

信用等级公告

联合[2009] 002 号

联合资信评估有限公司通过对岳阳纸业股份有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

岳阳纸业股份有限公司
2009 年度企业主体长期信用等级为
AA⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年四月二十七日



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）与岳阳纸业股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与岳阳纸业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、联合资信与评估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，未因岳阳纸业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纸业股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、岳阳纸业股份有限公司企业主体长期信用等级自 2009 年 4 月 27 日至 2010 年 4 月 26 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内岳阳纸业股份有限公司的主体长期信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司
二零零九年四月二十七日



岳阳纸业股份有限公司

2009 年度企业主体长期信用评级分析报告

评级结果：AA⁻
评级展望：稳定
评级时间：2009 年 4 月 27 日

财务数据

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	09 年 3 月
资产总额(亿元)	51.58	67.81	73.97	82.14
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	10.21	28.07	29.34	29.47
长期债务(亿元)	13.50	11.72	12.81	16.70
全部债务(亿元)	31.98	30.56	35.39	42.16
营业收入(亿元)	23.38	29.65	32.72	6.01
利润总额(亿元)	1.08	1.52	1.55	0.17
EBITDA(亿元)	3.55	5.00	5.52	--
营业利润率(%)	17.35	17.64	18.90	15.15
净资产收益率(%)	8.46	4.09	4.76	--
资产负债率(%)	80.21	58.60	60.34	64.12
全部债务资本化比率(%)	75.80	52.12	54.68	58.86
流动比率(%)	79.85	134.47	122.29	121.05
全部债务/EBITDA(倍)	9.00	6.11	6.41	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.35	3.22	3.04	--

注：公司从 2007 年开始执行新会计准则，2006 年为期初追溯调整数据，2009 年 1 季度财务数据未经审计。

分析师

李志博

电话 010-85679696-8838

邮箱 lizb@lianheratings.com.cn

吕明远

电话 010-85679696-8892

邮箱 lvmy@lianheratings.com.cn

传真：010-85679688

地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
中环世贸中心 D 座 7 层 (100022)

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

联合资信评估有限公司（以下称“联合资信”）对岳阳纸业股份有限公司（以下称“公司”）的评级反映了公司作为中国大型国有控股造纸企业，在资源控制、生产规模、技术水平和产品多元化等方面具有的明显优势；同时联合资信也注意到行业波动、市场竞争、公司债务负担偏重以及未来投资规模较大等因素可能给公司经营与发展带来负面影响。

公司将继续围绕主业发展，未来两年资本性支出规模较大，存在一定融资压力。但伴随 40 万吨技改项目的达产以及林业资源逐步进入丰产收益期，公司综合竞争力及盈利能力将得到进一步提升，联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 公司是中国最早实施“林纸一体化”的企业，资源获取成本低，保有量大，整体资源优势明显。
2. 公司生产规模较大，产品生产多元化，能有效应对单一产品市场波动风险。
3. 公司于 2007 年 3 月非公开发行股票，资本结构得以改善。
4. 公司在建 40 万吨技改项目，工艺设备先进，未来伴随产能的逐步达产，公司行业地位有望得到进一步巩固。

关注

1. 2008 年四季度以来，宏观经济波动加剧，造纸产业景气度低迷，行业不确定因素增多。
2. 造纸行业市场化程度较高，部分产品竞争激烈，公司经营压力较大。
3. 近年来，公司投资活动较为频繁，整体债务负担偏重。
4. 未来两年，公司资本性支出规模较大，存在一定融资压力。

一、主体概况

岳阳纸业股份有限公司（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）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、湖南轻工研究所及王祥、黄亦彪两位自然人，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，600963，SH）。截至2008年底，公司注册资本65,220万元，其中湖南泰格林纸集团有限责任公司（以下简称“泰格集团”）持有22.36%；大股东泰格集团的实际控制人为湖南省国有资产监督管理委员会。

公司的营业范围包括：纸浆、机制纸的制造、销售及对湖南泰格林纸集团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。

目前，公司本部下设生产技术部、质量管理部、安全环保部、证券投资部等17个职能部门及包括4个造纸车间和4个纸浆车间在内的13个生产部门，并拥有2家全资子公司（见附件1）。

截至2008年底，公司资产总额739741.43万元，所有者权益293352.96万元；2008年，公司实现营业收入327228.76万元，净利润13962.57万元。

截至2009年3月底，公司资产总额821414.98万元，所有者权益294692.75万元；2009年1~3月，实现营业收入60055.66万元，净利润1339.79万元。

公司注册地址：湖南省岳阳市城陵矶洪家洲；法定代表人：吴佳林。

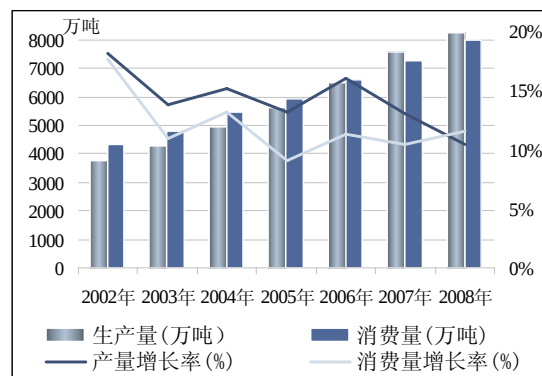
二、行业分析

1. 行业现状

造纸工业属于国民经济的基础原材料工业，在产品总产量中，80%以上作为生产资料用于新闻出版、印刷、商品包装等领域，其他20%用于人们的日常生活消费。造纸工业关联度大，涉及林业、农业、机械制造、化工、热电、交通运输、环保等产业，对上下游产业经济有一定的拉动作用。目前，在美国、加拿大、日本、芬兰、瑞典等发达国家，造纸工业已成为其国民经济的支柱产业之一。纸及纸板的生产和消费水平，已成为衡量一个国家现代化水平和文明程度的重要标志之一。

中国是造纸大国，同时也是消费大国，近年来产量增速始终高于消费量增速，供需矛盾逐步缓和（见图1）；在结构上中高档产品的供求矛盾突出。目前，中国造纸总产量已经跃居世界第2位，仅次于美国。根据wind资讯数据，2008年中国机制纸及纸板产量为8390.94万吨，同比增长7.76%；销量为8155.40万吨，同比增长6.08%；2008年1~11月整个造纸行业实现营业收入3970.04亿元左右，同比增长17.66%，实现利润总额228.22亿元，同比增长17.51%。

图1 中国纸品产量、消费量及增长率



资料来源：中国造纸协会 国家统计局

2008 年上半年,造纸行业下游需求仍保持增长,同期行业内新增产能有限并加大了淘汰落后产能力度,市场整体供需状况进一步改善,各细分纸品价格均有不同程度的提高,行业整体收入规模和利润规模均有较大幅度的增长。根据国家统计局数据显示,2008 年 1~5 月,造纸行业营业收入和净利润同比增幅分别达到了 28.34%和 61.65%;进入 2008 年下半年,由于受全球金融危机的影响以及造纸行业的终端客户出于减少库存的压力,行业整体供求关系迅速发生逆转,从 8 月份以来行业内出现量价齐跌的局面。主要原因是 2008 年上半年由于受奥运交通限行规定的影响,许多出版社和生产企业加大了纸张采购量,提高了储备水平,透支了部分三季度的需求量;另一方面,经济放缓也导致纸品需求放缓,加剧了纸品需求量的下降。

2009 年以来,随着国内宏观经济持续走弱,在需求回落、高价库存无法消化的背景下,国内造纸行业的景气程度也持续低迷,行业内企业的经营压力逐步加大,2009 年 1~2 月国内造纸行业实现销售收入 549.8 亿元,较上年同期下降了 8.1%,实现利润总额 14.3 亿元,较上年同期下降了 52.9%。但在行业持续低位运行的同时,行业整体经营环境有望在短期内出现反弹,一方面行业内新的环保标准将于 2009 年 5 月 1 日开始实施,进一步严格的新环保标准,将使业内的落后产能面临关停的境地,这将有助于缓解行业内目前的供需压力;另一方面经过最近几个月的去库存化过程,行业整体库存水平下降,部分纸品价格开始反弹,且从 2 季度开始,行业将进入传统的销售旺季,下游需求有望得到提振。

总体看,受累于国内外经济增长下滑的负面影响,造纸行业整体景气度持续低迷,行业内企业盈利状况出现恶化,短期内新环保标准的实施和传统销售旺季的到来,有望带动行业走势反弹,但长期看,行业景气程度的回升更多的将依赖于宏观经济的全面复苏。

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,2007 年中国纸浆进口量 847 万吨,2008 年增加到了 954 万吨。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,2007 年废纸浆占纸浆消耗总量的 59%;木浆占比为 22%,远低于全球平均水平,且半数以上木浆依赖进口。2008 年国内进口的 954 万吨纸浆中,超过 90%为木浆,占国内造纸行业木浆消费总量的 50%左右。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。

造纸行业资源束缚的特性决定了原材料的供应成为影响企业盈利和发展的最主要的因素。纯加工型的造纸企业对上游原材料供应商基本上无议价能力,其生产成本受到原材料价格的波动影响很大。而同时,造纸企业由于行业集中度低,对下游客户的议价能力较为有限。2005 年以来中国工业耗材大户—建筑业、家具业和造纸行业对木材需求保持强劲增长,而政府大力开展“天然林保护工程”,严格限制国内森林的采伐,同时中国主要的木材进口国俄罗斯通过调整关税限制原木出口(2009

年1月1日起俄罗斯原木出口关税将由目前的25%上调至80%)，多种因素的作用下使得中国造纸企业的成本压力明显上升，产业链利润逐步向林业转移。未来行业内具有林业资源的造纸企业在成本控制方面将形成明显竞争优势，同时也能够摆脱原材料瓶颈的束缚，实现有效的产能扩张。

