

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 745 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。



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: 2014 年 6 月 10 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	16.65	11.34	16.60	11.47
资产总额(亿元)	167.71	165.98	173.28	171.96
所有者权益(亿元)	45.43	53.54	53.71	53.23
短期债务(亿元)	60.40	64.85	75.72	71.06
全部债务(亿元)	100.10	100.94	103.30	98.09
营业收入(亿元)	69.65	65.42	66.10	14.40
利润总额(亿元)	1.62	-2.59	0.34	-0.48
EBITDA(亿元)	12.78	8.75	11.23	--
经营性净现金流(亿元)	3.44	0.22	2.39	5.35
营业利润率(%)	18.35	14.63	14.53	13.81
净资产收益率(%)	3.38	-4.07	0.36	--
资产负债率(%)	72.91	67.74	69.00	69.05
全部债务资本化比率(%)	68.78	65.34	65.79	64.82
流动比率(%)	89.15	92.75	88.46	88.40
全部债务/EBITDA(倍)	7.83	11.53	9.20	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.31	1.35	2.08	--
经营现金流动负债比(%)	4.20	0.29	2.62	--

注: 1. 2014 年一季度财务数据未经审计;

分析师

王 慧 贺苏凝
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造纸企业, 公司在生产规模、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。同时, 联合资信也关注到, 近年来造纸行业产能过剩, 市场竞争激烈, 溶解浆市场景气度低导致公司发生经营亏损, 较高的债务负担等因素也对公司信用基本面造成了不利影响。

造纸行业亟待消化过剩产能, 短期内景气提升空间有限, 下游纺织行业低迷导致公司溶解浆业务仍处于亏损, 公司产品结构有待继续优化, 主业盈利能力恢复仍需时间, 而较高的债务负担和短期支付压力均对公司构成了一定挑战, 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. 公司对上游林业资源的掌握有利于成本控制。
3. 公司现金类资产对本期短期融资券的覆盖程度较高。

关注

1. 造纸行业产能过剩, 行业景气度低, 对公司经营产生不利影响。
2. 溶解浆市场价格一路下滑, 公司子公司溶解浆项目亏损严重。公司利润水平对营业外收入依赖程度高, 主业盈利能力较弱。
3. 公司有息债务中短期债务占比大, 短期支付压力大, 债务结构有待优化。

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“13 岳纸 CP001”到期后失效；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“13 岳纸 CP001”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,制浆造纸相关商品、煤炭贸易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 2014 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)。

截至 2013 年底,公司资产(合并)总计 173.28 亿元,所有者权益合计 53.71 亿元(其中包含少数股东权益 0.02 亿元)。2013 年公司营业收入 66.10 亿元,利润总额 0.34 亿元。

截至 2014 年 3 月底,公司资产(合并)总计 171.96 亿元,所有者权益合计 53.23 亿元(其中包含少数股东权益 0.02 亿元)。2013 年公司营业收入 14.40 亿元,利润总额-0.48 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

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 年中国实现国内生产总值 568845 亿元,同比增长 7.7%。

2013 年,中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%;同期,规模以上工业企业(年主营业务收入在 2000 万以上的企业,下同)实现利润总额 62831 亿元,同比增长 12.20%。

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:消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元,同比名义增长 13.1%;投资保持较快增长,第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资(不含农户)436528 亿元,同比增长 19.6%;三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%;对外贸易增速进一步下滑。2013 年,中国进出口总额为 41600 亿美元,同比增长 7.6%;其中出口金额增长 7.9%,进口金额增

长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

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，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，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，贷款基础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 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；

上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；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

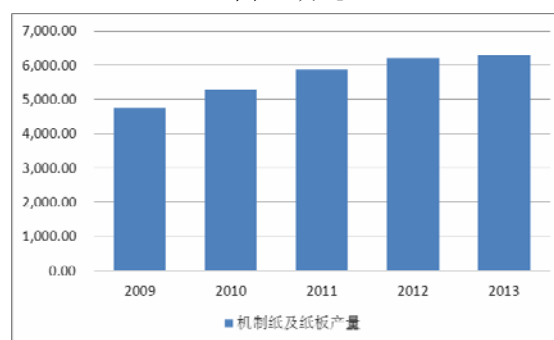
1. 行业现状

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,2013 年全国纸及纸板生产企业约 3400 家,全国纸及纸板生产量 10110 万吨,较上年增长 -1.37%。消费量 9782 万吨,较上年增长 -2.65%,

