

信用等级公告

联合[2010] 239 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
主体长期信用等级为
AA⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年五月二十日



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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lianheratings.com.cn

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、评级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主体长期信用等级自 2010 年 5 月 20 日至 2011 年 5 月 19 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一零年五月二十日



岳阳纸业股份有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：AA⁻
评级展望：稳定
评级时间：2010 年 5 月 20 日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 3 月
资产总额(亿元)	67.81	73.97	99.94	100.56
所有者权益(亿元)	28.03	29.24	30.12	30.45
长期债务(亿元)	11.72	12.81	23.62	25.82
全部债务(亿元)	30.56	35.39	57.61	59.20
营业收入(亿元)	29.65	32.72	30.39	7.94
利润总额(亿元)	1.52	1.52	1.06	0.39
EBITDA(亿元)	5.71	5.49	5.41	--
营业利润率(%)	17.62	18.90	18.64	19.15
净资产收益率(%)	4.03	4.55	3.12	--
资产负债率(%)	58.67	60.47	69.87	69.71
全部债务资本化比率(%)	52.12	54.68	65.67	66.03
流动比率(%)	134.47	122.29	86.24	89.38
全部债务/EBITDA(倍)	5.35	6.41	10.66	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.52	3.04	2.54	--

注：公司从 2007 年开始执行新会计准则，2010 年 1 季度财务数据未经审计。

分析师

李志博 张 华
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.lianheratings.com

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 and 产品多元化等方面具备的明显优势。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现有投资规模较大等因素可能给公司经营与信用水平带来的负面影响。

未来，公司将继续围绕主业发展，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“林浆纸一体化”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. 公司在建 40 万吨技改项目，工艺设备先进，未来伴随该项目的逐步达产，公司行业地位有望得到进一步巩固。
4. 公司管理制度健全，成本控制能力较强，在外部不利经济环境下，保持了相对稳定的盈利能力。

关注

1. 宏观经济波动对造纸产业冲击程度较大。
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。

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；600963.SH）。截至2009年底，公司注册资本65220万元，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5个造纸车间和4个制浆车间在内的15个生产部门，并拥有2家全资子公司（见附件1）。

截至2009年底，公司资产总额999405.41万元，所有者权益301162.34万元；2009年，公司实现营业收入303853.87万元，利润总额10620.58万元。

截至2010年3月底，公司资产总额1005568.76万元，所有者权益304547.84万元；2010年1~3月，实现营业收入79424.30万元，利润总额3947.84万元。

公司注册地址：湖南省岳阳市城陵矶洪家

州；法定代表人：吴佳林。

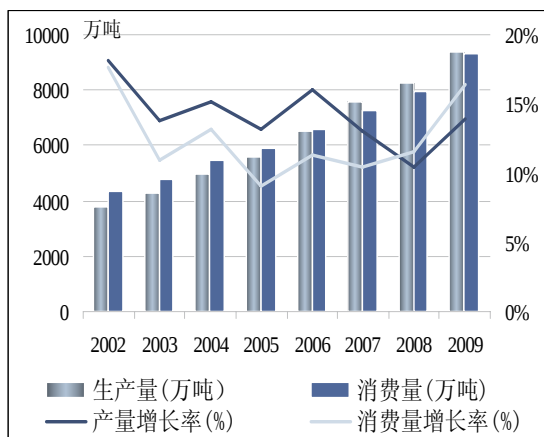
二、行业分析

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。

中国是造纸大国，造纸总产量已经跃居世界第一，同时也是消费大国。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，2000~2008年，纸及纸板生产量增长161.64%，年均增长12.76%；纸及纸板消费量增长121.96%，年均增长10.48%。自2000~2007年来，因造纸供给增长快于消费增长，供需缺口逐渐缩小，2007年供略大于求。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；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月份开始行业内出现量价齐跌的局面。但受益于宏观经济的企稳复苏，2009年造纸行业的景气度呈现逐季回升的态势。根据Wind资讯数据显示，2009年中国机制纸及纸板产量9388.70万吨，同比增长13.94%；销量9292.10万吨，同比增长16.44%。

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 wind 资讯

自 2010 年来，受中国等新兴国家需求强劲、欧美发达国家需求日益复苏，以及北美恶劣天气、智利地震和芬兰港口工人罢工等负面因素影响，进口木浆、废纸等原料价格大幅上涨。2010 年一季度进口木浆环比累计上涨 41.13%，美废、欧废和日废主要标号废纸价格分别环比累计上涨 23.80%、20.56%和 11.47%。其中进口木浆价格已突破 2008 年高点。因进口木浆和废纸等原料成本快速上涨，国内纸厂从春节后开始逐步上调双胶、铜版、白卡纸等优势纸种价格以转嫁成本。其中一季度双胶纸价格环比上涨 17.14%、铜版上涨 10.61%、白卡纸上涨 14.91%。产品价格的反弹也将刺激行业内闲置产能的释放，但市场供过于求的压力，对行业整体的景气程度及业内企业盈利状况的回升形成一定的限制作用。

