

跟踪评级公告

联合[2015] 235 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“14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
14 岳纸 CP001	6 亿元	2014/8/25-2015/8/25	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2015 年 2 月 16 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 9 月
现金类资产(亿元)	16.65	11.34	16.60	7.14
资产总额(亿元)	167.71	165.98	173.28	165.62
所有者权益(亿元)	45.43	53.54	53.71	51.91
短期债务(亿元)	60.40	64.85	75.72	64.98
全部债务(亿元)	100.10	100.94	103.30	95.06
营业收入(亿元)	69.65	65.42	66.10	48.06
利润总额(亿元)	1.62	-2.59	0.34	-1.72
EBITDA(亿元)	12.78	8.75	11.23	--
经营性净现金流(亿元)	3.44	0.22	2.39	11.79
营业利润率(%)	18.35	14.63	14.53	13.46
净资产收益率(%)	3.38	-4.07	0.36	--
资产负债率(%)	72.91	67.74	69.00	68.66
全部债务资本化比率(%)	68.78	65.34	65.79	64.68
流动比率(%)	89.15	92.75	88.46	91.30
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 年三季度财务数据未经审计; 2. 现金类资产已扣除受限资金; 3. 短期债务已包含计入“其他流动负债”中的短期融资券。

分析师

王 慧 赵阳
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, 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, 短期内景气度提升空间有限, 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“14 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. 公司现金类资产对存续期内债券的覆盖程度较高。

关注

1. 跟踪期内, 造纸行业产能依然过剩, 行业景气度低, 对公司经营产生不利影响。
2. 跟踪期内, 溶解浆市场价格持续下滑, 公司子公司溶解浆项目亏损较为严重。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 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主体长期信用及“14 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 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)。

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 9 月底,公司资产(合并)总计 165.62 亿元,所有者权益合计 51.91 亿元(其中少数股东权益 0 亿元)。2014 年 1~9 月,公司营业收入 48.06 亿元,利润总额-1.72 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

2014 年前三季度,中国国民经济在新常态下运行总体平稳。前三季度国内生产总值 419908 亿元,按可比价格计算,同比增长 7.4%。分季度看,一季度同比增长 7.4%,二季度增长 7.5%,三季度增长 7.3%。虽然 GDP 增速放缓,但结构调整稳步推进,主要表现为:①产业结构更趋优化:第三产业增加值占国内生产总值的比重为 46.7%,比上年同期提高 1.2 个百分点,高于第二产业 2.5 个百分点;②需求结构继续改善:最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为 48.5%,比上年同期提高 2.7 个百分点。

从消费、投资和进出口情况看,2014 年前三季度,市场销售稳定增长,固定资产投资增速放缓,进出口增速回升。社会消费品零售总额 189151 亿元,同比名义增长 12.0% (扣除价格因素实际增长 10.8%),增速比上半年回落 0.1 个百分点;固定资产投资(不含农户)357787 亿元,同比名义增长 16.1% (扣除价格因素实际增长 15.3%),增速比上半年回落 1.2 个百分点;进出口总额 194223 亿元人民币,同比增长 3.3%,增速比上半年加快 2.1 个百分点。

2. 政策环境

2014 年前三季度，中国继续实施积极的财政政策。全国财政收入 106362 亿元，比去年同期增加 7973 亿元，增长 8.1%。其中税收收入 90695 亿元，同比增长 7.4%。全国财政支出 103640 亿元，比去年同期增加 12107 亿元，增长 13.2%，完成预算的 67.7%，比去年同期提高 1.5 个百分点。

2014 年前三季度，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，灵活开展公开市场操作，搭配使用短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）、常备借贷便利（SLF）等调节方式。9 月末，广义货币（M2）余额 120.21 万亿元，同比增长 12.9%，狭义货币（M1）余额 32.72 万亿元，增长 4.8%，流通中货币（M0）余额 5.88 万亿元，增长 4.2%。9 月末，人民币贷款余额 79.58 万亿元，人民币存款余额 112.66 万亿元。总体看，银行体系流动性充裕，货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，市场利率回落，金融机构贷款利率总体有所下行。

总的来看，前三季度国民经济运行保持了总体平稳、稳中有进、稳中提质的发展态势，但国内外环境仍然错综复杂，经济发展仍面临不少困难和挑战，特别是经济下行压力较大。2014 年中央经济工作会议提出，2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