人均年消费量 72 千克(13.61 亿人)。2004-2013 年,机制纸板生产量年均增长 8.26%,消费量年均增长 6.74%。从生产布局与集中度来看,2013 年中国东部地区 12 个省(区、市),纸及纸板产量占全国纸及纸板产量比例为 76.9%,比上年提高 1.5 个百分点;中部地区 9 个省(区)比例占 16.9%,比上年降低 1.5 个百分点;西部地区 10 个省(区、市)比例占 6.2%,与上年持平。

据国家统计局统计,2013 年规模以上造纸生产企业 2934 家;主营业务收入 7575 亿元,同比增长 5.91%;工业增加值增速 5.40%;产成品库存 298 亿元,同比增长 -4.33%;利润总额 374 亿元,同比增长 6.95%;资产总计 9015 亿元,同比增长 8.02%;负债总额 5247 亿元,同比增长 4.83%;在统计的 2934 家造纸生产企业中,亏损企业有 401 家,占 13.67%。

图 1 2009~2013 年中国机制纸及纸板累计产量
(单位:万吨)



资料来源:wind 资讯

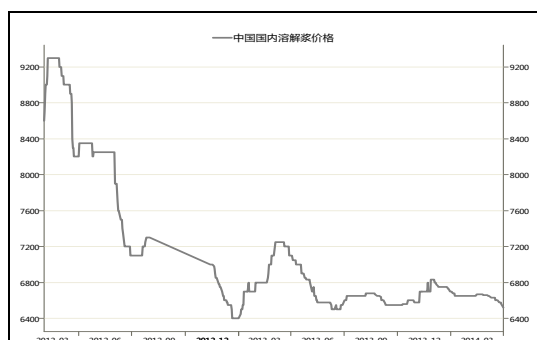
目前,中国国内造纸行业不景气,纸制品价格整体呈现下滑趋势。铜版纸方面,2013 年以来铜版纸总体呈现底部平稳运行走势。双胶纸方面,2013 年以来双胶纸价格始终在历史低位窄幅波动,需求乏力使得上涨缺乏动力,成本因素又限制了价格继续下行的空间。截至到 2014 年 1 月,双胶纸行情基本稳定,市场成交气氛冷清。总体看,虽上游木浆价格有所回落导致成本面松动,但多地双胶纸新生产线达产导致新增产能释放,需求面未见明显提升,未来前景尚不明朗。白卡包装纸方面,2013 年上半年白卡纸价格有所回升,但是下半年又

出现了小幅回落。2014 年 1-2 月，国内各地白卡纸市场整体表现欠佳，成交气氛不浓。总体看，白卡包装纸价格仍处在底部徘徊区间，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。

溶解浆

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 2 2012 年~2014 年 3 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

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，2013 年全国纸浆累计进口数量 1685 万吨，同比增长 2.4%；进口金额 1137.35 千万美元，同比增长 3.7%。

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。

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。2013 年全国废纸累计进口数量 2924 万吨，同比下降 2.8%，价值 59 亿美元，同比下降 5.5%，进口均价 201.78 美元/吨；进口纸浆 1685 万吨，同比增长 2.4%，价值 113.7 亿美元，同比增长 3.7%，进口均价 674.78 美元/吨。

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，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《国务院关于进一步加大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。

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

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2014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（其中商品浆40万吨）；截至2013年底公司控制的林业资源总面积达到了192.14万亩。公司目前生产30多个品种、百余种规格的浆纸产品，主导产品为颜料整饰纸、浆板、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2014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室，各类分析、检测的科研设备齐全。

截至2014年3月底，公司获国家授权有效专利61项（其中发明专利52项，实用新型9项），正在申请的专利41项；成功开发了国家级和省级新产品23个，（其中国家级新产品5个）；获国家、省部级科技奖22项。公司和子公司永州湘江纸业有限责任公司（以下简称“湘江纸业”）、湖南骏泰浆纸有限责任公司（以下简称“骏泰浆纸”）、怀化市双阳林化

有限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，公司法人治理结构等方面无重大变化。

人员方面，2013 年 6 月，公司董事长由童来明先生变更为黄欣先生。

黄欣先生，2012 年 9 月至今担任公司董事，2013 年 6 月至今担任公司董事长。曾任国家物资部化工轻工材料司副主任科员、主任科员，中国物资开发投资总公司历任业务二部副经理、经理，实业投资部经理，战略投资部副经理，资产管理部经理，中国物资开发投资总公司党委委员，佛山华新包装股份有限公司董事、副总经理；佛山华新发展有限公司副总经理，珠海经济特区红塔仁恒纸业有限公司总经理兼佛山华新包装股份有限公司董事，佛山华新包装股份有限公司副总经理兼佛山华新包装股份有限公司董事。现任中国纸业投资有限公司执行总经理、公司控股股东泰格林纸集团股份有限公司董事、总经理、党委书记，兼任佛山华新包装股份有限公司董事。