环境保护

造纸行业属于高污染行业，对环境影响程度大。根据国家环境保护总局数据，2006年，中国工业废水排放量为208.01亿吨，其中造纸行业废水排放量为37.40亿吨，占总排放量的17.98%，仅次于化工行业。从废水中最主要的化学耗氧量指标COD来看，2007年全国工业COD总排放量为462.20万吨，其中造纸行业占33.61%，高居第一。造纸行业同时是水资源高消耗行业，2006年中国制浆造纸及纸制品产业用水总量为89.2亿吨，其中新鲜水量为44.0亿吨，占工业总耗新鲜水量的6.96%。

根据2007年10月23日《国家发展改革委、环保总局关于做好淘汰落后造纸、酒精、味精、柠檬酸生产能力工作的通知》，造纸行业主要淘汰年产3.4万吨以下草浆生产装置、年产1.7万吨以下化学制浆生产线、排放不达标的年产1万吨以下以废纸为原料的纸厂。“十一五”期间中国计划淘汰落后产能650万吨，减排COD总量的60%以上。

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

生产布局与行业集中度

造纸产业是规模效益显著的产业，这一特征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。

我国造纸行业经过几十年的发展，目前已开始进入从分散经营向规模经营过渡的阶段。按照中国大、中、小型企业划分标准，2007年在3,465家规模以上造纸企业中，大中型造纸企业404家占11.7%，小型企业3,061家占88.3%；2007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74.6%，是中国造纸工业的主要生产区域。总体看，中国制浆造纸企业数量多、规模小、布局分散。

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。2008年1-11月，我国造纸及纸制品业前10家企业累计产品销售收入合计为844.65亿元，产品销售收入集中度为12.71%；前10家企业累计利润总额合计为73.38亿元，利润总额集中度为20.63%，年产能100万吨以上的造纸企业7家。

《造纸产业发展政策》在支持国内企业通过兼并、联合、重组和扩建等形式形成大型企业突出、中小企业比例合理的产业组织结构的同时，避免行业垄断，规定单一企业（集团）单一纸种国内市场占有率超过35%，不得再申请核准或备案该纸种建设项目；单一企业（集团）纸及纸板总生产能力超过当年国内市场消费总量的20%，不得再申请核准或备案制浆造纸项目。

未来，中国造纸工业的发展将逐步实现以木纤维、废纸为主，非木纤维为辅的多元化原料结构目标，同时要与环境协调发展，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

林纸一体化

从政策层面看，林浆纸一体化已是产业政策的基本要求。“十五”期间，国务院《关于

加快造纸工业原料林基地建设的若干意见》和《全国林纸一体化工程建设“十五”及2010年专项规划》等政策文件，力推林浆纸一体化，以实现造纸工业用材从靠商品材供应向造纸林基地供应的逐步过渡。2007年国家颁布的《造纸产业发展政策》明确提出，作为造纸产业发展重点地区的长江以南，要以林纸一体化工程建设为主，加快发展制浆造纸产业。

为引导社会资金投向林纸一体化建设，调动银行贷款的积极性，发挥政府宏观调控作用，国家在加强统筹规划的同时，初期可以注入资本金或贴息方式对林纸一体化建设给予适当的资金支持。另外，为了拓宽林纸一体化建设的融资渠道，国家鼓励国内各种所有制的企业和外资投资建设林纸一体化项目，并在外国政府贷款、国际金融组织贷款、国内外商业银行贷款等方面对林纸一体化建设给予支持。

反倾销保护

由于中国造纸企业技术水平低、规模小，竞争力明显落后于国外大型造纸公司。为了保护国内造纸企业，商务部及其前身国家经贸委先后对多种纸产品实施反倾销。经过近 10 年的努力，商务部的反倾销措施基本覆盖了造纸行业各个类别（参见表 1）。

表 1 中国对造纸行业采取反倾销保护政策

政策发布时期	政策内容
1997 年 12 月 10 日	对原产于加拿大、韩国和美国的进口新闻纸征收 55%~78% 的反倾销税，为期 5 年。
2003 年 8 月 6 日	通过“反倾销调查”终裁，对原产韩国、日本的进口铜版纸征收 4%~71% 的反倾销税，为期 5 年。
2004 年 6 月 30 日	自 2004 年 6 月 30 日起，对原产于加拿大、韩国、美国的新闻纸仍然按照原对外贸易经济合作部 1999 年第 4 号公告公布的征税范围和税率继续征收反倾销税，为期 5 年。
2005 年 9 月 30 日	对进口未漂白箱纸板征收 9%~65.2% 的反倾销税，为期 5 年。
2006 年 10 月 16 日	对原产于日本的进口电解电容器纸实施反倾销税。

资料来源：中国银河证券研究中心

国家对造纸行业的反倾销保护使得中国造纸行业获得了长足的发展，竞争力大幅提升。以新闻纸为例，自 1998 年中国对美国、

加拿大和韩国进口新闻纸实施反倾销措施以来，国内新闻纸行业获得了发展良机，新建成一批国际一流的大型纸机。目前国产新闻纸已成为国内市场的主流，并成功出口到国外。

但是，由于反倾销保护政策的实施，使得国内造纸企业产能急剧扩张，尤其是新闻纸产能扩张已经显现，企业市场压力逐年增大。随着反倾销政策期限的逐步到期，中国企业将失去政策保护，经营压力将有所增加，行业竞争程度将进一步增加。

税收优惠政策

近几年中国造纸业的快速发展，尤其是进口纸和纸浆的用汇总额仅次于石油和钢材，已经受到政府的高度重视。国家已将造纸行业列入国债支持技术改造的重点行业之一，制定了一批国债技改项目，并且对列入国家财政债券支持的重点造纸技术改造项目将给予以下优惠政策：进口设备免征关税和进口环节增值税；项目专项贷款企业可享受国家财政贴息优惠政策；暂停征收固定资产投资方向调节税。

行业振兴规划

2008 年下半年以来，随着金融危机对实体经济影响的逐步扩散，中国宏观经济增长放缓，为防止宏观经济增速出现过快回落，国家相继出台了多项政策刺激宏观经济的发展，其中包括造纸产业（轻工业）振兴规划，主要的内容一是国家将通过提高出口退税税率扩大纸品的出口量及国内消费量，二是政府既通过节能减排淘汰落后产能来缓和造纸行业目前的外部环境，同时又通过信贷支持、贴息等方式鼓励造纸行业进行产业并购、转移及升级，以此来提高造纸行业自身的竞争力。

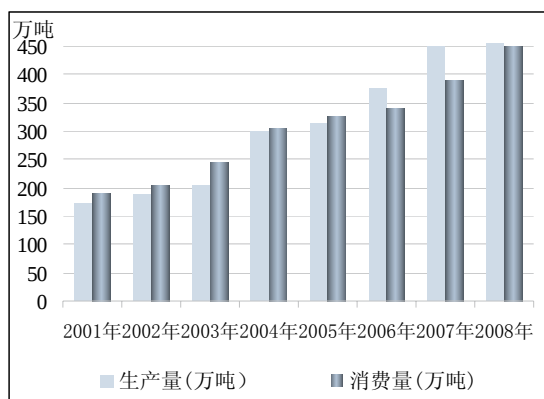
总体看，林纸一体化、反倾销保护、税收优惠政策等方面都对造纸行业给予了大力支持，且近期推出的产业振兴规划有望进一步推动行业整体的发展。

4. 公司主导产品细分行业发展情况

新闻纸

新闻纸主要用于报纸印刷。随着中国报纸出版业的发展，新闻纸的消费量迅速增长。2001 年中国新闻纸消费量为 173 万吨，2007 年则达到了 393 万吨，年均复合增长率为 12.73%。2005 年以来，由于报刊广告不景气和互联网行业的冲击，新闻纸需求增速开始放缓，但产能快速释放。从 2006 年开始国内新闻纸行业出现了明显的产能过剩（参见图 2）。

图 2 中国新闻纸产量、消费量及增长率



资料来源：中国造纸协会

受累于产能的急剧扩张，新闻纸产品销售价格一直处于较低水平。2007 年下半年，国家加大了对造纸行业内污染企业的治理力度，淘汰了一批落后产能。另外由于利润空间的压缩，同期华泰、晨鸣和岳阳纸业等国内大型造纸企业的新闻纸生产线也纷纷转产或停产，合计减少产能在 100 万吨以上，新闻纸产能过剩局面得以舒缓，销售价格在 2008 年初开始逐步回升，截至 2008 年 10 月底，国内新闻纸销售价格反弹到 6000 元/吨左右，但随着 4 季度以来下游需求的萎缩，新闻纸价格目前又回落到 4500~5000 元/吨的区间。

原材料方面，新闻纸生产原材料以废纸为主，目前中国进口的废纸以美国废纸居多，约占总进口量的 50%。2007 年以来，美废价格快速上涨，据中国海关统计，美废 8# 售价从 2007 年 1 月的 167 美元/吨上涨到 2008 年 7 月的 303 美元/吨，涨幅达到 81.44%；2008 年 7 月以后，

受国际经济形势恶化，需求减少的影响，美废价格骤降，截至 2008 年 11 月中旬，价格已下跌至 100 美元/吨，降幅达 67.00%。

从未来发展看，由于国内经济发展增速放缓，相应广告投放量的下降使得报纸减版，新闻纸市场需求增速预计将有所下降；而国内现有的新闻纸主要产能均为近年新建，技术设备水平较为先进，短期退出市场的可能性不大，因此预计新闻纸行业产能过剩局面短期内将难有改观。

文化纸

文化纸包括未涂布印刷书写纸（胶版纸等）、涂布纸（主要是铜版纸、轻涂纸）等，主要用于印刷。

未涂布印刷书写纸主要用作办公、杂志和书籍用纸，出版业的发展和办公自动设备的出现，使印刷书写纸市场需求量不断上升。2007 年末涂布印刷书写纸生产量和消费量分别为 1340 万吨和 1332 万吨，分别较 2000 年增长 103% 和 105%。其中胶版纸又称双胶纸，主要供胶版印刷书刊、图片、插页和需要长期保存的文献、资料等。高档胶版纸用途广泛，主要用于各类书籍及教科书，其次用于广告插页、产品目录、海报等。

涂布纸包括铜板纸，轻涂纸等，应用范围主要集中在一些高档杂志、插图、画报、商业广告插页、商品宣传册等。随着近几年的发展，国内铜版纸生产能力和产品质量迅速提高并且已逐步在国内市场占主导地位。目前，国内铜版纸生产能力已超过 300 万吨，除满足国内需求外部分产品已开始销往国外。2007 年涂布纸净出口 84 万吨，铜板纸净出口 53 万吨。

