

跟踪评级公告

联合[2013] 1648 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持岳阳林纸股份有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为负面，维持“13岳纸CP001” A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一三年十二月九日



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跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 负面
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
13 岳纸 CP001	6.5 亿元	2013/6/13-2014/6/13	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2013 年 12 月 9 日

财务数据

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 9 月
现金类资产(亿元)	24.71	16.65	11.34	14.16
资产总额(亿元)	173.40	167.71	165.98	169.34
所有者权益(亿元)	53.42	45.43	53.54	52.24
长期债务(亿元)	51.59	39.70	36.08	38.47
全部债务(亿元)	104.61	100.10	100.94	101.35
营业收入(亿元)	61.38	69.65	65.42	48.23
利润总额(亿元)	3.13	1.62	-2.59	-1.24
EBITDA(亿元)	10.89	12.78	8.75	--
经营性净现金流(亿元)	8.61	3.44	0.22	2.93
营业利润率(%)	20.56	18.35	14.63	13.20
净资产收益率(%)	5.00	3.38	-4.07	--
资产负债率(%)	69.19	72.91	67.74	69.15
全部债务资本化比率(%)	66.20	68.78	65.34	65.98
流动比率(%)	115.27	89.15	92.75	98.64
全部债务/EBITDA(倍)	9.60	7.83	11.53	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.48	2.36	1.41	--
经营现金流动负债比(%)	12.74	4.20	0.29	--

注: 1. 2013 年三季度财务数据未经审计;

2. 2010 年财务数据为经追溯调整的 2011 年期初值。

分析师

马 栋
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”) 在生产规模、装备技术、产品多元化以及掌握上游资源方面保持领先优势, 但受造纸行业及溶解浆市场景气度低, 市场竞争激烈影响, 公司持续亏损, 同时公司债务负担较重, 短期支付压力大等因素对公司经营和信用水平造成不利影响。

未来造纸行业亟待消化过剩产能, 短期内景气度提升空间有限, 虽然商务部决定从 2013 年 11 月 7 日起对原产于美国、加拿大、巴西的进口浆粕进行反倾销调查, 但国内溶解浆价格上涨幅度不明显, 仍处于历史低位水平。公司产品结构有待优化, 盈利能力仍有待提升。联合资信对公司的评级展望为负面。

综合分析, 联合资信维持公司主体长期信用等级 AA, 评级展望为负面, 并维持“13 岳纸 CP001” 的信用等级 A-1。

优势

1. 公司具备较大的规模优势, 产品品种多元化, 有助于应对单一产品市场波动风险。
2. 公司技术装备水平先进, 可迅速根据市场动向调整产品结构。
3. 作为 A 股上市公司, 公司融资渠道较广, 可综合利用多种融资方式降低财务成本, 2012 年公司成功完成了非公开发行股票工作。

关注

1. 造纸行业产能过剩情况较严重, 行业景气度低, 对公司经营产生不利影响。
2. 跟踪期内, 溶解浆市场价格上涨幅度不明显, 公司子公司溶解浆项目亏损严重。
3. 国内浆纸产品同质化较高, 市场竞争激烈, 公司经营压力较大。
4. 公司债务规模较大, 债务负担较重, 短期支付压力较大。

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 12 个月内有效；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 2013 年度第一期短期融资券》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）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 2013 年 9 月底，公司注册资本 10.43 亿元，其中泰格林纸集团股份有限公司持有 37.34%。

公司的营业范围包括：纸浆、机制纸的制造、销售及对泰格林纸集团股份有限公司及其子公司的水、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 2012 年底，公司资产（合并）总计 165.98 亿元，所有者权益合计 53.54 亿元（其中包含少数股东权益 0.02 亿元）。2012 年公司营业收入 65.42 亿元，利润总额-2.59 亿元。

截至 2013 年 9 月底，公司资产（合并）总计 169.34 亿元，所有者权益合计 52.24 亿元（其中包含少数股东权益 0.02 亿元）。2013 年 1~9 月公司营业收入 48.23 亿元，利润总额-1.24 亿元。

截至 2013 年 9 月底，公司设党政办公室、计划财务部、战略发展部、证券投资部等 10 个综合管理部门，本部设生产技术部、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 5 家一级全资子公司（见附件 1-2）。

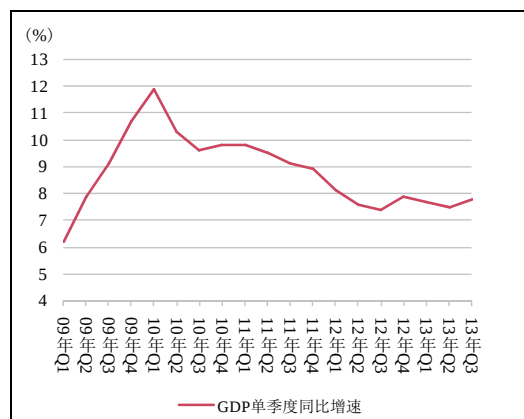
公司注册地址：湖南省岳阳市城陵矶光明路；法定代表人：黄欣。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年前三季度中国实现国内生产总值 386762 亿元，同比增长 7.7%；三季度 GDP 同比增速回升至 7.8%，预计全年增速将超年初预定经济增长目标 7.5%。

图 1 2009 年以来中国 GDP 季度增长情况



资料来源：国家统计局

2013 年前三季度，中国规模以上工业增

加值同比增长 9.6%，增速比上半年加快 0.3 个百分点；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万元以上的企业，下同）实现利润总额 40453 亿元，同比增长 13.5%，增速比上半年加快 2.4%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：①消费需求增长平稳。2013 年前三季度社会消费品零售总额为 168817 亿元，同比名义增长 12.9%，增速比上半年加快 0.2 个百分点。②投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年前三季度固定资产投资（不含农户）309208 亿元，同比增长 20.2%，增速比上半年高 0.1 个百分点；三次产业投资同比分别增长 31.1%、17.1%、22.3%。③对外贸易增速进一步下滑。2013 年前三季度，中国进出口总额为 30604 亿美元，同比增长 7.7%，增速比上半年回落 0.9 个百分点；其中出口金额增长 8.0%，增速回落 2.4 个百分点，1 进口金额增长 7.3%，增速上升 0.6 个百分点，贸易顺差 1694 亿美元，同比增长 14.6%。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年前三季度，中国财政累计收入为 98389 亿元，累计支出为 91532 亿元，同比增长分别为 8.6% 和 8.8%，增幅比上年同期下降 2.6 和 12.3 个百分点；财政收入增幅放缓的情况下，各项民生政策仍得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”

试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基准利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年 9 月底，M2 存量达 107.7 万亿，同比增长 14.2%，增速比二季度末高 0.2 个百分点。从社会融资规模来看，2013 年前三季度社会融资规模为 13.96 万亿，比上年同期多 2.24 万亿；其中人民币贷款 7.28 万亿，同比增长 8.3 个百分点；非信贷融资中委托贷款和信托贷款增长较快，同比增速分别达到 111.6% 和 125.8%。人民币汇率方面，截至 2013 年 9 月底，人民币兑美元汇率中间价为 6.1480 元，比 6 末升值 0.50%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时