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。

2013 年面对文化纸、包装纸需求不旺、产能过剩，国际纸浆产能（主要是南美地区）

大量释放，国内纸产品及商品浆价格持续低迷的严峻形势，公司通过加强内部改革、调整产品结构、加大新产品开发力度等措施，经营亏损有所收窄。为减少公司管理层级、提高组织效率、进一步加强业务板块管理，同时有效降低骏泰浆纸资产负债水平，提高其盈利能力，2013 年二季度，公司用自有资金收购全资子公司骏泰浆纸持有的森海林业及双阳林化 100% 股权，收购价格分别为 15224.06 万元、7052.78 万元。此次收购将公司的全资孙公司变成全资子公司，对公司合并报表不产生影响。

2013 年公司机制纸生产 100.42 万吨，销售 100.55 万吨，产销率 100.13%；商品浆生产 28.93 万吨，销售 28.69 万吨，产销率 99.17%。实现营业收入 66.10 亿元，同比增长 1.03%，其中，颜料整饰纸，浆板和包装纸的收入占比分别为 24.27%，23.33% 和 12.65%，主要产品集中度有所提高；利润总额 3404.10 万元，净利润 1936.39 万元。

2011~2013 年，受产能扩张和市场需求减缓的挤压，多数产品市场价格下降幅度要大于原材料成本下降幅度（以 2013 年为例，轻涂纸价格同比下降 4.20%；轻型纸价格同比下降 5.03%；颜料整饰纸价格同比下降 4.23%；淋膜原纸价格同比下降 6.36%；溶解浆价格同比下降 4.09%）。因此导致包装纸，轻型纸，工业纸，浆板等产品的毛利率水平波动较大。

2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 14.40 亿元，受季节因素影响，为 2013 年全年营业收入的 21.79%。

2011~2014 年 1~3 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 18.91%、15.06%、14.35% 及 14.04%。

表1 近年公司经营情况（单位：亿元，%）

产品名称	2011 年			2012 年			2013 年			2014 年第一季度		
	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率
颜料 装饰 纸	14.98	21.51	16.01	14.93	22.82	14.67	16.04	24.27	18.93	3.14	21.81	16.48
包 装 纸	10.85	15.58	22.66	8.69	13.28	20.14	8.36	12.65	12.37	2.17	15.07	13.92
轻 涂 纸	11.38	16.34	13.36	8.39	12.82	14.54	5.96	9.02	16.11	1.60	11.11	17.12
淋 膜 原纸	3.33	4.78	15.19	3.06	4.68	7.19	2.74	4.15	10.00	0.66	4.58	7.04
轻 型 纸	2.07	2.97	3.28	2.41	3.68	20.33	2.49	3.77	22.75	0.39	2.71	21.60
工 业 纸	3.5	5.03	4.74	3.52	5.38	19.32	4.11	6.22	23.79	0.68	4.72	18.43
复 印 纸	4.07	5.84	5.05	3.92	5.99	11.48	2.55	3.86	4.87	0.37	2.57	4.85
浆板	12.2	17.52	30.57	12.62	19.29	11.65	15.42	23.33	7.11	3.15	21.88	7.98
其他	7.27	10.44	23.27	7.88	12.05	17.51	8.43	12.75	22.18	2.24	15.56	19.68
合计	69.65	100.00	18.91	65.42	100.00	15.06	66.10	100.00	14.35	14.40	100.00	14.04

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，主要通过和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 2013 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），阔叶木（杨木）和芦苇的采购价格波动较大，在 2012 年创出阶段高点之后，在 2013 年出现较大回落。其中，松木 2013 年

均价 580 元/立方米，较 2012 年下降 17.14%；杨木 2013 年均价 525 元/立方米，较 2012 年下降 2.60%；芦苇 2013 年采购价格 723 元/立方米，较 2012 年下降 6.71%；废纸价格持续走低，在 2013 年回落至 1459 元/吨，较 2012 年下降 7.25%。煤炭价格降幅较大，2013 年采购成本为 568 元/吨，较 2012 年下降 15.22%。2014 年 1-3 月，主要原材料价格出现小幅上涨，对经营造成一定成本压力。