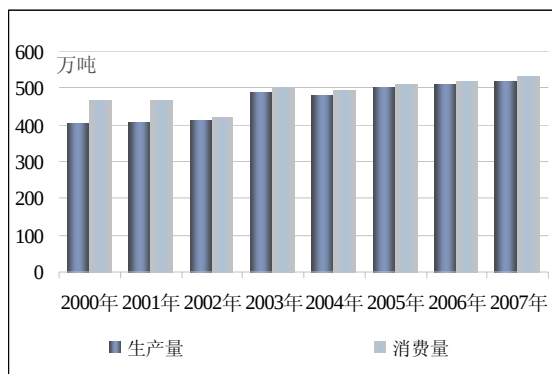
从未来发展看，目前中国文化纸生产厂商以中小企业为主，由于存在技术落后、原料结构不合理的问题，导致污染较严重，大多属于节能减排关闭的对象。在“十一五”期间计划关闭的 650 万吨落后产能中，约有 250 万吨为低档文化纸，约占目前低档文化纸产能的 40%。随着 2009 年 5 月 1 日，新的污水排放标准的执

行，将有一批排放不达标的中小造纸企业面临淘汰，相应产能的退出将造成中低档文化纸存在较大的需求缺口，这些需求缺口很大一部分将转向高档文化纸，行业内设备技术先进的大型企业将因此受益。

包装纸

包装纸包括白纸板、箱纸板、瓦楞原纸等，主要应用于工业产品运输包装，食品、礼品及各种产品的保护或外观包装。纸包装属于绿色包装，不仅有使用价值，而且有回收利用再生价值。近年来受国内包装纸市场需求保持稳步增长，供给方面受技术水平限制中高档的包装纸产能增长有限，供需基本平衡（参见图3）。

图3 中国包装纸品产量、消费量



资料来源：中国造纸协会

从未来发展看，由于包装纸主要用于各类工业品及消费品的包装，所以与宏观经济发展密切相关。目前，欧美等主要国家下滑的经济态势已经导致了消费需求的持续下降，而美国及欧盟占中国商品总出口的40%，美欧消费需求下降将对中国商品的出口带来较严重影响，商品出口增速的下降也将会影响到商品包装用纸的需求量。预计未来2年，中国商品出口包装用纸需求将出现下滑，国内包装纸市场存在供过于求的可能，行业内企业经营压力加大。

5. 行业发展

国家发展与改革委员会2007年10月发布的《造纸产业发展政策》指出，中国将通过优化造纸产业布局、原料结构和产品结构，转变

增长方式，构建林业和造纸业结合、行业装备先进、生产清洁、增长持续、循环节约、竞争有序的现代造纸产业。其中，造纸产业发展总体布局应“由北向南”调整；长江以南是造纸产业发展的重点地区，要以林纸一体化工程建设为主；鼓励现有林场及林业公司与国内制浆造纸企业共同建设造纸原料林基地；鼓励发展商品木浆项目；加大国内废纸回收，提高国内废纸回收率和废纸利用率，合理利用进口废纸；淘汰年产3.4万吨及以下化学草浆生产装置、蒸球等制浆生产技术与装备，以及窄幅宽、低车速的高消耗、低水平造纸机。

根据《造纸产业发展政策》“十一五”期间，中国造纸工业仍处于发展增长期，预计2005年至2010年纸及纸板消费量的年均增长速度为7.5%，人均消费量超过目前世界人均消费水平；产量增长则会因为淘汰落后产能而得到有效控制，供求关系的变化促使造纸行业进入景气周期；同时中国造纸工业资源短缺和环保约束压力增强，造纸纤维原料供应矛盾日益突出，未来行业发展通过将积极推进林纸一体化，提高木浆比重、扩大废纸回收利用、合理利用非木浆，逐步形成以木纤维、废纸为主、非木纤维为辅的造纸原料结构。

总体来看，受累于宏观经济减速的影响，造纸行业景气程度从2008年下半年开始持续低迷，行业内企业的盈利状况恶化，经营风险加大，未来行业景气程度的回升将更多的依赖于宏观经济的全面复苏。从更长期的角度看，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，未来行业内资源优势明显，行业整合能力强的企业有望获得较的发展。

三、基础素质分析

1. 企业规模

公司是湖南省最大的造纸企业，是中国造

纸行业内最主要的上市公司之一，是华中地区重要的制浆造纸基地。目前形成了集林（苇）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2008年底，公司拥有造纸生产线13条，年造纸产能61.61万吨；制浆生产线7条，年产能63万吨；控制的林业资源总面积达到了101万亩。公司目前生产30多个品种、100余种规格的纸品，主导产品为低定量涂布纸、颜料整饰胶版纸、包装纸，拥有“岳阳楼”、“泰格·雅”、“泰格·颂”注册商标、“强劲牌”注册商标。

2. 人员素质

公司董事长吴佳林先生，1953年生，大专学历，高级经济师、高级政工师，目前兼任湖南泰格林纸集团有限责任公司董事长、党委副书记。吴佳林先生历任中国造纸开发公司副总经理，岳阳纸业集团有限责任公司副总经理，湖南卓越浆纸有限责任公司董事长，岳阳纸业股份有限公司总经理，湖南泰格林纸集团有限责任公司副董事长。曾获湖南省劳动模范称号、全国“五一”劳动奖章。

公司总经理李乐安女士，1957年生，大学学历，经济师。历任中国华融资产管理公司长沙办事处投资银行部高级经理，香港富银财务公司副总经理，湘潭电机集团副董事长，湖南铁合金有限责任公司副董事长，湖南卓越浆纸有限责任公司董事，湖南泰格林纸集团有限责任公司财务总监、副总裁等职务。

截至2008年底，公司在职员工合计4,679人。按岗位划分，生产人员占79.57%，技术人员占11.28%，行政人员占5.45%，销售人员占1.67%，财务人员占2.03%；按学历划分，大专及以上学历占31.80%，高中及中专学历占53.13%，初中及以下学历占15.07%。

公司高管人员大多具有多年造纸产业生产管理经验和较高的专业素质，管理经验丰富；员工素质符合生产型企业的特点，能满足生产经营的需要。

3. 技术水平

研发实力雄厚

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2008年底公司拥有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的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。公司现有工程技术人员551人，并高薪聘请了国内外各类专家40余人作为公司做技术顾问。

公司在国内率先开发了轻量涂布纸、轻型印刷纸、颜料整饰胶版纸、45g/m²低定量高级彩印新闻纸、精制高白彩印新闻纸等新产品，其中轻量涂布纸、轻型印刷纸、高级彩印新闻纸、精制高白彩印新闻纸分别获国家重点新产品称号。公司研发的意大利杨 PRC-APMP 化学机械制浆技术开发应用居国际领先水平，获得了2003年度“国家科技进步二等奖”；同时公司是世界上第一个建设工业化 PRC-APMP 制浆生产线的厂家。公司研究开发了适用于草浆碱回收白泥生产碳酸钙填料的工艺路线和白泥净化筛选设备，成功开发了高效碳化法调整 pH 值工艺等多项具有知识产权的先进技术，填补国内行业空白。公司研发的食品包装用纸、湿帘纸获湖南省新产品证书、成为全国第一家拥有食品包装用纸生产许可证证书的企业。公司研发的高温热压垫层纸、复合原纸复合性能与防滑性能的生产方法获国家发明专利权。

截至2008年底，公司获国家授权专利18项（其中发明专利11项，实用新型7项），正在申请的专利21项；成功开发了国家级和省级新产品20个，获国家级科技进步奖1项、省部级科技进步奖6项。

设备转产能力强

在造纸生产中，纸浆的品种和性能通常直接决定了最终纸品的种类和用途。公司在建立

之初就采用了兼顾专业化和适应调整能力的设计思路，建有多条不同品种的纸浆生产线。目前公司拥有 6 条纸浆生产线，能生产漂白化学木浆（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）5 种浆种。同时公司主要纸机生产线都为多功能纸机，通过调整纸浆配比能在 2 小时之内完成产品类型的转换。

公司曾经是国内重要的新闻纸生产商，2004 年生产新闻纸 17.31 万吨，2005 年产量达到 25.47 万吨。2006 年新闻纸市场出现明显的供过于求局面，产品毛利开始下滑，公司利用主要生产线的转产优势，积极进行产品结构调整，降低新闻纸产量，到 2007 年 3 月几乎完全停止了新闻纸生产，转为生产附加值较高的文化用纸和包装纸。这种灵活转产优势使公司能够根据市场情况和生产经营需要及时调整产品结构，抵御单一产品市场带来的风险。

4. 环境保护

在环境保护方面，公司通过采用新工艺、新设备、新材料，从工艺流程、设备管理、节能降耗、资源利用等方面入手进行技术革新，对制浆造纸产生的消耗、排污进行全程控制，降低废、污物的排放量；同时通过大规模的资金投入提高排放物的综合治理水平，近年来公司在环保方面的资金投入已累计超过6亿元。

公司在国内首创的杨木APMP制浆生产线和PRC-APMP制浆生产线都具有得率高、污染排放低、无硫化物产生的特点。APMP制浆生产线得率高达90%以上（一般化学制浆得率只有50%左右），生产过程中产生的污染负荷比传统的化学制浆工艺要低70%~80%，水耗要低80%~90%。PRC-APMP制浆生产线得率更高，经济效益和环保效益更显著。

在综合性污水处理方面，公司累计投资 8500 万元建成了日处理能力 8 万立方米的污水处理系统，排放的污水完全达标，而且还实现

了部分废水的循环利用。公司目前所执行的环保标准均已达到国家和当地政府制定的环保要求，并已在 2006 年通过了 ISO14001 环境质量管理标准认证。

公司在环保治理中倡导“无害化、资源化”的理念，大力发展循环经济产业链。公司目前建有的造纸白泥碱回收系统，能够将制浆工序产生的 90% 以上的白泥制备为轻质碳酸钙，重新用于造纸工序；同时公司目前正在建的 40 万吨含机械浆印刷纸项目配套有日处理能力为 6 万吨的污水处理站和生物质焚烧发电系统。建成后能够有效利用制浆过程中产生的生物质废渣和其他固形物，焚烧后的有机物又可加工成有机肥料，用于自营的林场、苇场。