2. 行业关注

原材料

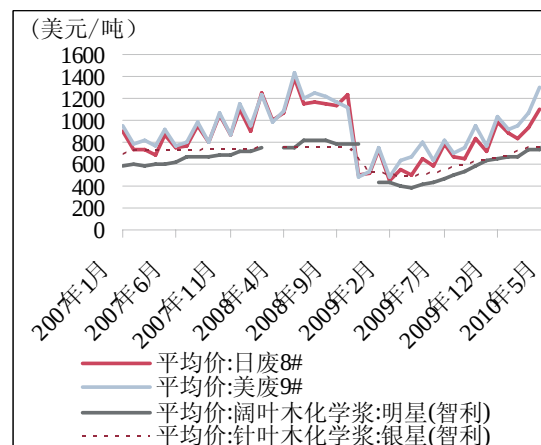
造纸工业属于原材料加工工业，原材料成本一般占造纸业成本的 65%左右。纸浆作为造纸工业的直接原料通常分为木浆、废纸浆及非木浆。木浆具有纤维长、强度高、生产过程中耗水量小、排污成本低等特点，主要用于中高档、优质纸品的生产，是全球范围内造纸行业最主要的直接原料。目前国际造纸工业纸浆结构中木浆占 62.6%，废纸浆占 34%，非木浆占

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，2008 年中国纸浆进口量 952 万吨，2009 年进一步增加到 1368 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。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议价能力弱，其生产成本受原材料价格波动影响很大。2006~2008年8月，国内主要进口废纸及木浆价格涨幅均接近100%，使国内造纸企业成本压力大幅上升，而9月开始进口废纸及木浆价格从高位快速回落。2009年随着行业产能利用率的回升，纸业主要原材料价格再一次进入上升通道。

图2 2007 年以来主要进口废纸及木浆价格走势



资料来源：wind 资讯

总体看，国内造纸行业原料供给对进口依赖程度高，且价格与国际市场联动性高。近几年原料市场波动使业内企业面临长期成本上涨压力的同时也加大了企业短期盈利波动的

风险。

环境保护

为了治理造纸行业多年的粗放型增长和环境污染较重的问题。在政策层面上，国家多次提高造纸业的排放标准，并不断出台新的政策和措施，大力推进造纸业结构调整和清洁生产。

2007年6月，国务院发布了《节能减排综合性工作方案》，对造纸业明确提出减量化、再利用、资源化的要求，并规划“十一五”期间将淘汰落后产能650万吨。2007年10月，国家发改委又发布了国内首部造纸业规范指示文件《造纸产业发展政策》，明确提出，规模和环保成为造纸产业发展的重要指标，降低造纸业耗水，大大减少污染物排放。明确要求淘汰年产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。

2008年8月1日正式执行新《制浆造纸工业水污染物排放标准》，根据减排方案，2008年淘汰造纸落后产能106.5万吨，2009年淘汰50万吨产能，并加大执行国家产业政策和年度落后产能淘汰计划的督促力度，促进造纸行业落后生产能力有序退出。

自2009年5月起，国内制浆造纸企业执行新的污水排放标准，新标准的排放要求与原有标准相比大幅提高，并取消了对非木浆制浆造纸企业宽松的排放政策。

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。

行业集中度和竞争格局

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。

中国造纸行业经过几十年的发展，已开始进入从分散经营向规模经营过渡的阶段。目前，国内制浆造纸企业仍呈现数量多、规模小的局面。根据国家统计局提供的2009年1~11月规模以上造纸生产企业的相关数据分析，2009年国有及国有控股企业有80家，占2.17%；“三资”企业有418家，占11.34%；集体及其他企业有3188家占86.49%。在造纸企业主营业务收入总额中，国有及国有控股企业占12.43%；“三资”企业占29.38%；集体及其他企业占58.19%。

表1 2007年~2009年重点造纸企业产量(单位:万吨)