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，2011~2012年，除煤炭、废纸外，公司原材料价格整体呈明显上升趋势，2013年，各类原料价格波动中有所下降，在一定程度上缓解了公司的成本压力。

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。

为了平抑国际市场的木浆价格波动，在对原材料资源的争夺战中获得有利地位，从根本上解决木浆供应问题，公司坚持实施“林纸一体化”战略，截至2013年底，公司控制的林业资产总面积达到了192.14万亩。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，但联合资信也关注到原料价格波动对成本支出可能会产生的一定影响。

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2 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2013年机制纸总产量为100.42万吨，浆板产量28.93万吨。公司已于2010年全面停止了新闻纸的生产，改为生产其他高附加值纸品，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，2013年该公司通过完成低浓臭气系统改造、热电智能备自投改造、本色浆生产流程优化、制浆工艺优化等一系列技改技措活动，

产品结构实现多元化，市场适应能力得到加强，生产浆板产量、质量、消耗都达到历史最好水平，产量同比增长 9.25%，产品质量大幅提高，尤其是阔叶木溶解浆，合格率提高近 40%，成本屡创新低，仅 2013 年累计上网电量 17823 万度，同比增长 38.08%。但由于市场低

迷，公司综合效益仍有待进一步提高，同时，由于生产品种多等因素，产品质量的稳定性仍有待进一步提高。

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。

表 3 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			2014 年第一季度		
	产量	销量	产销率	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	36.66	36.2	98.76	8.20	6.75	82.28
轻涂纸	21.35	22.53	105.51	16.33	17.18	105.21	13.84	12.75	92.13	3.82	3.42	89.49
淋膜原纸	6.95	6.82	98.10	6.15	6.67	108.39	6.13	6.38	104.17	1.53	1.56	101.69
包装纸	21.75	20.70	95.15	20.20	17.10	84.65	17.79	18.24	102.53	4.20	4.90	116.67
复印纸	7.92	8.10	102.27	8.40	8.19	97.42	5.05	5.24	103.78	0.70	0.70	100.59
商品浆板	37.35	34.93	93.52	26.48	25.94	97.96	28.93	28.69	99.17	8.09	6.06	74.91

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，2013 年销售额占比分别为 27.56%，17.44%、23.39%和 19.07%。销售回款方面，公司主要通过承兑汇票回款，以风险授信、抵押担保等多种控制措施，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。公司在全国二十多个省、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 4 公司营业收入近年地区占比（单位：%）

地区	2011	2012	2013	2014 年 1-3 月
华北	16.45	14.82	19.07	13.98
华东	20.24	26.14	23.39	27.13
华中	25.79	26.50	27.56	26.21
华南	25.54	16.44	17.44	15.03
西北	2.60	3.27	2.51	5.36
西南	5.51	6.66	5.45	6.01
其他地区	3.88	6.61	4.58	6.28
合计	100.00	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。

表 5 公司主要产品价格情况（单位：元/吨）

主要产品	2011	2012	2013	2014 年 1-3 月
轻涂纸	5050.11	4881.13	4676.00	4670.18
轻型纸	5048.06	4842.99	4599.56	4715.82
颜料整饰纸	4926.53	4625.51	4430.05	4453.62
热敏原纸	5604.38	5275.21	5183.22	--
淋膜原纸	4880.61	4586.99	4295.05	4266.23
包装纸	5240.95	5084.11	4583.36	4430.00
工业纸	4843.79	4931.06	5279.02	5385.51
复印纸	5028.19	4787.87	4855.32	5082.82
浆板	4971.39	5411.86	5190.35	5197.06

注：2012 年浆板价格为文化浆板和溶解浆板的平均价格。2013 年，公司停止文化浆板的生产，仅生产溶解浆，因此浆板价格为溶解浆价格。

资料来源：公司提供

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2012年年初的9500元/吨降至年末的6500元/吨，降幅达到32%；2013年，溶解浆价格在6500元/吨至7000元/吨区间波动，毛利水平维持低位。同时，由于骏泰浆纸资产负债率过高，财务费用负担巨大，2013年净利润为-12186.02万元(上年同期为-21961.36万元)。

总体看，公司销售网络覆盖面广，产销率保持较高水平，2013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。

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2014年经营计划及具体措施，2014年度公司计划生产机制纸101万吨、商品浆板29万吨，实现营业收入约66.80亿元，2014年期间费用约11.70亿元。