出现,其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现,房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面,6月26日,国务院常务会议研究部署加快棚户区改造,会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户;8月22日,发改委下发了发改办财经[2013]2050号文,明确支持棚改企业申请发行企业债券,并按照“加快和简化审核类”债券审核程序,优先办理核准手续,加快审批速度。10月15日,国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》,明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩,将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式,争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会(以下简称“全会”),审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》,内容涵盖15个领域、60项具体任务,改革总体目标清晰;其中经济体制改革方面,市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”,更加明确深化改革的发展方向,将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度,预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场,预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革,房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系,预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看,2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策;通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜,扩大“营改增”试点范

围,继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施,并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面,房地产政策调控仍面临较大挑战,城镇化建设将继续保持快速发展,化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标,将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

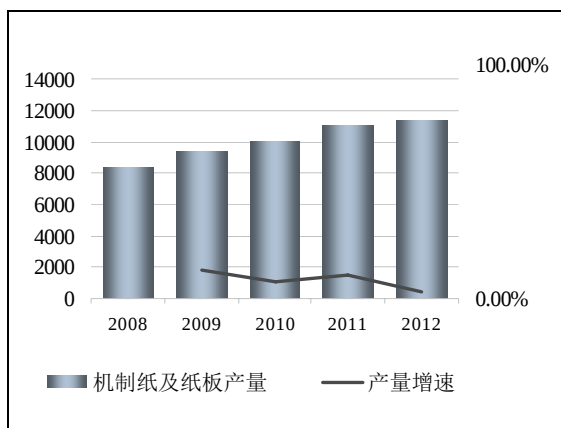
1. 行业现状

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3700家,全国纸及纸板生产量9270万吨,较上年的8640万吨增长7.29%;消费量9173万吨,较上年的8569万吨增长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9930万吨,较上年增长7.12%;消费量9752万吨,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,全国机纸和纸板产量10250万吨,同比增长3.22%;人均年消费量74千克,较上年增长1千克。从地区情况看,2012年全国纸和纸板产量前5位的是山东(1709万吨)、广东(1579万吨)、浙江(1536万吨)、江苏(1206万吨)和河南(780万吨),合计6810万吨,占全国总产量的66.44%。

2011年,受前三季度原材料价格高涨、行业产能集中释放、消费市场相对疲软等因素影响,造纸行业虽然在投资和生产方面实现了较快增长,但效益增幅远远低于产值增幅,行业运行质量明显下降。2011年全年造纸行业完成工业总产值6911.08亿元,同比增长23.11%;利润总额同比增长6.2%;2011年造纸行业产

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。国家统计局发布最新数据显示：2013 年 1~9 月，我国规模以上造纸和纸制品业实现主营业务收入 9815.5 亿元，与去年同期相比增加了 8.7%。行业累计利润总额达 460.4 亿元，同比增长 14.2%，其中，主营活动利润达 470.6 亿元，比去年同期增加 5.8%。

图 2 2008~2012 年中国机制纸及纸板累计产量
(单位：万吨)



资料来源：wind 资讯

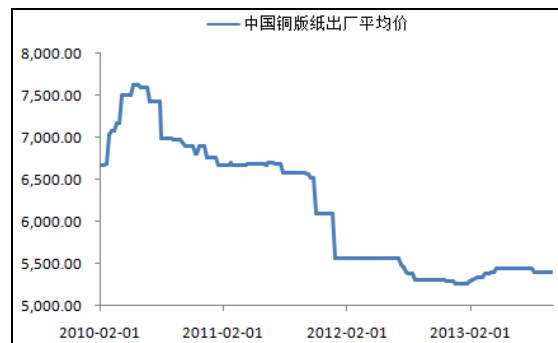
目前，中国国内造纸行业不景气，纸制品价格整体呈现下滑趋势。铜版纸方面，铜版纸价格在经历了 2011 年底进一步滑落后，开始震荡波动走势，2012 年铜版纸价格总体呈现波动下滑的趋势，2013 年初国内造纸厂商普遍出现喊涨，铜版纸价格底部企稳，构筑缓慢上升通道，2013 年以来铜版纸总体呈现波动上升趋势。

双胶纸方面，2010 年双胶纸价格高位跌落，2011、2012 年双胶纸价格进一步下降，2013 年初双胶纸价格加速下滑，4 月底快速反弹，之后一直缓慢下降。总体看，虽上游木浆价格涨后回落导致成本面松动，但多地双胶纸新产线通产导致新增产能释放，需求面未见明显提升，未来前景尚不明朗。

白卡包装纸方面，2011 年白卡包装纸价格快速回落，2012 年整体延续了下滑的趋势，2013 年以来白卡纸价格有所回升。总体看，白卡包装纸价格在底部徘徊，试探回升，上游进

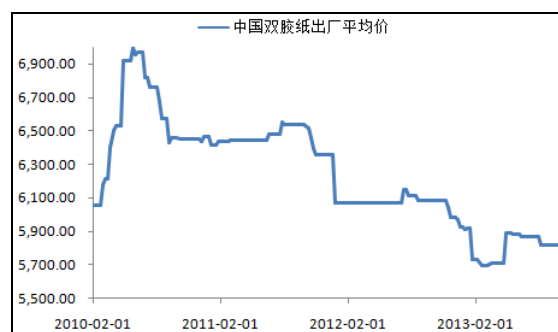
口废纸趋稳，加上淘汰了一部分落后产能，市场饱和度将得到进一步缓解。

图 3 2010 年 2 月~2013 年 9 月铜版纸价格
(单位：元/吨)



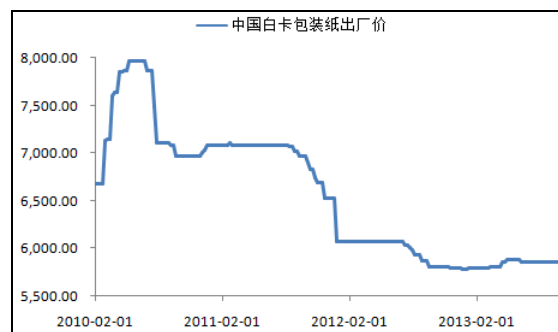
资料来源：wind 资讯

图 4 2010 年 2 月~2013 年 9 月双胶纸价格
(单位：元/吨)



资料来源：wind 资讯

图 5 2010 年 2 月~2013 年 9 月白卡包装纸价格
(单位：元/吨)



