

跟踪评级公告

联合[2016] 595 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将岳阳林纸股份有限公司主体长期信用等级由AA调整为AA⁻，评级展望由负面调整为稳定，维持“15岳纸CP002”和“15岳纸CP003” A-1的信用等级。

特此公告。



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

岳阳林纸股份有限公司短期融资券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁻ 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA 评级展望: 负面

债项信用

名 称	额 度	存续期	跟踪评 级结果	上次评 级结果
15 岳纸 CP002	3 亿元	2015/10/30- 2016/10/30	A-1	A-1
15 岳纸 CP003	6 亿元	2015/12/10- 2016/12/10	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2016 年 4 月 29 日

财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
现金类资产(亿元)	16.60	5.69	8.34	7.20
资产总额(亿元)	173.28	166.08	155.50	152.07
所有者权益(亿元)	53.71	53.79	52.25	52.29
短期债务(亿元)	75.72	66.58	55.05	51.43
全部债务(亿元)	103.30	97.74	82.49	80.62
营业收入(亿元)	66.10	65.83	59.29	9.97
利润总额(亿元)	0.34	0.49	-3.79	0.07
EBITDA(亿元)	11.23	11.52	5.96	--
经营性净现金流(亿元)	2.39	16.17	0.10	-2.36
营业利润率(%)	14.53	13.13	13.10	18.56
净资产收益率(%)	0.36	0.25	-7.46	--
资产负债率(%)	69.00	67.61	66.40	65.61
全部债务资本化比率(%)	65.79	64.50	61.22	60.66
流动比率(%)	88.46	88.84	98.70	102.70
全部债务/EBITDA(倍)	9.20	8.49	13.83	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.08	2.13	1.38	--
经营现金流/流动负债(%)	2.62	19.38	0.13	--

注: 1. 2013~2015 年底现金类资产已扣除受限资金, 2016 年 3 月底现金类资产未扣除受限资金; 2. 短期债务已包含“其他流动负债”中的短期融资券; 3. 长期债务已包含“长期应付款”中的有息债务。

分析师

王 慧 张 钰

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 岳阳林纸股份有限公司(以下简称“公司”)作为国内大型国有控股制浆、造纸企业, 在生产规模、装备技术、产品多元化以及掌握上游资源等方面保持了综合优势。

2015 年 10 月 31 日, 公司与控股股东泰格林纸集团股份有限公司(以下简称“泰格林纸”)进行资产置换, 将公司持有的湖南骏泰浆纸有限责任公司(以下简称“骏泰浆纸”)100%股权置换给泰格林纸。由于公司过往亏损主要来源于骏泰浆纸, 因此, 该资产置换的完成有望缓解公司未来的亏损压力。

同时, 联合资信也关注到, 造纸行业产能过剩, 溶解浆市场景气度低等因素导致公司连续发生经营亏损。2015 年公司子公司永州湘江纸业有限责任公司(以下简称“湘江纸业”)的停工搬迁对公司的产能和收入也造成一定影响。

综合分析, 联合资信将公司主体长期信用等级由 AA 调整为 AA⁻, 评级展望由负面调整为稳定, 维持“15 岳纸 CP002”和“15 岳纸 CP003” A-1 的信用等级。

优势

1. 公司具备较大的产能规模, 产品品种多元化, 有助于应对单一产品市场波动风险。
2. 跟踪期内, 公司债务规模下降, 债务负担有所减轻。
3. 跟踪期内, 公司与控股股东完成资产置换, 有利于缓解未来亏损压力。

关注

1. 造纸行业产能过剩, 行业景气度低, 公司连续发生经营亏损。
2. 跟踪期内, 公司子公司湘江纸业停工搬迁对公司收入造成一定影响。
3. 公司主业盈利能力弱, 利润对营业外收入依赖程度高。

4. 跟踪期内，公司短期债务规模大，存在一定短期偿付压力。

信用评级报告声明

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

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因岳阳林纸股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由岳阳林纸股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“15 岳纸 CP002”、“15 岳纸 CP003”到期兑付日有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求,按照联合资信评估有限公司关于岳阳林纸股份有限公司主体长期信用及“15 岳纸 CP002”和“15 岳纸 CP003”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

岳阳林纸股份有限公司(以下简称“公司”)是经湖南省人民政府湘政函(2000)149 号《湖南省人民政府关于同意设立岳阳纸业股份有限公司的批复》批准,由湖南省岳阳纸业集团有限责任公司(后更名为湖南泰格林纸集团有限责任公司、重组改制为泰格林纸集团股份有限公司)作为主发起人,联合中国华融资产管理公司、湖南省造纸研究所、湖南轻工研究所等,以发起方式于 2000 年 9 月设立的股份有限公司。2004 年 5 月,公司以定价配售方式发行普通股股票,并在上海证券交易所挂牌交易(岳阳纸业;SH.600963)。2011 年 4 月 14 日,经岳阳市工商行政管理局核准,公司更为现名。经中国证监会证监许可[2012]1562 号文核准,公司于 2012 年 12 月 11 日向泰格林纸集团股份有限公司(以下简称“泰格林纸”)非公开发行人民币普通股 2 亿股,每股发行价格 5.32 元。截至 2015 年底,公司注册资本 10.43 亿元,其中泰格林纸持有 37.34%,是公司的控股股东,中国诚通控股集团有限公司为公司实际控制人(股权关系详见附件 1-1)。

公司的营业范围包括:纸浆、机制纸的制造、销售,制浆造纸相关商品、煤炭贸易及对泰格林纸及其子公司的水、电、汽的供应。经营公司自产产品及技术的出口业务;经营自产所需的原辅材料、仪器仪表、机械设备、零配件及技术的进口业务(国家限定公司经营和国家禁止进口的商品及技术除外);经营进料加工和“三来一补”业务。

截至 2015 年底,公司设财务管理中心、人力资源中心、证券投资部和运营管理中心等

12 个综合管理部门,并拥有 7 家一级全资子公司、3 家分公司(见附件 1-2)。

截至 2015 年底,公司合并资产总额 155.50 亿元,所有者权益 52.25 亿元(无少数股东权益);2015 年,公司实现营业收入 59.29 亿元,利润总额-3.89 亿元。

截至 2016 年 3 月底,公司合并资产总额 152.07 亿元,所有者权益 52.29 亿元(无少数股东权益);2016 年 1~3 月,公司实现营业收入 9.97 亿元,利润总额 0.07 亿元。