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

公司提供的2011~2013年财务报表经天健

会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并均出具了标准无保留意见。

截至2013年底，公司资产（合并）总计173.28亿元，所有者权益合计53.71亿元（其中包含少数股东权益0.02亿元）。2013年公司营业收入66.10亿元，利润总额0.34亿元。

截至2014年3月底，公司资产（合并）总计171.96亿元，所有者权益合计53.23亿元（其中包含少数股东权益4.64亿元）。2014年1~3月公司营业收入14.40亿元，利润总额-0.48亿元。

1. 盈利能力

2013年公司共实现营业收入66.10亿元，同比上升1.03%，主要系子公司骏泰浆纸的浆板销售增加所致。

受益于原材料价格的下降，在公司纸品结构逐渐向高档纸转变的情况下，母公司的主营业务成本依然有所下降。然而受累于子公司骏泰浆纸的浆板成本依然较高，合并公司营业成本由2012年的55.57亿元上升至2013年的56.17亿元。

2013年公司期间费用11.44亿元，同比下降10.20%，占营业收入的17.31%，其中，财务费用占营业收入的7.65%，公司期间费用控制能力有所提升，但财务费用负担仍然偏重。2013年，公司营业利润为-1.85亿元，亏损较上年有所收窄。

受益于新型工业化引导资金，技术改造扶持资金，资源综合利用专项资金等各种政府补助的大幅增长（由上年0.72亿元上升至本年1.98亿元），2013年公司利润总额实现了由负转正，实现利润总额0.34亿元，较2012年增长113.12%，但公司主业盈利能力仍然较弱，政府补助中大部分是一次性补贴，因此盈利持续性不足。

2014年1~3月，由于行业持续不景气，原材料价格小幅上涨，公司利润空间进一步压缩，一季度共实现营业收入14.40亿元、营业成本

12.35 亿元，利润总额为亏损 0.48 亿元，主业盈利能力仍然较弱。

从盈利指标来看，2013 年公司总资本收益率和净资产收益率较 2012 年均有所回升，分别为 3.63%和 0.36%。营业利润率小幅下降 0.1 个百分点至 14.53%。

总体看，公司 2013 年收入规模小幅上升，期间费用控制能力得到改善，但受限于行业景气度，盈利能力仍然较弱。

2. 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，2013 年公司经营活动现金流入 52.16 亿元，同比上升 37.95%；经营活动产生的现金流量净额为 2.39 亿元，较 2012 年增长 1007.50%，主要是本期票据贴现增加。因为公司各种生产资料的采购，人力成本的支出等，都要求现金支付，在销售回款中承兑汇票比例过高的情况下，公司将收到的票据进行贴现，以保证公司运营稳定。2013 年公司现金收入比为 73.78%，同比增加 17.31 个百分点，主要系 2013 年票据贴现大量增加。

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较小，2013 年为-1.27 亿元，同比下降 61.16%。

筹资活动现金流方面，2013 年公司取得借款收到现金 64.48 亿元，发行债券收到现金 8.42 亿元，偿还债务支付现金 75.54 亿元，收到其他与筹资活动有关的现金 16.76 亿元，主要为公司的票据融资款 6.96 亿元以及中国纸业资金拆借款 9.80 亿元，支付的其他与筹资活动有关的现金 9.08 亿元，主要系公司偿还融资性票据及中国纸业拆借款。2013 年筹资活动现金流入共 89.67 亿元，现金流净额-0.14 亿元。

2014 年 1~3 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金 13.62 亿元，现金收入比提升至 94.60%。公司经营活动现金流出规模 8.89 亿元，现金流净额 5.35 亿元。公司投资活动和筹

资活动产生的现金流量净额分别为-0.06 亿元及 -6.21 亿元。

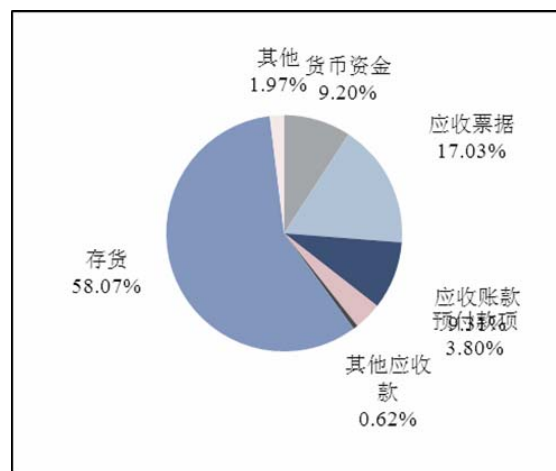
总体看，受造纸行业不景气的影响，公司经营现金净流波动下降，存在一定融资压力。近年来公司投资支出规模减小，一定程度上缓解了经营活动现金流减少带来的影响。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2013 年底，公司资产（合并）总计 173.28 亿元，其中流动资产占比 46.56%，主要由存货、应收票据、应收账款、货币资金、预付账款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 3 截至 2013 年底公司流动资产结构