总体来看，公司环保综合治理能力较强，环境因素对公司经营产生不良影响的风险很小。

5. 资源优势

“林浆纸一体化”优势

公司是国内造纸行业最早战略性投资速生林建设的上市公司，现已成为国内造纸行业中“林浆纸一体化”发展战略的龙头企业。公司主要通过租地造林、订单造林、收购青山等方式控制林业资源。截至 2008 年底，公司控制的林业资产总面积达到了 101 万亩，其中杨木 23 万亩，松木 72 万亩，其他 6 万亩，目前公司已成为国内造纸行业上市公司中拥有林业面积最大的公司。公司建有多品种的纸浆生产线，由于原材料供应充足，公司目前的纸浆已经实现完全自给。另外根据公司 2008 年 5 月公告，公司计划通过配售普通股股票募集资金收购控股股东泰格集团拥有的 72.72 万亩林地和 40 万吨商品浆产能，并外购 30.05 万亩林业资产，收购完成后，公司林业资源将达到 203.77 万亩，商品纸浆产能将超过 100 万吨。

“林浆纸一体化”产业链的逐步完善，使公司原材料成本控制能力和市场定价权明显提升，使公司在整个产业链内的利润总额可以

相对保持稳定，有助于化解行业风险；同时公司还可以根据市场状况，将经营重心在产业链各环节间进行灵活的调整，实现利润最大化。另外作为行业内最早实施“林浆纸一体化”战略的企业，公司林业资源获取时间早，获取成本低，目前已逐步进入丰产期，未来3年内公司年均新增林业可采伐面积将保持在23万亩左右。

芦苇资源优势

芦苇是目前国内造纸行业非木浆的主要原料之一。湖南省洞庭湖区盛产芦苇，且多为造纸性能较好的荻苇，现有各类苇场面积约6.67万公顷，年产芦苇80万吨，占全国芦苇总产量的40%。公司通过委托经营、自主经营、培养战略客户、预买等方式掌控了丰富的芦苇资源。

水资源优势

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

6. 外部环境

区域经济

湖南省2007年纸及纸板产量为224.10万吨，已成为全国纸及纸板产量超过200万吨的省份之一，排名全国第8位，是中国造纸工业的主要生产基地之一。

湖南省造纸企业规模小、数量多。2006年，除公司外，湖南省年产能10万吨以上的企业仅岳阳丰利1家；年产能5万吨以上的企业仅3家；年产能2~3万吨的企业约10余家；其余为年产1万吨以下的小厂；平均规模约0.75万吨。与世界造纸企业平均规模（中国大陆除外）8万吨相比，差距较大。

交通运输

公司主要生产、办公区域位于洞庭湖与长江交汇处的三江口，紧邻2个5000吨级的外贸码头，北枕长江黄金水道，西临洞庭湖区，东依京广铁路大动脉；公司设有专用的燃煤码头，厂区内建有铁路专用线，直接接驳京广铁路，公路与京珠高速公路和107国道相连，水陆交通十分便利。公司的下属子公司永州湘江纸业有限责任公司（以下简称“湘江纸业”）也有非常便利的公路、铁路运输条件。同时，湖南与经济发达的珠江三角洲及长江三角洲地区毗邻，产品到达目标市场的运输半径较小，运输成本较低。

政策支持

近几年，政府制定了一系列支持造纸工业发展的优惠政策，为造纸行业提供了优越的投资与发展环境。公司“林板浆纸一体化”的发展模式符合国家的产业政策，公司在林业、板材综合利用上得到了政府的鼓励 and 大力支持，湖南省政府将“竹木林纸加工”列为“十一五”规划纲要“改造提升”的四大传统产业之一，给予了高度重视和全力支持。

湖南省政府正在研究对林业发展给予优惠的财税政策支持。按照国家有关规定，造纸企业建立内部育林资金制度，可按每消耗1立方米木材提取10-20元的育林资金，作为造林项目的资本金；对企业用于营造原料林的资金，允许税前留用，计入成本，免征所得税；对利用“三剩物”和次、小、薪材生产木浆的造纸企业，其增值税享受“即征即退”政策的优惠；对主要依赖林业财政的重点林区，适当给予财政转移支付，减轻地方财政由于对林业的过度依赖而将负担转至林纸企业的压力。

总体来看，公司外部环境良好，为公司的长远发展提供了较好的发展空间。

7. 股东支持

公司控股股东泰格集团是湖南省国有资产监督管理委员会控股的下属经营单位，湖南省加快推进工业化进程而实施“十大标志性工

程”的龙头企业，在全国 520 家重点企业中排名第 216 位，是全国第 8 大，湖南省规模最大的造纸企业。截至 2008 年底，泰格集团拥有造纸生产线 27 条，年造纸生产能力近 90 万吨，商品浆生产能力 40 万吨，2008 年实现销售收入 60.15 亿元；泰格集团是国内“林浆纸一体化”战略的先行者，目前控制的林业资源超过 600 万亩，遍及湖南、湖北、江西等地区，并通过协议、兼并等方式控制了湖南省 80% 的芦苇资源。

湖南省政府高度重视林业和造纸业的发展，并将该产业列为全省重点发展的两个产业之一。按照“要将优势资源向优秀企业家、优势管理团队集中”的精神，湖南省将采取行政、法律和市场相结合的多种手段，对大公司、大集团予以重点支持，全力打造具有国际竞争力的大型林纸一体化企业，依托龙头企业带动整个产业和相关产业发展，泰格集团作为湖南省最大的造纸企，未来将成为省内造纸产业的主要整合者。

公司作为泰格集团核心下属经营单位，目前机制纸的产能和产量均占泰格集团总量 60% 以上。近年来，公司相继通过现金收购、定向增发等方式收购了泰格集团拥有的部分生产线和林业资源，并于 2008 年 5 月公告，将通过配股方式募集资金收购泰格集团拥有的 72.27 万亩林地资源和 40 万吨的商品浆生产线。

总体看，控股股东丰富的资源储备和显著区域行业地位，为公司长远发展提供了有力的支撑。

四、管理体制

1. 治理结构

公司于 2004 年在上海证券交易所上市，目前已经建立了比较完善的法人治理结构。

公司按照《公司法》、《上市公司治理准则》、《上市公司章程指引（2006 年修订）》、《上

海证券交易所上市规则》等相关法律法规规章的要求，不断完善公司法人治理结构和内部管理制度，设立股东大会、董事会、监事会，制定了较为完善的三会议事规则。股东大会为公司的最高权力机构，董事会是股东大会的执行机构，监事会为监督机构，总经理负责公司的日常经营与管理工作。根据公司章程，董事会由 11 名董事组成，设董事长 1 人，副董事长 2 人。公司原副董事长杨克勤于 2008 年 12 月 8 日以书面形式提交辞职报告，根据公司章程，其辞职自辞职报告送达董事会时生效。目前，公司董事会成员共计 10 名，其中董事长 1 人，副董事长 1 人，外部董事 5 人，包括独立董事 4 人，董事会下设战略发展委员会、提名委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会；公司监事会成员 5 名，其中职工代表监事 2 人。公司设总经理，由董事会聘任或解聘，主持公司经营管理工作，对董事会负责。为保证各机构的规范运作，公司制订有《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《独立董事工作规则》等相关方案。

2. 管理制度

目前公司本部下设生产技术部、质量管理部、安全环保部、证券投资部等 17 个职能部门及包括 4 个造纸车间和 4 个纸浆车间在内的 13 个生产部门，各职能部门分工明确。

产品质量管理方面，公司建立了科学严格的质量管理体系，主要措施包括：（1）对生产流程各关键工序或控制点，建立了规章制度，确定专人负责；（2）采用专用仪器仪表和计算机系统，对生产流程各关键工序或控制点进行控制；（3）采用先进的产品质量在线自动检测系统，对产品质量进行实时监控；（4）采用先进的产品质量自动检测系统，对产品质量进行现场检验。2007 年，公司获得中大华远认证中心颁发的《（质量）管理体系认证证书》产品质量管理达到 ISO9001:2000 国际标准。

人力资源方面，公司建立了完善的绩效考

核体系，员工的选拔、聘用、考核奖惩、提升和任免按照公司制定相关程序和岗位要求进行，择优录取，考核聘用；日常管理中实行动态考核，进行提升和任免。员工培训方面，公司通过对生产员工和中层管理人员进行定期和不定期的培训，提高员工的综合素质。

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

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

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

整体上，公司现有的部门设置及相关的内部管理制度适合企业自身的管理需要。

五、生产经营

1. 经营现状

公司主营机制纸的生产和销售，主导产品

包括颜料整饰纸、包装纸、轻涂纸、淋膜原纸和新闻纸。2006~2008年，公司营业收入保持较快增长，年均复合增长达到了18.31%，2008年公司实现营业收入327228.76万元，同比增长10.36%，受宏观经济走弱的影响，增幅较上年有所回落。

近三年，造纸行业主要子产品细分市场发展不平衡，毛利率变动情况出现分化，新闻纸受需求增长放缓和产能集中释放的影响，毛利率大幅下滑；包装用纸则由于供需缺口始终存在，毛利率有所上升。针对市场环境的变化，公司充分发挥纸浆种类丰富，转产灵活的优势，调整产品结构，有效的避免了单一产品市场所带来的风险。近年来，公司从以新闻纸为主导的产品结构转变为大幅度减少新闻纸生产、以文化纸为主导的产品结构，加大了颜料整饰纸、轻涂纸、淋膜原纸等纸品的生产与销售，提高产品的附加值。新闻纸在公司营业收入中所占的比重迅速下降，由2006年的30.88%下降到2008年的0.27%，同期，颜料整饰纸、轻涂纸、淋膜原纸在公司营业收入中的比重则不断上升，由2006年的44.59%上升到2008年的60.30%。同时包装纸所占比重由2006年的14.45%提高到2008年的25.96%，主要是下属子公司湘江纸业15万吨包装纸项目投产，包装纸产销量增加。得益于对市场变化快速反应能力，以及公司较高的纸浆自给率，近3年公司主导产品毛利率始终高于行业平均水平（见表2）。2009年一季度，受累于需求萎缩所导致的产品价格的回来，公司主要产品的毛利率水平均有所下滑。