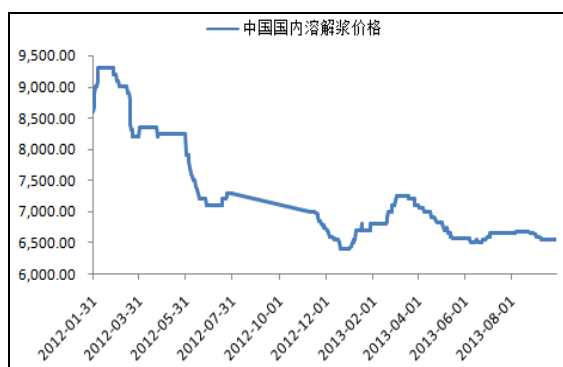
资料来源：wind 资讯

溶解浆

溶解浆是在纸浆过程中除去了木素和半纤维素，只保留纤维素的高纯度精致化学浆，主要用于生产粘胶人造丝、硝化纤维、醋酸纤维、玻璃纸、羧甲基纤维素等产品。

由于国际厂商价格压制，尽管 2011 年国内溶解浆产能大幅增加，但国内溶解浆企业 2012 年并未实质性提高市场份额，企业被迫亏损停产。2013 年 11 月 7 日，商务部决定对原产于美国、加拿大和巴西的进口浆粕进行反倾销立案调查，有利于改善国内溶解浆行业的供应格局，通过设立反倾销税率提高进口产品价格，最终实现国内企业市场占有率的提升和盈利的改善。2013 年以来，国内溶解浆价格先升后降，一季度整体呈现增长趋势，二季度明显下降，三季度基本处于底部震荡状态。总体看，溶解浆价格在短期内有较大提升的可能性很小，市场走势仍不明朗。

图 6 2012 年~2013 年 9 月溶解浆价格
(单位：元/吨)



资料来源：wind 资讯

2. 行业关注

原材料

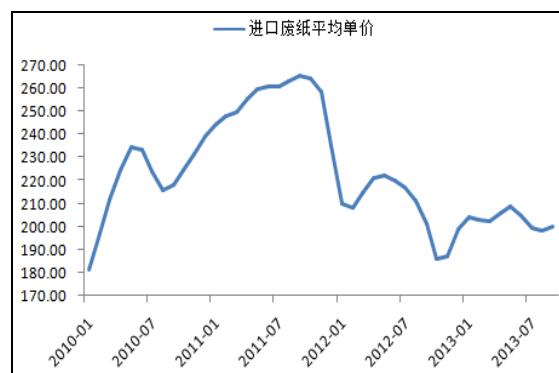
造纸工业属于原材料加工工业，原材料成本一般占造纸业总成本的 65% 左右。纸浆作为造纸工业的直接原料通常分为木浆、废纸浆及非木浆。木浆具有纤维长、强度高、生产过程中耗水量小、排污成本低等特点，主要用于中高档、优质纸品的生产，是全球范围内造纸行业最主要的直接原料。目前国际造纸工业纸浆结构中木浆占 62.6%，废纸浆占 34%，非木浆占 3.4%。

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。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 1647

万吨，同比增长 14%；由于纸浆价格下跌，进口金额 11042024 千美元，同比增长-7.5%。

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。近年来中国造纸行业的新增产能主要来自规模以上的生产企业，且主要集中在中高档优质纸品，加大木浆消费量成为了纸浆消费结构调整的方向。随着整个行业对木浆及木浆用木材的需求的快速增长，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。

图 7 2010 ~2013 年 9 月中国进口废纸平均价格走势
(单位：美元/吨)



资料来源：wind 资讯

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。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 3007 万吨，同比增长 10.2%；进口金额 6273762 千美元，同比增长-10%。

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。

行业集中度和竞争格局

造纸行业是规模效益显著的行业，这一特点决定了造纸企业规模化是行业演进的必然趋势。当前，随着世界经济一体化进程的推进，造纸工业的竞争日益激烈，国际造纸企业向规

模化方向发展的趋势已经开始显现，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。

最近几年，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。

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。

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，实现“由北向南”调整，形成合理的产业新布局。

3. 行业政策

淘汰落后产能

根据《国务院关于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。

彻底关停的落后产能总计约为120万吨，约占行业总产能的1%。本次名单涉及的67家企业多为小型低端造纸厂，淘汰的产能共计约为120万吨，约占全行业总产能的1%。而在之前工信部提出淘汰落后产能目标后，被关停的小型纸厂往往在关停后加大投资规模急速扩张，进而以更大的产能规模再次开张，使得行业产能过剩的情况一直未能得到实质性的缓解。本次工信部要求有关省区市要采取有效措施在九月底前关停列入公告名单内企业的落后产能，并确保在今年年底前彻底拆除淘汰，不得向其他地区转移，落后产能淘汰执行力度有所加大。

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。

（2）加大废纸回收和利用力度。（3）加大技术创新能力建设。（4）优化产业布局，合理配置资源。（5）大力推进节能降耗，防治污染。（6）加快淘汰落后产能，减排减污。（7）优化企业结构，推进兼并重组。

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。

4. 行业发展

行业发展前景

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。2013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。

总体来看，近年来，造纸行业整体发展较快，但受2008年下半年宏观经济减速导致产品需求萎缩和价格回落的影响，造纸行业步入持续低迷，业内企业盈利状况呈现恶化趋势。2012年，在复杂的经济大环境下，造纸行业基本达到产销平衡，但行业整体经济效益下滑较大，部分造纸企业生产经营困难加大。2013年以来造纸行业下游需求延续了低迷趋势，产能增速有所放缓，但仍呈现净增长状态，行业整体仍面临较大的产能过剩压力，得益于上半年以来原材料价格回落以及库存压力下降，造纸企业运营压力有所缓解，利润水平小幅改善，但整体盈利水平仍处于相对低位。

长期看，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。

五、基础素质分析

公司是A股上市公司，华中地区重要的制浆造纸基地，也是国内造纸行业林浆纸一体化的领跑企业。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。

截至 2013 年 9 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，公司控制的林业资源总面积达到了 194.94 万亩。目前，公司生产 30 多个品种、百余种规格的纸品，主导产品为胶版纸、轻量涂布纸、静电复印纸、轻型纸、包装纸等，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。

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 2013 年 9 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。研发产出方面，截至 2013 年 9 月底，公司获国家授权专利 60 项（其中发明专利 58 项，实用新型 2 项），正在申请的专利 43 项；成功开发了国家级和省级新产品 2 个，获国家级科技进步奖 6 项、省部级科技进步奖 12 项。公司和子公司永州湘江纸业有限责任公司、湖南骏泰浆纸有限责任公司均被认定为高新技术企业，享受所得税率 15% 的税收优惠政策。

总体看，公司在品牌知名度技术实力等方面具有较强的综合优势，为公司长远发展提供了有力的支撑。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、高级管理

人员等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，公司纸制品基本保持原有结构。2011 年公司收购了湖南骏泰浆纸有限责任公司（以下简称“骏泰浆纸”），骏泰浆纸年产 40 万吨漂白硫酸盐木浆生产线的产品升级技术改造项目竣工，于 9 月份正式投产。因造纸用文化浆价格处于历史低位，2012 年下半年转产溶解浆，且由于技改时间及产能的影响，商品浆销量同比下降幅度较大。

跟踪期内，受行业不景气影响纸制品价格大幅下跌，国内溶解浆价格持续走低，公司营业收入有所下降。2012 年公司机制纸生产 104.70 万吨，销售 102.68 万吨，产销率 98.07%；商品浆生产 26.48 万吨，销售 25.94 万吨。实现营业收入 65.42 亿元，同比下降 6.07%；利润总额-2.59 亿元。