资料来源：公司审计报告

截至 2013 年底，公司货币资金 7.42 亿元，同比上升 11.51%，其中银行存款占比 38.52%，银行存款中，美元及欧元占比 7.50%，主要系公司进口原材料所需外币。截至 2013 年底公司其他货币资金占比 61.47%，包括银行承兑汇票保证金、信用证保证金及贷款保证金。

截至 2013 年底，公司应收票据为 13.74 亿元，同比上升 79.12%。公司的应收票据全部为银行承兑汇票主要系销售回款中的承兑汇票比例过高所致，其中已有账面价值 9.08 亿元的应收票据用于短期借款以及银行承兑汇票质押。

截至 2013 年底，公司应收账款为 7.51 亿元，同比下降 13.42%，主要系公司加大货款回笼力度，缩短存货及应收账款周转周期。从账龄来看，1 年以内款项占比 88.72%，计提坏账准备 0.88%；1-3 年款项占比 8.50%，计提坏账准备 13.12%，3 年以上款项占比 2.78%，计提坏账准备 70.44%。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 10.60%，集中程度较低。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。公司应收账款风险较小。

截至 2013 年底公司存货共计 46.85 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 60.70%，原材料占比 24.52%，库存商品占比 11.89%。由于公司在 2013 年将高价存货销售，存货的可变现净值已大于存货成本，故公司没有计提存货减值准备。但是，鉴于公司存货规模及结构，仍然存在一定的跌价风险。

截至 2013 年底公司固定资产净额 87.23 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 20.07%及 77.19%。截至 2013 年底，公司固定资产累计折旧 34.15 亿元。截至 2013 年底，公司无形资产为 3.99 亿元，主要为土地使用权，较 2012 年同比增长 42.75%，主要系本期支付土地款所致。

截至 2013 年底公司在建工程 0.72 亿元，同比下降 11.80%，主要系部分在建工程结转入固定资产所致。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总计 171.96 亿元，资产结构较 2013 年底基本保持不变。

总体看，公司资产规模保持相对稳定，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波动下降，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 2013 年底，公司所有者权益 53.71 亿元，同比增长 0.32%，主要由实收资本

(19.43%)、资本公积 (71.26%) 及未分配利润 (6.49%) 构成。2013 年度实收资本及资本公积没有变化，未分配利润小幅增长 2.88%。

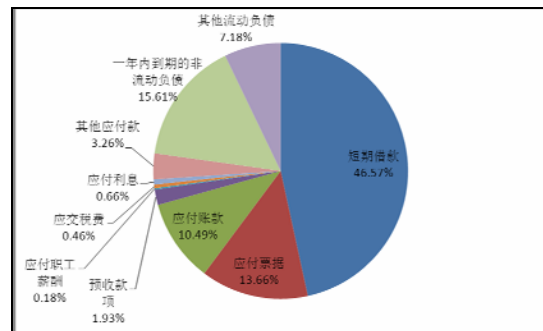
总体看，公司所有者权益有所增长，实收资本及资本公积占比较高，所有者权益结构稳定。

负债

截至 2013 年底，公司负债总计 119.57 亿元，其中流动负债占比 76.28%，非流动负债占比 23.72%。

2013 年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、其他应付款及其他流动负债构成。截至 2013 年底 42.48 亿元，主要为质押借款、保证借款及信用借款。公司保证借款金额 26.28 亿元，其中，77.51%为母公司泰格林纸及中国纸业对公司提供的保证借款；22.49%为公司为子公司提供保证。

图 4 截至 2013 年底公司流动负债结构



资料来源：公司年报

截至 2013 年底，公司应付票据为 12.46 亿元，主要为银行承兑汇票及国内信用证。公司应付账款呈现波动下降趋势，截至 2013 年底，公司应付账款 9.56 亿元，同比上升 19.35%，主要为应付采购款及工程款。

截至 2013 年底，公司一年内到期的非流动负债 14.24 亿元，较 2012 年同比增长 65.12%，主要系长期借款 1 年内到期增加所致，公司短期支付压力大。