表2 近三年公司主要产品经营情况 (单位: 万元, %)

产品名称	2006年			2007年			2008年			2009年1~3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	营业收入	营业成本	毛利率
颜料整饰纸	71793.77	59640.76	16.93	93559.16	76971.25	17.73	94710.09	76644.17	19.07	17133.89	14785.71	13.7
包装纸	33776.36	25407.54	24.78	69045.48	52233.52	24.35	84936.07	64660.09	23.87	18882.44	15288.73	19.03
轻涂纸	27596.86	21799.76	21.01	55102.15	47958.51	12.96	78570.96	68155.70	13.26	13951.36	11909.52	14.64
淋膜原纸	4865.83	3976.32	18.28	20454.46	16913.85	17.31	24038.42	20095.58	16.40	4150.32	3844.10	7.38
新闻纸	72197.13	63098.76	12.60	9138.42	7977.29	12.71	883.92	1032.76	-16.84	898.51	991.38	-10.34
其他	23542.91	17669.04	24.95	49200.74	40597.06	17.49	44089.30	32863.45	25.46	5039.13	3968.45	21.25
合计	233772.86	191592.18	18.04	296500.41	242651.49	18.16	327228.76	263451.75	19.49	60055.65	50787.89	15.43

造纸行业平均毛利率			13.34			13.79			12.48		
-----------	--	--	-------	--	--	-------	--	--	-------	--	--

资料来源：公司提供 2006 年数据来源于公司 2007 年经审计的财务报表，为追溯调整数；2009 年 1~3 月数据未经审计

注：行业平均毛利率是国家统计局统计的国内规模以上造纸企业的平均毛利率，其中 2007 年、2008 年为 1~11 月数据。

2. 原材料采购

公司目前所采购的原材料主要包括制浆用木材、芦苇、废纸和自备电厂所需要的燃煤。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，加大对资源的占有和控制，逐步整合供应体系，提高议价能力。

公司目前采购的芦苇主要来自洞庭湖区和周边长江沿岸，近年来受环保标准提高的影响，洞庭湖区 80%以上的造纸企业被关停。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。另外公司通过培养自有芦苇种植基地、委托经营苇场、与战略供应商签订 10 年长期合约来保证芦苇的供应总量。

公司生产用水取自长江、洞庭湖，电（用电低谷期公司的电力主要外购，以降低成本）、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每年燃煤需求量约为 76 万吨，主要来自平顶山、以及周边的四川、重庆、江西地区，运输以成本较低的水路为主，可直达公司的燃煤码头。2008 年，公司在煤炭采购方面公司表现出了较强的成本控制能力，在国内煤价大幅飙升的背景下，公司燃煤采购到岸均价相比 2007 年仅上涨了 30%（见表 3）。总体看，近年来公司除芦苇外的其他主要原材料价格均呈上升趋势，但从 2008 年年下半年开始，受行业内产能过剩、需求不振的影响，公司主要的原料价格逐步回落。

表 3 公司主要原材料采购价格（不含税价）

主要原材料名称	采购均价（单位：元）		
	2006 年	2007 年	2008 年
煤炭	408	409	532
松木	429	463	465
杨木	475	549	555
芦苇	588	616	603
废纸	1500	1761	2014

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，自产浆能力完全能满足造纸生产能力的需要。

随着造纸工业的发展，行业竞争将更多的表现为对原材料资源的争夺。为从根本上解决木浆供应问题，公司于 2000 年开始实施“林纸一体化”战略，截至 2008 年底，公司自主造林面积已达到 101 万亩。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，使得木浆供应问题从根本上得以解决。

3. 生产经营

公司目前共拥有纸机生产线 13 条，年生产能力合计 61.61 万吨，其中公司本部拥有纸机 6 台，产能合计 42.3 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，合计年产能为 19.31 万吨，主要以生产包装用纸为主。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 4），公司本部目前所采用的 8# 机系芬兰美卓公司推出的最新优化概念纸机，自动化程度极高，可靠性高，根据设备制造商芬兰美卓公司统计，公司设备平均运行总效率远高于国际平均水平。

表 4 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 B
	2# 纸机	1760	1.3	轻型纸
	3# 纸机	3800	9.50	颜料整饰胶版纸 A
	4# 纸机	2362	1.25	工业淋膜原纸
	5# 纸机	2362	1.25	颜料整饰胶版纸 C
	8# 纸机	6950	22.0	精制轻量涂布纸、颜料整饰胶版纸、工业淋膜原纸
湘江	1# 纸机	3300	5.44	胶带纸/精品复合纸/精品牛皮纸/精品淋膜纸

纸业	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。

2006~2008 年，随产能提升公司主导产品

表 5 公司主要产品产销率情况（单位：万吨，%）

主要产品	2006 年			2007 年			2008 年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
颜料整饰纸	16.71	16.15	96.62	19.55	19.69	100.71	18.66	18.11	97.05
轻涂纸	5.2	5.35	103.05	10.6	10.49	98.98	15.61	14.94	95.66
淋膜原纸	1.15	1.06	91.76	4.47	4.36	97.47	4.65	4.76	102.25
包装纸	10.46	10.1	96.55	19.59	17.18	87.68	20.31	19.50	96.03
新闻纸	16.66	16.94	101.67	2.34	2.36	101	0.28	0.20	71.99

资料来源：公司提供

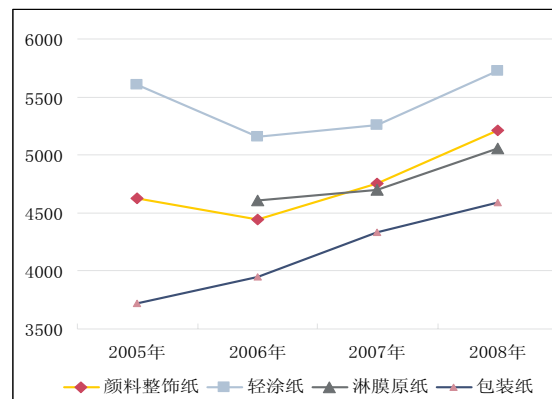
4. 产品销售

公司销售网络健全，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，市场信息反馈敏捷，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，能及时掌握林浆纸板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。

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，目前全国 1000 多种的主流期刊杂志中有超过 500 种使用公司产品。公司目前的客户主要集中在经济相对发达的华北、华南和华东地区，2008 年销售额占比分别为 17.43%，22.80%和 22.43%。

在销售方式上，公司采取直销为主，代理辅助的方式，95%以上的销售额由市场人员直接面对大宗采购客户来实现，对于需求较为分散的社会用纸通过地区代理进行销售。在销售过程中，公司重视应收账款的管理和相关风险的控制，对部分客户采用不动产抵押授信的方式进行销售。

图 4 公司主要产品价格变动



资料来源：公司提供

公司主要产品销售价格见图 4。2005 年以来，公司主要产品的销售价格呈现先降后升的趋势。从 2006 年开始，受原材料价格持续上涨和需求拉动的影响，公司主要产品价格有所上涨，进入 2008 年增速加快。但从 2008 年 9 月开始，由于受国际金融危机影响，国际市场原木浆和废纸浆价格明显回落，国内市场受宏观经济增速放缓影响，市场对纸品需求下降，公司主要产品的价格也出现快速回落。

5. 经营效率

2006~2008 年，公司销售债权周转次数小

幅波动,2008年由于收入规模的增长及应收项目(应收账款+应收票据)的减少,公司销售债权周转次数上升到6.70次。近年来公司存货周转次数始终保持在较低水平,2008年为1.53次,存货周转较慢主要是因为公司将林木资产计入存货,且林木资产经营周期长所致。

2006~2008年,公司总资产周转次数略有下降,2008年为0.46次,指标较低,一方面是由于公司存货比重较大,周转周期长;另一方面是由于公司投资的40万吨印刷纸项目等工程处于建设期,影响了整体经营效率。预计随着在建工程的陆续投产和达产,公司整体资产运营效率将得以提高。总体看,公司资产运营效率一般。

6. 未来发展

战略规划

公司未来发展的总体战略是继续坚持“林浆纸一体化”战略,优先发展林浆资源,强化对造纸行业上游的控制力;同时以原料优势优化产品结构,增加高附加值产品,培育竞争优势,实现规模和效益的双提高,实现公司发展模式的转变。

公司战略实施举措体现在以下2方面:(1)加大对林业、芦苇资源的投入,稳定废纸原料来源,增强公司对主要造纸原料的控制力度;

(2)大力发展文化纸(改良轻型纸、铜版纸、环保型高档用纸)、包装纸(以原生浆制造)、高级工业用纸。

重大投资项目

公司目前主要的在建项目为40万吨含机械浆印刷纸项目。项目新建两条单机年产20万吨含机械浆印刷纸生产线,并配套有污水处理站1座和生物质综合利用热电工程。项目建设期1.5年,预计2009年8月投产。项目总投资25.7亿元,其中公司利用2007年3月非公开发行股票所募集资金投入10亿元,剩余资金缺口通过银行贷款、未分配利润解决。中国进出口银行湖南省分行出具《贷款批准通知

书》,同意向公司提供不超过7.86亿元人民币技术装备进口贷款,用于为该项目建设,截至2009年3月31日,中国进出口银行已向公司发放20,000万元固定资产贷款;;另外,中国农业银行《关于岳阳纸业股份有限公司固定资产贷款的批复》(农银复[2008]1460号)同意对该项目发放固定资产贷款,截至2009年3月31日,中国农业银行已向公司发放50,000万元固定资产贷款。