2013 年 1~9 月，公司实现营业收入 48.23 亿元，为 2012 年全年营业收入的 73.73%，前三季度收入实现水平一般。

2010~2013 年 1~9 月，随着造纸及溶解浆行业的景气度走低，公司毛利率持续下滑，分别为 20.95%、18.91%、15.06%及 13.48%。

表1 近年公司经营情况（单位：亿元，%）

产品名称	2011 年			2012 年			2013 年 1~9 月		
	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入	营业成本	毛利率
颜料整饰纸	14.98	12.58	16.01	14.93	12.74	14.67	11.71	9.70	17.17
包装纸	10.85	8.39	22.66	8.69	6.94	20.14	6.25	5.37	14.02
轻涂纸	11.38	9.86	13.36	8.39	7.17	14.54	4.32	3.64	15.79
淋膜原纸	3.33	2.82	15.19	3.06	2.84	7.19	2.09	1.90	9.06
新闻纸	--	--	--	--	--	--	-	-	
轻型纸	2.07	1.63	3.28	2.41	1.92	20.33	1.75	1.39	20.68
工业纸	3.5	2.86	4.74	3.52	2.84	19.32	1.02	0.82	19.59
复印纸	4.07	3.39	5.05	3.92	3.47	11.48	2.05	1.93	5.87
浆板	12.2	8.47	30.57	12.62	11.15	11.65	13.01	12.35	5.05
其他	7.27	6.48	23.27	7.88	6.50	17.51	6.04	4.63	23.28
合计	69.65	56.48	18.91	65.42	55.57	15.06	48.23	41.73	13.48

资料来源：公司提供

2. 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，主要通过与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，浆板和废纸则主要面向国内外采购。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等原因，公司 2012 年的原材料采购量同比有所减少。从采购价格来看，近三年针叶木（松木）采购价格有所上涨，2012 年均价

791 元/立方米，较 2011 年上涨 6.46%；阔叶木（杨木）价格呈现上涨趋势，2012 年均价 610 元/立方米；芦苇价格有所提升，2012 年芦苇采购价格 876 元/立方米；废纸价格在 2012 年回落至 1840 元/吨，较 2011 年下降 23.71%。煤炭价格持续波动，2012 年开始煤炭价格一路走低，当年采购成本 670 元/吨。2013 年 1~9 月，各原材料价格均有不同程度的下浮。

表 2 公司主要原材料采购价格（含税价）

主要原材料名称	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 1~9 月
煤炭（元/吨）	559	715	670	670
松木（元/米 ³ ）	756	743	791	643
杨木（元/米 ³ ）	581	586	610	574
芦苇（元/米 ³ ）	834	848	876	830
废纸（元/吨）	2364	2412	1840	1708

资料来源：公司提供

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，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。

3. 生产经营

公司主要采用以销定产、组合生产的生产模式。公司根据历史销售情况、与主要客户签订的销售合同，预测当年的市场情况，确定总经营目标，并制定生产部门的各项管理制度和月、日生产计划，根据浆、纸机调配了 22 种生产组合，根据市场需求，选择最优生产组合，以实现成本最小化。

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、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 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（见表 3）。

表 3 公司纸机基本情况

	机台	抄宽 (mm)	年产能 (万吨)	主要产品
公司本部	1# 纸机	3940	7.00	颜料整饰胶版纸
	2# 纸机	1760	1.3	轻型纸
	3# 纸机	3800	9.50	颜料整饰胶版纸、工业纸
	4# 纸机	2362	1.25	工业淋膜原纸
	5# 纸机	2362	1.25	工业淋膜原纸
	8# 纸机	6950	22	精制涂布纸、铜版纸
	9# 纸机	5280	20	全木浆胶版纸、静电复印纸、颜料整饰胶版纸、轻型胶版纸
	10# 纸机	5280	20	颜料整饰胶版纸、铸涂原纸、无碳原纸
湘江纸业	1# 纸机	3300	5.44	胶带纸/精品复合纸/精品牛皮纸/精品淋膜纸
	2# 纸机	3300	5.44	伸性纸袋纸
	3# 纸机	2400	2.21	精品复合纸/本色复合纸/垫层纸
	4# 纸机	3200	3.4	本色卡纸/红色卡纸
	5# 纸机	1575	0.61	本色卡纸/红色卡纸
	6# 纸机	1760	1.36	精品复合纸/彩码纸
	7# 纸机	1760	0.85	精品复合纸/纸袋纸

资料来源：公司提供

公司年产 40 万吨含机械浆印刷纸项目于 2010 年达产，产品总产量保持稳步增长。公司 2012 年机制纸总产量为 104.70 万吨，浆板产

量 26.48 万吨。公司于 2010 年全面停止了新闻纸的生产，特种纸及高附加值产品陆续进入生产阶段，胶版纸和复印纸进一步丰富了公司产品结构。

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 年第二季度投入运行。目前，溶解浆项目已实现正常生产，日均产量 840 吨以上（按设计产量应达到 880 吨/天），产品合格率超过 90%。

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。

表 4 公司主要产品产销率情况（单位：万吨，%）

主要产品	2011 年			2012 年			2013 年 1~9 月		
	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	31.73	30.41	95.84	33.86	32.27	95.32	26.54	26.45	99.67
轻涂纸	21.35	22.53	105.51	16.33	17.18	105.21	10.31	9.25	89.72
淋膜原纸	6.95	6.82	98.10	6.15	6.67	108.39	4.64	4.86	104.82
包装纸	21.75	20.70	95.15	20.20	17.10	84.65	13.47	12.50	92.79
新闻纸	--	--	--	--	--	--	--	--	--
复印纸	7.92	8.10	102.27	8.40	8.19	97.42	4.11	4.26	103.72
胶版纸	5.86	5.97	101.80	7.13	8.67	121.60	5.90	6.00	101.68

资料来源：公司提供

4. 产品销售

公司在全国设立了 21 个销售网点，针对市场需求销售所有产品。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，前五名大客户占公司销售额的 15%~20%。在全国 1000 多种的主流期刊杂志中，有超过 500 种正在使用公司产品。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%。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。

公司销售网络覆盖面广，渠道畅通，客户资源丰富。公司在中国二十多个省、市、自治区范围内建立了销售分公司，配备专职销售人员 100 多人，及时反馈市场信息，产品的售前、售中、售后服务体系完备。公司有专门的市场信息调研机构和人员，以掌握林浆纸产品的国

际国内的行业信息和竞争对手信息，为决策提供参考。

表 5 公司营业收入近年地区占比（单位：%）

地区	2011 年	2012 年	2013 年 1~9 月
华北	16.45	14.82	15.36
华东	20.24	26.92	24.38
华中	25.79	27.29	25.57
华南	25.54	16.93	20.72
西北	2.60	3.37	2.79
西南	5.51	6.86	5.13
其他地区	3.88	3.81	6.05
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

从近几年公司主要产品价格变动情况看，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，纸制品价格达到近年来行业低点。2013 年开始，主要纸制品种多数进入盘整阶段，铜版纸、双胶纸等品种进一步下跌后从底部开始缓慢复苏。