截至 2013 年底，公司其他应付款 2.97 亿元，同比增长 190.00%，主要系 2013 年增加的对中

国纸业投资有限公司的往来款所致。

截至 2013 年底,公司其他流动负债为 6.55 亿元,同比下降 40.72%,主要系公司 2012 年内发行的两期短期融资券(“12 岳纸 CP001”,5 亿元,366 日,利率 6.14%;“12 岳纸 CP002”,6 亿元,365 日,利率 4.22%)已完成兑付,2013 年新发行一期短期融资券(“13 岳纸 CP001”,6.5 亿元,365 日,利率 5.00%)。

截至 2013 年底,非流动负债合计 28.36 亿元,主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。截至 2013 年底长期借款 16.15 亿元,同比下降 55.25%,主要系本期归还长期借款以及长期借款 1 年内到期重分类所致。截至 2013 年底,公司新增应付债券 8.43 亿元、长期应付款 3 亿元,分别系公司 2013 年发行公司债(“12 岳纸 01”,8.5 亿元,5 年期,利率 5.04%)和中国纸业投资有限公司委托诚通财务公司给公司的贷款。

截至 2014 年 3 月底,公司负债 118.73 亿元,其中短期借款较 2013 年底下降 15.00%,受年内往来款未结算的影响,应付票据和应付账款分别较 2013 年底增长 18.46%及 44.14%。

截至 2013 年底,公司全部债务为 103.30 亿元,其中,短期债务占比 73.30%,长期债务占比 26.70%,短期债务占比有所上升。

截至 2013 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 69.00%、65.79%及 33.93%,除了长期债务资本化比率较去年显著下降外,其他保持相对稳定。较高的负债水平可能导致公司资金财务成本的增加,在一定程度上削弱公司的再融资能力。

截至 2014 年 3 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较 2013 年底变化不大,分别为 69.05%、64.82%及 33.68%。

总体看,公司负债有所波动,结构以流动负债为主,有息负债规模保持相对稳定,整体负债水平较高,债务负担偏重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,截至 2013 年底,公司流动比率及速动比率分别为 88.46%及 37.09%;经营性现金流动负债比为 2.62%,较去年同期上升 2.33 个百分点。整体看,公司短期偿债能力弱。

从长期偿债能力指标看,2013 年公司 EBITDA 利息倍数为 2.08 倍,同比有所上升,相应的,全部债务/EBITDA 倍数为 9.20 倍。总体来说,2013 年公司长期偿债能力较 2012 年有所好转,但长期偿债能力一般。

截至 2014 年 3 月底,公司共获授信额度 132.63 亿元,未使用授信额度 53.96 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 2014 年 3 月底,公司无对外担保。

5. 存续债券偿债能力

截至 2013 年底,公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为 11.23 亿元、52.16 亿元和 2.39 亿元,分别为“13 岳纸 CP001”发行额度的 1.73 倍、8.02 倍和 0.37 倍。EBITDA 和经营活动现金流入量对“13 岳纸 CP001”的保障倍数较高。

截至 2014 年 3 月底,公司现金类资产为 15.02 亿元,为“13 岳纸 CP001”发行额度的 2.31 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。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信息用信息报告(机构信用代码:G1043060200004890W),截至 2014 年 5 月 26 日,公司无已结清和未结清的不良信贷信息,公司过往履约债务良好。