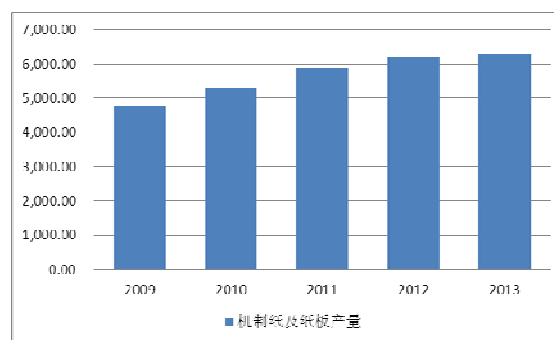
1. 行业现状

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

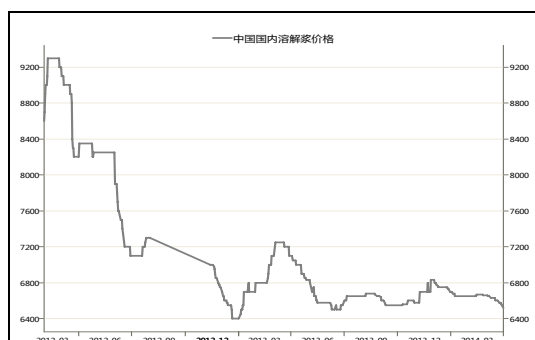
目前，中国国内造纸行业不景气，纸制品价格整体呈现下滑趋势。铜版纸方面，2013 年以来铜版纸总体呈现底部平稳运行走势。双胶纸方面，2013 年以来双胶纸价格始终在历史低位窄幅波动，需求乏力使得上涨缺乏动力，成本因素又限制了价格继续下行的空间。截至到 2014 年 1 月，双胶纸行情基本稳定，市场成交气氛冷清。总体看，虽上游木浆价格有所回落导致成本面松动，但多地双胶纸新生产线

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。

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龙头企业。目前,公司已初步形成集林业资源开发、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(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、百余种规格的产品,主导产品为颜料整饰纸、轻涂纸、淋膜原纸、复印纸和包装纸,拥有“岳阳楼”、“泰格·雅”、“泰格·颂”、“强劲牌”、“泰格强劲”和“飞翔”注册商标。

公司依托泰格林纸集团国家级企业技术中心、制浆造纸博士后科研工作站,拥有林业科研基地,研究实力雄厚。公司拥有多项国家级自主知识产权,其中:获国家授权有效专利64项,其中发明专利60项,实用新型4项,正在审查的发明专利29项;成功研发了国家级与省级新产品35个;获省部级科技进步奖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。

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。

2014 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 46.39 亿元，为 2013 年全年的 72.92%，其中，

颜料整饰纸，浆板和包装纸的收入占比分别为 22.23%、26.47%和 14.33%，主要产品集中度较高。2014 年以来，溶解浆市场价格依然处于低迷状态，导致骏泰浆纸前三季度利润总额亏损 1.79 亿元，受此拖累，公司同期利润总额亏损 1.72 亿元。

从毛利率来看，由于造纸及溶解浆行业持续低迷，公司部分纸品毛利率持续下滑，受此影响，2014 年三季度，公司毛利率由 2013 年的 14.35%下降至 13.38%。

表1 近年公司经营情况（单位：亿元，%）

板块	主要产品	2012 年			2013 年			2014 年 1~9 月		
		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
纸	轻涂纸	8.39	13.20	14.52	5.96	9.37	16.11	4.08	8.79	17.59
	轻型纸	2.41	3.79	20.29	2.49	3.92	22.75	1.84	3.97	19.16
	颜料整饰纸	14.93	23.50	14.63	16.04	25.21	18.93	10.31	22.23	11.26
	热敏原纸	0.13	0.20	22.33	0.01	0.02	15.98	0.01	0.03	17.12
	淋膜原纸	3.06	4.82	7.17	2.74	4.31	10.00	2.08	4.49	8.70
	包装纸	8.69	13.69	20.18	8.36	13.14	12.37	6.65	14.33	9.11
	工业纸	3.52	5.54	19.37	4.11	6.46	23.79	1.88	4.05	18.57
	复印纸	3.92	6.17	11.40	2.55	4.00	4.87	1.20	2.60	7.40
	其他	4.52	7.11	15.70	3.89	6.11	16.45	4.62	9.95	27.57
林	木材销售	0.76	1.20	21.39	1.30	2.05	15.46	0.64	1.38	41.13
浆	浆板	12.61	19.86	11.65	15.42	24.24	7.11	12.28	26.47	7.80
化工	化工品	0.58	0.92	29.37	0.74	1.16	28.79	0.79	1.71	31.62
合计		63.52	100.00	15.01	63.62	100.00	14.35	46.39	100.00	13.38

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、浆板和煤炭等。跟踪期内，公司采购方式和结算方式无重大变化。