生产企业名称	2007	2008	2009
玖龙纸业(控股)有限公司	382.43	442.89	652.00
理文造纸有限公司	237.00	298.96	355.00
山东晨鸣纸业集团股份有限公司	287.00	307.26	299.34
金东纸业(江苏)有限公司	220.22	230.49	228.92
山东太阳纸业股份有限公司	143.63	164.54	220.00
华泰集团有限公司	150.56	154.30	155.02
宁波中华纸业有限公司	138.28	144.72	147.81
海南静海浆纸有限公司(纸浆)	118.17	123.19	112.07
中冶纸业集团有限公司	72.95	89.36	100.60
湖南泰格林纸集团	87.03	87.40	93.80

资料来源：中国造纸协会

目前，国内大多数造纸企业的技术水平、装备水平、产品档次等总体严重趋同，企业之间竞争相当激烈。随着经济全球化的深入发展和国内造纸业进一步对外开放，印尼金光集团、韩国韩松、日本王子以及美国、芬兰等国的纸业巨头纷纷来华投资建厂，加大对国内市场的开拓力度，国内造纸行业的竞争进一步加剧。

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

造纸产业发展政策

2007年10月国家发改委根据经济体制改革的要求，结合相关法律法规，制定了《造纸产业发展政策》。《造纸产业发展政策》旨在推动造纸产业结构升级，其主要内容包括：

（1）政策目标。到2010年，纸及纸板新增产能2650万吨，淘汰现有落后产能650万吨，有效产能达到9000万吨。到2010年实现造纸产业吨产品平均取水量由2005年103立方米降至80立方米、综合平均能耗（标煤）由2005年1.38吨降至1.10吨、污染物（COD）排放总量由2005年160万吨减到140万吨。

（2）产业布局。造纸产业发展总体布局应“由北向南”调整，形成合理的产业新布局。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，加快发展制浆造纸产业。长江以北是造纸产业优化调整地区，重点调整原料结构、减少企业数量、提高生产集中度。东北地区原则上不再布局新的制浆造纸企业；西北地区严格控制扩大产能。重点环境保护地区、严重缺水地区、大城市市区，不再布局制浆造纸项目，禁止严重缺水地区建设灌溉型造纸林地。

（3）纤维原料。充分利用国内外两种资源，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。到2010年，木浆、废纸浆、非木浆结构达到26%、56%、18%。加快推进林纸一体化工程建设，大力发展木浆，鼓励利用木材采伐剩余物、木材加工剩余物、进口木材和木片等生产木浆，合理进口国外木浆。到2010年，力争实现建设造纸林地500万公顷、新增木浆生产能力645万吨的目标。

（4）环境保护。严格执行《环境保护法》、《水污染防治法》、《环境影响评价法》、《清洁生产促进法》等法律法规，坚持预防为主、综合治理的方针，增强造纸行业的环境保护意识和造纸企业的社会责任感，健全环境监管机制，加大环境保护执法力度，完善污染治理措施，适时修订《造纸产业水污染物排放标准》，严格控制污染物排放，建设环境友好型造纸产业。

（5）组织结构。鼓励国内企业通过兼并、联合、重组和扩建等形式，发展10家左右100万吨至300万吨具有先进水平的制浆造纸企业，发展若干家年产300万吨以上跨地区、跨部门、跨所有制的、具有国际竞争力的大型制浆造纸企业集团。

（6）行业准入。新建、扩建制浆项目单条生产线起始规模要求达到：化学木浆年产30万吨、化学机械木浆年产10万吨、化学竹浆年产10万吨、非木浆年产5万吨；新建、扩建造纸项目单条生产线起始规模要求达到：新闻纸年产30万吨、文化用纸年产10万吨、箱纸板和白板纸年产30万吨、其他纸板项目年产10万吨。薄页纸、特种纸及纸板项目以及现有生产线的改造不受规模准入条件限制；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；新建项目吨产品在COD排放量、取水量和综合能耗（标煤）等方面要达到

先进水平。

轻工业调整和振兴规划

2009年5月18日《轻工业调整和振兴规划》(以下简称“振兴规划”)主要就淘汰落后产能和优化产业结构等方面提出新的政策要求。

(1) 淘汰落后产能。振兴规划提出:到2011年,造纸行业COD排放比2007年减少10万吨,废水排放比2007年减少9亿吨;淘汰年产3.4万吨以下草浆生产装置和年产1.7万吨以下化学制浆生产线,关闭排放不达标、年产1万吨以下以废纸为原料的造纸厂,共淘汰落后制浆造纸产能200万吨以上。

(2) 调整产品结构。振兴规划提出:继续实施《全国林纸一体化工程建设“十五”及2010年专项规划》,加快重点项目建设,新增木浆220万吨、竹浆30万吨产能,提高国产木浆的比重,推动林纸一体化发展;支持企业收储纸浆及纸。

