，其资产规模大，为本期债券所提供的担保对本期债券信用状况具有积极的影响。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 林业和造纸业被列入湖南省重点发展的两个产业之一，公司坐落在洞庭湖畔，林浆纸一体化经营模式拥有独特的区位优势；较大规模的林业资源保有量，有利于公司控制生产成本。

2. 公司有着 50 多年的经营历史，系央企控制的湖南省规模最大的造纸企业，年产销量超过百万吨，品牌影响力较大。

3. 公司产品品种多、规格齐全，能及时

应对市场需求变化，实现快速灵活转产。

4. 公司引进国际一流设备，生产工艺先进，产品质量稳定、品质较好。

5. 公司研发实力较强，获得多项研究成果和发明专利，同时注重环保与节能减排，并创造了良好的经济效益。

6. 公司成为央企控制下的纸业板块核心企业后，较强的股东背景有助于公司获得相应支持。

关注

1. 近年来造纸行业景气度低，市场竞争激烈，对公司经营产生不利影响。

2. 公司生产所需要的原材料主要包括木材、废纸、芦苇、浆板和煤炭，其价格波动将影响公司经营的稳定性。

3. 公司债务规模较大，债务负担较重；此外，每年大规模的折旧费用也对公司盈利形成一定不利影响。

4. 公司近年来盈利水平呈下降态势。

分析师

刘洪涛 罗昌明

电话：022-58356998

传真：022-58356989

地址：天津市和平区曲阜道 80 号（300042）

Http: //www.lianhecreditrating.com.cn

信用评级报告声明

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

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评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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，未因岳阳林纸股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由岳阳林纸股份有限公司提供，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发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

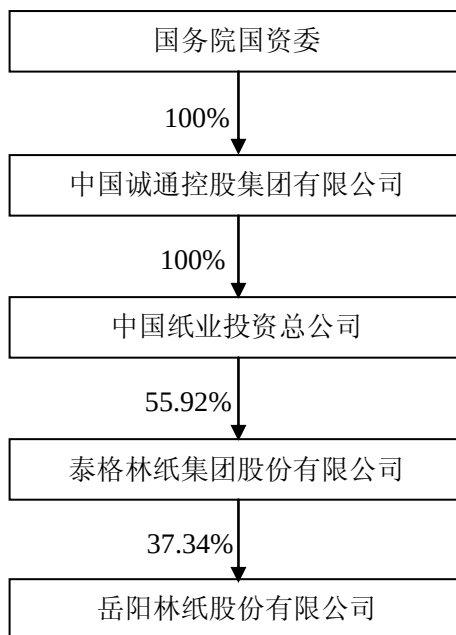
岳阳林纸股份有限公司公司债券信用等级自本期债券发行之日起至到期兑付日有效；本期债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内该债券的信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

岳阳林纸股份有限公司（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“泰格林纸集团”）作为主发起人，联合中国华融资产管理公司、湖南省造纸研究所、湖南轻工研究所等，以发起方式设立股份有限公司，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”）。经历次增资扩股后，截至 2012 年 6 月 30 日，公司总股本为 84,315.91 万元，其中泰格林纸集团持有公司 22.48% 的股份。

经中国证券监督管理委员会《关于核准岳阳林纸股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2012]1562 号）核准，2012 年 12 月，公司向泰格林纸集团非公开发行 20,000.00 万股股票，每股发行价格 5.32 元。截至 2013 年 3 月 31 日，公司总股本为 104,315.91 万元，其中泰格林纸集团持有公司 37.34% 的股份，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（图 1）。

图1 截至2013年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司属于造纸及纸制品行业，经营范围包括：纸浆、机制纸的制造、销售及对泰格林纸集团及其子公司水、电、汽的供应。经营本企业自产产品及技术的出口业务；经营本企业生产所需的原辅材料、仪器仪表、机械设备、零配件及技术的进口业务（国家限定公司经营和国家禁止进口的商品及技术除外）；经营进料加工和“三来一补”业务。

截至2013年3月底，公司设党政办公室、计划财务部、战略发展部、证券投资部和运营管理部等10个综合管理部门，以及生产技术部、装备部、质量管理部等6个生产经营管理部门和造纸、制浆事业部等14个生产经营单位，并拥有3家一级全资子公司（见附件1）。截至2012年12月底，公司拥有在职员工5,568人。

截至 2012 年底，公司合并资产总额 1,659,825.43 万元，负债合计 1,124,405.90 万元，所有者权益（含少数股东权益）535,419.53 万元。2012 年公司实现营业收入 654,247.97 万元，净利润（含少数股东损益）-21,768.57 万元。经营活动产生的现金流量净额 2,157.17 万元，现金及现金等价物净增加额-37,366.74 万元。

截至 2013 年 3 月底，公司合并资产总额 1,703,400.00 万元，负债合计 1,177,813.43 万元，所有者权益（含少数股东权益）525,586.56 万元。2013 年 1~3 月，公司实现营业收入 145,365.40 万元，净利润（含少数股东损益）-9,832.96 万元。经营活动产生的现金流量净额 6,241.57 万元，现金及现金等价物净增加额 5,050.96 万元。

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：童来明。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“岳阳林纸股份有限公司2012年公司债券”。本次公司债发行不超过人民币8.5亿元（含8.5亿元），采用分期发行方式，首期发行规模不少于总发行规模的50%。本次发行的公司债券的期限为5年，本次发行的具体期限构成和各期限品种的发行规模提请公司股东大会授权董事会及董事会获授权人士在发行前根据市场情况和公司资金需求情况确定。首期公司债券为5年期（3+2）固定利率债券，附发行人第3年末上调票面利率选择权及投资者回售选择权。

本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

2. 本次债券募集资金用途

公司拟将本期债券募集资金扣除发行费用后，募集资金将主要用于补充流动资金、偿还银行贷款、优化公司债务结构。

三、行业分析

公司主要从事纸浆、机制纸的生产和销售，属造纸行业。

1. 行业概况

造纸工业作为国民经济重要的基础原材料工业之一，在其产品总量构成中，80%以上的产品作为生产原料用于新闻出版、印刷、商品包装等领域，剩余 20%左右则用于人们的日常生活消费。造纸工业与多类产业关联度大，涉及林业、农业、机械制造、化工、热电、交通运输、环保等产业，对上下游产业经济有着重要的拉动作用，行业特点是资本密集和资源约束，造纸工业是衡量一国现代化程度的标尺之一，环保考虑和循环经济是推动纸业技术研发的主要因素。目前，在美国、加拿大、日本、芬兰、瑞典等发达国家，造纸工业已发展成为其国民经济支柱产业。

中国是造纸大国，在宏观经济持续快速发展的背景下，中国造纸产业发展迅速，目前造纸总产量和消费量均已居于世界首位。近年来，随着国内造纸产能持续增大，纸及纸板供需矛盾逐步缓和，目前国内造纸行业总体供求基本平衡。根据中国造纸协会的调查，2010 年全国纸及纸板生产企业约有 3,700 家，全国纸及纸板生产量 9,270 万吨，较上年的 8,640 万吨增长 7.29%；消费量 9,173 万吨，较上年的 8,569 万吨增长 7.05%，人均年消费量为 68 千克，比上年增长 4 千克。

2011 年，全国纸及纸板产量保持了稳步增长，达到了 9,930 万吨，较上年增长 7.12%；消费量 9,752 万吨，较上年增长 6.31%；人均年消费量 73 千克，较上年增长 5 千克。2012 年，全国机制纸和纸板产量累计为 1,1375.3 万吨，同比增长 4.7%。从地区情况看，2012 年 1~12 月全国纸和纸板产量前 5 位的是山东（2,025.0 万吨）、广东（1,636.8 万吨）、浙江（1,628.01 万吨）、江苏（1,283.9 万吨）和河南（905.8 万吨），合计 7,479.4 万吨，占全国总产量的 65.8%。

目前，虽然我国造纸产量位于世界第一位，但人均产量仍处于快速增长区间。所以尽管中国的造纸年产量目前已经超过发达国家成长期，但人均纸产量的发展即使考虑到人口基数问题仍相距甚远，中国造纸行业还有一定的成长空间。通过对造纸行业的各个特征分析，我国造纸行业的生命周期处于成长阶段的后期，处于成长到成熟的盘整期。

2. 供需状况

（1）原料供应

造纸工业属于原材料加工工业，原材料成本一般占造纸业总成本的 65%左右。纸浆作为造纸工业的直接原料通常分为木浆、废纸浆及非木浆。木浆具有纤维长、强度高、生产过程中耗水量小、排污成本低等特点，主要用于中高档、优质纸品的生产，是全球范围内造纸行业最主要的直接原料。

近年来由于造纸产能的迅速扩张，中国造纸行业的纸浆总体上呈现供不应求的特征，但增长势头已有所减缓。2010 年受国际纸浆价格大幅上涨影响，中国纸浆进口额随之上涨，而进口量有所回落，全年进口总额达到 88.18 亿美元，同比增长 28.83%，进口量为 1,136.97 万吨，同比下降 16.89%。据海关统计，2011 年中国进口纸浆 1,445 万吨，比上年增加 27.1%；价值 119.4 亿美元，增长 35.3%；进口均价为每吨 826.5 美元，同比上涨 6.5%。根据中国产业信息网数据显示，2012 年全国纸浆累计进口数量 1,646 万吨，同比增长 14%；由于纸浆价格下跌，进口金额 110.42 亿美元，同比下降 7.5%。

从进口废纸浆情况来看，2010 年，进口废纸浆价格处于平稳上升态势（图 2），没有出现剧烈的价格变动，2011 年上半年，进口废纸和木浆价格进一步冲高，下半年价格大幅跳水。2012 年全国废纸累计进口数量 3,007 万吨，同比增长 10.2%；由于价格下跌，进口金额 62.74 亿美元，同比减少了 10%。

图2 2009~2012年主要进口废纸平均价格走势



资料来源: wind 资讯

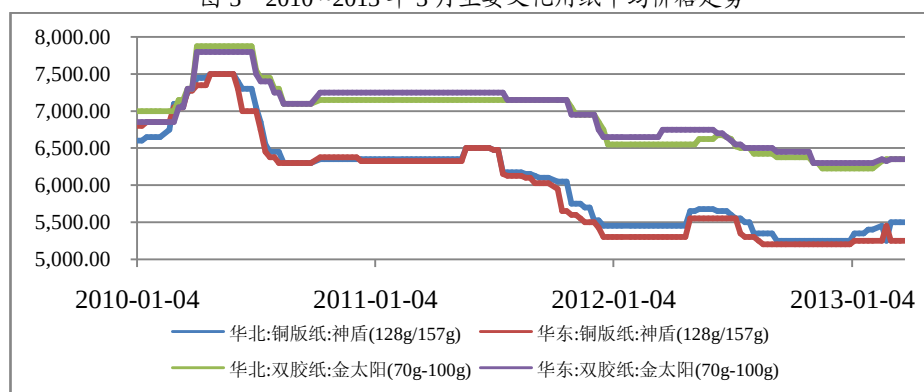
总体看,国内造纸行业原料供给对进口依赖程度较高,且价格与国际市场联动性强。近几年,原料市场波动使业内企业面临长期成本上涨压力,增加了成本管控难度,同时,也加大了企业短期盈利波动的风险。

(2) 下游需求及对业内企业盈利状况的影响

2000年以来,国内造纸行业经历了供过于求、下游需求增长、受全球金融危机的影响供需关系恶化、逐步回升、回归平稳等多个阶段,行业内供求关系几经逆转,业内企业的盈利状况也受到显著影响。

从近三年来看,2010年,下游市场用纸需求增速仍保持在相对高位,行业内产能利用率进一步提高,至一季度末多种主要纸品的价格均接近历史峰值水平,但由于原料价格上升,加之全球经济一些不确定因素的出现,使得行业内需求旺盛的情况在二季度起开始有所降温,并出现回落。2011年,受前三季度原材料价格处于高位、行业产能集中释放、消费市场相对疲软等因素影响,造纸行业效益增幅远远低于产值增幅,行业景气度明显下降。2011年造纸行业完成工业总产值6,911.08亿元,同比增长23.11%;利润总额同比增长6.2%;产值利润率同比下降0.78%,行业利润增速低于行业资产和产值的增长,给行业内企业带来了调整转型的压力。2012年,受我国经济下行和造纸需求增速放缓、资源环境约束增强等因素影响,造纸行业整体产销基本平衡,但行业增速下滑明显,市场竞争进一步加剧,全年造纸产品价格呈现波动下跌态势(图3),行业利润率水平整体走低。根据Wind数据,2012年,造纸行业实现主营业务收入6,888.06亿元,同比增长6.87%;利润总额342.86亿元,同比增长3.61%,利润的增长只有收入增长的约一半,行业利润率明显下降。

图3 2010~2013年3月主要文化用纸平均价格走势



资料来源:wind 资讯

从世界造纸市场分析,尽管造纸行业面临其它竞争产品的威胁,纸仍然是世界经济发展的重要原材料。随着关联行业的发展壮大,对造纸材料的品种、数量、质量、性能提出了更高要求,造纸与下游行业之间的关系变得更加紧密。世界造纸需求量的这种上升趋势也对中国造纸的需求量产生重大影响,必然会进一步促进中国造纸行业的发展,继续延伸中国造纸行业的成长期。

3. 行业集中度和竞争格局

我国造纸行业的总产量较大,但生产规模分散,产业集中度低,与发达国家的造纸行业相比,大量技术落后、规模小的造纸企业仍在市场上占有一定份额。根据中国造纸协会统计,2011年我国有规模¹以上造纸企业2,620家,其中小型企业占83.40%,产量100万吨/年以上的企业只有11

¹ 2011年国家统计局将规模以上工业企业划分标准由年主营业务收入500万元及以上提高到2,000万元及以上。

家（表1）。较低的行业集中度造成行业竞争激烈，在原料价格上涨时，难以将成本压力转嫁到下游行业。

表1 2011年产量排名前15名造纸企业

排名	企业	产量（万吨）		
		2010年	2011年	增长（%）
1	玖龙纸业（控股）有限公司	723.00	760.00	5.12
2	山东晨鸣纸业集团股份有限公司	327.35	361.43	10.41
3	理文造纸有限公司	354.30	353.98	-0.09
4	华泰集团有限公司	164.20	254.70	55.12
5	山东太阳纸业股份有限公司	224.00	242.26	8.15
6	金东纸业（江苏）股份有限公司	231.00	220.12	-4.71
7	中国纸业投资总公司	244.87	210.00	-14.24
8	宁波中华纸业有限公司	148.74	152.65	2.63
9	中冶纸业集团有限公司	138.50	131.15	-5.31
10	山东博汇纸业股份有限公司	100.13	116.36	16.21
11	荣成纸业（中国）控股有限公司	110.18	115.80	5.10
12	山东世纪阳光纸业集团有限公司	59.06	96.13	62.77
13	浙江景兴纸业股份有限公司	84.92	96.00	13.05
14	安徽山鹰纸业股份有限公司	92.46	89.36	-3.35
15	芬欧汇川（中国）纸业有限公司	80.00	88.00	10.00

数据来源：中国造纸协会

注：岳阳林纸股份有限公司2011年产销量均超过100万吨，其数据统计在中国纸业投资总公司口径内

目前，造纸企业的技术水平、装备水平、产品档次等总体严重趋同，随着经济全球化的深入发展和国内造纸业进一步对外开放，印尼金光集团、韩国韩松、日本王子以及美国、芬兰等国的纸业巨头纷纷来华投资建厂，加大对国内市场的开拓力度，国内造纸行业的竞争将进一步加剧。

近年来，造纸行业出现两极分化的发展趋势：一大批造纸企业深陷困境的同时，部分优势企业通过收购兼并、新建项目等方式，扩大生产规模，提高市场份额。根据国家发改委于2007年公告的《造纸产业发展政策》规划，明确支持国内企业通过兼并、联合、重组和扩建等形式，形成大型企业突出、中小企业比例合理的产业组织结构，未来大量规模较小，装备水平低，竞争能力较差的落后企业的产能将会被市场自然淘汰。

造纸工业发展“十二五”规划也提出了推进兼并重组，提高产业集中度的目标。规划提出在重点发展区域，培育若干跨地区、跨行业、跨所有制、跨国别的具有国际竞争力的综合性大型骨干制浆造纸企业和企业集团；到2015年形成纸及纸板年产100万吨以上企业20余家，木浆年产100万吨以上企业3家，排名行业前30名的企业纸及纸板产量占总产量的比重由目前的42.3%提高至45.0%以上。