公司注册地址:湖南省岳阳市岳阳楼区城陵矶光明路;法定代表人:黄欣。

三、宏观经济和政策环境

2015 年,中国经济步入“新常态”发展阶段,全年 GDP 同比实际增长 6.9%,增速创 25 年新低,第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看,2015 年,中国消费需求整体上较为平稳,固定资产投资增速持续下滑,进出口呈现双降趋势;同时,全国居民消费价格指数(CPI)六年来首次落入“1”时代,工业生产者出厂价格指数(PPI)和工业生产者购进价格指数(PPIRM)处于较低水平,制造业采购经理指数(PMI)仍在荣枯线以下,显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下,中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算,2015 年,中国国内生产总值(GDP)67.7 万亿元,同比实际增长 6.9%,增速创 25 年新低;分季度看, GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9% 和 6.8%,经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长,但第三产业同比增速有所提高,表明中国在经济增速换挡期内,产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看,2015 年,市场销售增速走势较为平稳,固定资产投资增速回落较大,进出口增速回落。社会消费品零售总额 30.10 万亿元,同比增长 10.70%。固定资

产投资（不含农户）55.20万亿元，比上年名义增长10.00%（扣除价格因素实际增长12.00%）。全年进出口总额4.00万亿元人民币，比上年下降8.00%。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。

2015年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金5200亿元、213亿元和10811.89亿元，向市场注入流动性。此外，自2015年10月起，央行在上海、江苏等11省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至2015年末，共向31家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款49.73亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2016年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长6.5%~7.0%，居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

四、行业及区域经济环境

1. 行业现状

2014年以来，中国纸品消费市场整体仍实现了一定增长，但延续了增速放缓的态势。由于宏观经济景气度偏低，下游需求短期内难以消化近年来集中释放的新增产能，造纸行业竞争激烈，产品价格持续走低，毛利率下降，期间费用高企等多重因素导致相关企业利润空间收窄。包装、印刷等传统工业消费领域增长乏力，纸品需求持续低迷，造纸行业投资速度和扩张速度持续放缓，全行业过剩产能需要一定时间逐步消化。

根据Wind资讯统计，2014年中国造纸行业企业2962家，较2013年增加28家，基本保持稳定。机制纸及纸板产量11785.80万吨，同比增长2.36%；消费量11605.70万吨，同比增长0.73%。2014年造纸行业主营业务收入7879.42亿元，同比增长4.03%；产成品库存319.56亿元，同比增长7.30%；利润总额361.91亿元，同比下降3.21%；资产总计9432.11亿元，同比增长4.63%；负债总额5522.45亿元，同比增长5.26%；在统计的2962家造纸生产企业中，亏损企业有376家（占12.69%），亏损额59.52亿元，同比增长13.13%。

根据Wind资讯统计，截至2015年9月底，中国造纸行业企业2766家，较2014年底减少196家，造纸企业数量下降明显。机制纸及纸板产量8782.21万吨，同比增长0.96%；销量8646.60万吨，同比增长0.17%。2015年前三季度造纸行业主营业务收入5831.58亿元，同比增长2.66%；产成品库存33.23亿元，同比增长2.52%；应收账款868.63亿元，同比增长8.58%；利润总额236.26亿元，同比增长8.33%；资产总计9675.33亿元，同比增长4.93%；负债总额5732.45亿元，同比增长7.00%；在统计的2766家造纸生产企业中，亏损企业有422家（占15.26%），亏损额52.15亿元，同比增长5.45%。

目前，中国国内造纸行业不景气，纸制品

价格整体呈现下滑趋势。铜版纸方面，2014 年以来铜版纸总体呈现底部平稳运行走势。双胶纸方面，2014 年以来双胶纸价格始终在历史低位窄幅波动，需求乏力使得上涨缺乏动力，成本因素又限制了价格继续下行的空间。截至 2015 年底，双胶纸行情基本稳定，市场成交气氛冷清。总体看，虽上游木浆价格有所回落导致成本面松动，但供给侧产能过剩导致，需求面未见明显提升，未来前景尚不明朗。白板纸方面，根据中国造纸行业协会提供数据显示，2013 年以来，白纸板市场受经济大环境影响较大，加上江苏、江西等地一些白纸板产能的释放，使得市场竞争加剧，生产运行困难的企业增多，有部分中小型企业由于种种原因出现被迫停产、减产情况，这一问题在灰底白纸板生产企业中比较明显。2015 年，白纸板生产情况变化不大，但市场受经济大环境影响，竞争加剧，价格低迷。据统计，2014 年国内白板纸全年生产量 1395 万吨，同比增长 2.57%；出口量 158 万吨，同比增长 36.21%；进口量 64 万吨，同比下降 3.03%；全年消费量 1301 万吨，同比下降 0.69%。2015 年 1~9 月白板纸累计进口量 47.29 万吨，同比下降 5.25%，累计出口量 118.57 万吨，同比增长 2.63%。箱纸板和瓦楞原纸方面，2013 年以来，箱纸板和瓦楞原纸市场基本平稳，受经济环境的影响，中国各类商品出口增速下降，市场需求减弱，竞争激烈，大中型生产企业新增产能较多，竞争优势明显，而中小型企业受生产成本及政策等方面影响，困难增多，处境艰难，此外，2014 年工信部公布的两批各地淘汰落后的 460 万吨造纸产能中大部分是瓦楞原纸和箱纸板企业。2015 年，中国经济仍然保持 7% 左右增长，其中第一产业和第二产业 GDP 仍然占比 50% 以上，加上新兴的快递业务发展迅猛，拉动箱纸板和瓦楞原纸市场需求有一定量的增长。另外，随着新平衡的逐渐形成，此类产品竞争已趋向平淡，市场价格已有转好迹象。总体看，箱纸板和瓦楞原纸市场 2015 年基本平稳。据中国造

纸协会统计，2014 年全年中国箱纸板生产量 2180 万吨，同比增长 6.86%；进口量 86 万吨，出口量 26 万吨，全年消费量 2240 万吨，同比增长 6.36%。瓦楞原纸生产量 2155 万吨，同比增长 6.95%；进口量 5 万吨，出口量 8 万吨，全年消费量 2152 万吨，同比增长 6.91%。2015 年 1~9 月箱纸板累计进口量 62.16 万吨，同比下降 3.79%；累计出口量 24.46 万吨，同比增长 33.22%。瓦楞原纸累计进口量 6.73 万吨，同比增长 81.40%；累计出口量 5.03 万吨，同比下降 10.66%。