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 9500 元/吨降至 2012 年年末的 6500 元/吨，降幅达到了 32%，导致溶解浆毛利率大幅下滑，进一步导致骏泰浆纸 2012 年亏损严重，公司利润受到较大侵蚀。2013 年以来，国内溶解浆价格先升后降，目前基本处于底部震荡状态，公司溶解浆销售价格进一步下滑，但下滑幅度明显缩小，2013 年 1~9 月份，公司溶解浆项目产量较去年同期下降，销量同比有所上升，销售价格小幅下滑。目前，公司正采取有力措施，加强成本、费用控制，提高产品质量，以进一步提升盈利能力。

表 6 公司溶解浆项目情况

	2011 年	2012 年	2013 年 1~9 月	较 2012 年 1~9 月变动
产量 (万吨)	1.52	24.20	16.29	-18.04%
销量 (万吨)	0.70	19.26	18.65	38.67%
销售价格 (元/吨)	7435.90	5743.44	5640.06	-4.48%

资料来源：公司提供

总体看，公司销售网络覆盖面广，产销率保持较高水平，2012 年造纸行业的需求萎靡对公司销售收入产生一定影响。短期内纸制品及溶解浆市场情况仍有一定不确定性，长期内随着造纸行业筑底回升，纸制品未来需求有望企稳。

5. 未来发展

公司未来将继续贯彻“林浆纸一体化”战略，发挥原料优势优化产品结构，增加高附加值产品，实现规模和效益的提升。

对于资源整合方面，公司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，并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。

对于产业布局与结构调整方面，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。生产经营

方面，公司制定了 2013 年经营计划及具体措施，2013 年度公司计划生产机制纸 103.4 万吨、商品浆板 27.6 万吨，实现营业收入约 71.1 亿元，2013 年期间费用约 11 亿元。

总体看，公司将继续沿着“林浆纸一体化”的产业模式完善产业链，在提升产销量同时增加产品附加值，努力以市场为导向进行产品结构化调整，提升公司核心竞争力。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2011~2012 年财务报表经天健会计师事务所审计，并均出具了标准无保留审计意见，公司 2013 年三季度报表未经审计。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。

截至 2012 年底，公司资产（合并）总计 165.98 亿元，所有者权益合计 53.54 亿元（其中包含少数股东权益 0.02 亿元）。2012 年公司营业收入 65.42 亿元，利润总额-2.59 亿元。

截至 2013 年 9 月底，公司资产（合并）总计 169.34 亿元，所有者权益合计 52.24 亿元（其中包含少数股东权益 0.02 亿元）。2013 年 1~9 月公司营业收入 48.23 亿元，利润总额-1.24 亿元。

2. 盈利能力

2012 年公司共实现营业收入 65.42 亿元，同比下降 6.07%。同年，公司营业成本较上年下降 1.59%，公司收入下滑幅度较大，盈利能力弱化。

2011~2012 年，公司期间费用小幅增长，分别为 12.11 亿元与 12.74 亿元，分别占营业收入的 17.38% 及 19.47%。期间费用中财务费用占比逐年提升，近两年财务费用分别占期间费用的 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。

跟踪期内，随着造纸行业景气度下降及公司溶解浆项目的亏损，公司利润总额有所下降，2012 年公司亏损 2.59 亿元。

2013 年 1~9 月，由于行业持续不景气，公司共实现营业收入 48.23 亿元、营业成本 41.64 亿元，利润总额-1.24 亿元。

从盈利指标来看，2011~2013 年 1~9 月，公司营业利润率持续下降，分别为 18.35%、14.63%及 13.20%。

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。公司整体盈利能力有待提升。

3. 现金流分析

经营活动现金流方面，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，跟踪期内，公司经营活动现金流入有所降低，2012 年为 37.81 亿元，经营活动产生的现金流量净额 2012 年为 0.22 亿元。从现金收入质量来看，由于 2011 年及 2012 年公司大量使用票据结算，现金收入比逐年减少，2012 年为 56.47%。

投资活动现金流方面，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虽小，2011 与 2012 年公司投资活动现金流净额分别为-8.59 亿元及-3.27 亿元。

筹资活动现金流方面，跟踪期内公司加速债务周转，2012 年公司取得借款收到现金 55.12 亿元，发行债券收到现金 4.50 亿元，偿还债务支付现金 57.41 亿元，收到和支付其他与筹资活动有关的现金主要为公司的票据融资款及对融资性票据的偿还。共 2012 年筹资活动现金流入 85.68 亿元，现金流净额-0.75 亿元。

2013 年 1~9 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金 32.24 亿元，现金收入比提升至 66.84%。公司经营活动现金流出规模 31.13 亿元，现金流净额 2.93 亿元，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-0.46 亿元及-4.03 亿元，投资支出进一步减少。

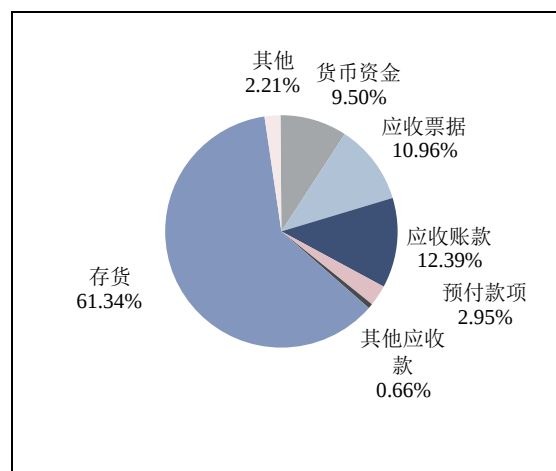
总体看，受造纸行业不景气及溶解浆项目亏损的影响，公司经营活动现金流净额波动下降，存在一定融资压力。近年来公司投资支出规模减小，一定程度上缓解了经营活动现金流恶化带来的影响。

4. 资本及债务结构

资产

截至 2012 年底，公司资产（合并）总计 165.98 亿元，较上年下降 1.03%，资产结构构成变化不大。其中流动资产占比 42.19%，主要由货币资金、应收票据、预付账款、应收账款、存货及其他流动资产构成。公司非流动资产构成较为简单，主要为固定资产、在建工程及无形资产。

图 8 截至 2012 年底公司流动资产结构



资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司货币资金大幅下降，截至 2012 年底，公司货币资金 6.65 亿元，其中银行存款占比 55.02%，银行存款中，美元及欧元占比 11.84%，主要系公司进口原材料所需外币。截至 2012 年底公司其他货币资金占比 44.98%，包括银行承兑汇票保证金及信用证保证金。近年来公司货币资金大幅下降主要系公司购买原材料及偿付债务(包括偿付向泰格林纸集团股