从造纸行业的国际发展经验看，发达国家行业集中度普遍较高，而我国造纸行业的发展仍处于向规模化、集约化、专业化、高端化的发展阶段，还处于行业成长时期的后期，大规模的兼并重组情况将会不断出现，并推动整个行业将出现结构升级。

4. 行业政策

2007年10月，国家发改委根据经济体制改革的要求，发布了《造纸产业发展政策》，旨在推动造纸产业结构升级。2009年5月18日《轻工业调整和振兴规划》（以下简称“振兴规划”）主要就淘汰落后产能和优化产业结构等方面提出新的政策要求。如：淘汰落后产能，调整产品结构等。

2009年10月29日《林业产业振兴规划（2010-2012年）》，提出了加快产业结构调整，推动产业升级，确保林业产业的平稳健康发展的目标。其中明确提出林业产业总产值要由2008年的1.44万亿元增加到2012年2.26万亿元，保持12%左右的速度增长；2012年中国林产品国际贸易总量达到900亿美元以上，人造板、木地板、家具、木门等优势产品继续保持世界出口第一国地位；2012年各类工业原料林基地面积迅速扩大，国内木材及林产品供给能力得到提高，促使木材及制品（含纸类）进口渠道得到稳定。

2010年8月5日，工业和信息化部对涉及的18个行业淘汰落后产能企业名单予以公告，涉及关停落后产能的造纸企业有279家，主要分布在河南、陕西等地，产品主要涉及印刷纸、包装纸和草浆等。

按照《国务院关于进一步加强对淘汰落后产能工作的通知》和《关于下达2011年工业行业淘汰落后产能目标任务的通知》要求，各省（区、市）将2011年18个工业行业淘汰落后产能目标任务分解落实到企业，并将淘汰落后产能企业名单在当地政府网站和媒体上进行了公告。2011年7月11日，工业和信息化部在各地公告的基础上对全国2011年18个工业行业淘汰落后产能企业名单、淘汰落后生产线（设备）及产能进行了公告，并要求各地采取有效措施确保列入公告名单的企业在2011年底前彻底淘汰落后产能，做好检查验收和完成目标任务情况公告工作。本次工业行业淘汰落后产能共涉及造纸企业599家，淘汰落后产能819.6万吨。

造纸行业“十二五”规划

2011年12月30日公布的造纸工业发展“十二五”规划（以下简称“规划”）明确了未来五年以调整结构为行业发展主线，以科技创新、资源节约和环境友好为行业发展目标，推动产业优化升级，增强国际竞争力。具体目标主要为以下几个方面：

（1）提高木纤维比重。木浆比重由22.0%提高到24.3%，其中国产木浆比重由8.4%提高到10.3%；继续完成《全国林纸一体化工程建设“十五”及2010年专项规划》配套500万公顷林（竹）原料基地的目标。

（2）加大废纸回收和利用力度。废纸浆增量达到1,400万吨，国内废纸回收率由43.8%提高至46.7%；充分利用境外废纸资源，使中国造纸工业废纸利用率由71.5%提高到72.1%。

（3）加大技术创新能力建设。推进以企业为主体、市场为导向，产学研相结合的技术创新体系的形成。

（4）优化产业布局，合理配置资源。根据国家功能区规划的总体要求，统筹考虑不同区域资源环境的特点和承载能力，合理发展原料林基地。

（5）大力推进节能降耗，防治污染。到“十二五”末，单位产品平均取水量比2010年降低18%；吨纸及纸板消耗原生纸浆由2010年平均340千克降至324千克；以水污染防治为重点，提高综合防治水平，减少“三废”的排放。

（6）加快淘汰落后产能，减排减污。规划要求：淘汰年产5.1万吨以下的化学木浆生产线、单条年产3.4万吨非木浆生产线和单条年产1万吨及以下废纸浆生产线，以及窄幅、低车速、高消耗、低水平造纸机；禁止采用石灰法地池制浆（宣纸除外）、限制新上项目采用元素氯漂白工艺（现有企业逐步淘汰），禁止进口国外落后的二手制浆造纸设备；新增日处理污水能力300万吨，淘汰纸及纸板落后产能1,000万吨以上。

（7）优化企业结构，推进兼并重组。规划要求：将相对集中的林地资源向重点企业倾斜，培育一批骨干企业做强做大；引导中小造纸企业向专、精、特、新方向发展；到2015年形成纸及纸板年产100万吨以上企业20余家，木浆年产100万吨以上企业3家，排名行业前30名的企业纸

及纸板产量占总产量的比重由目前的 42.3%提高至 45.0%以上。

规划还明确了对林纸一体化工程、清洁生产和资源化利用工程以及产品升级换代及装备自主化工程等重点工程的要求和目标，以从产能规模、节能减排、技术装备和综合利用等方面优化造纸行业产业结构。

5. 行业关注

由于造纸行业是技术、资金、劳动密集型产业，行业发展受市场、国家政策、环保节能等因素的影响较大。

(1) 环保风险

作为传统意义上的重污染行业，造纸行业是除化工以外的第二大废水排放源行业，每年的废水排放量占全国工业废水排放量15%以上。一直以来，造纸行业高能耗的粗放型生产模式和废水排放等问题，都是环保部门重点监控和治理的对象。在政策层面，国家多次提高造纸业的排放标准，并不断出台新的政策和措施，大力推进造纸业结构调整和清洁生产。

由于国家环保政策的趋严，造纸企业环保成本加大，不符合环保要求的中小纸厂将被淘汰，行业产能将逐渐向符合环保条件的大型造纸企业集中。

(2) 原料风险

用以制造纸品的主要原材料包括麦草、软木浆及废纸，目前我国造纸行业原材料大量依赖进口，原材料价格波动会对纸厂的盈利能力产生重要影响，很多中小型造纸企业对上游议价能力较弱，也难以将原材料价格上涨转移给下游，因而当浆价提高时，难以承受浆价压力而被迫停产。

(3) 技术风险

目前国内大型造纸生产线关键设备全部要靠进口，相关技术也要从外国引进，国内企业发展受制于外资企业，综合竞争力较弱，同时环保、节能政策的影响和要求也需要技术支撑，所以必须要加快技术创新和自主研发，提高技术、提高生产效率，从而降低成本，提高企业综合竞争实力。

(4) 产品结构多样化

随着市场不断扩大，纸制品类别的需求也在不断增多，不同纸类的淡旺季节有所不同，实行产业结构多样化就可以保证企业更合理地安排生产，降低库存成本，减轻传统淡旺季市场因素的影响。

6. 行业发展

行业发展前景

目前看来，《造纸产业发展政策》拟定的 2010 年政策目标，部分已经实现。现阶段，中国造纸行业已进入结构调整、技术升级和淘汰落后产能的关键时期，目前，部分品种出现了阶段性产能过剩。2012 年及今后较长一段时期，市场竞争将日趋激烈、原材料供应日益紧张、环保要求愈加严格，中国造纸业将加速战略转型，开启绿色、环保、品质的发展道路，依托现有资源，走内涵提升为主的发展道路。

更为严苛的环保标准相继颁布实施，使得造纸行业中短期供给因淘汰落后产能受到了一定程度的抑制，但从长期看，中国经济发展趋势良好，预计到 2015 年，中国人均用纸消费量将会达到世界平均水平，造纸行业还有广阔的发展空间。今后，随着造纸纤维原料供应矛盾的突出，对于造纸行业而言，未来的可持续发展必须调整结构，包括通过“林浆纸一体化”来缓解原料供应困境，以及调整造纸企业的品类及产品结构从而更好满足市场需要、加大企业研发及设备投资来提

升质量。同时，通过清洁生产、节能减排等多种手段，降低污染，实现可循环的绿色发展。

林浆纸一体化成为行业发展趋势

林浆纸一体化已是国内造纸产业相关政策的基本要求。“十五”期间，国务院《关于加快造纸工业原料林基地建设的若干意见》和《全国林纸一体化工程建设“十五”及 2010 年专项规划》等政策力推林浆纸一体化，以实现造纸工业用材从靠商品材供应向造纸林基地供应的逐步过渡。《造纸产业发展政策》中明确提出，作为造纸产业发展重点地区的长江以南，要以林纸一体化工程建设为主，加快发展制浆造纸产业。《轻工业调整和振兴规划》重申，继续实施《全国林纸一体化工程建设“十五”及 2010 年专项规划》，推动林纸一体化发展。造纸工业“十二五”规划也明确规定了新建产能中对能源自给率和纸浆得率的要求，突出合理原材料供应方案的重要性，对林纸一体化的行业发展趋势具有指导和导向作用。

实践中，林浆纸一体化是大型造纸企业应对产能过剩、木浆短缺的必然选择。相对于单纯造纸企业，林浆纸一体化的商业模式，将增强造纸企业对原材料的控制力，提高企业对成本的控制能力和持续竞争力。目前，大型造纸企业纷纷向上游产业突破，林浆纸一体化成为行业趋势性的商业模式。

总体来看，造纸工业作为国民经济的基础原材料工业，在目前国内造纸工业人均消费纸量远低于发达国家水平的背景下，行业仍具有较好的增长空间。但是，目前造纸行业集中度仍然较低，原料依赖强、环保压力大的问题仍然存在，这将促使造纸企业继续进行大规模整合，未来行业内资源优势明显、整合能力强的大型企业有望取得竞争优势，获得较好的发展。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司经营规模较大，年产销量突破百万吨

公司是华中地区重要的制浆造纸基地，是湖南省规模最大的造纸企业，也是国内造纸行业林浆纸一体化的领跑企业。2010 年以来，公司纸产品年产销量均保持在 100 万吨/年以上。截至 2013 年 3 月底，公司拥有造纸生产线 15 条，年造纸产能 103 万吨；制浆生产线 10 条，年产能 123 万吨。目前，公司已形成了集林业资源开发、制浆、造纸、环保与综合利用于一体的完整产业链。

公司林浆纸一体化经营模式具有显著的成本优势

目前公司已控制林业资产近 194.94 万亩，具有明显的林业资源优势。林浆纸一体化的优势在于降低公司生产经营成本，首先，我国大规模原料林基地建设起步较晚，林木资源缺乏造成的供需矛盾将推动林木价格上涨，公司可以分享林木价格上涨的超额利润；其次，可以节约中间费用，林浆一体化能节省 200 元/吨左右的木片国内运费，而浆纸一体化可节省 400~800 元/吨左右的浆板制造成本和运费。因此通过林浆纸一体化，可以保障公司林木资源的长期稳定供应，减轻原材料价格波动冲击，提高抗风险能力。考虑到林浆纸一体化的实施周期较长，国内南方地区阔叶林进入轮伐期需要 7 年以上时间，针叶林需要 14 年以上时间，公司林浆纸一体化所形成的竞争优势将长期存在。

公司经营历史长，质量优良品牌知名度高

公司前身为 1958 年成立的岳阳造纸厂，至今已有超过半个多世纪的经营历史。目前公司已成长为国内大型文化用纸、工业用原纸及包装纸生产企业，产品畅销全国 31 个省、市、自治区以及亚洲和东非地区，拥有“岳阳楼”、“泰格·雅”、“泰格·颂”、“强劲牌”、“泰格强劲”、“飞翔”、

“泰格雅贞”、“泰格雅信”、“泰格雅元”等 20 个注册商标。

公司建立了从原材料投入到产品产出全过程的质量管理体系,已获得质量管理体系(ISO9001:2000 标准)、环境管理体系(ISO14001:2004 标准)和职业健康安全管理体系(GB/T28001-2001 标准)三个方面的认证。2009 年公司取得了 FSC-COC 森林产销链体系认证和 SGS 认证,增强了国际市场开拓能力。国内外主流的资质认证保证了公司产品的优良质量,也获得了客户的认可和青睐,公司品牌知名度较高。

公司拥有央企纸业平台整合优势,面临着良好的发展机遇。

2010 年 9 月 21 日,央企诚通集团下属的中国纸业通过发起设立方式对泰格林纸集团进行重组,公司由此成为诚通集团下属间接控股子公司,实现了从地方国企向央企的跨越,未来有望迎来央企纸业平台的资源整合,公司面临着良好的发展机遇。

公司产品品种多、规格全,自主生产的浆种丰富,可实现快速灵活转产

公司目前生产 30 多个品种、百余种规格的纸品,包括颜料整饰胶版纸、静电复印纸、精制轻量涂布纸、低定量铜版纸、轻型印刷纸、热敏原纸、工业用原纸、环保胶版纸、环保轻型纸、包装纸、工业纸等几十种纸种;拥有“岳阳楼”、“泰格·雅”、“泰格·颂”、“强劲牌”、“泰格强劲”、“飞翔”、“泰格雅贞”、“泰格雅信”、“泰格雅元”等 20 个注册商标。

公司自建立之初就采用了兼顾专业性和灵活性的设计思路,建有多条不同品种的纸浆生产线。公司自产浆品种丰富,本部能够生产漂白化学木浆(NBKP)、漂白化学苇浆(LBKP,分间歇蒸煮和连续蒸煮两类)、杨木化机浆(APMP、PRC-APMP)、废纸脱墨浆(分 DIP 和 AOCC 两类)、化学本色浆等五种浆;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”)可以生产溶解浆、改性溶解浆、三滤浆、绝缘浆、本色浆、漂白浆等商品浆。公司的纸机多为多功能纸机,能够根据市场需求和生产经营需要,通过改变浆种配比调整产品结构,实现快速灵活转产,抵御单一产品的市场风险。

总体看,公司经营规模较大,产品品种多规格全,质量优良且品牌知名度较高,通过快速灵活转产提高了市场适应性和竞争力。

2. 技术及装备水平

通过在造纸行业多年经营取得的经验,公司在制浆、造纸、林业领域建立了专业配套、技术力量雄厚的研发体系,具备领先的科研开发实力。截至 2012 年 3 月底,公司拥有 1 个制浆造纸博士后科研流动站,拥有 1 个林业科研基地,并依托控股股东下设 1 个国家级企业技术中心。公司建立了具有国际 ISO 标准的恒温恒湿实验各类分析、检测的科研设备齐全。

公司在国内率先开发了轻量涂布纸、轻型印刷纸、颜料整饰胶版纸、45g/m²低定量高级彩印新闻纸、精制高白彩印新闻纸等新产品,其中轻量涂布纸、轻型印刷纸、高级彩印新闻纸、精制高白彩印新闻纸分别获国家重点新产品称号。公司是世界上首个建设工业化 PRC-APMP 制浆生产线的厂家。公司研究开发了适用于草浆碱回收白泥生产碳酸钙填料的工艺路线和白泥净化筛选设备,成功开发了高效碳化法调整 pH 值工艺等多项具有知识产权的先进技术,填补国内行业空白。公司研发的高温热压垫层纸、复合原纸复合性能与防滑性能的生产方法获国家发明专利权。废纸脱墨浆技术研究及其应用获中国轻工业联合会科技进步一等奖;“非木纤维制浆节能技术”获岳阳市科技进步奖二等奖;“环保复印纸”通过了省级鉴定;微涂轻型纸不仅能有效提高轻型纸白度、表面平整性、印刷适性等质量指标,且有节约降耗的优势;白(彩色)牛皮纸广泛用于制作工业产品包装,食品包装、医用包装、邮封、档案袋、高级手提袋及白色砂纸原纸等,市场需求旺盛,

是今年开发的新产品之一。公司通过了湖南省企业质量信用等级评定，被评为“省质量信用 A 级企业”；通过了中国环境标志产品认证，取得了“中国环境标志产品认证证书”，被确认为绿色环保生产标准企业。

公司本部、全资子公司骏泰浆纸和永州湘江纸业有限责任公司（以下简称“湘江纸业”）均被认定为高新技术企业。截至 2013 年 3 月底，公司获国家授权专利 74 项（其中发明专利 63 项，实用新型 11 项），正在申请的专利 54 项；成功开发了国家级和省级新产品 30 个，获国家级科技进步奖 1 项、省部级科技进步奖 16 项。