7. 抗风险能力

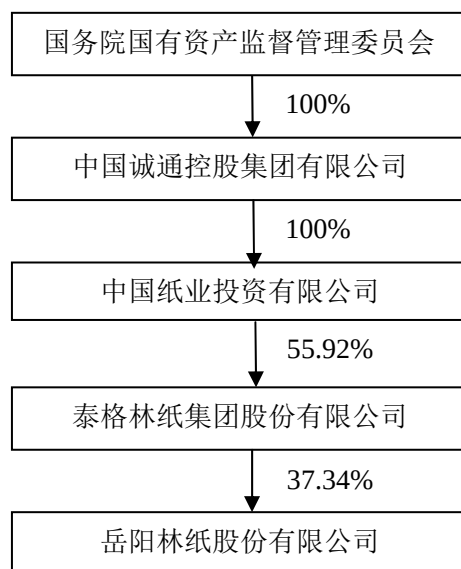
公司地理位置优越,资源优势较为明显,公司整体产能规模较大,工艺设备较为先进,

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。

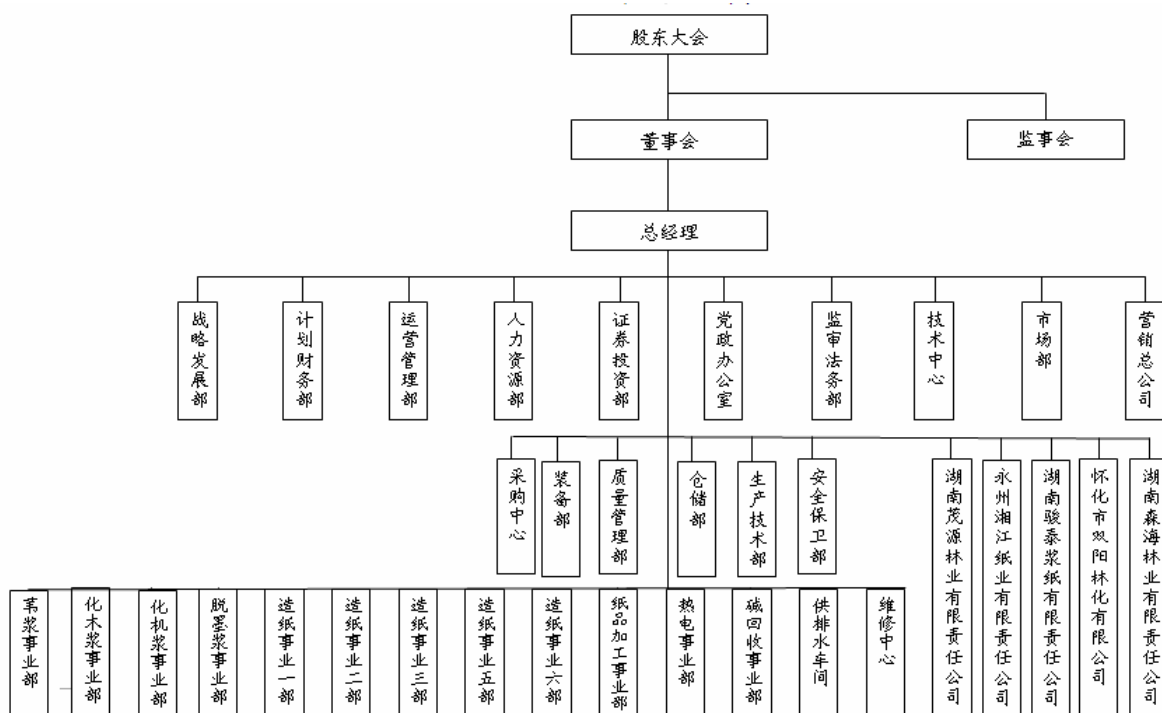
九、结论

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 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	16.65	11.34	16.60	11.47
资产总额(亿元)	167.71	165.98	173.28	171.96
所有者权益(亿元)	45.43	53.54	53.71	53.23
短期债务(亿元)	60.40	64.85	75.72	71.06
长期债务(亿元)	39.70	36.08	27.58	27.03
全部债务(亿元)	100.10	100.94	103.30	98.09
营业收入(亿元)	69.65	65.42	66.10	14.40
利润总额(亿元)	1.62	-2.59	0.34	-0.48
EBITDA(亿元)	12.78	8.75	11.23	--
经营性净现金流(亿元)	3.44	0.22	2.39	5.35
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.56	3.73	3.52	--
存货周转次数(次)	1.60	1.36	1.25	--
总资产周转次数(次)	0.41	0.39	0.39	--
现金收入比(%)	83.97	56.47	73.78	94.60
营业利润率(%)	18.35	14.63	14.53	13.81
总资本收益率(%)	4.86	2.78	3.63	--
净资产收益率(%)	3.38	-4.07	0.36	--
长期债务资本化比率(%)	46.63	40.26	33.93	33.68
全部债务资本化比率(%)	68.78	65.34	65.79	64.82
资产负债率(%)	72.91	67.74	69.00	69.05
流动比率(%)	89.15	92.75	88.46	88.40
速动比率(%)	41.96	35.86	37.09	33.47
经营现金流动负债比(%)	4.20	0.29	2.62	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.31	1.35	2.08	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.83	11.53	9.20	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	9.36	5.82	8.02	2.19
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.53	0.03	0.37	0.82
现金偿债倍数(倍)	2.77	1.89	2.77	1.91

注：公司 2014 年 1~3 月份财务数据未经审计。

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/主营业务收入×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