根据中国造纸业协会在《中国造纸工业 2015 年产销形势》中表达观点，2015 年造纸行业生产运行整体情况基本保持平稳态势，产销基本平衡，但产品市场分化，有涨有落，全年纸及纸板生产量和表观消费量略有增长。2016 年是“十三五”开局之年，由于经济发展放缓，需求增长也会下降，加上产能的结构性、阶段性过剩问题凸显，造纸产业形势短期内难以得到有效改善，因此，2016 年国内制浆造纸及纸制品行业生产和消费将会延续 2015 年的态势，行业总体保持平稳，预计大宗商品价格下跌和外部金融环境收紧的现象可能有所缓解，市场可能会形成先低后高态势，整体表现应会略有好转。

2. 行业关注

原材料

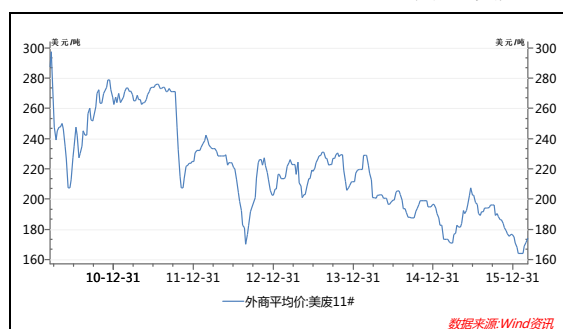
纸浆作为造纸工业的直接原料通常分为木浆、废纸浆及非木浆。目前国际造纸工业纸浆结构中木浆约占 63%，废纸浆约占 34%，非木浆约占 3%。

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。中国造纸行业受国内森林覆盖率低，天然林资源匮乏的限制，目前形成了以废纸浆为主的纸浆消费结构。随着整个行业对木浆及木浆用木材的需求的快速增加，中国造纸行业木浆供需缺口逐步扩大，

木浆及木材价格持续上涨。

造纸行业资源束缚的特性决定了原材料的供应将直接影响企业的盈利和发展。根据中国海关总署统计，2015年中国废纸累计进口数量2928.44万吨，同比增长6.41%，价值52.80亿美元，同比下降1.23%。2015年，进口废纸价格持续走低，按照海关总署提供数据统计，2015年12月，中国废纸进口均价为176.31美元/吨，同比下降4.99%，截至2015年12月28日，美废11#报价176.50美元/吨，同比下降10.18%。同期，中国进口纸浆1983.99万吨，同比增长10.40%；价值127.55亿美元，同比增长5.70%，进口均价642.87美元/吨。

图1 美废11#外商平均价走势图
(单位：美元/吨)



资料来源：Wind

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，原料市场景气度下行使业内企业成本压力得到缓解，企业短期盈利波动风险有所降低。

行业集中度和竞争格局

造纸行业是规模效益显著的行业，行业集中度越来越高。目前世界前20位造纸企业的产量已经占世界总量的40%以上。

近年，造纸行业出现两极分化的发展趋势：一大批纸业公司深陷困境的同时，部分优势企业通过收购兼并、新建项目等方式，扩大生产规模，提高市场份额。

3. 行业政策

淘汰落后产能

根据《国务院关于进一步加强淘汰落后产能工作的通知》(国发〔2010〕7号)，2013年8月，工信部依据《工业和信息化部关于下达2013年19个工业行业淘汰落后产能目标任务的通知》公布了今年第二批工业行业淘汰落后产能企业名单。名单涉及全国各地67家企业，淘汰项目全部属于低端造纸行业，并要求有关省区市要采取有效措施做好对淘汰落后产能企业的现场检查验收和发布任务完成公告工作。

工信部在2013年7月公布的第一批名单包含了钢铁、水泥、造纸等行业，第二批名单仅包括造纸行业，且大都为低端低效的小型造纸厂，由此可见，国家对造纸行业落后产能淘汰十分重视。

4. 行业发展

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

“十三五”期间，造纸行业将以调整为主线，包括原料的调整、资源的调整、区域发展的调整。通过调整，提高发展的质量，用先进产能代替落后产能，提高经济效益，实现行业和谐、持续、绿色发展。“十三五”期间，行业要以解决主要问题为导向，坚持市场引导和行业引导相结合，培育龙头企业和特色企业；坚持自主创新，加快技术进步，加大国际合作，提高品牌知名度；通过调整布局、资源整合，提高产业集中度，实现企业数量减少30%，主营业务收入争取达到500亿元。

未来，中国造纸工业的发展将逐步实现以木纤维、废纸为主原料，非木纤维为辅的多元

化原料结构目标，同时与环境协调发展，充分考虑纤维资源、水资源、环境容量、市场需求、交通运输等条件，形成合理的产业新布局。

五、基础素质分析

跟踪期内，公司控股股东仍为泰格林纸，实际控制人仍为中国诚通控股集团有限公司；公司在行业地位、生产规模、研发水平等方面无重大变化。

六、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构和管理制度方面无重大变化。

七、重大事项

1. 资产置换

经2015年10月12日召开的公司第六届董事会第二次会议、2015年10月29日召开的2015年第四次临时股东大会决议，公司将持有的湖南骏泰浆纸有限责任公司（以下简称“骏泰浆纸”）100%股权与控股股东泰格林纸持有的岳阳安泰实业有限公司及湖南泰格林纸集团恒泰房地产开发有限责任公司100%股权（以下简称“恒泰公司”）、持有的岳阳经济技术开发区宏泰建筑安装工程有限公司79.6%股权（剩余20.4%股权为恒泰公司持有）以及部分土地、固定资产、相关债权等进行资产置换并签署《资产置换协议》。本次资产置换的评估基准日确定为2015年4月30日，置换价值以评估值为依据。根据中和资产评估有限公司出具的中和评报字（2015）第BJV3049D002号《资产评估报告书》，骏泰浆纸净资产评估价值为97015.16万元，根据中和评报字（2015）第BJV3049D001号《资产评估报告书》，置入资产截至基准日的评估值为92351.23万元。本次资产置换差价部分由泰格林纸对岳阳林纸的债权冲抵后，剩余部分由泰格林纸以现金方式

补足。截止2015年9月30日，岳阳林纸为骏泰浆纸提供的生产经营性资金金额为14.96亿元。前述资金由骏泰浆纸分三年分次还清（即2016年10月31日前付清总额的30%、2017年10月31日前付清总额的30%、2018年10月31日前付清总额40%），并由泰格林纸提供担保，具体担保形式由公司与泰格林纸另行协商并签署相应的协议。骏泰浆纸占用的资金每年按占用余额，根据中国人民银行公布的同期贷款基准利率计付资金使用费，并随同偿付资金一并支付。岳阳林纸为骏泰浆纸提供的生产性资金金额不得增加。