从采购价格来看，2012~2013 年，由于受

经济环境影响，造纸行业需求较为疲弱，部分原材料价格均有所下调。2014 年以来，随着全球经济复苏，部分原材料价格有所回升，对公司经营造成一定成本压力。

表2 近年公司主要原材料采购情况

主要原材料名称		2012	2013 年	2014 年 1~9 月
煤 炭	采购价格（元/吨）	670	568	591
	采购量（吨）	738517	823451	633246

松 木	采购价格（元/立方米）	700	580	680
	采购量（立方米）	33874	409711	485800
杨 木	采购价格（元/立方米）	539	524	534
	采购量（立方米）	360898	424321	199411
芦 苇	采购价格（元/立方米）	775	723	742
	采购量（立方米）	104834	99447	86927
废 纸	采购价格（元/吨）	1573	1459	1453
	采购量（吨）	193817	224495	192108
浆 板	采购价格（元/吨）	3967	4147	4105
	采购量（吨）	282947	292127	326599

资料来源：公司提供

近年来，针对原材料价格波动较大的局面，公司充分发挥区域优势，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。

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。跟踪期内，怀化基地40万吨商品浆产能已达产，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材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。

跟踪期内，公司纸品生产产能无重大变化。

2014 年 9 月底，公司纸品总产量为 73.30 万吨，年化产能利用率 94.89%；浆板总产量 22.75 万吨。

公司制浆业务主要集中于全资子公司骏泰浆纸，近年受需求疲软和国际制浆业务行业的冲击，造纸用浆及溶解浆市场价格虽有波动，但总体处于低迷，2014 年 1~9 月，骏泰浆纸实现营业收入 13.03 亿元，利润总额-1.79 亿元。

总体看，跟踪期内，公司产能规模保持较大规模，子公司骏泰浆纸受行业不景气影响依然处于亏损状态。

表 3 公司主要产品产销率情况（单位：万吨，%）

主要产品	2012 年			2013 年			2014 年三季度		
	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	33.86	32.27	95.32	36.66	36.2	98.76	28.37	24.86	87.63
轻涂纸	16.33	17.18	105.21	13.84	12.75	92.13	9.61	8.79	91.47
淋膜原纸	6.15	6.67	108.39	6.13	6.38	104.17	4.90	4.89	99.80
包装纸	20.20	17.10	84.65	17.79	18.24	102.53	13.49	14.57	108.01
复印纸	8.40	8.19	97.42	5.05	5.24	103.78	2.35	2.29	97.45
商品浆板	26.48	25.94	97.96	28.93	28.68	99.17	22.75	26.16	114.99

资料来源：公司提供

4. 产品销售

跟踪期内，公司依然采用直销和经销相结合的销售模式，纸业板块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等，浆板主要对外销售给纤维制造商，2014 年 9 月底，公司纸业板块和浆板前五大客户分别占公司该板块销售额的 14.71%和 36.33%。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。

从产品价格来看，跟踪期内，公司部分纸产品价格有所回升，浆板价格受市场低迷影响进一步下降。

表 4 公司主要产品价格情况（单位：元/吨）

主要产品	2012	2013	2014 年 1-9 月
轻涂纸	4881.13	4676.00	4643.70
轻型纸	4842.99	4599.56	4621.81
颜料整饰纸	4625.51	4430.05	4465.53
淋膜原纸	4586.99	4295.05	4277.04
包装纸	5084.11	4583.36	4454.59
工业纸	4931.06	5279.02	5414.56
复印纸	4787.87	4855.32	5098.43
浆板	5411.66	5222.80	4760.80

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司产销率保持较高水平，造纸行业的需求低迷对公司销售收入产生一定影响。

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。

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 2012~2013 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。2014 年三季度财务报表未经审计。

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 9 月底，公司资产（合并）总计 165.62 亿元，所有者权益合计 51.91 亿元（其中包含少数股东权益 0 亿元）。2014 年 1~9 月，公司营业收入 48.06 亿元，利润总额-1.72 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，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 1~9 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，前三季度共实现营业收入 48.06 亿元，同比下降 0.36%，发生营业成本 41.42 亿元，同比下降 0.52%。同期，期间费用 8.44 亿元（占营业收入比重 17.57%），利润总额为-1.72 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同比均有所回升，分别为 3.63% 和 0.36%；营业利润率小幅下降至 14.53%。2014 年 1~9 月，营业利润率持续下降至 13.46%。