公司引进国际一流生产设备，生产工艺先进，产品质量稳定品质较好

公司生产设备先进，其中 8#纸机系芬兰美卓公司推出的最新优化概念纸机，单台产能为 22 万吨/年；9#和 10#纸机为德国福伊特生产，单台产能均为 20 万吨/年，其装备水平达到了国际一流，实现了生产过程的智能化和自动化，有效减少了吨纸原料损耗，提升了产品品质以及质量的稳定性。先进的装备设施不仅提高了公司产能，同时对于实现公司技术产品转化和提高公司综合竞争力，也起到了有力的支撑作用。此外，上述纸机均为多功能纸机，通过不同浆配比变化，可实现快速灵活转产。

公司积极推行设备寿命周期管理，不断的对生产线上的设备和工艺进行改进，确保每条生产线保持一个良好的技术水平。公司设备管理能力较强，2009 年公司获得第八届全国设备管理优秀单位。

总体看，公司研发实力较强，积累了多项发明专利，通过引进国际一流生产设备，有效提升了产品的品质和竞争力。

3. 环保与节能减排

在环境保护方面，公司从工艺流程、设备管理、节能降耗、资源利用等方面入手进行技术革新，对制浆造纸产生的消耗、排污进行全程控制，降低废、污物的排放量；同时通过大规模的资金投入提高排放物的综合治理水平。

节水方面，公司从1999年的年产12万吨，日排放废水10万吨左右，到目前年产能超过100万吨，日排放废水仍然控制在10万吨左右，实现了增产不增污。公司累计投入近6亿元建设完善各种废水处理设施，先后建设了化学制浆黑液碱回收系统、造纸白水回收系统、高浓度废水厌氧预处理系统、中段废水好氧处理系统以及废水三级深度处理系统。在综合性污水处理方面，公司建成日处理能力10万立方米的污水处理系统，排放的污水完全达标，且实现部分废水的循环利用。公司目前所执行的环保标准均已达到国家和当地政府制定的环保要求，通过了ISO14001环境质量管理体系认证。

废气治理方面，热电事业部六台锅炉、碱回收炉均安装了静电除尘，烟气除尘效率达99.2%以上；2008年又投资2,000.00余万元完成了脱硫系统建设，脱硫效率可达90%以上。在化学制浆事业部，安装有蒸煮废气热交换系统。

公司先后建设了多项固体废弃物综合利用系统，建立了碱回收白泥回收系统，回收的轻质碳酸钙送车间用于造纸填料，每天处理碱回收白泥130吨，回收轻钙约90吨。

公司环保和污染治理已累积投入超过10亿元。公司在国内首创的杨木APMP制浆生产线和PRC-APMP制浆生产线都具有出浆率高、污染排放低、无硫化物产生的特点。APMP制浆生产线得率高达90%以上（一般化学制浆得率只有50%左右），生产过程中产生的污染负荷比传统的化学制浆工艺要低70%~80%，水耗要低80%~90%。PRC-APMP制浆生产线得率更高，经济效益和环

保效益更显著。

总体来看，公司环保综合治理能力较强，现有技术实力雄厚，环保政策对公司经营产生不良影响的风险很小。

4. 人员素质

公司董事长童来明先生，现年 44 岁，硕士，注册会计师。曾任中国物资开发投资总公司总经理，现任中国纸业投资总公司总经理、法定代表人，兼任佛山华新发展有限公司、佛山华新包装股份有限公司、珠海经济特区红塔仁恒纸业有限公司、广东冠豪高新技术股份有限公司、泰格林纸集团股份有限公司董事长，兼任嘉成企业发展有限公司法定代表人。2011 年 8 月至今担任公司董事长。

公司总经理蒋利亚先生，现年 39 岁，博士，中国注册会计师，曾任湖南省国有资产监督管理委员会企业改革与发展处副处长，湖南泰格林纸集团有限责任公司总裁助理、副总裁兼规划投资部部长、副总裁、董事，泰格林纸集团股份有限公司董事、副总经理兼董事会秘书。现兼任泰格林纸集团股份有限公司董事。

截至 2012 年底，公司在职员工合计 5,568 人，从专业构成看，生产人员占比 64.44%，销售人员占比 2.16%，技术人员占比 8.71%，财务人员占比 2.17%，行政人员占比 6.57%，其他人员占比 15.95%。从教育程度看，硕士及以上人员占比 1.81%，大专及大学本科人员占比 33.98%，中专、中技及高中人员占比 52.53%，高中以下人员占比 11.67%。

总体看，公司高管人员大多具有多年造纸行业生产管理经验，专业素质较强，管理经验丰富；公司员工素质符合生产型企业的特点，能够满足当前生产经营的需要。

5. 外部环境

(1) 税收优惠

根据湖南高新技术企业认定管理领导小组办公室《关于公示湖南省 2012 年拟通过复审高新技术企业的通知》（湘高企办字〔2012〕13 号），本公司以及子公司永州湘江纸业有限责任公司于 2012 年 11 月 12 日通过高新技术企业复审，2012 年度企业所得税适用税率暂定为 15%。

根据湖南省科学技术厅、湖南省财政厅、湖南省国家税务局和湖南省地方税务局《关于认为湖南益源光电科技有限公司等 334 家企业为湖南省 2011 年第一二批高新技术企业的通知》（湘科高办字〔2012〕50 号），子公司湖南骏泰浆纸有限责任公司于 2012 年 4 月 9 日被批准认定为高新技术企业，2012 年度企业所得税适用税率为 15%。

根据湖南省科学技术厅、湖南省财政厅、湖南省国家税务局和湖南省地方税务局《关于认为湖南益源光电科技有限公司等 334 家企业为湖南省 2011 年第一二批高新技术企业的通知》（湘科高办字〔2012〕50 号），子公司怀化市双阳林化有限公司于 2012 年 4 月 9 日被批准认定为高新技术企业，2012 年度企业所得税适用税率为 15%。

根据《中华人民共和国企业所得税法》的规定，子公司茂源林业和森海林业的自产林木和苗木收入免征企业所得税。

(2) 政府支持

林业和造纸业已被列入湖南省重点发展的两个产业之一，公司的发展得到了地方政府在资金上的支持，公司 2010~2012 年分别获得的各项政府奖励、补贴资金合计分别达 6,848.62 万元、6,099.98 万元和 7,199.88 万元。

(3) 股东支持



公司实际控制人诚通集团是国务院国资委监管的大型企业集团，其控股子公司中国纸业投资总公司（以下简称“中国纸业”）是集营林、制浆、造纸、印刷等业务于一体的全产业链国有大型造纸企业，也是造纸行业最大的中央国有企业，在造纸行业中积累了丰富的行业经验。目前公司已成为诚通集团纸业板块中的核心企业，诚通集团为本期公司债券提供担保，显示出其对公司发展的大力支持。

中国纸业利用自身的声誉、行业地位，在原料采购、技术研发、统一营销等方面发挥协同效应，可以达到更好的资源配置效率，降低公司生产成本。为公司在集中采购、争取大客户、稳定大客户方面也做出了积极的努力，并取得了很好的效果。

公司控股股东泰格林纸集团是中国纸业的控股子公司，是湖南省加快推进工业化进程而实施“十大标志性工程”的龙头企业，湖南省规模最大的造纸企业。湖南省政府高度重视林业和造纸业的发展，并将该产业列为全省重点发展的两个产业之一，对大公司、大集团予以重点支持，全力打造具有国际竞争力的大型林纸一体化企业，依托龙头企业带动整个产业和相关产业发展。公司作为泰格林纸集团核心控股经营单位，目前机制纸及浆的产能和产量均占泰格林纸集团总量 80% 以上，未来将成为集团内造纸产业的主要整合者。近年来，泰格林纸集团陆续将部分生产线和林业资源注入公司，有效提高了公司的规模优势。

总体看，诚通集团、中国纸业和泰格林纸集团高度重视公司的发展，在采购、营销、技术、资金等方面能够给予公司大力的支持。

（4）区域环境

公司地处湖南省洞庭湖畔，是国家“由北向南”造纸产业总体布局的重点发展地区，拥有得天独厚的区位优势。

湖南省纤维资源丰富。湖南省林业用地面积达到 1,240 万公顷，有林地面积达到 987 万公顷，森林覆盖率 53.67%，活立木蓄积量 3.23 亿立方米，每年可提供活立木 2,000 多万立方米；洞庭湖区域现有芦苇面积近 6.67 万公顷，年产芦苇 80 万吨左右，芦苇资源丰富；湖南还拥有丰富的龙须草、竹子等用于制浆造纸的各类纤维原料资源。

湖南省淡水资源丰富。速生林建设和造纸产业均需要大量的淡水资源。湖南省内的湘江、资江、沅江、澧水四条河流与长江交汇于洞庭湖。洞庭湖出口处城陵矶多年平均径流总量达 3,194 亿立方米，占螺山站年径流量的一半，为黄河的 5 倍、太湖的 10 倍。公司坐落在长江和洞庭湖交汇的三江口畔，淡水资源极其丰富。

湖南省适宜人工造林。国家林业局根据森林分类区划原则，速生林建设主要选择在 400 毫米等雨量线以东、优先安排 600 毫米等雨量线以东地区，包括粤桂琼闽地区、长江中下游地区、黄河下游地区和东北内蒙古地区四个区域。湖南省多年年均降雨量为 1,200~1,700 毫米，各地降雨量大于 1,000 毫米的保证率在 90% 以上。虽然湖南省林业用地面积和森林面积分别处于第七位、第八位，但人工林面积高居第三位，仅次于广西与广东，表明湖南属国内速生林发展的适宜地区。公司周边自然环境适合林地生长，地租成本相对较低，对林浆纸一体化的实施非常有利。

北煤南运大通道将直通湖南。蒙西华中铁路煤运通道，是国家“十二五”铁路规划的重点项目。它北起我国煤炭资源丰富的内蒙古鄂尔多斯地区，途经陕西、山西、河南，进入煤炭资源匮乏的湖北、湖南、江西。预计岳阳周边将建成大型储煤基地，此举将极大地改善公司未来煤炭的供应保障和采购成本。

公司坐落在洞庭湖与长江交汇的城陵矶三江口处，紧邻两个 5,000 吨级的外贸码头，北枕长江黄金水道，西临洞庭湖，东临京广铁路，与京珠高速公路和 107 国道相连，水陆交通十分便利。

公司的子公司也有非常便利的公路、铁路运输条件。同时，湖南与经济发达的珠江三角洲及长江三角洲地区毗邻，产品到达目标市场的运输半径较小，运输成本较低。

总体看，公司拥有良好的外部发展环境。

五、公司管理

1. 治理结构

公司于 2004 年在上海证券交易所上市，目前已经建立了比较完善的法人治理结构。公司按照《公司法》、《上市公司治理准则》、《上市公司章程指引（2006 年修订）》、《上海证券交易所上市规则》等相关法律法规规章的要求，不断完善公司法人治理结构和内部管理制度，公司已建立了符合现代企业制度要求的较为规范的法人治理框架；确保所有股东能够充分行使自己的权利；在与关联人进行关联交易时，遵循平等、自愿、等价、有偿的原则，未出现有损害公司和其他股东利益的情况。

目前公司建立了由股东大会、董事会、监事会、经理层等组成的法人治理结构，股东大会为公司的最高权力机构，董事会是股东大会的执行机构，监事会为监督机构，总经理负责公司的日常经营与管理工作。目前，公司董事会成员共计 11 人，其中董事长 1 人，副董事长 1 人，独立董事 4 人，董事会下设战略发展委员会、提名委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会；公司监事会成员 5 人，其中职工代表监事 2 人。公司设总经理，由董事会聘任或解聘，主持公司经营管理工作，对董事会负责。为保证各机构的规范运作，公司制订有《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《独立董事工作规则》等相关制度。

公司控股股东严格依法行使出资人的权利和义务，与公司已实现了人员、财务、资产分开，业务、机构独立，各自独立核算、独立承担责任和风险。

公司根据国内内控法律法规、《会计法》、《企业内部控制规范》、《上市公司内部控制指引》，建立了明确的内部控制体系建设目标，以及一套科学、系统的内部控制体系建设方法和标准，为公司内部控制体系建设工作提供指引，使公司逐步完善和优化内部控制，并建立统一、规范和有效运行的内部控制体系。

总体看，公司认真履行相关的监管规定，股东大会、董事会、监事会独立运作，法人治理结构完善健全，整体运行情况良好。

2. 管理体制

目前公司设党政办公室、计划财务部、战略发展部、证券投资部和运营管理部等 10 个综合管理部门，以及生产技术部、装备部、质量管理部等 6 个生产经营管理部门和造纸、制浆事业部等 14 个生产经营单位，各职能部门分工明确。

产品质量管理方面，公司建立了科学严格的质量管理体系，主要措施包括：（1）对生产流程各关键工序或控制点，建立了规章制度，确定专人负责；（2）采用专用仪器仪表和计算机系统，对生产流程各关键工序或控制点进行控制；（3）采用先进的产品质量在线自动检测系统，对产品质量进行实时监控；（4）采用先进的产品质量自动检测系统，对产品质量进行现场检验。公司产品质量管理达到 ISO9001：2000 国际标准。

人力资源方面，公司建立了完善的绩效考核体系，员工的选拔、聘用、考核奖惩、提升和任免按照公司制定相关程序和岗位要求进行，择优录取，考核聘用；日常管理中实行动态考核，进行提升和任免。员工培训方面，公司通过对生产员工和中层管理人员进行定期和不定期培训，提

高员工的综合素质。

财务管理控制方面，公司按照国家有关会计法律法规的规定，建立了较为完善的财务管理制度和内部控制体系，包括财务管理制度、财务会计制度、财务内部控制制度、发票管理制度等。公司按照程序对货币资金、采购与付款、固定资产、期间费用、生产成本、销售与收款、工程项目等进行严格地内部审批，并规定了相应的审批权限，实施有效控制管理。

安全管理方面，公司对员工进行岗前、车间、岗位三级安全教育培训，并进行考核，考核通过后持证上岗。公司对所有行政、生产部门实行安全环境现场管理打分报告制度，随时抽查，及时整改，并对整改情况进行跟踪评价，同时部门安全考核结果与部门主管绩效直接挂钩，实行末位淘汰制。

对外投资、对外担保、资产处置等方面，公司章程及相关的议事规则对各管理机构的实施权限均进行了严格的规定并严格控制，以规避可能带来的公司资产损失。

总体看，公司现有的部门设置及相关的内部管理制度适合企业自身的管理需要。

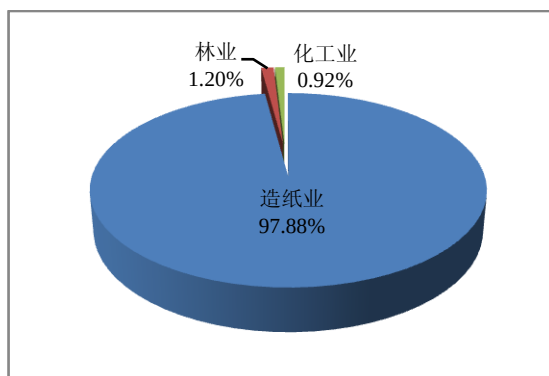
六、经营分析

1. 经营概况

公司属于造纸及纸制品行业，为国内大型文化用纸、工业用原纸、包装纸、商品浆生产企业，主导纸产品为颜料整饰胶版纸、静电复印纸、精制轻量涂布纸、低定量铜版纸、轻型印刷纸、热敏原纸、工业用原纸、环保轻型纸、精品牛皮纸、伸性纸袋纸等，主导浆产品为漂白针叶浆、漂白阔叶浆、改性溶解浆、溶解浆等，产品销往全国 31 个省市、自治区以及亚洲和东非地区。

公司主营业务收入主要来自于造纸业，2012 年占到了主营业务收入的 97.88%（图 4），其余林业和化工业务在主营业务收入中占比很小，其中木材销售来自于下属子公司茂源林业和森海林业的自产林木和苗木收入；化工产品主要为骏泰浆纸子公司生产的双氧水。

图4 2012年公司主营业务收入构成



数据来源：公司年报

近年来受国内外低迷的经济形势影响，文化纸的市场需求有较大的下滑，同时国内近年来在制浆造纸方面产能迅速扩张，使得公司面临着较为严峻的市场形势，迫使公司进行纸浆产品结构的调整和转型。目前文化纸市场供过于求导致价格下跌，公司 2010 年即停止生产新闻纸，同时加大工业用原纸、包装纸的生产，尝试产品结构调整和转型。

2010 年公司 40 万吨含机械浆印刷纸项目和骏泰浆纸的 40 万吨漂白硫酸盐木浆项目全面投产后，产销量突破百万吨大关，主营业务收入较 2009 年大幅增长 92.56%。2011 年公司新增生产线