对于资产置换协议签署之日前的已由岳阳林纸为骏泰浆纸借款提供的担保（截止2015年10月12日，公司已向骏泰浆纸的银行授信共计117440万元提供了担保），以及由岳阳林纸作为共同承租人，对骏泰浆纸及其子公司以其部分资产开展的3亿元融资租赁业务实际承担的连带责任，在本次资产置换交割完成后由泰格林纸向岳阳林纸提供相应的反担保，具体担保形式由公司与泰格林纸另行协商并签署相应的协议。在骏泰浆纸偿还借款或相关担保期限到期后，岳阳林纸不再为骏泰浆纸提供担保。签署之日起，岳阳林纸不再为骏泰浆纸及其子公司新增的融资租赁合同提供担保。

本次资产置换的交割日为2015年10月31日。从评估基准日次日起至交割日的期间，置出资产在运营过程中所产生的损益由泰格林纸享有或承担，置入资产在运营过程中所产生的损益由岳阳林纸享有或承担。如过渡期内置入资产中相关债权金额减少，则由泰格林纸以现金方式补足。

经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，骏泰浆纸2014年末资产总额、负债总额、所有者权益分别为449763.08万元、355036.40万元、94726.68万元；2014年营业收入、净利润分别为179211.29万元、-27201.72万元。2015年4月末资产总额、负债总额、所有者权益分别为446147.51万元、367911.01万元、78236.50

万元；2015年1-4月营业收入、净利润分别为34013.89万元、-16490.18万元。

置入资产情况如下：

1) 置入股权

公司名称	与公司关系	法定代表人	注册资本(万元)	注册地址	主营业务
安泰公司	泰格林纸全资子公司	任林	10000	岳阳市岳阳楼区城陵矶洪家洲	本集团公司生产的纸及纸制品的加工、销售；纸芯管专用胶塞的生产及销售；废纸脱墨剂的研发、生产及销售；造纸技术咨询服务；造纸用原料（不含木材）的销售；自有厂房出租；出版物印刷、包装装潢印刷品印刷、其他印刷品印刷（有效期至2016年3月31日）；林木的种植；经审计软件的开发；机器设备租赁；化工原料及化工产品销售；住宿、餐饮、茶、休闲（以上四项凭许可证限分支机构经营）。
恒泰公司		席烈云	2160	岳阳市城陵矶洪家洲	凭资质证从事房地产综合开发、经营；设计、制作、发布国内各类广告（限分公司经营）。
宏泰公司		席烈云	2000	岳阳市城陵矶海关路岳纸集团生活区	房屋建筑工程施工总承包贰级。

资料来源：公开资料

股权2014年、2015年1-4月财务报表及财务（伙）审计，主要财务指标（单位：万元）如下：报表附注经天健会计师事务所（特殊普通合伙）

项目	安泰公司		恒泰公司		宏泰公司	
	2014年12月31日	2015年4月30日	2014年12月31日	2015年4月30日	2014年12月31日	2015年4月30日
资产总额	16511.95	17278.37	36670.67	33203.04	8344.25	8703.27
负债总额	11844.35	12225.67	25756.50	23432.09	4828.40	5199.30
所有者权益	4667.60	5052.70	10914.17	9770.95	3515.85	3503.97
项目	2014年	2015年1-4月	2014年	2015年1-4月	2014年	2015年1-4月
营业收入	10583.60	4106.37	27112.67	3377.87	10691.11	3299.52
净利润	881.65	385.10	3404.67	-1143.22	729.74	-11.88

资料来源：公开资料

2) 置入土地

序号	土地证号	土地使用权人	坐落	终止期限	是否抵押
1	湘国用(2011)第173号	泰格林纸	岳阳市城陵矶	2051-12-14	否
2	湘国用(2011)第170号	泰格林纸	岳阳市城陵矶	2051-12-14	否
3	湘国用(2011)第169号	泰格林纸	岳阳市城陵矶	2051-12-14	否
4	湘国用(2011)第168号	泰格林纸	岳阳市城陵矶	2051-12-14	否
5	湘国用(2011)第167号	泰格林纸	岳阳市城陵矶	2051-12-14	否
6	湘国用(2011)172号	泰格林纸	岳阳市南津港	2051-12-14	否
7	湘国用(2011)166号	泰格林纸	岳阳市湖滨	2051-12-14	否

资料来源：公开资料

3) 置入固定资产

置入固定资产为泰格林纸拥有的泰格林纸林化分公司的资产、泰格林纸技术中心的固定资产，包括厂区马路、码头、技术中心实验设备、轿车、电脑及办公用品等。

2. 非公开发行

2015年6月17日，公司发布《2015年度非公开发行A股股票预案》，相关事项已经获得公司第五届董事会第三十五次会议审议通过。本

次非公开发行A股股票的发行对象为中国纸业投资总公司、山东省国有资产投资控股有限公司、湖北新海天投资有限公司、长沙深远财务咨询有限公司、财通基金管理有限公司、嘉实基金管理有限公司、国联证券股份有限公司、泰达宏利基金管理有限公司、中信证券股份有限公司设立的中信证券岳阳林纸员工持股计划1期定向资产管理计划、刘建国（为浙江凯盛园林市政建设有限公司股东），发行价格为6.46元/股，发行股票数量不超过55000万股，

其中中国纸业认购数量不低于20000万股，认购金额不低于129200万元，锁定期为36个月，发行对象已经分别与公司签署了附条件生效的股份认购协议，本次非公开发行A股股票拟募集资金总额不超过35.53亿元，扣除相关发行费用后的净额中，不超过10.12亿元将用于收购浙江凯胜园林市政建设有限公司100%股权、其余部分全部用于补充流动资金及偿还银行贷款。截至2015年6月17日，中国纸业间接持有公司37.65%的股份，本次发行完成后，中国纸业将直接和间接持有公司不低于592775506的股份，占发行总股本的37.21%。本次发行后，公司的实际控制人将不会发生变化。

2015年12月15日，公司收到国务院国有资产监督管理委员会对公司实际控制人中国诚通控股集团有限公司下发的《关于岳阳林纸有限公司非公开发行A股股票有关问题的批复》；2015年12月19日，公司《2015年第五次临时股东大会决议公告》通过公司非公开发行A股股票的议案；2016年3月10日，公司收到中国证券监督管理委员会出具的《中国证监会行政许可项目审查反馈意见通知书》。