总体看，跟踪期内，受造纸行业和溶解浆景气度影响，公司盈利能力仍然较弱。

2. 现金流分析

经营活动现金流方面，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，同比增长 1007.50%，主要是本期票据贴现增加导致。2013 年公司现金收入比为 73.78%，收入实现质量有待改善。

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。

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 1~9 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金 33.29 亿元，现金收入比下降至 69.26%；收到其他与经营活动有关的现金 7.50 亿元，同比增长 312.28%，主要系本期与中国纸业投资有限公司往来拆借资金所致；同期，公司购买商品、接受劳务支付的现金 17.25 亿元，同比下降 34.06%，主要系本期承兑支付比例较去年增高所致；公司经营活动现金流出规模 28.99 亿元，现金流净额 11.79 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 -0.13 亿元及-12.37 亿元。

总体看，跟踪期内，受票据贴现增加影响，公司经营活动现金流量净额较充裕，但收入实现质量有待改善。

3. 资本及债务结构

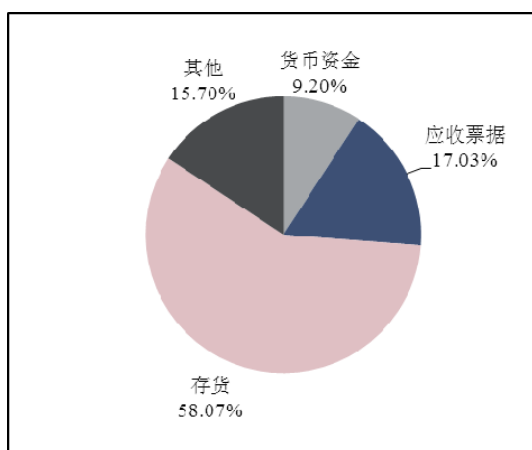
资产

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。

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%，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。

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，公司对账龄较长的应收款项计提坏账较为充分。

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 9 月底，公司资产总计 165.62 亿元，其中，流动资产 75.70 亿元，较 2013 年底有所下滑，主要系应收票据贴现增加所致。但是，存货规模较 2013 年底增加 5.05 亿元至 51.90 亿元，占流动资产比重高达 65.08%。

总体看，跟踪期内，公司资产规模保持相对稳定，公司流动资产有所下滑，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%。

截止 2014 年 9 月底，公司所有者权益较 2013 年底变化不大。

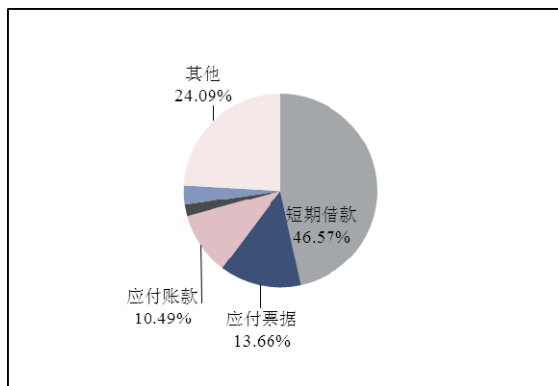
总体看，跟踪期内，公司所有者权益结构稳定，但资本公积占比较高。

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 年底增长 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；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 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 2014 年 9 月底，公司负债合计 113.71 亿元，较 2013 年底略有下降，负债结构较 2013 年底变化不大。公司全部债务 95.06 亿元，较 2013 年底略有下降，主要系短期债务下降所致。

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 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较 2013 年底变化不大，分别为 68.66%、64.68%及 36.69%。

总体看，跟踪期内，公司负债和有息债务规模均略有下降，但整体负债水平较高，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，公司流动比率和速动比率分别为 88.46%和 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。截至 2014 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为 91.30%和 28.71%。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 9 月底，公司共获授信额度 95.40 亿元，未使用授信额度 17.83 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 9 月底，公司无对外担保。

5. 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2015年1月7日，公司无未结清的不良和关注类信贷信息，公司过往履约债务良好。

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、财务状况和股东支持的分析，公司整体抗风险能力较强。

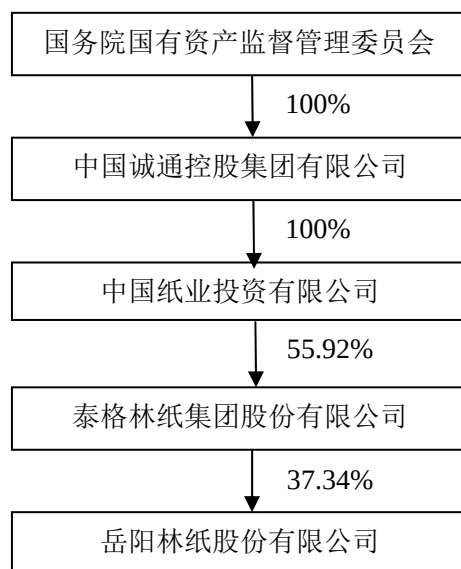
7. 存续期内债券偿还能力

“14岳纸CP001”发行额度6亿元。2013年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为“14岳纸CP001”待偿还本金的8.69倍和1.97倍。截至2013年底以及2014年9月底，公司现金类资产分别为“14岳纸CP001”待偿还本金的2.77倍和1.19倍。整体看，公司经营活动现金流量净额和现金类资产对“14岳纸CP001”保障能力较强。