份有限公司的借款)的支出规模较大。

2011~2012 年, 公司应收票据小幅增长, 截至 2012 年底为 7.67 亿元, 仍保持较大规模, 主要系公司使用大量应收票据进行融资及结算所致; 同期应收账款方面较为稳定, 截至 2012 年底为 8.68 亿元, 主要系对下游厂商的应收销售款项。从账龄来看, 1 年以内款项占比 94.26%, 计提坏账准备 0.90%; 1-3 年款项占比 4.04%, 计提坏账准备 12.15%, 3 年以上款项占比 1.70%, 计提坏账准备 77.38%。总体看, 公司应收账款账龄较短, 公司对长账龄的应收款项计提坏账较为充分。截至 2013 年 9 月底, 公司应收票据 12.54 亿元, 较 2012 年底增长 63.41%, 主要由于销货收入现金回款减少, 票据回款增加。

截至 2012 年底, 公司存货共计 42.96 亿元。由于公司将林木资源计入了存货, 导致存货账面价值较高, 存货中林木资产占比 59.44%, 原材料占比 22.74%, 库存商品占比 14.63%。出于原材料及产成品的市场价格持续波动, 公司对原材料及库存商品分别计提了 9.58% 及 2.11% 的跌价准备。

截至 2012 年底, 公司固定资产净额 91.62 亿元。从固定资产原值来看, 房屋建筑物及机器设备分别占比 20.21% 及 77.05%。截至 2012 年底, 公司固定资产累计折旧 28.81 亿元。公司无形资产规模较为稳定, 截至 2012 年底为 2.80 亿元, 主要为土地使用权。

截至 2012 年底公司在建工程 0.81 亿元, 同比下降 75.34%, 主要系怀化俊泰公司的溶解浆项目完工, 结转入固定资产所致。

截至 2013 年 9 月底, 公司资产总计 169.34 亿元, 流动资产比重略有上升, 资产结构基本保持稳定。

总体看, 公司资产规模呈现下滑趋势, 结构以非流动资产为主, 非流动资产构成较为稳定; 流动资产中货币资金降幅较大, 往来款风险较低, 公司存货规模持续提升, 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。

所有者权益

截至 2012 年底所有者权益 53.54 亿元, 同比增长 17.85%, 主要由实收资本(占 19.48%)、资本公积(占 71.50%)及未分配利润(占 6.33%)构成。2012 年度股本及资本公积有所增长, 未分配利润下降。股本及资本公积的增长分别来自公司年内进行了非公开发行股票及发行带来的股本溢价。

总体看, 公司所有者权益有所波动, 实收资本及资本公积占比较高, 所有者权益结构稳定。

负债

截至 2012 年底, 公司负债总计 112.44 亿元, 其中流动负债占比 67.15%, 非流动负债占比 32.85%。

2012 年公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款及其他流动负债构成。公司近三年短期借款年均增长 24.09%, 截至 2012 年底为 34.90 亿元, 主要为保证借款及信用借款。公司保证借款金额 25.98 亿元, 主要为母公司泰格林纸及中国纸业对公司提供的保证借款。

截至 2012 年底公司应付票据为 10.28 亿元, 主要为银行承兑票据及国内信用证。公司应付账款呈现波动下降趋势, 截至 2012 年底, 公司应付账款 8.01 亿元, 同比下降 33.21%, 主要为应付采购款及工程款。

2012 年, 公司非流动负债主要由长期借款构成。截至 2012 年底长期借款 36.08 亿元, 主要由由母公司泰格林纸提供保证的保证借款。

截至 2013 年 9 月底, 公司负债 117.10 亿元, 其中短期借款较 2012 年底增长 12.92%, 其中新增应付债券 8.43 亿元, 主要由于公司于 2013 年 5 月发行规模为 8.5 亿元的公司债券; 受年内往来款未结算的影响, 应收票据和应收账款分别较 2012 年底增长 63.41% 及 12.85%。

2011~2012 年, 公司全部债务规模分别为 100.10 亿元及 100.94 亿元。截至 2012 年底, 公司短期债务占比 64.25%, 长期债务占比

35.75%。截至 2012 年底公司资产负债表、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 67.74%、65.34%及 40.26%。截至 2013 年 9 月底，公司全部债务 101.35 亿元，其中短期债务占比小幅下降致 62.04%，规模及结构基本保持稳定。截至 2013 年 9 月底，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均有所提升，分别达到 69.15%、65.98%及 42.41%。

总体看，公司负债有所下降，结构以流动负债为主，公司进行资产并购后，有息负债规模增长，整体负债水平较高，仍存在一定债务负担。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2012 年底，公司流动比率及速动比率分别下降至 92.75%及 35.86%。近二年经营性现金流动负债比持续下降，分别为 4.20%及 0.29%。截至 2013 年 9 月底，流动比率及速动比率分别提升至 98.64%及 40.36%。公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2011~2012 年，公司 EBITDA 利息倍数有所下降，分别为 2.36 倍及 1.41 倍。相应全部债务/EBITDA 倍数分别为 7.83 倍及 11.53 倍。公司整体偿债能力一般。

截至 2013 年 9 月底，公司共获授信额度 136.28 亿元，已使用授信额度 77.55 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 2013 年 9 月底，公司无对外担保。

6. 本期短期融资券偿债能力

截至 2012 年底，公司 EBITDA、经营活动现金流入量分别为 8.75 亿元与 37.81 亿元，分别为“13 岳纸 CP001”发行额度的 1.35 倍及 5.82 倍。EBITDA 对“13 岳纸 CP001”的保障倍数尚可。

2011~2012 年，公司经营活动现金流入量分别为“13 岳纸 CP001”发行额度的 9.36 倍及 5.82 倍；经营活动现金流净额分别为“13 岳纸

CP001”发行额度的 0.53 倍及 0.03 倍。公司经营活动现金流入量对“13 岳纸 CP001”的覆盖程度较高。

2011 年至 2013 年 9 月底，公司现金类资产分别为 16.65 亿元、11.34 亿元及 14.16 亿元，分别为“13 岳纸 CP001”发行额度的 2.56 倍、1.74 倍及 2.18 倍。现金类资产对本期短期融资券的覆盖能力较强。

总体看，公司经营活动现金流入量与现金类资产对“13 岳纸 CP001”保障程度较强。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信息信用信息报告（机构信用代码：G1043060200004890W），截至 2013 年 10 月 18 日，公司无未结清的不良信贷信息，已结清信贷中存在不良和关注类贷款 3 笔，不良和关注类贸易融资 21 笔，不良和关注类票据贴现 1 笔，不良和关注类银行承兑汇票 1 笔，根据公司提供情况说明，均为银行方面原因，与公司无直接关系。