八、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，公司完成与控股股东泰格林纸的资产置换，资产置换日为2015年10月31日，因此2015年1~10月商品浆板的收入仍在公司2015年收入中体现。目前，公司主营业务收入以机制纸为主，包括印刷用纸、工业用纸、办公用纸和包装用纸。

2015年，受湘江纸业搬迁影响和资产置换影响，公司主营业务收入为57.64亿元，同比下降9.93%。从收入构成来看，印刷用纸、工业用纸、包装用纸及商品浆板仍是公司主要的收入来源，2015年合计占主营业务收入的89.85%。2015年11~12月，公司资产置入房地产和建筑安装业务，但收入规模较小，分别为0.83亿元和0.59亿元。

2015年公司积极调整产品结构，加大了毛利率较高的印刷用纸产量，同时毛利率较低的商品浆板11~12月不再纳入公司合并范围，使得2015年公司整体毛利率为14.75%，同比上升2.19个百分点。从细分纸产品来看，除包装用纸因为湘江纸业搬迁影响，毛利率同比下降3.47个百分点，其他纸产品毛利率基本保持稳定；受溶解浆市场持续低迷的影响，商品浆板毛利率同比进一步下滑至1.08%。

2016年1~3月，公司实现营业收入9.97亿元，同比下降29.41%；利润总额0.07亿元，同比减亏1.04亿元；毛利率为23.02%，较2014年增长8.27个百分点。

表1 近年公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

板块	主要产品	2014 年			2015 年		
		业务收入	收入占比	毛利率	业务收入	收入占比	毛利率
纸	印刷用纸	29.17	46.14	17.28	30.54	52.98	17.68
	工业用纸	5.67	8.97	15.44	4.84	8.40	15.79
	办公用纸	1.73	2.74	7.74	3.03	5.26	7.57
	包装用纸	8.76	13.85	9.03	4.46	7.74	5.56
浆	商品浆板	16.47	26.05	4.57	11.95	20.73	1.08
林业	木材销售	0.58	0.92	12.38	0.24	0.42	17.77
化工	化工产品	0.84	1.33	32.58	1.16	2.01	35.27
房地产	商品房	--	--	--	0.83	1.44	18.07
建筑安装	建安劳务	--	--	--	0.59	1.02	5.90
合计		63.22	100.00	12.56	57.64	100.00	14.75

资料来源：公司提供

注：1）木材销售主要指杨木销售；2）化工品主要是指双氧水。

2. 原材料采购

公司生产所需的原材料主要包括木材、废纸、芦苇、煤炭和浆板，合计占原材料采购金额的70%左右。2015年向前五名供应商采购金额为8.88亿元，占年度采购总额的17.32%，采购集中度不高。

表2 2015年公司前五大供应商

单位名称	采购额 (亿元)	占采购 总额比 例(%)	与公司 关系	采购物 品
广州市晨辉纸业有限公司	2.07	4.05	关联方	浆板
天津港保税区中物投资发展有限责任公司	1.88	3.66	关联方	煤炭、化学品
湖南新时代财富投资实业有限公司	1.83	3.57	非关联方	浆板
中国纸业投资有限公司	1.57	3.06	关联方	浆板、煤炭
泰格林纸集团股份有限公司	1.53	2.98	关联方	浆板
合计	8.88	17.32	--	

资料来源：公司提供

从采购量来看，跟踪期内，因产品结构调整需要，公司原材料各品种采购数量有升有降。其中，2015年煤炭采购量同比下降3.94%至89.63万吨。2015年松木采购量同比下降32.90%至119.73万立方米，主要系骏泰浆纸上半年停机检修2个月和湘江纸业关停搬迁减少松木采购所致；杨木采购量同比增长23.83%至38.02万立方米，主要系公司本部浆料配比改变，杨木化机浆消耗增加所致；芦苇采购量同比增长16.35%至12.29万立方米；废纸采购量同比增长32.50%至28.40万吨；浆板采购量同比下降4.54%至35.20万吨。

从采购价格来看，受造纸行业需求疲弱影

响，2015年，除废纸价格略有上升外，其他原材料价格均呈下降趋势。其中，煤炭价格受产能过剩影响持续下跌，同比下降18.02%至455元/吨；松木、杨木价格同比分别下降至576元/立方米和551元/立方米，主要系公司加大价格较低的木片采购比率，减少了价格较高的原木采购比率。

表3 公司纸业板块主要原材料采购情况

主要原材料名称	2014年	2015年
煤炭		
采购价格(元/吨)	555	455
采购量(万吨)	93.31	89.63
松木		
采购价格(元/米 ³)	630	576
采购量(万立方米)	178.42	119.73
杨木		
采购价格(元/米 ³)	587	551
采购量(万立方米)	30.70	38.02
芦苇		
采购价格(元/米 ³)	716	713
采购量(万立方米)	10.56	12.29
废纸		
采购价格(元/吨)	1501	1520
采购量(万吨)	21.43	28.40
浆板		
采购价格(元/吨)	4081	3949
采购量(万吨)	36.88	35.20

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，受产品结构调整需要，公司各种原材料采购量均有不同程度的变化，主要原材料价格基本呈现下降趋势，有利于公司降低生产成本。

3. 产销情况

跟踪期内，公司纸产品仍采用以销定产的生产模式，年产能103万吨。2015年，公司纸产品总产量为96.55万吨，同比略有下降。其中，包装用纸受湘江纸业搬迁影响，产量同比大幅下降42.75%；办公用纸产量同比大幅增长89.35%，主要系出口纸销量增加所致；印刷用纸和工业用纸产量变化不大；商品浆板前三季度产量为19.68万吨。2015年，公司产能利用率为93.74%，产能利用率较高。

表4 公司主要纸产品产销率情况(单位：万吨、%)

主要产品	2014年			2015年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
包装用纸	18.62	19.75	106.07	10.66	10.08	94.56
印刷用纸	65.90	64.49	97.86	68.20	68.99	101.16
工业用纸	11.81	11.84	100.25	11.29	11.07	98.05
办公用纸	3.38	3.41	100.89	6.40	6.19	96.72
商品浆板	30.76	35.60	115.73	19.68	20.65	104.93