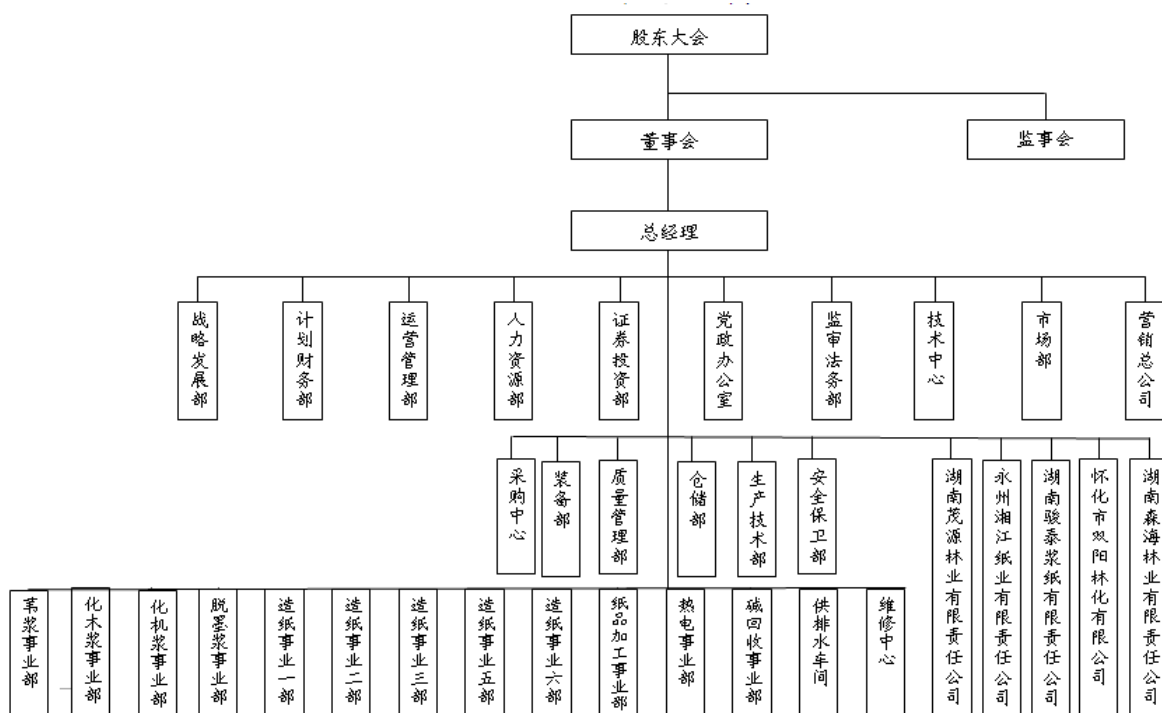
九、结论

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，评级展望为负面，并维持“14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 1-9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	16.65	11.34	16.60	7.14
资产总额(亿元)	167.71	165.98	173.28	165.62
所有者权益(亿元)	45.43	53.54	53.71	51.91
短期债务(亿元)	60.40	64.85	75.72	64.98
长期债务(亿元)	39.70	36.08	27.58	30.08
全部债务(亿元)	100.10	100.94	103.30	95.06
营业收入(亿元)	69.65	65.42	66.10	48.06
利润总额(亿元)	1.62	-2.59	0.34	-1.72
EBITDA(亿元)	12.78	8.75	11.23	--
经营性净现金流(亿元)	3.44	0.22	2.39	11.79
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	69.26
营业利润率(%)	18.35	14.63	14.53	13.46
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	36.69
全部债务资本化比率(%)	68.78	65.34	65.79	64.68
资产负债率(%)	72.91	67.74	69.00	68.66
流动比率(%)	89.15	92.75	88.46	91.30
速动比率(%)	41.96	35.86	37.09	28.71
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	--

注：1. 2014 年三季度财务数据未经审计；2. 现金类资产已扣除受限资金；3. 短期债务已包含计入“其他流动负债”中的短期融资券。

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