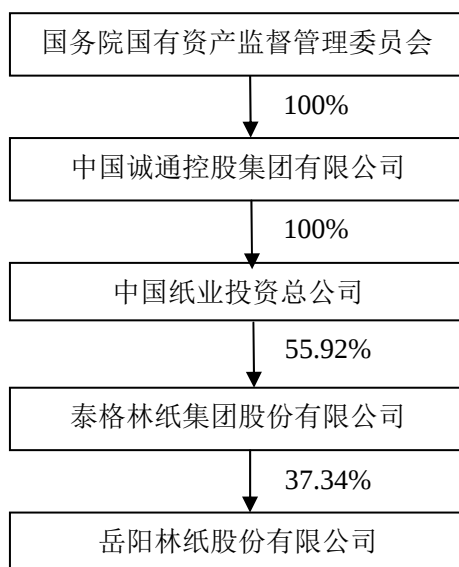
8. 抗风险能力

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。

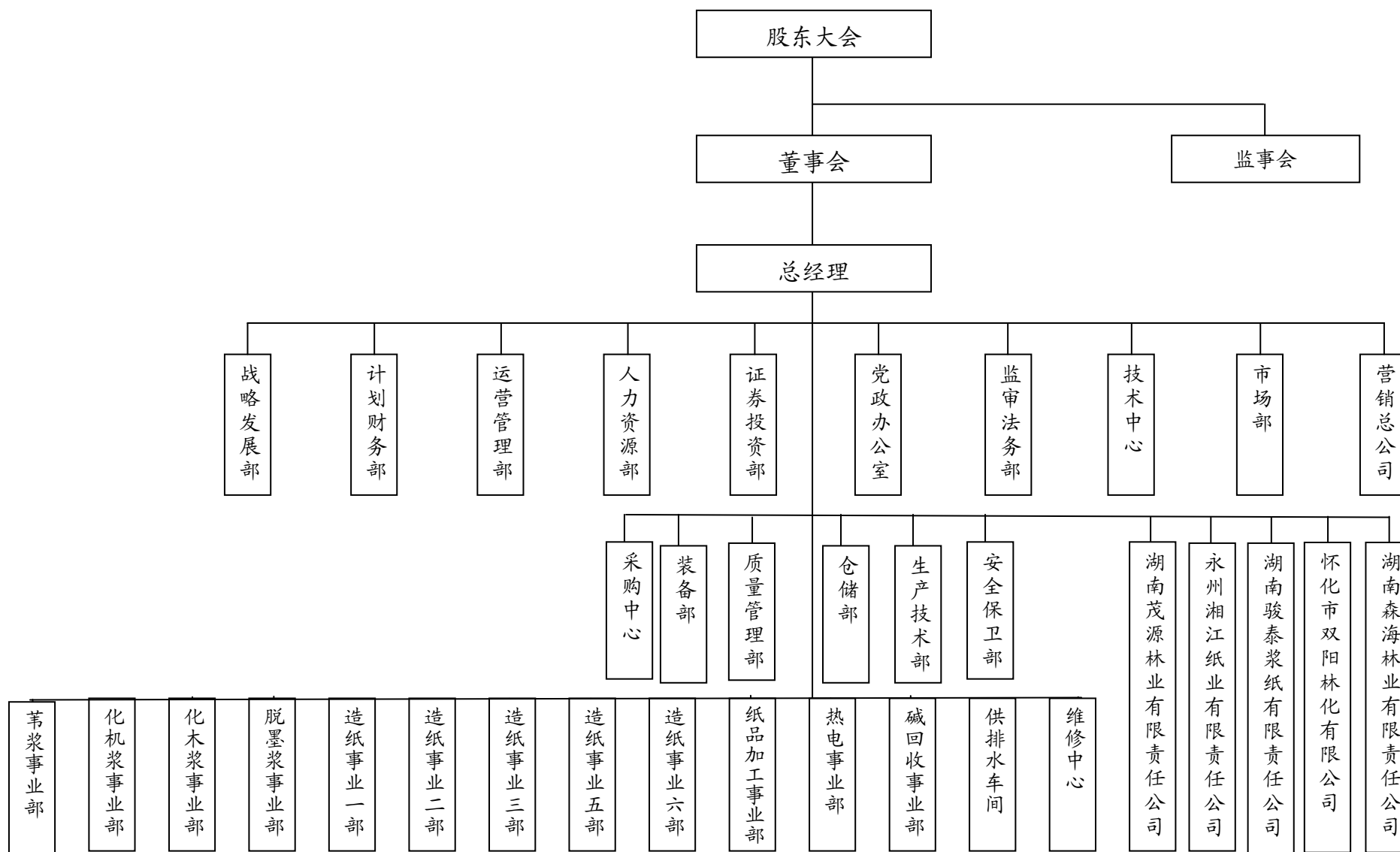
九、结论

综合考虑，联合资信维持岳阳林纸股份有限公司主体长期信用等级 AA，评级展望维持负面，并维持“13 岳纸 CP001”的信用级别为 A-1。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 9 月
流动资产：					
货币资金	239141.77	115186.78	66542.41	-47.25	51710.37
结算备付金					
交易性金融资产					
应收票据	65219.56	101628.68	76721.44	8.46	125371.64
应收账款	52813.92	86066.04	86761.92	28.17	97908.01
预付款项	83609.81	25426.82	20651.75	-50.30	22393.74
应收股利					
应收利息					
其他应收款	15559.30	6490.26	4594.47	-45.66	5973.34
存货	321194.91	385766.06	429567.23	15.65	453624.95
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	1322.36	8262.86	15458.75	241.91	10790.38
流动资产合计	778861.62	728827.51	700297.96	-5.18	767772.42
非流动资产：					
发放贷款及垫款					
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	912572.56	883992.53	916188.38	0.20	880554.72
在建工程	9886.28	32919.46	8117.61	-9.39	10308.67
工程物资	572.98	287.48	344.76	-22.43	400.94
固定资产清理					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	29654.11	28407.72	27958.50	-2.90	27479.07
开发支出					
商誉					
长期待摊费用					
递延所得税资产	2474.94	2672.07	6918.22	67.19	6918.22
其他非流动资产					
非流动资产合计	955160.88	948279.27	959527.47	0.23	925661.61
资产总计	1734022.50	1677106.78	1659825.43	-2.16	1693434.04

附件 2-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 9 月
流动负债：					
短期借款	226640.22	317795.98	348981.68	24.09	394060.10
吸收存款及同业存放					
交易性金融负债					
应付票据	128241.52	115953.78	102827.41	-10.46	130904.29
应付账款	112084.26	119990.78	80140.13	-15.44	107226.75
预收款项	16281.88	5663.28	6046.77	-39.06	5727.33
应付职工薪酬	2567.95	3019.73	1636.01	-20.18	4160.36
应交税费	5479.85	4070.72	4339.57	-11.01	5779.28
应付利息	1423.77	2061.17	4060.29	68.87	3664.75
应付股利					
其他应付款	7572.90	78803.32	10257.34	16.38	23023.29
一年内到期的非流动负债	64647.87	104471.00	86220.00	15.49	38303.35
其他流动负债	110736.00	65736.00	110506.00	-0.10	65506.00
流动负债合计	675676.23	817565.78	755015.21	5.71	778355.50
非流动负债：					
长期借款	515869.17	397008.76	360849.95	-16.36	300378.37
应付债券					84302.99
长期应付款					
专项应付款	353.52	353.52	353.52		353.52
预计负债					
递延所得税负债					
递延收益					
其他非流动负债	7910.29	7852.47	8187.23	1.74	7599.07
非流动负债合计	524132.98	405214.75	369390.69	-16.05	392633.94
负债合计	1199809.20	1222780.53	1124405.90	-3.19	1170989.45
所有者权益：					
实收资本(或股本)	84315.91	84315.91	104315.91	11.23	104315.91
资本公积	391437.34	298282.27	382830.43	-1.11	382830.43
减：库存股					
专项储备					
一般风险准备					
盈余公积	14159.90	14159.90	14159.90		14159.90
未分配利润	44104.15	57386.84	33885.01	-12.35	20896.68
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	534017.30	454144.92	535191.25	0.11	522202.93
少数股东权益	196.00	181.33	228.27	7.92	241.66
所有者权益合计	534213.30	454326.25	535419.53	0.11	522444.59
负债和所有者权益总计	1734022.50	1677106.78	1659825.43	-2.16	1693434.04