资料来源：公司提供

注：商品浆板主要指溶解浆。

跟踪期内，公司纸产品的销售模式仍以直销为主。2015年，公司纸制品产销率均保持在较高水平，对前五大客户的销售额占营业收入比重的16.29%，集中度不高。

表5 2015年公司前五大客户

单位名称	销售额 (亿元)	占营业收入 比例 (%)	与公司关 系	销售物 品
广州市晨辉纸业有限公司	4.29	7.24	关联方	印刷用纸、工业用纸
湖南新时代财富投资实业有限公司	1.80	3.03	非关联方	印刷用纸
山东省出版对外贸易有限公司	1.79	3.01	非关联方	浆板
岳阳科德商贸有限公司	0.90	1.52	非关联方	印刷用纸
宁波左券商贸有限公司	0.88	1.49	非关联方	办公用纸
合计	9.66	16.29	--	--

资料来源：公司提供

销售价格方面，公司纸产品价格根据市场定价原则。2015年，公司纸产品和商品浆板价格持续下滑，其中，工业用纸和商品浆板价格跌幅较大，同比分别下降8.71%和10.49%至4371.72元/吨和4327.07元/吨。2015年前三季度，骏泰浆纸净利润为-24887.95万元。

表6 公司纸业板块主要产品价格情况（单位：元/吨）

主要产品	2014年	2015年
包装用纸	4435.16	4424.69
印刷用纸	4523.31	4425.96
工业用纸	4788.82	4371.72
办公用纸	5060.77	4892.88
商品浆板	4908.92	4327.07

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司纸产品产量基本保持稳定，产能利用率较高，但受造纸行业持续低迷影响，纸产品价格持续下降，溶解浆项目持续亏损。未来随着湘江纸业搬迁完成，公司纸制品产销量将会扩大。

4. 经营效率

2015年，公司销售债权周转次数由2014年的3.97次升至4.42次。存货周转次数由2014

年的1.17次下降至2015年的1.03次，下游行业不景气对公司存货周转产生了一定的影响。公司所处造纸行业是资本密集型产业，行业特性要求有较大规模固定资产，同时公司保有较大规模林木资产，2015年公司总资产周转次数为0.37次，同比变化不大，总资产周转率相对较低。

5. 未来发展

公司未来将坚持“四新”的企业发展理念，以改革创新的思维适应经济中速发展的新常态，顺应经济发展新潮流，紧跟传统产业升级步伐，加大公司产业转型升级力度，进一步提升公司的核心竞争力。

公司将在推进林业资源整合的基础上，加大优化现有林木资产的种植、品种结构的力度，坚持分类经营，重点推进林业的转型创新，将以速生丰产林为主逐步过渡到多种经营并存的新的经营模式，通过“引进来”和“走出去”推动与外部资源的合作，开拓林业公司主业发展的新渠道，推动公司林业发展目标的实现。

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

总体看，公司以改革创新的思维加大公司产业转型升级力度，优化林业存量资产，推进林业产业的转型创新，推动重点项目实施，加快产业布局与结构调整，进一步提升公司的核心竞争力。

九、募集资金使用情况

公司分别于2015年10月30日和2015年12月10日发行了短期融资券“15岳纸CP002”和“15岳纸CP003”，发行额度分别为3亿元和6亿元，分别将于2016年10月30日和2016年12月10日到期。截至2015年底，“15岳纸CP002”和“15岳纸CP003”所募集的资金全部按照募集计划进行使用。

十、财务分析

公司提供的 2015 年财务报表已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2016 年 1~3 月财务报表未经审计。

由于 2015 年 10 月 31 日，公司与泰格林纸进行资产置换，因此，2015 年公司合并范围新增 3 家子公司-安泰公司、恒泰公司及宏泰公司，原子公司骏泰浆纸不再纳入合并范围。由于上述子公司资产质量较小，公司合并范围的变化对财务数据可比性影响较小。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 155.50 亿元，所有者权益 52.25 亿元（无少数股东权益）；2015 年，公司实现营业收入 59.29 亿元，利润总额-3.89 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 152.07 亿元，所有者权益 52.29 亿元（无少数股东权益）；2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 9.97 亿元，利润总额 0.07 亿元。

1. 盈利能力

2015 年，受公司资产置换和湘江纸业搬迁影响，公司实现营业收入 59.29 亿元，同比下降 9.93%；同期，公司营业成本为 51.23 亿元，同比下降 9.97%。

2015 年，公司期间费用为 13.23 亿元，同比增长 12.92%，主要系湘江纸业搬迁导致管理费用大幅增长所致；同期，期间费用占营业收入比重为 22.32%，同比增长 4.52 个百分点，费用控制能力有待提高。

2015 年，公司营业外收入为 2.12 亿元，主要来自公司处置湘江纸业土地和房屋的利得（占 71.40%）和政府补助（占 23.24%）；同期，利润总额亏损 3.79 亿元，主业盈利能力弱。

从盈利指标来看，2015 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 0.34%和-7.46%，同比均大幅下降，整体盈利能力弱；营业利润率小幅下降至 13.10%。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 9.97 亿元，同比下降 29.41%；利润总额 0.07 亿元，同比减亏 1.04 亿元；营业利润率为 18.56%，较 2014 年增长 5.46 个百分点。

总体看，跟踪期内，造纸行业持续低迷，公司收入规模和营业利润率略有下滑，同时，湘江纸业搬迁导致期间费用大幅上升，公司主业盈利能力弱，利润对营业外收入依赖高。

2. 现金流分析

经营活动现金流方面，2015 年公司经营现金流入主要来自销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金，同比下降 32.34%至 33.48 亿元，主要系票据结算方式同比上升，票据贴现同比下降，以及往来款和票据保证金较同期较少所致；经营活动现金流出主要来自购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金，同比增长 0.22%；同期，经营活动产生的现金流量净额为 0.10 亿元，现金收入比为 55.02%，同比下降 17.18 个百分点，收入实现质量较差。

投资活动现金流方面，2015 年，公司投资活动现金流出 1.12 亿元，同比增长 113.43%，主要系预付凯胜园林股权收购款及处置的子公司持有的现金增加所致；同期，公司投资活动现金流量净额为-1.10 亿元。

筹资活动现金流方面，2015 年，公司筹资活动现金流入主要来自银行借款和票据贴现，同比增长 6.85%至 103.75 亿元；筹资活动现金流出为 101.26 亿元，同比下降 11.72%，主要系公司债务规模下降所致，其中支付与其他筹资活动有关的现金同比增长 28.91%，主要系支付贴现票据的资金增加；同期，筹资活动现金流量净额 2.49 亿元。