逐步达到设计产能，主营业务收入进一步提高，达到了 67.58 亿元，较上年度增长了 14.78%。2012 年受行业不景气影响纸制品价格大幅下跌，加之骏泰浆纸投产的溶解浆生产线亏损，公司营业收入有所下降，全年实现营业收入 65.42 亿元，同比下降 6.07%。

从盈利情况来看，由于近三年造纸行业景气度下降，造纸产品价格呈现下跌态势，行业利润率水平整体走低，公司以造纸业为主的综合毛利率由 2010 年的 20.95% 下降到 2011 年的 18.91%（表 2），2012 年进一步下降到 15.06%。受上述因素影响，公司盈利水平呈下降趋势，2010~2012 年，公司实现利润总额分别为 3.13 亿元、1.62 亿元和 -2.59 亿元，2012 年公司出现经营亏损。

表2 2010~2012年公司营业收入、成本及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2010 年			2011 年			2012 年		
	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率
颜料整饰纸	10.75	9.35	12.97	14.98	12.58	16.01	14.93	12.74	14.67
包装纸	9.29	7.15	23.04	10.85	8.39	22.66	8.69	6.94	20.14
轻涂纸	11.85	10.26	13.42	11.38	9.86	13.36	8.39	7.17	14.54
淋膜原纸	3.33	2.91	12.72	3.33	2.82	15.19	3.06	2.84	7.19
新闻纸	0.33	0.03	2.72	--	--	--	--	--	--
轻型纸	1.5	1.26	3.05	2.07	1.63	3.28	2.41	1.92	20.33
工业纸	2.99	2.54	5.75	3.5	2.86	4.74	3.52	2.84	19.32
复印纸	2.78	2.1	7.4	4.07	3.39	5.05	3.92	3.47	11.48
浆板	12.51	9.45	24.46	12.2	8.47	30.57	12.62	11.15	11.65
其他	6.05	3.47	21.4	7.27	6.48	23.27	7.88	6.50	17.51
合计	61.38	48.52	20.95	69.65	56.48	18.91	65.42	55.57	15.06

资料来源：公司提供

2013年1~3月，公司实现营业收入14.54亿元、净利润-0.98亿元，受行业景气度持续低迷的影响，公司延续了经营亏损的状况。

总体看，受宏观经济影响，近三年造纸行业景气度下降，造纸产品价格呈现下跌态势，行业利润率水平整体走低。虽然公司通过产品结构调整应对行业不利因素，但盈利水平仍呈下降趋势，并出现经营亏损。

2. 业务运营

（1）原材料采购

公司生产所需的原材料包括木材、芦苇、废纸、浆板、煤炭、进口配件、化工原料等，主要通过供应商直接签订采购合同的方式购入，少部分通过代理商采购。公司化机浆事业部、化木浆事业部、苇浆事业部、脱墨浆事业部、热电事业部分别负责采购杨木、松木、芦苇、废纸、煤炭，采购中心负责采购公司除芦苇、废纸、煤炭以外的原辅料、浆板、进口配件，各部门分别根据公司总业务流程及年度总经营计划制定各部门的月采购计划。

公司目前使用的松木（含木片）、杨木大部分从湖南、湖北等地采购，芦苇主要来自洞庭湖区及周边长江沿岸，浆板和废纸则面向国内外采购。木材及化工产品采购结算以货到1月内付款为主。

从采购量数量来看，随着行业景气度的持续下降及库存积压原因，公司 2012 年的原材料采购量同比有所减少。

从采购价格来看，近三年公司采购的松木、杨木、芦苇、废纸等采购价格呈上升态势，而煤炭价格呈波动下行的态势。至 2013 年一季度，各原材料采购价格均有不同程度的下降。

近年来，针对原材料价格波动较大的局面，公司充分发挥区位优势，除了加大对资源的占有和控制，逐步整合供应体系，提高对上游的议价能力。由于受环保标准提高的影响，洞庭湖区80%以上的造纸企业已被关停。目前公司作为该区域内最主要的造纸企业，在芦苇市场具有一定的议价能力。另外公司通过与战略供应商签订10年长期合约来保证芦苇的供应总量。

公司生产用水主要取自长江、洞庭湖，电、汽主要是公司自产，能源供给稳定充足。目前公司自备热电厂，能够满足公司生产运营所需电力，并根据不同电价时段调整自发电，削峰填谷，以降低能源成本。发电用煤主要来自山西、内蒙古等地区，运输物流以成本较低的水路为主，直达公司燃煤码头。总体看，2009年以来，除杨木等个别品种略有波动外，公司原材料价格整体呈明显上升趋势，2012年初，各类原料价格虽有小幅回落，但已全面站上价格高位，制约了公司盈利能力的进一步提高。

公司拥有自产漂白化学木浆（NBKP）、本色化学木浆、漂白化学苇浆（LBKP，分间歇蒸煮和连续蒸煮两类）、杨木APMP、PRC-APMP浆、废纸制浆（分DIP和AOCC两类）等制浆生产线，自产浆能力能满足造纸生产能力绝大部分的需要。随着怀化基地40万吨商品浆产能的达产，公司得以向上游产业链延伸，漂白硫酸盐木浆产品升级技改项目完成后，30万吨溶解浆是粘胶纤维重要原料，有助于公司产品结构的丰富。

由于原材料价格的全面上涨和供应紧张，未来造纸工业的行业竞争将更多集中于对原材料资源的争夺。为从根本上解决木浆供应问题，公司于2000年开始实施“林纸一体化”战略，截至2013年3月底，公司控制的林业资产总面积达到了194.94万亩。目前，公司林地陆续进入砍伐收获期，公司将根据造纸原材料市场价格灵活安排砍伐规模。总体看，公司将制浆、造纸、营林、采伐与销售结合起来，形成良性循环的产业链，使得木浆供应问题得以解决，提升了公司整体竞争实力。

总体看，公司地理位置优越，林业资源保有量大，所处地区水资源及芦苇资源丰富，与上游供应商议价能力较强，但近年来原料价格的波动对成本支出产生了一定影响。

（2）产品生产

公司目前共拥有纸机生产线15条，年造纸生产能力合计103万吨，其中公司本部拥有纸机8台，产能合计83万吨，主要生产颜料整饰纸、复印纸、工业淋膜原纸和轻涂纸；下属子公司湘江纸业拥有纸机7台，合计年产能为20万吨，主要以生产包装用纸为主；下属子公司骏泰浆纸拥有年产40万吨漂白硫酸盐针叶木浆生产线和一条约10公里的铁路专用线。公司主要纸机生产线的工艺技术、装备水平居国内同行前列，本部目前所采用的8#、9#、10#机分别由国际知名造纸设备提供商芬兰美卓和德国福伊特制造，自动化程度极高，是当今世界最先进的造纸设备。

公司主要采用以销定产的生产模式。公司根据历史销售情况，以及与主要客户签订的销售合同，确定总体生产计划，并在每月25号召开的产销联系会上，讨论修正月度生产计划。公司9#、10#纸机（年产40万吨含机械浆印刷纸项目）于2009年下半年开机出纸，主要产品为环保型复印纸及高档静电复印纸，2010年5月达产后，公司年产能突破百万大关（由63万吨提升到103万吨），新产品有助于公司改善产品结构和提高毛利率。其中10#纸机20万吨的环保型复印纸，以废纸浆为主要原料，符合未来文化纸的发展趋势。

公司纸产品品种较多，通过不同浆的配比组合，公司可以快速灵活切换不同的纸种生产。公司近三年产能利用率均接近或超过100%（表3），公司2012年机制纸总产量为104.70万吨，较2011年小幅减少了3.13%。

表3 2010~2012年产能利用情况（单位：万吨）

产品	2010 年		2011 年		2012 年	
	产量	总产能	产量	总产能	产量	总产能
颜料整饰纸	22.12	103.00	31.73	103.00	33.86	103.00
轻涂纸	20.03		21.35		16.33	
淋膜原纸	7.50		6.95		6.16	
包装纸	19.63		21.75		20.20	
复印纸	--		7.92		8.40	
胶版纸	--		5.86		7.10	
轻型纸	3.02		4.20		5.09	
工业纸	6.24		6.20		6.60	
其他	24.20		21.07		0.96	
纸产品合计	102.74		108.08		104.70	

资料来源：公司提供

公司制浆业务主要集中于全资子公司骏泰浆纸，2012年第二季度完成了对年产40万吨漂白硫酸盐木浆生产线的产品升级技术改造，改造完成后可生产溶解浆（产能降为30万吨/年，亦可视市场行情灵活转产造纸用浆）。骏泰浆纸溶解浆项目自2012年9月份正式投产，由于新产品生产尚处于磨合期，工艺优化、系统消缺、经营积累都需要时间。系统运行的综合效益不高。

总体看，公司产能规模较大，产品品种多元化，生产设备较先进，便于随时调整产品结构，适应市场需求。骏泰浆纸溶解浆项目处于运行初期，生产线工艺有待进一步优化。

（3）产品销售

公司在全国设立了18个办事处、21个销售网点。在9#、10#纸机投产后，公司纸品及纸品产量大幅增长，为配合相关产品的销售工作，公司在原有直销模式的基础上，增加了经销模式。公司目前的下游客户主要为出版社、各地区印刷物资采购集团和期刊杂志社。公司下属的销售总公司（即销售部）通过对客户的订单（持续性、稳定性）、销量（大小、均衡性）、回款（质量、周转天数）和客诉（如客户投诉率低于9%），将客户分成A（战略类）、B、C、D（淘汰类）四大类，其中A类约12家，B类约20~30家，D类约占1.2%比例，普通客户被归入C类。销售部推行“双百目标责任制”，力争实现销售货物与货款回笼均达到100%的目标。

受近年来全行业的不景气因素影响，公司产销率略有下降（表4），但2012年公司主要产品的产销率仍达到了95.84%。

表4 2010~2012年公司主要产品产销情况（单位：万吨）

产品	2010 年			2011 年			2012 年		
	产量	销量	产销率（%）	产量	销量	产销率（%）	产量	销量	产销率（%）
颜料整饰纸	22.12	22.24	100.50	31.73	30.41	95.84	33.86	32.27	95.32
轻涂纸	20.03	19.54	97.60	21.35	22.53	105.51	16.33	17.18	105.21
淋膜原纸	7.50	7.10	97.50	6.95	6.82	98.1	6.15	6.67	108.39
包装纸	19.63	19.54	99.50	21.75	20.70	95.15	20.20	17.10	84.65
复印纸	--	--	--	7.92	8.10	102.27	8.40	8.19	97.42
合计	69.28	68.42	98.76	89.7	88.56	98.73	84.94	81.41	95.84

资料来源：公司提供

公司在每月 25 号的产销联系会上，参考市场价格讨论并确定月度基准价格，销售业务员在此

基价上往上报价，凭借公司产品的综合竞争优势，通常其报价会普遍高于市场上同类产品；销售回款方面，公司通过风险授信、抵押担保等方式，确保回款风险的可控。

从近三年的销售价格来看，2010年公司主要纸品价格已全面超过金融危机前价格高位；2011年，由于宏观环境导致的市场形势不佳，同行业竞争加剧，公司纸品销售价格全面回落；2012年，随着产能释放的加剧及下游需求的影响，造纸行业景气度一再下滑，公司纸制品销售价格达到近年来的低点。

公司子公司骏泰浆纸溶解浆项目投产后，受下游纺织行业不景气的影响，粘胶纤维销售价格一路走低，加上国内外新增溶解浆产能不断释放，溶解浆销售价格持续下跌，一级品销售价格从年初的9,500元/吨降至年末的6,500元/吨，降幅达到了32%，导致溶解浆毛利率大幅下滑，骏泰浆纸2012年亏损严重，公司利润水平受到较大侵蚀。

公司目前的下游客户主要为出版社、各地区印刷物资采购集团和期刊杂志社，在全国1,000多种的主流期刊杂志中，有超过500种正在使用公司产品。近三年公司前五名大客户占公司销售额的15%~20%，客户集中度一般。公司目前的客户主要集中在经济相对发达的华中、华南、华东、和华北地区，2012年销售额占比分别为27.29%、16.93%、26.92%和14.82%。

总体看，公司销售网络覆盖面广，产销率保持较高水平，近年来造纸行业的需求低迷对公司销售销售价格带来不利影响。随着造纸行业底部回升，纸制品未来长期需求有望企稳。

3. 经营效率

2010~2012年，公司存货周转率及应收账款周转率逐年下降，2012年上述两项指标值分别为1.36次及7.37次。由于公司存货中林木资产占比较高，而林木资产生长周期较长致使公司存货周转率偏低，因此公司存货周转效率实际上高于上述指标。

造纸行业是资本密集型产业，行业特性要求有较大规模的固定资产。公司的固定资产规模很大，同时以存货核算的林木资产规模也相对较大，致使公司的总资产周转率相对较低。公司总资产周转次数近三年相对保持稳定，三年分别为0.38次、0.41次及0.39次。

从同行业比较来看，除应收账款周转率在行业内尚属正常之外，存货周转率和总资产周转率均受林木资产占比较高的影响，而处于行业低水平（表5）。

表5 2012年造纸行业上市公司经营效率指标情况

企业名称	应收账款 周转率（次）	存货 周转率（次）	总资产 周转率（次）
博汇纸业	12.85	4.14	0.54
晨鸣纸业	6.09	3.34	0.42
福建南纸	8.43	3.47	0.38
华泰股份	9.42	5.71	0.55
景兴纸业	6.32	6.55	0.58
青山纸业	11.60	2.36	0.48
太阳纸业	18.19	7.10	0.69
银鸽投资	9.29	6.18	0.56
山鹰纸业	8.98	7.12	0.57
岳阳林纸	7.57	1.36	0.39

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯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 资讯数据

总体看，公司实施了“林浆纸一体化”，使得林业资产在存货中占较大比重，降低了相关资产周转率，但考虑到其对公司的长期可持续发展所具有的重大战略意义，单纯指标上所体现的经营效率并不能完全反映公司的真实经营水平。

4. 关联交易

公司关联交易主要体现在从关联方采购、接受劳务服务和向关联方销售三方面。关联方主要包括同受泰格林纸集团或中国纸业控制的下属公司，关联交易涉及物流、贸易、采购、建筑安装等业务。公司从关联方采购的原因主要是利用关联方采购优势，通过大宗采购而降低原料采购成本；接受劳务服务主要是关联方提供的设备、材料、土建安装及岳阳城陵矶港务有限责任公司提供的运输、装卸劳务；向关联方销售主要是材料、纸产品及历史原因向关联方提供水、电、汽。从表 6 可以看出，公司关联销售的金额较小，占比很小；公司关联采购的金额较大，但近三年其占比在逐年降低，2012 年为 93,958.58 万元，占比 17.40%。考虑到公司的关联采购是为了降低原料采购成本，且定价公允，因此整体看公司关联交易的风险不大。

表 6 近三年公司关联交易情况（单位：万元）

年份	向关联方采购商品、接受劳务		向关联方销售商品、提供劳务	
	金额	占主营业务成本比例	金额	占主营业务收入比例
2012 年	93,958.58	17.40%	13,292.01	2.09%
2011 年	95,736.74	17.70%	28,392.21	4.20%
2010 年	122,237.64	26.31%	7,441.85	1.26%

资料来源：公司年报

5. 未来发展

公司未来将坚定不移的贯彻和实施“林浆纸一体化”战略，以原料优势优化产品结构，增加高附加值产品，实现规模和效益的双提高，进一步提升公司的核心竞争力。

推进林业资源的整合，优化林业存量资产

公司将着重对下属茂源林业及森海林业的相关林业资源进行整合，在管理层级及人员管理等方面加大整合力度。同时，经过十余年的林业发展，公司林业占有面积接近 200 万亩，公司将重点优化现有林木资产的种植、品种结构，确保公司林业发展目标的实现。

推动重点项目实施，加快产业布局与结构调整

公司将继续延伸产业链条，提升经济效益；依托培植废纸和速生材等原料优势发展含高得率浆、废纸浆的环保型纸产品和高附加值产品。

总体看，公司仍将牢牢把握林浆纸一体化战略，扩大林地储备，同时优化产品结构，延伸产业链，达成规模与效益的双提高，公司未来发展前景良好。

七、财务分析

1. 财务概况

公司已公告的 2010~2012 年度合并财务报表均已经天健会计师事务所审计，三年出具的均为标准无保留审计意见，公司 2013 年 1-3 月财务报告未经审计。公司执行财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》。