附件 3 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 1~9 月
一、营业收入	613838.41	696501.14	654247.97	3.24	482346.77
减: 营业成本	485186.43	564749.71	555707.57	7.02	416375.50
营业税金及附加	2429.21	3956.21	2827.70	7.89	2280.54
销售费用	20225.86	23573.46	27526.72	16.66	18987.23
管理费用	41970.61	45258.58	38898.62	-3.73	28972.14
财务费用	40885.79	52219.69	60961.57	22.11	35625.83
资产减值损失	-854.45	-2552.53	2157.69		-1900.22
利息支出					
手续费及佣金支出					
加: 公允价值变动收益					
投资收益					
其中: 对合营企业投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	23994.95	9296.02	-33831.90		-17994.24
加: 营业外收入	7598.51	7401.51	8136.20	3.48	5621.82
减: 营业外支出	323.89	531.22	247.35	-12.61	73.96
其中: 非流动资产处置损失					43.29
三、利润总额	31269.58	16166.31	-25943.04		-12446.38
减: 所得税费用	4539.85	790.39	-4174.47		528.55
四、净利润	26729.73	15375.92	-21768.57		-12974.94

附件 4-1 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 1~9 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	610426.94	584842.38	369426.78	-22.21	322423.57
客户存款和同业存放款项净增加额					
处置交易性金融资产净增加额					
收取利息、手续费及佣金收到的现金					
收到的税费返还	526.39	1102.10	108.75	-54.55	
收到其他与经营活动有关的现金	60270.78	22694.13	8521.81	-62.40	18186.29
经营活动现金流入小计	671224.11	608638.60	378057.34	-24.95	340609.86
购买商品、接受劳务支付的现金	487505.54	447505.22	261378.74	-26.78	261635.34
客户贷款及垫款净增加额					
存放中央银行和同业款项净增加额					
支付利息、手续费及佣金的现金					
支付给职工以及为职工支付的现金	27356.15	31394.53	31813.00	7.84	17714.44
支付的各项税费	25946.48	43646.46	33200.44	13.12	29963.21
支付其他与经营活动有关的现金	44304.30	51728.72	49507.99	5.71	1948.57
经营活动现金流出小计	585112.47	574274.93	375900.17	-19.85	311261.56
经营活动产生的现金流量净额	86111.63	34363.67	2157.17	-84.17	29348.31
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					
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	343.50	258.61	91.98	-48.25	311.59
处置子公司及其他单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金	1502.40	699.00	1108.00	-14.12	
投资活动现金流入小计	1845.90	957.61	1199.98	-19.37	311.59
购建固定资产、无形资产等支付的现金	72258.96	38397.66	33922.35	-31.48	4895.04
投资支付的现金	47900.00	48502.70		-100.00	
取得子公司等支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金					42.81
投资活动现金流出小计	120158.96	86900.36	33922.35	-46.87	4937.85
投资活动产生的现金流量净额	-118313.06	-85942.75	-32722.37	-47.41	-4626.26
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	143874.61		104900.00	-14.61	
取得借款收到的现金	320792.38	395083.96	551218.85	31.08	527341.67
发行债券收到的现金	110000.00	65000.00	45000.00	-36.04	84250.31
收到其他与筹资活动有关的现金	73040.00	97891.12	155703.87	46.01	79603.26
筹资活动现金流入小计	647706.99	557975.07	856822.72	15.02	691195.25
偿还债务支付的现金	400506.34	487037.61	574137.30	19.73	633366.80
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	54174.84	64779.85	63913.86	8.62	38869.77
支付其他与筹资活动有关的现金	24391.28	57422.00	226232.49	204.55	59226.67
筹资活动现金流出小计	479072.47	609239.46	864283.65	34.32	731463.24
筹资活动产生的现金流量净额	168634.52	-51264.39	-7460.93		-40267.99
四、汇率变动对现金的影响	51.46	-216.03	659.39	257.95	1013.91
五、现金及现金等价物净增加额	136484.56	-103059.50	-37366.74		-14532.04
加: 期初现金及现金等价物余额	55174.09	191658.65	88599.15	26.72	51232.41
六、期末现金及现金等价物余额	191658.65	88599.15	51232.41	-48.30	36700.37

附件 4-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	26729.73	15375.92	-21768.57	
加: 资产减值准备	-854.45	-2552.53	2157.69	50.68
固定资产折旧及其他	50186.88	56829.30	50744.74	23.44
专项储备的增加(减: 减少)				
无形资产摊销	623.53	695.84	670.59	24.20
长期待摊费用摊销				
待摊费用减少(减: 增加)				
预提费用增加(减: 减少)				
处置固定资产、无形资产等损失	-135.33	327.95	-82.86	-20.33
固定资产报废损失				
公允价值变动损失				
财务费用	43937.46	54149.84	53438.63	57.91
投资损失				
计入当期收益的政府补助				
递延所得税资产减少	2830.07	-197.13	-4246.15	963.52
递延所得税负债增加				
递延税款贷项(减: 借项)				
存货的减少	-32428.69	-57532.32	-35959.04	22.82
经营性应收项目的减少	-4909.84	-106705.98	23513.57	
经营性应付项目的增加	-593.29	73215.98	-66311.43	
其他	725.57	756.81		-100.00
经营活动产生的现金流量净额	86111.63	34363.67	2157.17	-74.51

附件 5 主要计算指标

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	6.61	4.56	3.73	--
存货周转次数(次)	1.82	1.60	1.36	--
总资产周转次数(次)	0.45	0.41	0.39	--
盈利能力				
营业利润率 (%)	20.56	18.35	14.63	13.20
总资本收益率(%)	4.47	4.78	2.61	--
净资产收益率(%)	5.00	3.38	-4.07	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	49.13	46.63	40.26	42.41
全部债务资本化比率(%)	66.20	68.78	65.34	65.98
资产负债率(%)	69.19	72.91	67.74	69.15
偿债能力				
流动比率(%)	115.27	89.15	92.75	98.64
速动比率(%)	67.73	41.96	35.86	40.36
经营现金流动负债比(%)	12.74	4.20	0.29	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.48	2.36	1.41	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.60	7.83	11.53	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.03	-0.05	-0.03	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-0.73	-0.95	-0.49	--

注：公司 2013 年 1~9 月份财务数据未经审计。

附件 6 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
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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
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×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
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/利息支出

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
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 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 7 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 8 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