2016 年 1~3 月，公司经营活动净现金流为-2.36 亿元；投资活动净现金流为 0.41 亿元；筹资活动净现金流为-1.50 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流入量大幅下降，收入实现质量有所恶化；筹资

途径主要为银行借款和票据贴现；未来随着湘江纸业搬迁，公司投资支出将会有所增长。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2015 年底，公司资产总额为 155.50 亿元，同比下降 6.37%，主要系固定资产下降所致。从资产构成来看，流动资产和非流动资产分别为 47.81%和 52.19%，较 2014 年底变化不大。

截至 2015 年底，公司流动资产为 74.34 亿元，主要由货币资金、应收账款和存货构成；非流动资产为 81.15 亿元，主要由长期应收款、固定资产和无形资产构成。

截至 2015 年底，公司货币资金为 7.93 亿元，同比变化不大，主要为银行借款和其他货币资金（银行承兑汇票、信用证保证金等）；应收票据同比增长 40.86%至 5.08 亿元，其中公司期末终止确认的银行承兑汇票为 16.90 亿元，但如果该等票据到期不获支付，公司仍将对持票人承担连带责任。

截至 2015 年底，公司应收账款同比增长 19.33%至 9.88 亿元，从账龄来看，1 年以内的占比 85.27%，1~2 年的占比 7.45%，2 年以上的占比 7.28%，公司针对 3 个月以上的应收账款均按照相应比例计提坏账准备，2015 年底共计提坏账准备 0.52 亿元。从集中度看，公司应收账款金额前 5 名占应收账款余额比例为 18.52%，集中程度较低。总体看，公司应收账款账龄较短，公司对账龄较长的应收款项计提坏账较为充分。

截至 2015 年底，公司存货为 48.34 亿元，同比下降 4.61%。从存货账面余额构成来看，主要是林木资产（占 66.47%）、原材料（占 19.72%）、库存商品（占 6.35%）和开发成本（占 2.73%）。2015 年，公司计提存货跌价准备 0.23 亿元，主要是针对原材料和库存商品计提的跌价准备。

截至 2015 年底，公司长期应收款为 23.08

亿元，同比增长 703.91%，主要是公司资产置换后，应收骏泰浆纸拆借款增加 14.93 亿元，同时应收湘江纸业土地处置款 8.87 亿元。

截至 2015 年底，公司固定资产为 49.16 亿元，同比下降 41.73%，主要是资产置换后，骏泰浆纸不再纳入合并范围所致。从固定资产构成来看，主要是机器设备、房屋及建筑物。截至 2015 年底，公司固定资产累计折旧 32.74 亿元；由于融资租赁使用受限的固定资产 13.84 亿元。

截至 2015 年底，公司无形资产为 7.34 亿元，主要为土地使用权，同比增长 109.12%，主要系泰格林纸土地注入安泰公司所致。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额为 152.07 亿元，其中流动资产和非流动资产分别占 47.34%和 52.66%，资产构成较 2015 年底变化不大。

总体看，由于置产置换，公司资产总额略有下降，货币资金中受限资金占比较大，存货规模大，整体资产质量一般。

负债

截至 2015 年底，公司负债总额为 103.25 亿元，同比下降 8.05%，主要系应付票据和应付账款减少所致。从负债结构来看，流动负债占比 72.95%，非流动负债占比 27.05%。

截至 2015 年底，公司流动负债为 75.32 亿元，主要由短期借款、应付票据、应付账款和其他流动负债构成；非流动负债为 27.93 亿元，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。

截至 2015 年底，公司短期借款为 31.61 亿元，同比下降 5.09%；应付票据和应付账款同比分别下降 52.74%和 32.75%至 10.05 亿元和 8.61 亿元，主要系骏泰浆纸不再纳入合并范围所致；应付职工薪酬为 2.42 亿元，同比增长 995.32%，主要系湘江纸业搬迁，公司新增辞退福利 1.40 亿元所致；其他应付款为 6.83 亿元，同比增长 267.24%，主要系新增拆借款及押金、保证金增加所致；一年内到期的非流动负债为 0.83 亿元，同比下降 85.99%，主要系归还一年

内到期的银行借款所致；其他流动负债为 12.55 亿元，同比增长 107.43%，主要系本期新增 6.50 亿元短期融资券所致。

截至 2015 年底，公司长期借款为 13.63 亿元，同比下降 18.47%；应付债券为 8.45 亿元，同比增长 0.19%；长期应付款为 5.35 亿元，同比增长 78.48%，主要系本年新增融资租赁款 2.35 亿元。

截至 2015 年底，公司全部债务为 82.49 亿元，同比下降 12.93%；从债务结构来看，短期债务占比 66.73%，长期债务占比 33.27%，债务结构有待调整。

截至 2015 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 66.40%、61.22%及 34.44%，其中，资产负债率和全部债务资本化比率同比均略有下降。

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额为 99.78 亿元，其中流动负债和非流动负债分别占比 70.09%和 29.68%，负债结构较 2014 年底变化不大。

总体看，跟踪期内，公司债务规模略有下降，仍以短期债务为主，存在一定短期支付压力，整体债务负担尚可。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益为 52.25 亿元，同比下降 2.87%，主要系未分配利润下降所致。从构成来看，以实收资本（占 19.97%）和资本公积（占 77.54%）为主，其中资本公积为 40.51 亿元，同比增长 5.80%，主要系股本溢价。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益为 52.29 亿元，所有者权益构成较 2014 年底变化不大。

总体看，跟踪期内，受未分配利润下降影响，公司所有者权益规模略有下降，所有者权益结构仍以实收资本和资本公积为主，保持稳定。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2015 年底，公司流动比率及速动比率分别为 98.70%和 34.53%，同比分别上升 9.84 个百分点和 6.42 个百分点。2015 年经营性现金流动负债比为 0.13%，同比下降 19.25 个百分点。截至 2016 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 102.70%和 29.03%。整体看，公司流动资产中存货占比较大，且现金类资产中受限资金较多，公司存在一定短期偿付压力。

从长期偿债能力指标看，截至 2015 年底，公司 EBITDA 利息倍数分别为 1.38 倍，全部债务/EBITDA 倍数分别为 13.83 倍。总体来看，公司长期偿债能力弱。