2011 年公司收购了控股股东泰格林纸所持有的俊泰浆纸 100%股权，公司已对 2010 年度财务

数据进行了追溯调整，以下财务分析所涉及的 2010 年财务数据为经追溯调整后的数据。

截至 2012 年底，公司合并资产总额 1,659,825.43 万元，负债合计 1,124,405.90 万元，所有者权益（含少数股东权益）535,419.53 万元。2012 年公司实现营业收入 654,247.97 万元，净利润（含少数股东损益）-21,768.57 万元。经营活动产生的现金流量净额 2,157.17 万元，现金及现金等价物净增加额-37,366.74 万元。

截至2013年3月底，公司合并资产总额1,703,400.00万元，负债合计1,177,813.43万元，所有者权益（含少数股东权益）525,586.56万元。2013年1~3月，公司实现营业收入145,365.40万元，净利润（含少数股东损益）-9,832.96万元。经营活动产生的现金流量净额6,241.57万元，现金及现金等价物净增加额5,050.96万元。

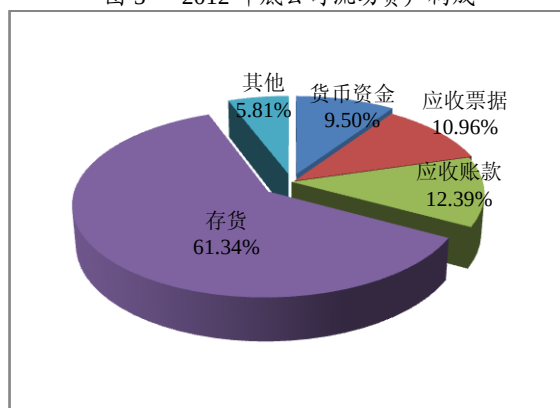
2. 资产质量

2010 年公司实施配股的募集资金到账，使得公司资产规模大幅上升。截至 2012 年底，公司资产总额为 1,659,825.43 万元，其中流动资产合计占 42.19%，非流动资产合计占 57.81%，以非流动资产为主的资产结构符合公司生产型企业的特点。

流动资产

截至 2012 年底，公司流动资产合计 700,297.96 万元，以货币资金、应收账款、应收票据和存货为主（图 5）。

图 5 2012 年底公司流动资产构成



数据来源：公司年报

公司 2010 年配股资金到位使得货币资金规模较大，2012 年恢复至正常水平。截至 2012 年底，公司货币资金余额为 66,542.41 万元，其中 6.51% 为外币。公司货币资金余额中可动用资金占 55.05%，其他为使用受限的银行承兑汇票保证金和信用证保证金。

近三年公司下游客户受宏观经济形势的影响资金出现紧张，公司销售以票据结算的方式增加。2010~2012 年，公司应收票据以年均复合 8.46% 的幅度增长。截至 2012 年底，公司应收票据 76,721.44 万元，其中 343.48 万元的应收票据已用于开具银行承兑汇票质押。

近三年公司应收账款净额以年均复合 28.17% 的速度增长，快于同期营业收入 3.24% 的增长速度，大幅增长的主要原因是营业收入增长的同时，公司下游客户受宏观经济形势的影响资金出现紧张，公司适当延长了部分客户的账期所致。截至 2012 年底，公司应收账款账龄在 3 个月以内的占比为 77.28%、4-12 个月的占比为 16.98%，公司应收账款的账龄整体较短。截至 2012 年底，公司应收账款余额 89,281.13 万元，公司对应收账款按账龄分析法计提坏账准备，已累计提取 2,519.21 万元坏账准备，坏账准备计提较为充足。

由于公司近两年林木资产增长较快，近三年公司存货以年均复合 15.65% 的幅度快速增长。截至 2012 年底，公司存货账面余额 431,844.11 万元，其中原材料占 22.74%，库存商品占 14.63%，在产品占 3.18%，林木资产占 59.44%。截至 2012 年底，公司存货的跌价准备余额为 2,276.88 万元。

非流动资产

截至 2012 年底，公司非流动资产合计 959,527.47 万元，近三年年均复合微幅增长了 0.23%。公司非流动资产以固定资产为主（占比 95.48%）。

近三年公司固定资产净额年均复合增长 0.20%，增长的规模很小。截至 2012 年底，公司固定资产原值 1,204,303.71 万元，其中房屋及建筑物占比 20.21%、机器设备占比 77.05%。截至 2012 年底，公司固定资产累计折旧 288,115.33 万元，固定资产成新率为 76.08%，成新率较高。

随着在建工程建成投产并转入固定资产，公司在建工程规模近三年以年均复合 9.39% 的幅度大幅减少，截至 2012 年底，公司在建工程为 8,117.61 万元。

截至 2013 年 3 月底，公司资产总计 1,703,400.00 万元，较年初小幅增长 2.63%，其中流动资产占比略有上升，资产结构基本保持稳定。由于一季度存在新发生的销售款未结算等情况，公司应收账款较年初大幅增长 41.55%；受一季度行业景气度继续低迷的影响，导致存货较年初增长 5.05%。

总体看，公司资产规模较大，结构以非流动资产为主，非流动资产构成较为稳定；流动资产中存货占比较大，往来款风险较低；由于林木资产占比较高，公司资产流动性一定程度上受到影响。整体看，公司资产质量一般。

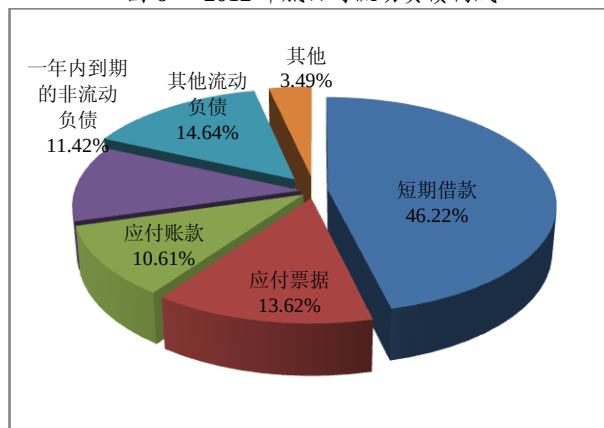
3. 负债及所有者权益

负债

2012 年底公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.14%、66.93% 和 41.76%，公司负债规模较大，债务负担较重。截至 2012 年底，公司负债合计 1,124,405.90 万元，以流动负债为主（占比 67.15%）。

近三年公司负债规模增长幅度不大，但仍处于较高规模，截至 2012 年底，公司流动负债合计 755,015.21 万元，近三年年均复合增长率为 5.71%。公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债和其他流动负债为主（图 6）。

图 6 2012 年底公司流动负债构成



数据来源：公司年报

公司短期借款近三年年均复合大幅增长了 24.09%，截至 2012 年底，公司短期借款 348,981.68 万元，主要为保证借款，公司保证借款主要是母公司泰格林纸及中国纸业对公司提供的保证借款。

近三年公司应付票据年均复合减少了 46%，截至 2012 年底，公司应付票据为 102,827.41 万元，其中银行承兑汇票占比 87.86%、国内信用证占比 12.14%。

近三年公司应付账款年均复合减少了 4.43%，截至 2012 年底，公司应付账款为 80,140.13 万元，其中设备采购款占比 84.70%、工程款占比 14.23%。

截至 2012 年底，公司其他流动负债 110,506.00 万元，其中 100,000.00 万元为公司发行的短期融资券。

公司非流动负债近三年年均复合减少了 16.05%，截至 2012 年底，公司非流动负债 369,390.69 万元，以长期借款（占比 97.69%）为主。

截至 2013 年 3 月底，公司负债合计 1,177,813.43 万元，较年初小幅增长了 4.75%，其中短期借款较年初增长 9.88%；受年内往来款未结算的影响，应收票据和应收账款分别较年初增长 18.04% 及 46.02%；其他流动负债减少 5 亿元，主要系公司兑付了 5 亿元短期融资券。

截至 2013 年 3 月底，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.14%、66.93% 和 41.76%，公司负债规模较年初有所增长，债务负担有所加重。

总体看，公司负债规模较大，以流动负债为主，有一定的债务负担。

所有者权益

2012 年，公司完成向大股东的定向增发，所有者权益大幅增长。截至 2012 年底所有者权益 535,419.53 万元，其中归属于母公司所有者权益占 99.96%。归属于母公司所有者权益中的实收资本占 19.49%，资本公积占 71.53%，未分配利润占 6.33%，盈余公积占 2.65%，公司权益稳定性较高。

2013 年 3 月底，公司所有者权益为 525,586.56 万元，受经营亏损影响，所有者权益较年初微幅减少了 1.84%。

4. 盈利能力

近三年，公司营业收入波动增长，年均复合增长 3.24%，2012 年公司共实现营业收入 654,247.97 亿元，同比有所下降。受 2012 年木浆、废纸浆成本上升的影响，公司近三年营业成本年均复合增长 7.02%，高于营业收入的增长。

公司期间费用逐年增长，2010~2012 年，费用合计分别占营业收入的 16.79%、17.38% 及 19.47%。期间费用中财务费用占比逐年提升，近三年财务费用分别占期间费用的 39.66%、43.14% 及 47.86%，主要系公司收购骏泰浆纸后的债务负担加重，利息支出加大所致。总体看，公司期间费用控制能力有待提升。

随着造纸行业景气度下降及骏泰浆纸所投产溶解浆项目的亏损，公司利润总额近三年呈下降状态，2012 年公司净利润-21,768.57 万元，经营出现亏损。

从盈利指标来看，2010~2012 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率持续下降，分别从 2010 年的 20.56%、5.28% 和 5.95% 下降到 2012 年的 14.63%、2.68% 和 -4.40%。

从同行业对比来看（表 7），公司销售毛利率在行业内尚属较佳，但净资产收益率（ROE）和总资产报酬率（ROA）处于较低水平。

2013 年 1~3 月，由于行业持续不景气，公司延续了亏损的状态，共实现营业收入 145,365.40 万元、净利润-9,832.96 万元。

表 7 2012 年主要造纸上市公司盈利能力指标情况

企业名称	销售毛利率	净资产收益率 ROE	总资产报酬率 ROA
博汇纸业	13.33	0.23	3.38
晨鸣纸业	15.52	1.62	2.68
福建南纸	-4.06	1.57	3.64
华泰股份	13.06	0.98	3.85
景兴纸业	13.05	0.52	2.30
青山纸业	9.16	-21.05	-5.82
太阳纸业	13.55	4.50	6.00
银鸽投资	5.58	0.90	3.51
山鹰纸业	12.37	-0.95	2.50
岳阳林纸	15.06	-4.41	2.08

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯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 资讯数据

总体看，随着行业景气度持续下降，公司收入规模有所波动，利润水平及盈利能力持续下降，期间费用控制能力有待提升。

5. 现金流

从经营活动看，受行业景气度下降的影响，加之公司 2012 年度使用票据结算较多，公司经营活动现金流入及流出规模均有所减少，2010~2012 年公司经营活动现金流入年均减少 24.95%，2012 年流入量为 378,057.34 万元，经营活动产生的现金流量净额年均减少 19.85%，2012 年净流入 2,157.17 万元。从现金收入质量来看，近三年公司现金收入比逐年降低，2012 年为 56.47%，考虑到 2011 年及 2012 年公司大量使用票据结算，公司实际收入质量尚可。

从投资活动来看，随着公司近年重大投资项目的相继完工，公司投资活动现金流出规模逐渐减少，近三年公司投资活动现金流净额分别为-118,313.06 万元、-85,942.75 万元及-32,722.37 万元。

从筹资活动来看，近三年公司筹资活动现金流量净额呈波动状态，2010~2012 年分别为 168,634.52 万元、-51,264.39 万元及-7,460.93 万元，其中 2012 年剔除吸收投资收到的现金（向大股东的定向增发）所流入的 104,900.00 万元，公司筹资活动仍净流出了 97,439.07 万元。

2013 年 1~3 月，公司经营活动现金流净额 6,241.57 万元，经营活动现金流状况略有改善。公司投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为-393.65 万元及-943.61 万元，投资支出进一步减少。

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

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，由于公司债务结构不够合理，流动负债占比较高，使得公司流动比率和速动比率均处于较低水平，2012 年底两项指标值分别为 0.93 及 0.36；截至 2013 年 3 月底，上述两项指标值分别提升至 0.95 及 0.38。公司现金短期债务比为 0.22 倍，公司有一定的短期支付压力。考虑到公司经营活动现金流规模较大，因此经营性现金的流入能够对短期债务形成一定的保护。

从长期偿债能力指标看，2012 年公司 EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比分别为 1.35 和 0.09，均处于较低水平，公司对全部债务的保障能力较弱。公司拥有较大规模的林业资产，考

虑到其未来具有保值增值性，一定程度上提升了公司对全部债务的保障能力。

截至 2013 年 3 月底，公司无对外担保事项，公司或有负债风险不大。

截至 2013 年 3 月底，公司无重大诉讼仲裁事项。

公司与多家商业银行建立了良好的合作关系，截至 2013 年 3 月 31 日，公司及控股子公司获得的 143.19 亿元银行授信额度中尚有 53.41 亿元未使用，公司间接融资能力较强。

总体看，公司目前债务负担较重，整体偿债能力一般。基于公司“林浆纸一体化”优势，以及良好的成本控制能力，未来随着行业景气度的回升，公司偿债能力有望得到提升。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2013 年 3 月底，公司债务总额为 1,063,565.79 万元。公司本次拟发行公司债规模 8.5 亿元，相对于目前公司的债务规模，本次债券发债额度不大，但债务负担进一步增加。

以 2013 年 3 月底的财务数据为基础，假设本次债券募集资金净额为 8.5 亿元，本次债券发行后，假定募集资金全部用于补充流动资金，在其他因素不变的情况下，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 70.61%、68.61% 和 46.77%，债务指标数值将处于较高水平。

总体来看，相对于公司目前的债务规模，本次债券的发行将使公司的债务负担有所加重。考虑到本次债券将有部分用于偿还银行贷款，这对于改善公司债务结构、降低财务费用具有一定的积极作用。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以 2012 年的财务数据为基础，公司 2012 年 EBITDA 为 87,515.30 万元，为本次公司债券发行额度（8.5 亿元）的 1.03 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度尚可。公司 2012 年经营活动产生的现金流入 378,057.34 万元，为本次公司债券发行额度（8.5 亿元）的 4.45 倍；公司经营活动现金流入量规模较大，对本次债券覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司规模、林浆纸一体化优势、装备水平、股东支持等因素，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

九、债权保护条款分析

1. 担保条款

根据诚通集团为本次债券向债券持有人出具的《担保函》，诚通集团为公司本次发行的不超过 8.5 亿元公司债券的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保人提供保证的范围包括本次债券的全部本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。

若本次债券为一次发行，担保人承担保证责任的期间为本次债券发行首日至本次债券到期日后六个月止。若本次债券为分期发行，担保人就各期债券承担保证责任的期间分别计算，分别为各期债券的发行首日至各期债券到期日后六个月止。债券持有人、债券受托管理人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，或其在保证期间主张债权后未在诉讼时效届满之前向担保人追偿的，担保人免除保证责任。

2. 担保人信用分析



(1) 诚通集团概况

中国诚通控股集团有限公司（以下简称“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 2012 年 9 月底，诚通集团注册资本为 58.20 亿元。

诚通集团是国务院国资委两家国有资产经营公司试点企业之一和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 2011 年底，诚通集团合并资产总额 651.01 亿元，负债合计 436.86 亿元，所有者权益（含少数股东权益）214.15 亿元。2011 年，诚通集团实现营业收入 650.09 亿元，净利润（含少数股东损益）9.19 亿元；经营活动产生的现金流量净额-6.47 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.50 亿元。

截至 2012 年 9 月底，诚通集团资产总额合计 721.80 亿元，负债合计 492.96 万元，所有者权益（含少数股东权益）合计 228.85 亿元；2012 年 1~9 月，诚通集团实现营业收入 533.00 亿元，净利润（含少数股东损益）3.02 亿元；经营活动产生的现金流量净额 11.05 亿元，现金及现金等价物净增加额 18.37 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) 规模与竞争力