另外,根据公司2008年5月20日通过的股东会决议,公司将通过配售普通股的方式募集资金,收购泰格集团持有的湖南骏泰浆纸有限责任公司(以下简称“骏泰浆纸”)100%的股权以及外购林业资产30.05万亩。骏泰浆纸所实施的40万吨漂白硫酸盐木浆项目已于2008年6月建成试产,2009年预计可生产漂白硫酸盐木浆35万吨,2010年可完全达产;项目配套林地现已拥有原料林72.72万亩,其中外购林地20余万亩,自种林地50万亩,目前处于成长期,进入轮伐期后预计年均可产木材118.23万立方米。以上两个项目如能顺利实施公司将新增机制纸产能40万吨/年,新增纸浆产能60万吨,其中商品浆40万吨,新增林业资源102.77万亩以上。

公司目前的在建项目与主业密切相关,未来建成后将显著提升公司的生产规模和销售收入,进一步完善公司的“林浆纸一体化”产业链,提高公司的竞争优势。联合资信同时也关注到,骏泰浆纸项目配股收购方案的推进日程,受中国资本市场波动的影响存在一定不确定性。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2007年和2008年财务报表已经开元信德会计师事务所审计,均出具了标准无保留意见的审计报告。公司2009年1~3月财务报表未经审计。公司于2007年开始执行财政

部于2006年2月15日颁布的《企业会计准则》（2006版），并对2006年度财务数据进行了追溯调整。

2007年，公司收购了控股股东—泰格集团所持有湘江纸业的100%股权。公司与湘江纸业的实际控制人皆为泰格集团，属同一控制下的控股合并，公司在编制2007年比较财务报表时，对合并资产负债表的期初数进行了追溯调整；公司2008年度合并财务报表范围未发生变更。

截至2008年底，公司资产总额739741.43万元，所有者权益293352.96万元；2008年，公司实现营业收入327228.76万元，净利润13962.57万元。

截至2009年3月底，公司资产总额821414.98万元，所有者权益294692.75万元；2009年1~3月，实现营业收入60055.66万元，净利润1339.79万元。

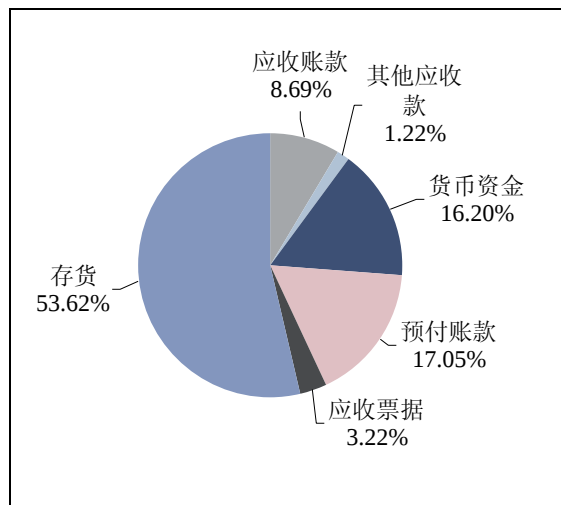
2. 资产构成

2006~2008年，公司资产总额稳步增长，年均增长19.76%，主要源于股本等净资产的增加和收购泰格集团所持永州湘江纸业有限责任公司100%股权，资产构成基本稳定。截至2008年底，公司资产总额739741.43万元，其中流动资产合计占49.30%，非流动资产占50.70%。

流动资产

2006~2008年，公司流动资产年均增长28.09%，主要是存货、货币资金和预付款项的增长。截至2008年底，公司流动资产合计364671.97万元，主要以货币资金（占16.20%）、应收账款（占8.69%）、预付账款（占17.05%）和存货（占53.62%）为主（参见图5）。

图5 2008年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2006~2008年，公司货币资金呈波动增长趋势，年均增长率为51.54%。截至2008年底，公司货币资金59071.08万元，较2007年有所减少，主要是公司2007年定向增发募集资金已使用所致。公司货币资金中现金、银行存款、其他货币资金（主要是信用证保证金）分别占0.05%、86.96%和12.99%。

2006~2008年，公司应收账款年均减少2.50%，截至2008年底，公司应收账款余额34296.91万元。从应收账款账龄分析，1年以内占93.99%，1~3年占2.03%，3年以上占3.98%，欠款账龄较短。从集中度分析，前五名欠款单位合计欠款金额占17.79%，集中度较低。2008年，公司对应收账款计提坏账准备2615.11万元，计提比例为7.62%，计提比例适中。

2006~2008年，公司预付款项年均增长51.61%，主要是2008年公司40万吨含机械浆印刷纸项目预付设备款增加所致，截至2008年底，公司预付款项62189.18万元。

2006~2008年，公司存货年均增长34.15%，主要是公司加大浆板、木材等大宗原材料的采购量以及林木资产增长所致。截至2008年底，公司存货的账面余额196872.99万元，其中原材料占31.21%，产成品占12.81%，在产品占2.25%，林木资产占53.73%。2008

年底，公司对原材料存货计提了跌价准备 1328.59 万元。

非流动资产

2006～2008 年，公司非流动资产年均增长 13.04%。截至 2008 年底，公司非流动资产 375069.46 万元，主要以固定资产（80.54%）为主。

2006～2008 年，公司固定资产净额年均增长 17.80%，主要是由于：①为扩大生产规模，公司于 2007 年以 29639.37 万元收购了卓越公司所拥有的 5.1 万吨造纸生产线；以 2,685.23 万元收购了泰格集团所拥有的一条 1760mm 造纸生产线及相关附属资产；以 38,750.42 万元收购泰格集团所持永州湘江纸业有限责任公司 100% 股权②2007 年和 2008 年，在建工程分别转入固定资产 79971.29 万元和 8376.68 万元。截至 2008 年底，公司固定资产累计折旧 107182.41 万元，固定资产净值 302093.02 万元，成新率为 73.81%，固定资产质量较好。

2006～2008 年，公司在建工程年均减少 3.93%，主要是湘江纸业 15 万吨工程完工转入固定资产所致。截至 2008 年底，公司在建工程 57691.35 万元，主要是 40 万吨技改项目和湘江纸业技改项目等。

2006～2008 年，公司无形资产年均增长 4.82%，截至 2008 年底，公司无形资产 13156.28 万元，全部为土地使用权。

截至 2009 年 3 月底，公司资产总额 821414.98 万元，同比增长 14.68%，其中变动较大的科目主要是：①货币资金较 2008 年底增长 30.34%，是由于公司 40 万吨含机械浆印刷纸项目贷款增加所致；②应收账款增长 49.06%，是由于增加客户授信额度所致；③在建工程同比增长 50.76%，主要是年产 40 万吨含机械浆印刷纸项目投入增加所致。

总体看，受非公开发行股票影响，近两年公司资产总额有较大幅度增长，资产构成基本稳定，整体质量较好。

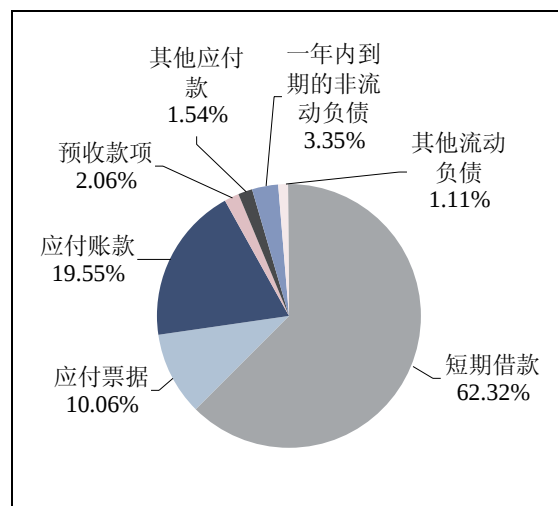
3. 负债及所有者权益

2006～2008 年，公司所有者权益快速增长，年均 69.52%，主要是 2007 年公司非公开发行股票，同期股本增加（1.65 亿元）和资本公积中股本溢价增加（16.20 亿元）所致。截至 2008 年底，公司所有者权益为 293352.96 万元，全部为归属母公司所有者权益，其中实收资本占 22.23%，资本公积占 62.86%，未分配利润占 10.68%，盈余公积占 4.23%，所有者权益构成稳定性较好。

2006～2008 年，公司负债规模的增长幅度小于资产规模的增幅，年均增长率为 3.87%。截至 2008 年底，公司负债合计 446388.46 万元，其中流动负债占 66.81%，非流动负债占 33.19%。

2006～2008 年，公司流动负债年均增长 3.50%。截至 2008 年底，公司流动负债 298210.30 万元，主要以短期借款（占 62.32%）、应付账款（主要为应付工程及设备款，占 19.55%）和应付票据（占 10.06）为主。

图6 2008年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

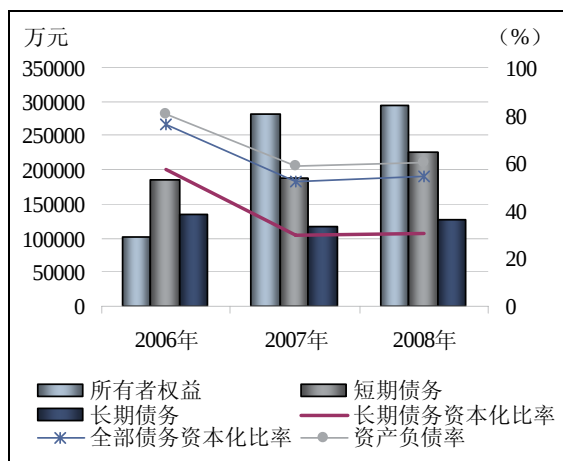
2006～2008 年，公司非流动负债增长 4.63%。截至 2008 年底，公司非流动负债 148178.16 万元，其中长期借款占 86.42%。

2006～2008 年，公司债务总额年均增长 5.20%。截至 2008 年底，公司债务总额 353902.30 万元，其中短期债务占 63.82%，长

期债务占 36.18%，债务结构适宜。

2007 年 3 月，公司非公开定向发行股票，资本结构有所改善，负债水平和债务负担大幅下降。截至 2008 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 60.34%、54.68%和 30.39%（参见图 7），整体债务负担仍偏重。