截至 2016 年 3 月底，公司共获授信额度 70.48 亿元，未使用授信额度 11.26 亿元，同时作为 A 股上市公司，直接及间接融资渠道均较为通畅。

截至 2016 年 3 月底，公司对外担保总额 5.95 亿元，被担保企业为骏泰浆纸。

表 7 公司对外担保情况

被担保方	担保金额(亿元)	担保起始日	担保到期日
湖南骏泰浆纸有限责任公司	3.70	2015-7-19	2016-7-18
湖南骏泰浆纸有限责任公司	2.25	2015-4-20	2017-4-20
合计	5.95	--	--

资料来源：公司提供

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信系统查询的《企业基本信用信息报告》（机构信用代码：G1043060200004890W），截至2016年4月11日，公司未结清关注贷款10笔，已结清关注类贷款2笔、次级贷款2笔、关注类贸易融资21笔、关注类票据贴现1笔、关注类银行承兑汇票1笔，经相关银行开具的证明显示，公司已结清关注类贷款和贸易融资均系银行出于谨慎性原则将其列为“关注”类，且均未出现逾期。整体看，公司过往债务履约情况尚可。

6. 抗风险能力

公司地理位置优越，资源优势较为明显，公司整体产能规模较大，工艺设备较为先进，治理结构基本完善，整体管理水平较高。基于对公司整体素质、自身经营和财务风险的分析，公司整体抗风险能力较强。

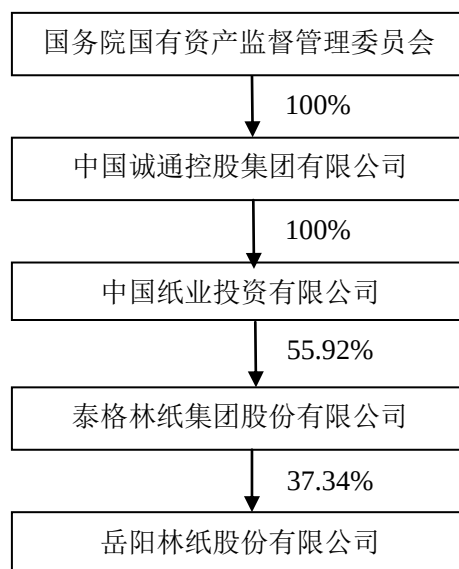
十一、存续期债券偿债能力

截至2016年3月底，公司现金类资产合计7.20亿元，为存续期债券本金的0.80倍。2015年公司经营活动现金流入量和净额分别为存续期债券本金的3.72倍和0.01倍。公司现金类资产、经营活动现金流量净额对存续期债券的保障能力较弱，经营活动现金流入量对存续期债券的保障能力尚可。

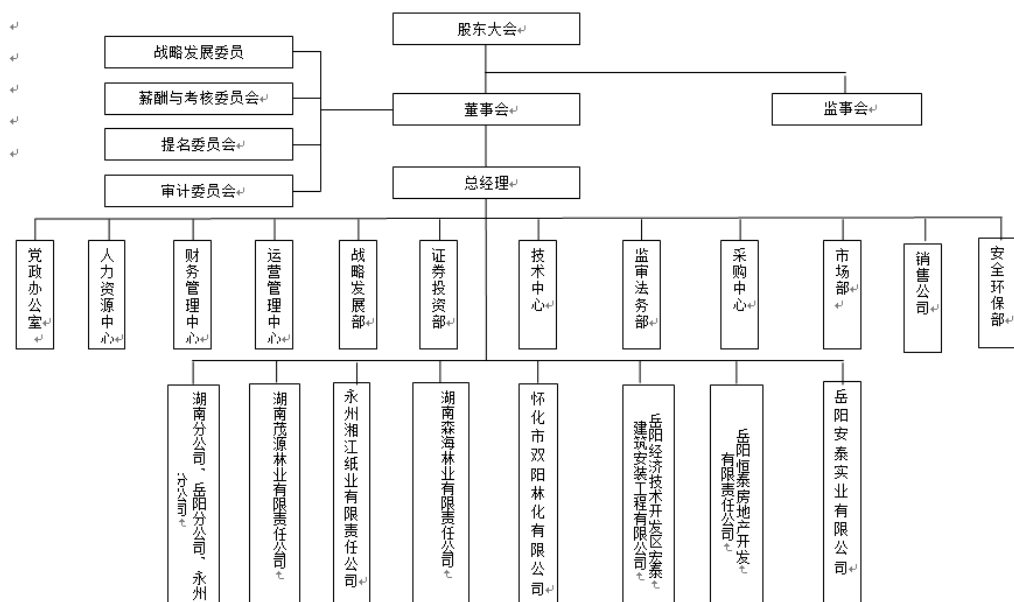
十二、结论

综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级由AA调整为AA⁻，评级展望由负面调整为稳定，维持“15岳纸CP002”和“15岳纸CP003” A-1的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	16.60	5.69	8.34	7.20
资产总额(亿元)	173.28	166.08	155.50	152.07
所有者权益(亿元)	53.71	53.79	52.25	52.29
短期债务(亿元)	75.72	66.58	55.05	51.43
长期债务(亿元)	27.58	31.16	27.45	29.19
全部债务(亿元)	103.30	97.74	82.49	80.62
营业收入(亿元)	66.10	65.83	59.29	9.97
利润总额(亿元)	0.34	0.49	-3.79	0.07
EBITDA(亿元)	11.23	11.52	5.96	--
经营性净现金流(亿元)	2.39	16.17	0.10	-2.36
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.52	3.97	4.42	--
存货周转次数(次)	1.25	1.17	1.03	--
总资产周转次数(次)	0.39	0.39	0.37	--
现金收入比(%)	73.78	72.20	55.02	46.39
营业利润率(%)	14.53	13.13	13.10	18.56
总资本收益率(%)	3.63	3.75	0.34	--
净资产收益率(%)	0.36	0.25	-7.46	--
长期债务资本化比率(%)	33.93	36.68	34.44	35.83
全部债务资本化比率(%)	65.79	64.50	61.22	60.66
资产负债率(%)	69.00	67.61	66.40	65.61
流动比率(%)	88.46	88.84	98.70	102.70
速动比率(%)	37.09	28.11	34.53	29.03
经营现金流动负债比(%)	2.62	19.38	0.13	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.08	2.13	1.38	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.20	8.49	13.83	--

注：1. 2013~2015 年底现金类资产已扣除受限资金，2016 年 3 月底现金类资产未扣除受限资金；

2. 短期债务已包含“其他流动负债”中的短期融资券；

3. 长期债务已包含“长期应付款”中的有息债务。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1] ×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动) 负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息