诚通集团是国资委监管的大型中央企业集团，主营业务是资产经营管理、现代物流、综合贸易以及造纸等，是国资委首批中央企业建立和完善国有独资公司董事会试点企业和国有资产经营公司试点企业。诚通集团资产规模大，经营业绩突出，在由中国企业联合会、中国企业家协会主办的“2012 中国企业 500 强”排名中名列第 163 名，在“2012 中国服务业企业 500 强”排名中名列第 56 名，在行业内具有较高的市场地位。截至 2012 年，诚通集团旗下拥有 5 家上市公司（表 8）。

表 8 诚通集团下属上市公司

序号	企业名称	上市交易所	股票代码
1	中储发展股份有限公司	上海证券交易所	600787
2	中国诚通发展集团有限公司	香港主板	00217
3	佛山华新包装股份有限公司	深圳证券交易所	200986
4	广东冠豪高新技术股份有限公司	上海证券交易所	600433
5	岳阳林纸股份有限公司	上海证券交易所	600963

资料来源:公司提供

在资产经营管理方面，诚通集团是国务院国资委 2005 年 6 月确定的 2 家国有资产经营公司之一，承担央企重组的功能。自 2005 年以来，诚通集团陆续接收和托管了中国普天集团 8 户困难企业、中国寰岛集团、中国唱片总公司、中国国际企业合作公司、中国包装总公司和华诚投资管理有限公司，接收、托管三级以上的企业达 70 多户，人员 1.8 万人，接收账面资产 30.14 亿元。随着中央企业战略性布局和结构性调整的深入，预计将有更多的国有资产需要重新进行资源配置和处置，资产经营作为一种新型的企业运营模式，其发展具有较大的市场前景。诚通集团在资产经营工作方面已经积累了一定的实践经验，并且拥有一批具有专业素质的人才队伍，预计诚通集团在未来中央企业的布局和结构调整中将扮演举足轻重的作用。同时，诚通集团积极争取和利用国资委提供的资金、政策等配套措施和其他相关政策支持。2008 年获得国家资本金 20 亿元注入和 4.4 亿元中央企业改革重组补助资金，并争取到政策性破产财政补助资金近 3.5 亿。这标志着诚通集团的资产经营工作正式与国有资本经营预算衔接，为诚通集团实现资产经营公司发展战略提供了重要保障。预

计诚通集团未来将继续得到国资委的注资和拨款等支持。

在现代物流方面，目前诚通集团物流业务涵盖了仓储、运输、配送、国际代理、现货市场租赁、集装箱多式联运、仓单质押等多种业务模式。诚通集团拥有国内最大的仓储企业中国物资储运总公司，拥有全国最大、分布最广的集仓储、配送、信息一体化的物流配送、集装箱运输和金属分销网络，具备供应链管理综合服务能力。

在生产资料贸易方面，诚通集团依托遍布全国的物流中心，形成了物资销售和进出口代理等贸易活动与仓储、加工、配送物流业务相结合的运营模式，钢材、有色金属等产品贸易在市场上具备一定的竞争实力。

纸业方面，2010年4月，诚通集团在中国物资开发投资总公司的基础上，更名组建成立了中国纸业投资总公司（以下简称“中国纸业”）。2010年9月，中国纸业以发起设立方式整体改制重组泰格林纸集团为泰格林纸集团股份有限公司，并控股岳阳林纸股份有限公司。上述改制重组的完成，使得诚通集团纸品业务逐步形成林-浆-纸一体化，以无碳复写纸、热敏纸、涂布包装纸等高端纸产品为主、高中低互补的产品组合。据中国造纸协会统计，中国纸业2011年的造纸产量位居国内第七位，规模优势明显。

（3）管理概况

诚通集团是国务院国资委国有独资公司治理试点单位，设有董事会、监事会和经营层。根据国资委国有独资公司建立和完善董事会试点的要求，国资委已将考核的职权授予诚通集团董事会。监事会是国资委派驻企业的监督机构，代表股东对企业经营管理及企业效果进行独立的监督和评估，现由国资委外派监事6人和职工监事2人组成。诚通集团的法人治理结构较为完善，符合国有独资公司特点。

目前，诚通集团实行三级管理体制，诚通集团对二级子公司直接负责，再通过二级子公司对三级公司进行投资控股。目前，诚通集团下属企业运营主体较多，经营规模大小不一，还存在一定程度业务交叉的情况，以及管理链条过长的情况。结合未来业务整合以及内部组织机构调整，诚通集团计划逐步实现三级公司为成本控制中心，二级公司为运营和利润中心，集团本部成为战略管理中心。诚通集团注重内部管理，制定并落实各项管理办法。

财务预算管理方面，为保证经营活动的计划有序，加强成本费用支出的控制管理，分析考核诚通集团经营过程及成果，诚通集团制定了《财务预算管理办法》，对诚通集团的经营工作实行预算管理。为加强资金监管，提高系统资金的使用效率，保证系统资金运行安全，充分发挥系统资金的规模效益，诚通集团制定了《资金中心管理办法》。资金管理的基本任务是：在保证各成员单位资金所有权和支配权的基础上，对系统内各成员单位的资金实行集中统一管理。

投资管理方面，为保证诚通集团充分履行出资人职责，规范投资活动，加强投资管理，促进投资决策的科学性，提高投资收益，防范投资风险，根据相关法律和法规的规定，以及诚通集团现行的规章制度，诚通集团制定了《投资管理暂行办法》。明确了诚通集团的投资要遵循的四大原则，包括：突出主业原则、预算管理原则、收益性原则、适度分权原则。

总体上看，诚通集团的管理制度较为健全，内部管理较为规范，但在管理级次和业务链条方面仍有优化空间。

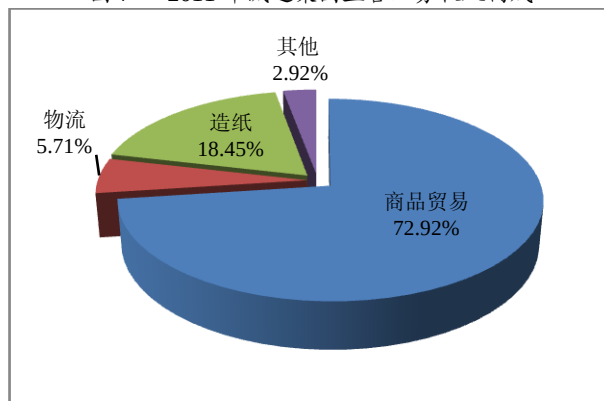
（4）经营概况

诚通集团主营业务为资产经营管理、物流业务、商品贸易和造纸业。2011年，诚通集团实现主营业务收入645.89亿元，同比增长46.76%。从2011年的收入结构看（图7），商品贸易业务占72.92%，物流业务占5.71%，造纸业务占18.45%；其中商品贸易业务、物流业务较上年占比下降8.50个和1.45

个百分点，造纸业务较上年占比增长7.81个百分点。2011年，诚通集团实现利润总额12.03亿元，较2010年增长45.82%；同期主营业务毛利率由2010年的5.96%上升至7.07%。

2012年1~9月，诚通集团实现主营业务收入529.00亿元，公司主营业务整体毛利率为5.68%。

图 7 2011 年诚通集团主营业务收入构成



数据来源：公司年报

资产经营业务

作为直接与国资委对接的资产经营试点平台，诚通集团总部负责战略分析、制定资产经营总体工作目标、提出企业重组工作计划、编制资产经营预算和组织指导重组有关工作，下属二级公司负责项目的具体实施。

国有资产经营业务政策性较强，政策的变动会给经营带来一定的不确定性，债务重组、整合孵化过程中也需要大量的过桥资金，虽然国资委对此给予了一定政策支持和专项拨款，但诚通集团在一定时点仍存在外部融资压力，具有一定的财务风险。

为规避上述风险，根据《关于选择中国诚通控股集团有限公司进行国有资产经营公司试点有关问题的通知》（国资厅改革[2005]116号）的要求，诚通集团对试点期间移交的企业或资产，单独建帐，独立核算，不作为诚通集团的资产合并报表，实现了诚通集团资产经营和产业经营分类建账、分别核算，减少了诚通集团的资产经营风险。

同时，诚通集团积极争取和利用国资委提供的资金、政策等配套措施和其他相关政策支持。2008年获得国家资本金20亿元注入和4.4亿元中央企业改革重组补助资金，并争取到政策性破产财政补助资金近3.5亿。这标志着诚通集团的资产经营工作正式与国有资本经营预算衔接，为诚通集团实现资产经营公司发展战略提供了重要保障。

商品贸易业务

诚通集团商品贸易业务主要由中国物资储运总公司和中国诚通金属（集团）公司负责经营，主要业务涉及钢铁、有色金属、贵金属、生铁炉料、煤炭等大宗生产资料。

诚通集团针对国家加强基础设施建设的机遇，扩大重点项目物资供应，由传统贸易商向综合服务提供商转变。同时，诚通集团凭借广泛的国内外贵金属购销渠道，积极推进铈粉、钨粉、钼粉和海绵钨等贵金属材料的销售工作；初步建立了以纸浆、有色金属为主的资源进口稳固渠道，为优化诚通集团贸易模式和产品结构提供了积极作用。

2011年，诚通集团实现商品贸易收入470.98亿元，同比增长31.44%。从收入结构看，前五大商品为钢材、有色金属、生铁炉料、贵金属和煤炭，占比分别为57.94%、20.34%、7.62%、6.63%和3.69%。同期，诚通集团商品贸易业务毛利率由2010年的2.16%小幅下降至1.75%。

2012年1~9月, 商品贸易实现收入和毛利润分别为390.60亿元和6.26亿元, 受国内经济增速放缓影响, 诚通集团商品贸易板块整体毛利率降至1.60%, 其中钢材、有色金属、贵金属、煤炭、生铁炉料及化工产品毛利率均出现不同程度下降, 分别降至1.63%、0.83%、0.17%、3.51%、2.76%和1.37%。

物流业务

诚通集团不断加强自身从仓储主导型向储运并重的综合物流方向转变, 国际货运代理业务等附加值较高的新型物流业务种类收入逐步提升, 诚通集团物流业务结构不断优化。

2011年, 诚通集团物流业务实现营业收入36.85亿元, 同比增长17.02%, 继续保持良好稳定的增长。从收入结构看, 仓储业务、装卸业务、运输配送业务、集装箱业务和国际货运代理业务仍为诚通集团物流业务前五大业务板块; 收入占比分别为15.47%、15.92%、18.52%、8.05%和26.52%。其中, 仓储业务、运输配送业务占比较上年增加1.16个和0.81个百分点, 装卸业务、集装箱业务和国际货运代理业务较上年分别下降1.06个、1.82个和1.14个百分点。2011年, 诚通集团物流业务毛利率由2010年的21.05%上升至22.86%。

2012年1~9月, 诚通集团物流业务实现收入29.81亿元, 毛利率22.48%, 诚通集团物流板块的收入和毛利水平较稳定。

造纸业务

2010年4月1日, 诚通集团在中国物资开发投资总公司的基础上, 更名组建成立了中国纸业投资总公司。2010年9月, 中国纸业以发起设立方式整体改制重组泰格林纸集团为泰格林纸集团股份有限公司, 并控股岳阳林纸股份有限公司。改制重组的完成, 使得诚通集团造纸业务逐步形成“林-浆-纸一体化”, 以无碳复写纸、热敏纸、涂布包装纸、轻量涂布纸、静电复印纸等高端纸产品为主、高中低互补的产品组合, 产品结构得到进一步完善。

2011年, 诚通集团造纸业务收入合计119.15亿元, 同比增长154.54%。增长主要来自泰格林纸改制完成, 于2011年作为三级子公司纳入合并报表所致。从收入结构看, 文化纸、白卡纸、包装纸、商品浆和特种纸为诚通集团造纸业务前五大销售商品, 收入占比分别为38.98%、24.24%、10.31%、9.36%和7.25%。同期, 诚通集团造纸业务的毛利率为17.19%, 较2010年的17.82%有所弱化, 但仍处于良好水平。

2012年1~9月, 诚通集团纸业板块实现营业收入87.25亿元, 同期实现毛利润12.86亿元, 受2012年以来纸品价格持续低迷影响, 诚通集团纸业板块毛利率降至14.74%。

其他业务

诚通集团其他业务板块收入规模较小, 主要为旅游业务、文化传媒以及国际业务等。2011年, 诚通集团其他业务收入合计18.90亿元, 较2010年显著增长。

金融业务方面, 诚通集团筹建的诚通财务有限责任公司(以下简称“诚通财务公司”)已于2012年5月25日获得银监复[2012]236号文《中国银监会关于诚通财务有限责任公司开业的批复》批准成立, 注册资金10.00亿元。诚通财务公司的批准成立将为诚通集团融资、资金管理提供有力帮助, 预计未来, 随着诚通财务公司的健康发展, 诚通集团整体融资成本有望进一步降低, 为诚通集团的整体发展提供有力支持。

总体看, 诚通集团不断优化商品贸易及物流业务结构, 相关业务收入及利润规模稳步提升; 同期, 中国纸业的组建成立, 使得诚通集团林浆纸业务产业链逐步完善, 带动造纸业务收入快速增长。预计未来随着诚通集团业务的结构升级, 产品结构的不断完善, 诚通集团有望继续保持稳定的经营态势。

（5）财务状况

诚通集团2009~2011年度财务报告经利安达会计师事务所有限责任公司审计，三年出具的均为标准无保留审计意见；2012年1-9月财务报告未经审计。2007年诚通集团开始执行财政部2006年2月15日颁布的《企业会计准则》。

截至2011年底，诚通集团合并资产总额651.01亿元，负债合计436.86亿元，所有者权益（含少数股东权益）214.15亿元。2011年，诚通集团实现营业收入650.09亿元，净利润（含少数股东损益）9.19亿元；经营活动产生的现金流量净额-6.47亿元，现金及现金等价物净增加额5.50亿元。

截至2012年9月底，诚通集团资产总额合计721.80亿元，负债合计492.96万元，所有者权益（含少数股东权益）合计228.85亿元；2012年1~9月，诚通集团实现营业收入533.00亿元，净利润（含少数股东损益）3.02亿元；经营活动产生的现金流量净额11.05亿元，现金及现金等价物净增加额18.37亿元。

资产

近几年随着诚通集团经营规模的不断扩张，诚通集团资产规模增长较快。2009年~2011年诚通集团资产总额年均增长率为51.66%，截至2011年底，诚通集团资产总额达651.01亿元。

截至2011年底，诚通集团的资产结构以流动资产为主（占比为54.20%），流动资产中货币资金、应收账款、预付款项和存货占比较大，分别占流动资产的23.95%、12.59%、16.42%和29.35%。截至2011年底，诚通集团分别计提了存货跌价准备和应收账款坏账准备1.21亿元和4.42亿元。诚通集团非流动资产中固定资产、无形资产和长期股权投资占比较大，分别占非流动资产的66.25%、9.81%和7.66%。

截至2012年9月底，诚通集团资产总额合计721.80亿元，较2011年底增长10.87%。其中流动资产合计428.27亿元，较2011年底增长21.37%，主要来自应收票据、预付款项、其他应收款及存货的增长；非流动资产合计293.54亿元，较2011年底下降1.55%，主要因长期股权投资减少所致。

总体看，诚通集团资产规模大，且呈快速增长的状态。

负债及所有者权益

诚通集团负债规模近几年增长较快。2009年~2011年，诚通集团负债合计年均增长率为68.65%，截至2011年底，诚通集团负债合计达436.86亿元。

截至2011年底，诚通集团的负债结构以流动负债为主（占比为67.69%），流动负债占比较高。诚通集团的流动负债以短期借款、应付票据、应付账款和预收款项为主，分别占流动负债的40.73%、16.79%、10.48%和11.78%。诚通集团的非流动负债以长期借款和应付债券为主，分别占非流动负债的46.85%和34.61%。截至2011年底，诚通集团资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为67.10%、34.93%和58.98%。

截至2012年9月底，诚通集团负债合计492.96亿元，较2011年底增长12.84%；其中流动负债占68.18%，非流动负债占31.82%。诚通集团债务结构较2011年底变化不大。