图7 2006~2008年公司债务结构



资料来源：公司年报

截至 2009 年 3 月底，公司所有者权益较 2008 年底略有增长，为 294692.75 万元，同期负债总额为 526722.23 万元，增长 18.00%，主要是由于：①公司应付票据较 2008 年底增长 93.99%，主要是票据结算业务增加所致；②公司长期借款增长 30.45%，是由于年产 40 万吨含机械浆印刷纸项目贷款增加所致；2009 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 64.12%和 58.86%，公司债务负担继续加重。

4. 盈利能力

2006~2008 年，随着生产规模的扩大和销售量的增加，公司营业收入和营业成本逐年增长，年均分别增长 18.31%和 17.62%，2008 年分别为 327228.76 万元和 263451.75 万元。2006~2008 年，公司业务盈利水平略有提高，营业利润率分别为 17.35%、17.64%和 18.90%。

2006~2008 年，公司期间费用年均增长 14.39%，主要原因是经营规模的扩大带来了部

分销售费用和管理费用的增长，另外新《劳动法》的实施也增加了公司同期费用支出。截至 2008 年底，公司期间费用合计 43435.98 万元，占营业收入的 13.27%。

2006~2008 年，公司利润总额和净利润分别年均增长 19.95%和 27.14%。2008 年，公司实现利润总额和净利润分别为 15477.08 万元和 13962.57 万元。从盈利指标看，受净资产大幅增加影响，2007 年和 2008 年公司总资本收益率和净资产收益率有所下降，近三年净资产收益率分别为 8.46%、4.09%和 4.76%，整体盈利能力一般。

受市场需求下滑影响，2009 年 1~3 月，公司实现营业收入 60055.66 万元，同比下降 25.44%，同期，公司实现营业利润 -1204.22，主营业务出现亏损。得益于营业外收入（政府补贴收入）的大幅增长，公司 2009 年第一季度实现利润总额和净利润分别为 1663.82 万元和 1339.79 万元，分别同比下降 66.86%和 66.67%。总体看，从 2008 年第四季度以来，全球金融危机已逐步波及蔓延到实体经济，造纸产业整体景气度下滑，公司盈利能力呈现较大幅度下降。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，受募集资金到位影响，近两年公司流动资产大幅增长，流动比率和速动比率整体均有所上升，2008 年分别为 122.29%和 56.71%。2009 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 121.05%和 63.01%，公司短期偿债能力近两年有所增强；2008 年，公司加强了对现金流的管理水平，同期公司经营活动现金流净额有大幅增长，经营现金流动负债比率三年分别为 5.72%、3.94%和 17.59%，公司短期偿债能力适宜。

从长期偿债指标看，2006~2008 年，公司 EBITDA 分别为 35540.38 万元、50006.21 万元和 55172.75 万元；公司 EBITDA 利息倍数略有下降，分别为 3.35 倍、3.22 倍和 3.04 倍，

全部债务/EBITDA 分别为 9.00 倍、6.11 倍和 6.41 倍，公司对全部债务保护程度一般。

截至2009年3月底，公司不存在逾期贷款，不存在对外担保。

截至2009年3月底，公司从中国工商银行、中国银行和中国建设银行等多家银行获得综合授信总额为50.52亿元，其中未使用额度为16.38亿元，公司间接融资渠道畅通。公司为沪市上市公司，直接融资渠道较为畅通。

七、综合评价

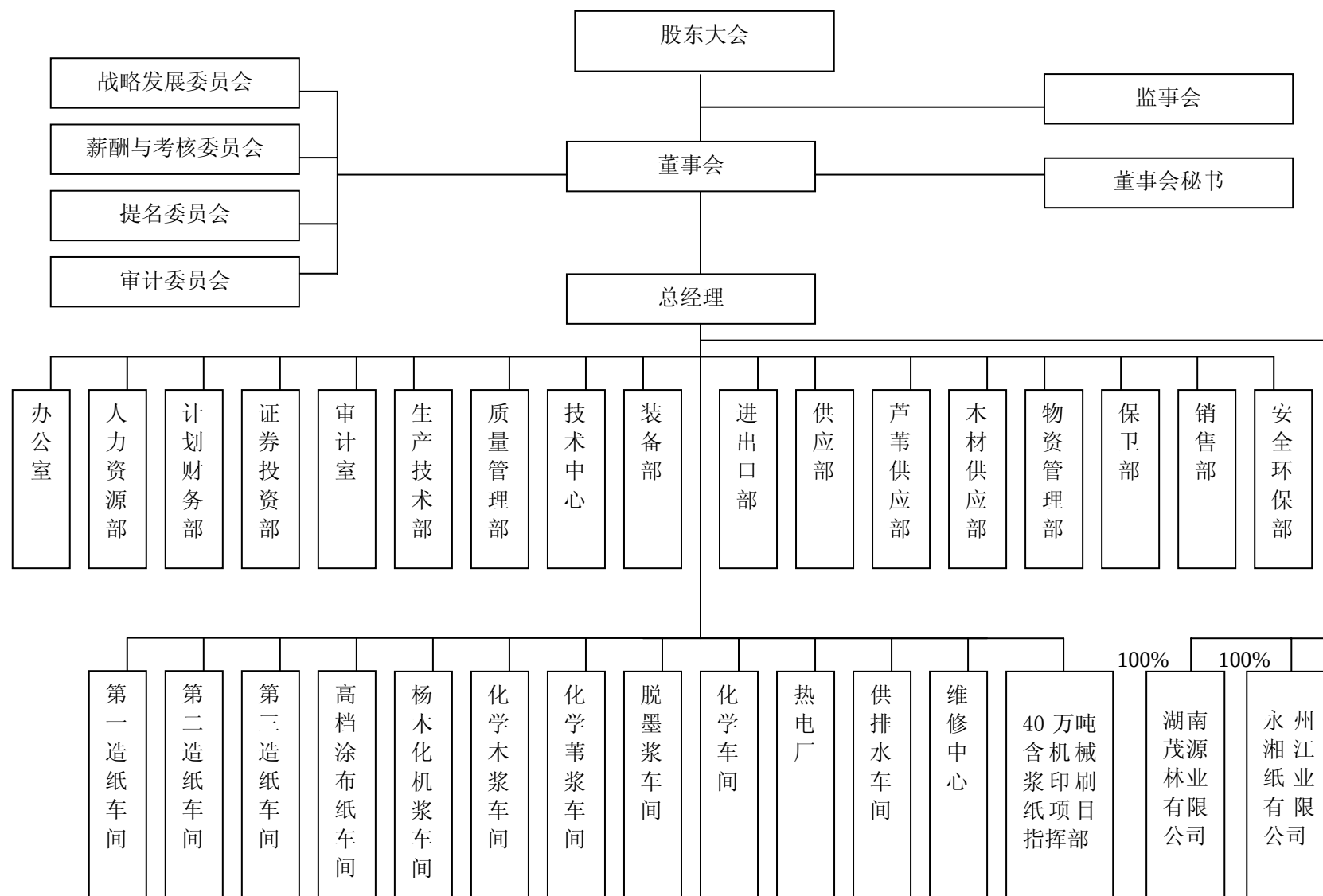
受累于宏观经济减速的影响，造纸行业景气程度从2008年下半年开始持续低迷，行业内企业的经营压力逐步加大，盈利状况恶化，未来行业景气程度的回升将更多的依赖于宏观经济的全面复苏。从更长期的角度看，造纸工业作为国民经济的基础原材料工业，在目前国内造纸工业人均消费纸量远低于发达国家水平的背景下，行业仍具有较好的增长空间。未来行业内资源优势明显，行业整合能力强的大型企业发展空间广阔。

公司作为中国大型的国有控股造纸企业，具备较强的资源储备和生产规模优势，工艺设备较为先进，产品生产多元化，市场网络完善，整体市场竞争能力较强。公司治理结构基本完善，内部控制制度健全，整体管理水平较高，人员素质基本能够满足公司当前发展的需要。公司目前正在扩大生产能力，发展前景良好。

近三年，公司资产总额逐年增长，资产质量较好；营业收入的增长带动了同期盈利和经营性现金流规模的扩大，并保持了合理的盈利水平；目前，公司资本性支出规模较大，债务负担偏重，短期偿债能力适宜，整体偿债能力一般。

总体看，公司主体信用风险较低。

附件 1 岳阳纸业股份有限公司组织结构图



附表 2-1 2006~2009 年 3 月资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 3 月
流动资产					
货币资金	25723.25	115019.78	59071.08	51.54	76994.05
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
应收票据	10007.53	25351.00	11735.68	8.29	17595.02
应收账款	33325.15	28977.19	31681.80	-2.50	47225.02
预付款项	27215.64	21274.92	62189.18	51.16	70757.50
应收利息	0.00	400.50	0.00	--	0.00
应收股利	0.00	0.00	0.00	--	0.00
其他应收款	17336.70	4603.96	4449.82	-49.34	5104.61
存货	108655.78	148832.07	195544.40	34.15	200528.30
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
流动资产合计	222264.05	344459.43	364671.97	28.09	418204.50
非流动资产					
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	--	0.00
长期应收款	0.00	0.00	0.00	--	0.00
长期股权投资	124.98	44.98	44.98	-40.01	44.98
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
固定资产	217701.87	311844.23	302093.02	17.80	296714.92
在建工程	62511.17	7076.06	57691.35	-3.93	86974.14
工程物资	163.20	124.48	77.66	-31.02	4399.25
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	--	-13.69
无形资产	11974.89	13448.10	13156.28	4.82	13084.72
递延所得税资产	1047.31	1143.62	2006.16	38.40	0.00
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	--	2006.16
非流动资产合计	293523.42	333681.48	375069.46	13.04	403210.48
资产总计	515787.47	678140.92	739741.43	19.76	821414.98