总体看，诚通集团负债规模较大、债务负担较重。

诚通集团根据财政部财企[2011]405号《财政部关于下达中国诚通控股集团有限公司2011年中央国有资本经营预算（拨款）的通知》，将收到的中央企业兼并重组专项资金5.00亿元及中央企业改革脱困补助支出2.60亿元作为增加国家资本金处理；截至2011年底，诚通集团实收资本合计58.20亿元。截至2011年底，诚通集团所有者权益合计214.15亿元，较上年增长45.01%；其中归属于母公司所有者权益合计98.96亿元，同比增长9.62%；少数股东权益合计115.19亿元，同比增长100.67%，少数股东权益的快速增长主要来自泰格林纸纳入合并报表所致。在归属于母公司所有者

权益中，实收资本占58.81%、资本公积占38.74%，未分配利润占4.39%，诚通集团所有者权益稳定性较好。

截至2012年9月底，诚通集团所有者权益合计228.85亿元（含少数股东权益118.78亿元），较2011年底增长6.82%；归属于母公司权益合计110.07亿元，较2011年底增长11.22%，其中实收资本较年初增长13.06%，主要由于股东增资所致。

总体看，诚通集团所有者权益结构稳定性好。

盈利能力

2011年诚通集团实现营业收入650.09亿元，较2010年增长39.06%；增长主要来自诚通集团原有业务经营规模增长以及重组泰格林纸，并将其纳入合并报表范围所致。同期，诚通集团营业成本同比增长37.45%，略低于营业收入增速。

2011年诚通集团期间费用合计占营业收入的6.26%，较2010年的4.38%增长1.89个百分点，诚通集团期间费用控制能力有所下降，但仍处于合理水平。

2011年诚通集团实现利润总额12.03亿元。受期间费用快速增长影响，诚通集团2011年实现营业利润5.97亿元，较2010年下降10.91%。其中投资收益合计3.75亿元，占诚通集团营业利润的62.80%，是诚通集团利润的主要来源。2011年，诚通集团营业外收入合计6.47亿元，主要为非流动资产处置利得2.39亿元和政府补助2.13亿元。

从盈利指标看，2011年诚通集团营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别由2010年的5.83%、3.85%和4.19%上升至6.83%、5.44%和5.08%。

2012年1~9月，诚通集团实现营业收入533.00亿元，净利润3.02亿元，营业利润率为6.04%，较2011年下降1.17个百分点。

总体看，诚通集团商品贸易、造纸及物流产业行业竞争程度较高，受宏观经济影响较大，导致诚通集团目前整体盈利水平一般。

现金流

从经营活动来看，2011年诚通集团经营活动产生的现金流入及流出分别为767.38亿元和773.85亿元，分别较上年增长44.57%和44.08%。2011年诚通集团经营活动产生的现金净流出了6.47亿元。2011年，诚通集团现金收入比为108.26%，较2010年下降0.29个百分点，诚通集团现金收入质量处于良好水平。

从投资活动来看，2011年投资活动现金流入34.82亿元，较上年大幅增长538.56%；主要为收到其他与投资活动有关的现金。同期，诚通集团投资活动现金流出合计39.52亿元，较2010年减少4.88%。2011年，诚通集团投资活动现金净流出了4.71亿元。

从筹资活动来看，2011年诚通集团筹资活动现金流入和流出分别为206.66亿元和189.94亿元。诚通集团的经营活动及投资活动对银行借款等外部融资存在一定的需求，2011年，诚通集团筹资活动现金净流入16.72亿元。

2012年1~9月，诚通集团经营活动现金流入合计586.87亿元，诚通集团经营活动现金流出合计575.82亿元。2012年1~9月，诚通集团经营活动现金流量净额为11.05亿元。同期，诚通集团投资活动现金净流出12.40亿元，筹资活动现金净流入19.65亿元。

总体看，诚通集团经营活动现金流入量规模大，诚通集团整体收入实现质量较好；诚通集团对外投资规模较大，对银行借款等外部筹资有一定需求。

偿债能力

从短期偿债能力指标看，2011年底，诚通集团流动比率和速动比率分别由年初的1.34和1.09

下降到1.19和0.84。2012年6月底，上述指标分别小幅上升至1.21和0.87，均处于较好水平。考虑到诚通集团现金类资产较为充裕且经营活动现金流入量规模大，能够满足短期资金周转，诚通集团短期偿债能力正常。

从长期偿债能力指标看，2011年，诚通集团EBITDA为38.31亿元，较2010年大幅增长115.10%；EBITDA利息倍数为2.74倍，较2010年的3.49倍有所下降；EBITDA全部债务为0.12，较2010年的0.11微幅上升。总体看，诚通集团长期偿债能力尚可。

截至2012年9月底，诚通集团共获银行授信额度562.03亿元，已使用262.05亿元，尚未使用299.98亿元，诚通集团间接融资渠道畅通。诚通集团下属的控股公司中储股份、粤华包、诚通发展、岳阳纸业为上市公司，直接融资渠道畅通。

依据以上分析，联合评级对诚通集团的主体长期信用评级为AAA，评级展望为稳定。

（6）债权保护效果

以诚通集团2012年9月底财务数据测算（假设本次发行规模为8.5亿元），本次公司债券发行规模占担保方诚通集团资产总额的1.18%和所有者权益总额的3.71%，整体占比很低，债券保护程度很高。

总体看，诚通集团作为大型央企，其资产规模大、担保实力强，其担保对于本次债券的到期还本付息具有积极的影响。

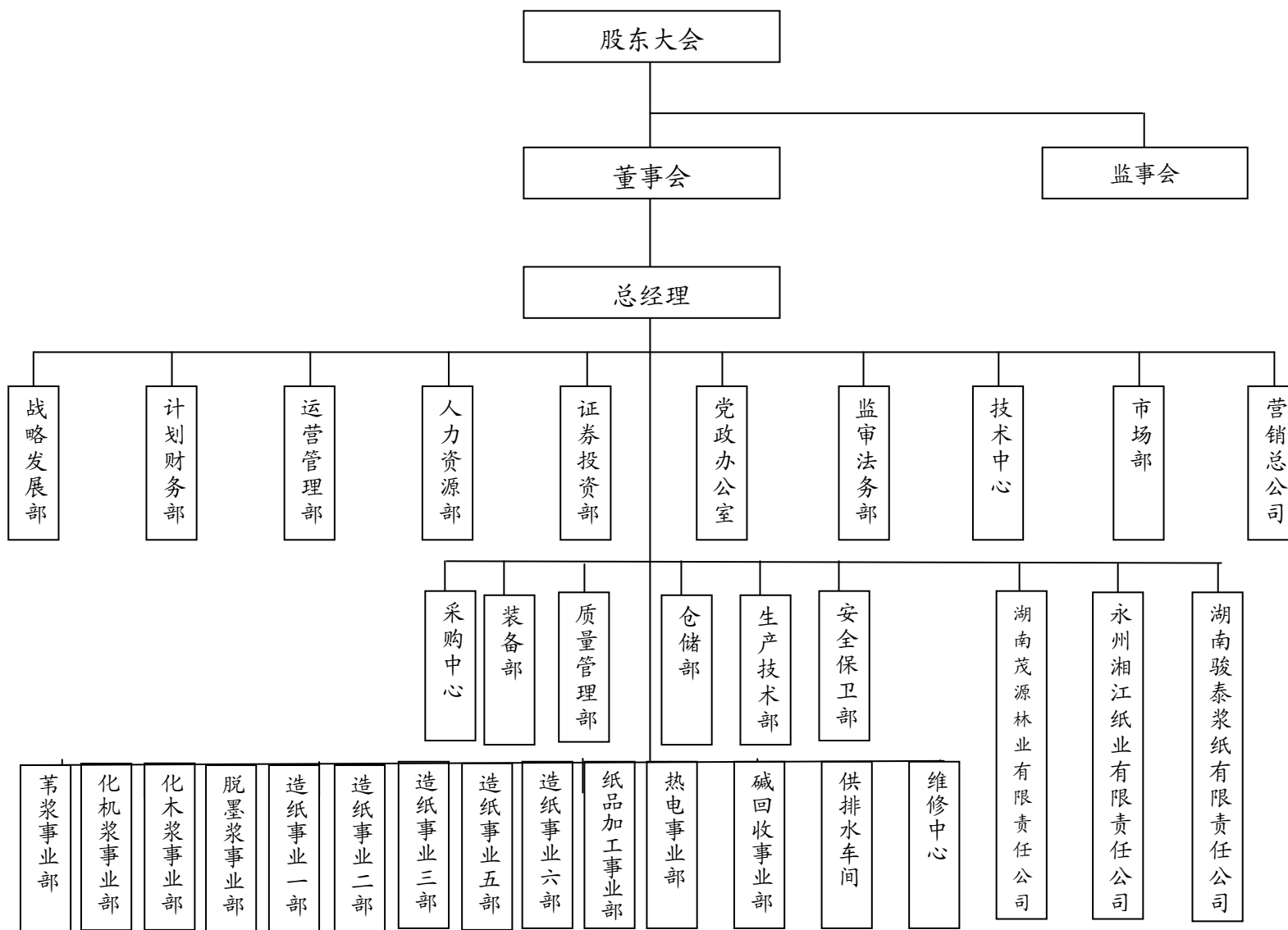
十、综合评价

公司有着50多年的经营历史，作为央企实际控制的国内大型文化用纸、工业用原纸及包装纸生产企业，公司在经营规模、林浆纸一体化、质量和品牌影响力、灵活转产能力、生产设备与工艺、环保与节能减排等方面具备一定的优势。联合评级同时也关注到造纸行业景气度低、市场竞争激烈、原材料价格波动以及持续增长的债务规模等因素可能对公司信用状况造成的不利影响。由于近年来造纸行业景气度下降，造纸产品价格呈现下跌态势，行业利润率水平整体走低，导致公司盈利水平呈下降状态，联合评级对公司的评级展望为“负面”。

本次债券由诚通集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，诚通集团作为大型央企，其资产规模大、担保实力强，其担保对于本次债券的到期还本付息具有积极的影响。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 岳阳林纸股份有限公司组织结构图



附件 2-1 岳阳林纸股份有限公司
2010 年~2013 年 3 月合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资产	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动资产：					
货币资金	239,141.77	115,186.78	66,542.41	-47.25	66,593.36
交易性金融资产					
应收票据	65,219.56	101,628.68	76,721.44	8.46	72,131.52
应收账款	52,813.92	86,066.04	86,761.92	28.17	122,810.71
预付款项	83,609.81	25,426.82	20,651.75	-50.30	20,659.51
应收利息					
应收股利					
其他应收款	15,559.30	6,490.26	4,594.47	-45.66	7,446.34
存货	321,194.91	385,766.06	429,567.23	15.65	451,278.63
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	1,322.36	8,262.86	15,458.75	241.91	14,613.36
流动资产合计	778,861.62	728,827.51	700,297.96	-5.18	755,533.44
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资					
投资性房地产					
固定资产	912,572.56	883,992.53	916,188.38	0.20	903,674.61
生产性生物资产					
油气资产					
在建工程	9,886.28	32,919.46	8,117.61	-9.39	9,105.76
工程物资	572.98	287.48	344.76	-22.43	343.32
固定资产清理					
无形资产	29,654.11	28,407.72	27,958.50	-2.90	27,824.64
开发支出					
商誉					
长期待摊费用					
递延所得税资产	2,474.94	2,672.07	6,918.22	67.19	6,918.22
其他非流动资产					
非流动资产合计	955,160.88	948,279.27	959,527.47	0.23	947,866.55
资产总计	1,734,022.50	1,677,106.78	1,659,825.43	-2.16	1,703,400.00

附件2-2 岳阳林纸股份有限公司

2010年~2013年3月合并资产负债表（负债及股东权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2010年	2011年	2012年	变动率(%)	2013年3月
流动负债：					
短期借款	226,640.22	317,795.98	348,981.68	24.09	383,447.89
交易性金融负债					
应付票据	128,241.52	115,953.78	102,827.41	-10.46	121,375.98
应付账款	112,084.26	119,990.78	80,140.13	-15.44	117,018.93
预收款项	16,281.88	5,663.28	6,046.77	-39.06	6,729.82
应付职工薪酬	2,567.95	3,019.73	1,636.01	-20.18	3,648.89
应交税费	5,479.85	4,070.72	4,339.57	-11.01	4,664.80
应付利息	1,423.77	2,061.17	4,060.29	68.87	2,149.40
应付股利					
其他应付款	7,572.90	78,803.32	10,257.34	16.38	21,800.05
一年内到期的非流动负债	64,647.87	104,471.00	86,220.00	15.49	71,220.00
其他流动负债	110,736.00	65,736.00	110,506.00	-0.10	60,506.00
流动负债合计	675,676.23	817,565.78	755,015.21	5.71	792,561.76
非流动负债：					
长期借款	515,869.17	397,008.76	360,849.95	-16.36	376,785.92
应付债券					
长期应付款					
专项应付款	353.52	353.52	353.52	0.00	353.52
预计负债					
递延所得税负债					
其他非流动负债	7,910.29	7,852.47	8,187.23	1.74	8,112.23
非流动负债合计	524,132.98	405,214.75	369,390.69	-16.05	385,251.67
负债合计	1,199,809.20	1,222,780.53	1,124,405.90	-3.19	1,177,813.43
所有者权益：					
股本	84,315.91	84,315.91	104,315.91	11.23	104,315.91
资本公积	391,437.34	298,282.27	382,830.43	-1.11	382,830.43
减：库存股					
专项储备					
盈余公积	14,159.90	14,159.90	14,159.90	0.00	14,159.90
未分配利润	44,104.15	57,386.84	33,885.01	-12.35	23,961.90
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	534,017.30	454,144.92	535,191.25	0.11	525,268.15
少数股东权益	196.00	181.33	228.27	7.92	318.42
所有者权益合计	534,213.30	454,326.25	535,419.53	0.11	525,586.56
负债和所有者权益总计	1,734,022.50	1,677,106.78	1,659,825.43	-2.16	1,703,400.00

附件 3 岳阳林纸股份有限公司
2010 年～2013 年 3 月合并利润表
 （单位：人民币万元）

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
一、营业收入	613,838.41	696,501.14	654,247.97	3.24	145,365.40
减：营业成本	485,186.43	564,749.71	555,707.57	7.02	130,071.06
营业税金及附加	2,429.21	3,956.21	2,827.70	7.89	567.69
销售费用	20,225.86	23,573.46	27,526.72	16.66	6,283.60
管理费用	41,970.61	45,258.58	38,898.62	-3.73	8,974.53
财务费用	40,885.79	52,219.69	60,961.57	22.11	12,203.69
资产减值损失	-854.45	-2,552.53	2,157.69	--	-2,021.97
加：公允价值变动收益					
投资收益					
其中：对联营企业和合营企业的 投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	23,994.95	9,296.02	-33,831.90	--	-10,713.19
加：营业外收入	7,598.51	7,401.51	8,136.20	3.48	938.77
减：营业外支出	323.89	531.22	247.35	-12.61	58.54
其中：非流动资产处置损失	224.83	427.17	60.74	-48.02	0.00
三、利润总额	31,269.58	16,166.31	-25,943.04	--	-9,832.96
减：所得税费用	4,539.85	790.39	-4,174.47	--	0.00
四、净利润	26,729.73	15,375.92	-21,768.57	--	-9,832.96
其中：归属于母公司所有者的净利润	26,729.73	15,390.59	-21,815.51	--	-9,923.10
少数股东损益	0.00	-14.67	46.94	--	90.14

附件 4 岳阳林纸股份有限公司
 2010 年~2013 年 3 月合并现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	610,426.94	584,842.38	369,426.78	-22.21	97,250.64
收到的税费返还	526.39	1,102.10	108.75	-54.55	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	60,270.78	22,694.13	8,521.81	-62.40	7,788.71
经营活动现金流入小计	671,224.11	608,638.60	378,057.34	-24.95	105,039.36
购买商品、接受劳务支付的现金	487,505.54	447,505.22	261,378.74	-26.78	81,204.88
支付给职工以及为职工支付的现金	27,356.15	31,394.53	31,813.00	7.84	6,278.23
支付的各项税费	25,946.48	43,646.46	33,200.44	13.12	8,176.36
支付其他与经营活动有关的现金	44,304.30	51,728.72	49,507.99	5.71	3,138.32
经营活动现金流出小计	585,112.47	574,274.93	375,900.17	-19.85	98,797.79
经营活动产生的现金流量净额	86,111.63	34,363.67	2,157.17	-84.17	6,241.57
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金					
取得投资收益收到的现金					
处置固定资产等长期资产收回的现金净额	343.50	258.61	91.98	-48.25	0.00
处置子公司等收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金	1,502.40	699.00	1,108.00	-14.12	0.00
投资活动现金流入小计	1,845.90	957.61	1,199.98	-19.37	0.00
购建固定资产等长期资产支付的现金	72,258.96	38,397.66	33,922.35	-31.48	393.65
投资支付的现金	47,900.00	48,502.70	0.00	-100.00	0.00
取得子公司等单位支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	120,158.96	86,900.36	33,922.35	-46.87	393.65
投资活动产生的现金流量净额	-118,313.06	-85,942.75	-32,722.37	-47.41	-393.65
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	143,874.61	0.00	104,900.00	-14.61	0.00
发行债券所收到的现金	110,000.00	65,000.00	45,000.00	-36.04	0.00
取得借款收到的现金	320,792.38	395,083.96	551,218.85	31.08	194,202.08
收到其他与筹资活动有关的现金	73,040.00	97,891.12	155,703.87	46.01	30,110.14
筹资活动现金流入小计	647,706.99	557,975.07	856,822.72	15.02	224,312.22
偿还债务支付的现金	400,506.34	487,037.61	574,137.30	19.73	194,757.83
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	54,174.84	64,779.85	63,913.86	8.62	10,489.45
支付其他与筹资活动有关的现金	24,391.28	57,422.00	226,232.49	204.55	20,008.56
筹资活动现金流出小计	479,072.47	609,239.46	864,283.65	34.32	225,255.83
筹资活动产生的现金流量净额	168,634.52	-51,264.39	-7,460.93	--	-943.61
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	51.46	-216.03	659.39	257.95	146.66
五、现金及现金等价物净增加额	136,484.56	-103,059.50	-37,366.74	--	5,050.96
加: 期初现金及现金等价物余额	55,174.09	191,658.65	88,599.15	26.72	61,542.40
六、期末现金及现金等价物余额	191,658.65	88,599.15	51,232.41	-48.30	66,593.36

附件 5 岳阳林纸股份有限公司
2010 年～2012 年合并现金流量表补充资料
(单位：人民币万元)

补充资料	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
将净利润调节为经营活动现金流量：				
净利润	26,729.73	15,375.92	-21,768.57	--
加：资产减值准备	-854.45	-2,552.53	2,157.69	--
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	50,186.88	56,829.30	50,744.74	0.55
无形资产摊销	623.53	695.84	670.59	3.71
长期待摊费用摊销				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-135.33	327.95	-82.86	-21.75
固定资产报废损失				
公允价值变动损失				
财务费用	43,937.46	54,149.84	53,438.63	10.28
投资损失				
递延所得税资产减少	2,830.07	-197.13	-4,246.15	--
递延所得税负债增加				
存货的减少	-32,428.69	-57,532.32	-35,959.04	5.30
经营性应收项目的减少	-4,909.84	-106,705.98	23,513.57	--
经营性应付项目的增加	-593.29	73,215.98	-66,311.43	957.21
其他	725.57	756.81	0.00	-100.00
经营活动产生的现金流量净额	86,111.63	34,363.67	2,157.17	-84.17

附件 6 岳阳林纸股份有限公司

主要财务指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 3 月
经营效率				
应收账款周转次数(次)	13.39	9.59	7.37	1.38
存货周转次数(次)	1.60	1.60	1.36	0.31
总资产周转次数(次)	0.38	0.41	0.39	0.09
现金收入比率(%)	99.44	83.97	56.47	66.90
盈利能力				
总资本收益率(%)	5.28	4.86	2.68	-0.65
总资产报酬率(%)	4.65	4.12	2.16	-0.58
净资产收益率(%)	5.95	3.11	-4.40	-2.01
主营业务毛利率(%)	21.08	19.96	15.01	--
营业利润率(%)	20.56	18.35	14.63	10.13
费用收入比(%)	16.79	17.38	19.47	18.89
财务构成				
资产负债率(%)	69.19	72.91	67.74	69.14
全部债务资本化比率(%)	66.20	68.78	65.34	66.93
长期债务资本化比率(%)	49.13	46.63	40.26	41.76
偿债能力				
EBITDA 利息倍数(倍)	2.23	2.00	1.35	--
EBITDA 全部债务比(倍)	0.12	0.13	0.09	--
经营现金债务保护倍数(倍)	0.08	0.03	0.002	0.01
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.03	-0.05	-0.03	0.01
流动比率(倍)	1.15	0.89	0.93	0.95
速动比率(倍)	0.68	0.42	0.36	0.38
现金短期债务比(倍)	0.57	0.36	0.22	0.20
经营现金流动负债比率(%)	12.74	4.20	0.29	0.79
经营现金利息偿还能力(倍)	0.54	0.54	0.03	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-0.57	-0.81	-0.47	--
本期公司债券偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.48	1.50	1.03	--

注：2013 年一季度相关指标未年化。

附件 7-1 中国诚通控股集团有限公司
2009 年～2012 年 9 月合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币亿元）

资产	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动资产：					
货币资金	56.01	74.24	84.50	22.83	93.87
交易性金融资产	0.13	0.34	0.25	41.74	0.37
应收票据	10.05	12.37	29.46	71.24	42.91
应收账款	23.78	24.04	44.42	36.67	50.18
预付款项	35.25	50.24	57.93	28.19	69.97
应收利息	0.15	0.10	0.01	-81.50	0.37
应收股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01
其他应收款	13.88	27.88	29.87	46.72	48.57
存货	34.56	44.86	103.56	73.09	114.82
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	0.03	6.19	2.86	930.92	7.12
流动资产合计	173.83	240.24	352.85	42.47	428.27
非流动资产：					
可供出售金融资产	13.31	17.44	12.11	-4.59	11.57
持有至到期投资	0.00	0.02	0.05	--	0.03
长期应收款	0.00	0.00	0.09	--	0.02
长期股权投资	5.32	6.26	22.84	107.26	15.62
投资性房地产	4.02	9.86	10.00	57.74	9.17
固定资产	70.86	87.92	197.54	66.97	197.78
在建工程	1.48	4.00	13.24	198.81	16.56
工程物资	0.01	0.08	0.45	522.13	0.14
固定资产清理	0.01	0.01	0.00	-53.04	0.06
无形资产	9.36	10.78	29.26	76.81	30.43
开发支出					
商誉	2.95	3.12	9.04	74.94	8.55
长期待摊费用	0.23	0.77	0.33	19.82	0.42
递延所得税资产	1.68	2.41	3.21	38.05	3.18
其他非流动资产	0.00	0.50	0.00	--	
非流动资产合计	109.23	143.17	298.16	65.22	293.54
资产总计	283.06	383.42	651.01	51.66	721.80

附件 7-2 中国诚通控股集团有限公司
2009 年～2012 年 9 月合并资产负债表（负债及股东权益）

（单位：人民币亿元）

负债和所有者权益	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动负债：					
短期借款	45.42	64.61	120.45	62.85	116.26
交易性金融负债	0.00	0.02	0.03	--	0.01
应付票据	43.62	46.43	49.65	6.68	80.60
应付账款	10.85	12.00	31.01	69.01	29.25
预收款项	18.69	28.73	34.85	36.53	35.79
应付职工薪酬	1.54	2.00	3.03	40.47	2.22
应交税费	-1.22	-0.96	-1.25	1.36	-2.84
应付利息	0.02	0.60	2.55	1,115.74	2.11
应付股利	0.00	0.00	0.15	--	0.79
其他应付款	15.20	20.07	24.96	28.12	31.63
一年内到期的非流动负债	1.80	5.28	22.83	256.16	28.23
其他流动负债	0.11	0.00	7.48	711.94	12.06
流动负债合计	136.04	178.77	295.72	47.44	336.11
非流动负债：					
长期借款	5.86	14.88	66.12	235.86	65.20
应付债券	5.00	35.75	48.85	212.56	65.29
长期应付款	0.90	0.15	9.24	220.28	9.28
专项应付款	2.44	2.76	11.40	115.98	12.64
预计负债	0.50	0.96	1.84	92.61	1.21
递延所得税负债	2.74	2.20	0.98	-40.36	0.86
其他非流动负债	0.10	0.27	2.72	425.45	2.36
非流动负债合计	17.54	56.96	141.14	183.65	156.85
负债合计	153.59	235.74	436.86	68.65	492.96
所有者权益：					
股本	25.60	50.60	58.20	50.78	65.80
资本公积	51.03	38.81	38.33	-13.32	40.96
减：库存股					
专项储备					
盈余公积	0.00	0.00	0.00	--	
未分配利润	0.18	1.77	4.34	389.18	3.30
外币报表折算差额	-0.50	-0.91	-1.91	94.70	
归属于母公司所有者权益合计	76.30	90.28	98.96	13.88	110.07
少数股东权益	53.17	57.40	115.19	47.19	118.78
所有者权益合计	129.47	147.68	214.15	28.61	228.85
负债和所有者权益总计	283.06	383.42	651.01	51.66	721.80

附件 8 中国诚通控股集团有限公司

2009 年~2012 年 9 月合并利润表

(单位: 人民币亿元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
一、营业收入	334.31	467.50	650.09	39.45	533.00
减: 营业成本	315.99	439.03	603.46	38.19	501.40
营业税金及附加	0.99	1.22	2.24	50.06	1.44
销售费用	4.22	6.41	9.44	49.53	7.39
管理费用	6.78	9.82	18.25	64.07	13.34
财务费用	2.37	4.22	13.03	134.34	12.11
资产减值损失	1.50	2.71	1.37	-4.63	-0.14
加: 公允价值变动收益	0.02	0.27	-0.09	--	0.08
投资收益	1.99	2.35	3.75	37.35	4.09
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	0.63	0.51	--	0.41
汇兑收益					
二、营业利润	4.46	6.70	5.97	15.70	1.63
加: 营业外收入	1.41	2.61	6.47	114.51	3.57
减: 营业外支出	0.39	1.06	0.41	1.88	0.10
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额	5.47	8.25	12.03	48.27	5.09
减: 所得税费用	1.11	2.45	2.84	59.92	2.07
四、净利润	4.36	5.80	9.19	45.15	3.02

附件 9 中国诚通控股集团有限公司
2009 年~2012 年 9 月合并现金流量表
 （单位：人民币亿元）

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
一、经营活动产生的现金流量：					
销售商品、提供劳务收到的现金	381.66	507.55	703.82	35.80	534.66
收到的税费返还	0.30	1.00	1.31	107.86	6.57
收到其他与经营活动有关的现金	27.78	22.27	62.25	49.68	45.64
经营活动现金流入小计	409.74	530.82	767.38	36.85	586.87
购买商品、接受劳务支付的现金	352.86	484.30	677.36	38.55	489.16
支付给职工以及为职工支付的现金	8.13	11.73	19.64	55.42	20.98
支付的各项税费	5.63	9.93	15.44	65.61	18.51
支付其他与经营活动有关的现金	38.30	31.13	61.41	26.63	47.17
经营活动现金流出小计	404.92	537.10	773.85	38.24	575.82
经营活动产生的现金流量净额	4.83	-6.28	-6.47	--	11.05
二、投资活动产生的现金流量：					
收回投资收到的现金	1.51	1.87	4.06	64.03	0.75
取得投资收益收到的现金	0.63	0.75	2.48	97.89	1.17
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.78	0.50	1.69	47.04	1.33
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	4.80	1.75	0.00	-98.99	0.40
收到其他与投资活动有关的现金	3.60	0.58	26.58	171.88	0.32
投资活动现金流入小计	11.33	5.45	34.82	75.33	3.97
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	4.39	9.21	22.42	125.93	10.08
投资支付的现金	3.68	10.74	15.86	107.57	5.86
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	2.06	8.73	0.00	-100.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.64	12.87	1.24	38.92	0.44
投资活动现金流出小计	10.78	41.55	39.52	91.46	16.37
投资活动产生的现金流量净额	0.54	-36.10	-4.71	--	-12.40
三、筹资活动产生的现金流量：					
吸收投资收到的现金	5.74	6.30	12.32	46.53	17.90
发行债券所收到的现金					
取得借款收到的现金	79.88	138.87	191.53	54.85	152.59
收到其他与筹资活动有关的现金	1.55	2.92	2.80	34.27	2.40
筹资活动现金流入小计	87.17	148.09	206.66	53.97	172.89
偿还债务支付的现金	80.69	83.75	167.74	44.18	138.04
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	3.14	4.71	15.88	124.98	14.79
支付其他与筹资活动有关的现金	0.18	2.01	6.31	487.96	0.41
筹资活动现金流出小计	84.01	90.47	189.94	50.36	153.24
筹资活动产生的现金流量净额	3.16	57.62	16.72	129.86	19.65
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-0.04	-0.10	-0.04	1.85	0.06
五、现金及现金等价物净增加额	8.50	15.15	5.50	-19.55	18.37
加：期初现金及现金等价物余额	46.22	57.69	76.05	28.27	84.70
六、期末现金及现金等价物余额	54.72	72.84	81.55	22.08	103.06

附件 10 中国诚通控股集团有限公司
2009 年~2011 年合并现金流量表补充资料
(单位: 人民币亿元)

补充资料	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	4.36	5.80	9.19	45.15
加: 资产减值准备	1.50	2.71	1.37	-4.63
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	8.05	4.29	11.90	21.57
无形资产摊销	0.39	0.38	0.77	40.32
长期待摊费用摊销	0.08	0.18	0.06	-12.40
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-0.41	-0.07	-2.28	136.78
固定资产报废损失				
公允价值变动损失	-0.02	-0.27	0.09	--
财务费用	2.94	5.10	13.99	118.09
投资损失	-1.99	-1.90	-3.75	37.35
递延所得税资产减少	-0.20	-0.52	-0.28	17.01
递延所得税负债增加	-0.05	0.35	-0.15	64.83
存货的减少	-8.38	-14.28	-23.81	68.54
经营性应收项目的减少	-4.92	-4.01	-68.90	274.11
经营性应付项目的增加	3.48	-4.04	55.34	298.72
其他				
经营活动产生的现金流量净额	4.83	-6.28	-6.47	--

附件 11 中国诚通控股集团有限公司 主要财务指标

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 9 月
经营效率				
应收账款周转次数(次)	15.33	17.75	17.26	--
存货周转次数(次)	9.89	10.80	8.02	--
总资产周转次数(次)	1.31	1.40	1.26	0.78
现金收入比率(%)	114.16	108.57	108.26	100.31
盈利能力				
总资本收益率(%)	3.60	3.84	5.44	--
总资产报酬率(%)	3.29	3.89	4.95	--
净资产收益率(%)	3.84	4.19	5.08	1.36
主营业务毛利率(%)	5.59	5.96	7.07	--
营业利润率(%)	5.18	5.83	6.83	5.66
费用收入比(%)	4.00	4.38	6.26	6.16
财务构成				
资产负债率(%)	54.26	61.48	67.10	68.30
全部债务资本化比率(%)	44.21	53.09	58.98	37.92
长期债务资本化比率(%)	8.33	25.59	34.93	37.92
偿债能力				
EBITDA 利息倍数(倍)	5.76	3.78	2.74	--
EBITDA 全部债务比(倍)	0.16	0.11	0.12	--
经营现金债务保护倍数(倍)	0.05	-0.04	-0.02	0.08
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.05	-0.25	-0.04	-0.01
流动比率(倍)	1.28	1.34	1.19	1.27
速动比率(倍)	1.02	1.09	0.84	0.93
现金短期债务比(倍)	0.73	0.75	0.59	0.61
经营现金流动负债比率(%)	3.55	-3.51	-2.19	3.29
经营现金利息偿还能力(倍)	1.64	-1.33	-0.46	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	1.83	-8.31	-0.80	--
本期公司债券偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.99	2.10	4.51	--

注：1、2012 年 1-9 月财务报告未经审计，相关指标未年化。

2、诚通集团未提供 2012 年 1-9 月现金流量补充资料表、存货跌价准备、利息支出等资料，因此相关指标未计算。

附件 12 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	
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)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期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 / 本期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 / 本期公司债券到期偿还额

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+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 13 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。

联合信用评级有限公司关于 岳阳林纸股份有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本期债券存续期内，每年对岳阳林纸股份有限公司 2012 年公司债券进行一次定期跟踪评级，并在本期债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

岳阳林纸股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。岳阳林纸股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

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

如岳阳林纸股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至岳阳林纸股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站予以公布，并同时报送岳阳林纸股份有限公司、监管部门、交易机构等。