附表 2-2 2006~2009 年 3 月资产负债表（负债及所有者权益）
 （单位：人民币万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 3 月
流动负债					
短期借款	167545.00	181745.00	185845.00	5.32	186349.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	--	0.00
应付票据	15000.00	6634.84	30007.27	41.44	58212.06
应付账款	38681.23	38217.24	58289.74	22.76	75727.38
预收款项	4555.89	8691.21	6147.38	16.16	6969.00
应付职工薪酬	2896.85	1652.85	1730.59	-22.71	1555.33
应交税费	1822.75	4038.28	760.66	-35.40	524.45
应付利息	285.00	216.00	93.72	-42.66	0.00
应付股利	21.93	0.00	0.00	-100.00	0.00
其他应付款	45348.70	14970.13	4599.94	-68.15	5408.01
一年内到期的非流动负债	2200.00	0.00	10000.00	113.20	10000.00
其他流动负债	0.00	0.00	736.00	--	736.00
流动负债合计	278357.35	256165.55	298210.30	3.50	345481.23
非流动负债：					
长期借款	135008.87	117171.33	128050.02	-2.61	167040.73
应付债券	0.00	0.00	0.00	--	0.00
长期应付款	0.00	23711.50	17783.62	--	11855.75
专项应付款	338.94	353.52	353.52	2.13	353.52
预计负债	0.00	0.00	0.00	--	0.00
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	--	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	1991.00	--	1991.00
非流动负债合计	135347.81	141236.34	148178.16	4.63	181240.99
负债合计	413705.16	397401.90	446388.46	3.87	526722.23
所有者权益（或股东权益）：					
实收资本（或股本）	26980.01	43480.01	65220.01	55.48	65220.01
资本公积	39624.70	201784.83	184392.83	115.72	184392.83
盈余公积	10760.82	11559.87	12423.15	7.45	12423.15
未分配利润	17846.18	23914.31	31316.97	32.47	32656.76
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00	--	0.00
归属于母公司所有者权益合计	95211.71	280739.02	293352.96	75.53	294692.75
少数股东权益	6870.60	0.00	0.00	-100.00	0.00
所有者权益（或股东权益）合计	102082.31	280739.02	293352.96	69.52	294692.75
负债和所有者权益（或股东权益）总计	515787.47	678140.92	739741.43	19.76	821414.98

附表 3 2006~2009 年 3 月利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 3 月
一、营业收入	233772.86	296500.41	327228.76	18.31	60055.66
减: 营业成本	191592.18	242651.49	263451.75	17.26	50787.89
营业税金及附加	1627.02	1548.27	1925.78	8.79	168.22
销售费用	9204.88	11991.82	13142.72	19.49	3120.21
管理费用	11019.83	14240.66	14944.86	16.46	3390.93
财务费用	9087.75	11545.57	15348.41	29.96	3792.63
资产减值损失	1152.47	-397.10	2350.65	42.82	0.00
加: 公允价值变动收益 (损失以“—”号填列)	0.00	0.00	0.00	--	0.00
投资收益 (损失以“—”号填列)	6.79	0.00	0.00	-100.00	0.00
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	0.00	0.00	--	0.00
汇兑收益 (损益以“—”号添列)	0.00	0.00	0.00	--	0.00
二、营业利润 (亏损以“—”号填列)	10095.51	14919.69	16064.60	26.15	-1204.22
加: 营业外收入	808.51	775.57	204.82	-49.67	2871.56
减: 营业外支出	146.92	454.06	792.34	132.23	3.52
其中: 非流动资产处置损失	0.00	0.00	0.00	--	0.00
三、利润总额 (亏损总额以“—”号填列)	10757.11	15241.21	15477.08	19.95	1663.82
减: 所得税费用	2119.50	3755.74	1514.50	-15.47	324.03
				--	
四、净利润 (净亏损以“—”号填列)	8637.61	11485.46	13962.57	27.14	1339.79
其中: 归属于母公司所有者的净利润	7939.59	11485.46	13962.57	32.61	1339.79
少数股东损益	698.01	0.00	0.00	-100.00	0.00

附表 4-1 2006~2009 年 3 月现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 3 月
一、经营活动产生的现金流量					
销售商品、提供劳务收到的现金	262736.54	341665.76	387461.94	21.44	47315.71
收到的税费返还	5.20	0.00	0.00	-100.00	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	8284.20	6666.96	938.98	-66.33	996.73
经营活动现金流入小计	271025.94	348332.72	388400.92	19.71	48312.44
购买商品、接受劳务支付的现金	206360.74	286349.35	272703.60	14.96	33975.89
支付给职工以及为职工支付的现金	17258.09	17739.01	19800.66	7.11	5078.75
支付的各项税费	18801.87	20535.41	24857.76	14.98	2253.56
支付其他与经营活动有关的现金	12682.17	13627.19	18579.90	21.04	3323.62
经营活动现金流出小计	255102.87	338250.96	335941.92	14.76	44631.82
经营活动产生的现金流量净额	15923.06	10081.77	52459.00	81.51	3680.62
二、投资活动产生的现金流量					
取得投资收益收到的现金	0.00	0.00	0.00	--	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	295.62	20.55	365.60	11.21	19.68
收到其他与投资活动有关的现金	3.71	2197.67	1991.00	2216.59	1170.00
投资活动现金流入小计	299.33	2218.21	2356.60	180.59	1189.68
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	47130.96	45536.33	116047.01	56.91	22492.96
投资支付的现金	80.00	0.00	0.00	-100.00	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	13900.05	31908.48	0.00	-100.00	0.00
投资活动现金流出小计	61111.00	77444.81	116047.01	37.80	22492.96
投资活动产生的现金流量净额	-60811.68	-75226.60	-113690.41	36.73	-21303.29
三、筹资活动产生的现金流量					
吸收投资收到的现金	0.00	178549.74	0.00	--	0.00
取得借款收到的现金	100555.00	16500.00	51700.00	-28.30	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	1819.00	1080.00	2489.81	16.99	0.00
筹资活动现金流入小计	102374.00	196129.74	54189.81	-27.24	40000.00
偿还债务支付的现金	34367.81	20450.34	25985.31	-13.05	505.29
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	23374.49	23039.55	22695.44	-1.46	3949.08
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	--	0.00
筹资活动现金流出小计	57742.31	43489.89	48680.75	-8.18	0.00
筹资活动产生的现金流量净额	44631.69	152639.85	5509.06	-64.87	35545.63
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	1801.51	-226.36	--	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	-256.92	89296.53	-55948.70	1375.69	17922.96
加: 期初现金及现金等价物余额	25980.17	25723.25	115019.78	110.41	59071.08
六、期末现金及现金等价物余额	25723.25	115019.78	59071.08	51.54	76994.05

附表 4-2 2006~2008 年现金流量补充资料表

(单位: 人民币万元)

补充资料	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)
一、将净利润调节为经营活动现金流量				
净利润	8637.61	11485.46	13962.57	27.14
加: 资产减值准备	1152.47	-397.10	2350.65	42.82
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	14075.88	18973.37	21270.98	22.93
无形资产摊销	83.40	244.71	291.83	87.06
长期待摊费用摊销	0.00	0.00	0.00	--
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“—”号填列)	-180.20	339.32	354.41	--
固定资产报废损失(收益以“—”号填列)	0.00	0.00	0.00	--
公允价值变动损失(收益以“—”号填列)	0.00	0.00	0.00	--
财务费用(收益以“—”号填列)	9087.75	11545.57	15348.41	29.96
投资损失(收益以“—”号填列)	-6.79	0.00	0.00	-100.00
递延所得税资产减少(增加以“—”号填列)	-313.15	-96.31	-862.54	65.96
递延所得税负债增加(减少以“—”号填列)	0.00	0.00	0.00	--
存货的减少(增加以“—”号填列)	-3360.14	-29641.88	-47802.70	277.18
经营性应收项目的减少(增加以“—”号填列)	-10568.10	5894.53	25749.31	--
经营性应付项目的增加(减少以“—”号填列)	-2685.67	-8265.91	21796.08	--
其他	0.00	0.00	0.00	--
经营活动产生的现金流量净额	15923.06	10081.77	52459.00	81.51
二、不涉及现金收支的重大投资和筹资活动				--
债务转为资本	0.00	0.00	0.00	--
一年内到期的可转换公司债券	0.00	0.00	0.00	--
融资租入固定资产	0.00	0.00	0.00	--
三、现金及现金等价物净变动情况				--
现金的期末余额	25723.25	115019.78	59071.08	51.54
减: 现金的期初余额	25980.17	25723.25	115019.78	110.41
加: 现金等价物的期末余额	0.00	0.00	0.00	--
减: 现金等价物的期初余额	0.00	0.00	0.00	--
现金及现金等价物净增加额	-256.92	89296.53	-55948.70	1375.69

附件 5 主要财务指标

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	平均值	2009 年 3 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	6.68	6.07	6.70	6.50	--
存货周转次数(次)	2.61	1.88	1.53	1.85	--
总资产周转次数(次)	0.54	0.50	0.46	0.49	--
盈利能力					
营业利润率(%)	17.35	17.64	18.90	18.21	15.15
总资本收益率(%)	4.57	4.61	4.96	4.78	--
净资产收益率(%)	8.46	4.09	4.76	5.30	--
现金收入比率(%)	112.39	115.23	118.41	116.25	78.79
财务构成					
长期债务资本化比率 (%)	56.94	29.45	30.39	35.42	36.18
全部债务资本化比率 (%)	75.80	52.12	54.68	58.13	58.86
资产负债率 (%)	80.21	58.60	60.34	63.79	64.12
偿债能力					
流动比率(%)	79.85	134.47	122.29	117.45	121.05
速动比率(%)	40.81	76.37	56.71	59.43	63.01
EBITDA 利息倍数(倍)	3.35	3.22	3.04	3.16	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.00	6.11	6.41	6.84	--
经营现金流动负债比率(%)	5.72	3.94	17.59	11.12	--
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.14	-0.21	-3.38	-1.78	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-4.23	-4.19	-0.17	-2.19	--

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	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比率	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+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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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率	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: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

全部债务= (长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

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

标*的指标为新会计准则下对应的指标

附件 7 企业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，企业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

联合资信评估有限公司关于 岳阳纸业股份有限公司 2009 年度企业主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在岳阳纸业股份有限公司主体长期信用等级有效期内进行定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

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

联合资信将密切关注岳阳纸业股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现岳阳纸业股份有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整企业主体长期信用等级。

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

在跟踪评级过程中，如岳阳纸业股份有限公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送岳阳纸业股份有限公司、主管部门、交易机构等。