林业产业振兴规划(2010-2012年)

2009年10月29日《林业产业振兴规划(2010-2012年)》,提出了加快产业结构调整,推动产业升级,确保林业产业的平稳健康发展的目标。

(1) 确保林业产业生产总量平稳增长。林业产业总产值由2008年的1.44万亿元增加到2012年2.26万亿元,保持12%左右的速度增长;其中人造板产量稳定在1亿立方米左右。

(2) 林产品出口市场得到稳定。2012年中国林产品国际贸易总量达到900亿美元以上,其中出口增长基本恢复到2007年水平,出口总额达到或超过500亿美元。人造板、木地板、家具、木门等优势产品继续保持世界出口第一国地位。

(3) 林业产业结构进一步优化。2012年林业第二产业和以生态旅游为龙头的林业第三产业占林业总产值的比重分别增加到50%以上和18%以上;人造板为主的木材加工企业得到全面整顿;相关国家标准和行业标准得到修订(制订),落后产品及装备基本淘汰;名优

林产品的形象得到树立,龙头企业带动作用突显,林产品质量基本满足社会需求。林区的各项社会事业得到较大发展,生态文化建设成就显著。

(4) 木质林产品后备资源基地得到扩大,境外资源进口基本稳定。2012年各类工业原料林基地面积迅速扩大,国内木材及林产品供给能力得到提高;木材及制品(含纸类)进口渠道得到稳定,年均进口境外木材资源稳定在1.6亿立方米以上。

总体看,造纸产业政策对造纸行业给予了大力支持,而振兴规划有望进一步推动行业整体发展。

4. 行业发展

造纸行业政策与行业发展前景

《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。

《造纸产业发展政策》认为,“十一五”期间,国内造纸工业仍处于发展增长期,预计2005~2010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;中国造纸工业资源短缺和环保约束压力增强,将按照科学发展观和循环经济的原则,创新发展模式,提高发展质量,在坚持发展的前提下,把“节水、节能、降耗、减污、增效”作为主攻目标,通过实施清洁生产、技术进步,使资源高效利用和循环利用,促进造纸工业实现可持续发展;造纸纤维原料供应矛盾日益突出,积极推进林纸一体化,提高国内废纸回收率和科学合理利用非木材纤维,力争大幅度提高纤维原料的自给水平,是中国造纸工业发展面临的迫切任务。

随着《造纸产业发展政策》、《轻工业调整和振兴规划》以及相关环保政策的颁布和实施,造纸行业的中短期供给因为淘汰落后产能

而得到一定程度的控制。市场对纸产品的需求虽然受到金融危机的影响短期有所下降,但从中长期看,国内造纸行业主要是内需市场,国内经济中长期发展趋势良好,因此纸产品需求仍将保持一定增长速度。只要造纸产业政策及相关环保政策能够得到严格的贯彻和执行,纸产品供求关系应能保持基本平衡,行业盈利能力有望保持较高水平。

林浆纸一体化成为行业发展趋势

林浆纸一体化已是国内造纸产业相关政策的基本要求。“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。《轻工业调整和振兴规划》重申,继续实施《全国林纸一体化工程建设“十五”及2010年专项规划》,推动林纸一体化发展。

实践中,林浆纸一体化是大型造纸企业应对产能过剩、木浆短缺的必然选择。相对于单纯造纸企业,林浆纸一体化的商业模式,将增强造纸企业对原材料的控制力,提高企业对成本的控制能力和持续竞争力。目前,大型造纸企业纷纷向上游产业突破,林浆纸一体化成为行业趋势性的商业模式。

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。为扭转这一局势,国家有关部门在严格执行节能减排和加强环境保护前提下,出台了一系列与造纸行业相关的产业振兴规划。2009年以来,宏观经济逐步企稳复苏,造纸行业景气度也呈逐季回升态势,并在2010年第一季度得以保持。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有望获得较好的发展。

三、基础素质分析

1. 企业规模

公司是国内造纸类上市公司中林浆纸一体化的龙头企业,湖南省最大的造纸企业,华中地区重要的制浆造纸基地。目前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2010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9条,年产能83万吨;控制的林业资源总面积达到了97.3万亩。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”、“强劲牌”、“泰格强劲”、“飞翔”注册商标。

2. 人员素质

公司董事长吴佳林先生,1953年生,大学学历,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。吴佳林先生历任沅江造纸厂车间副主任、主任、党委副书记、第一副厂长、厂长、党委书记,湖南泰格林纸集团有限责任公司副总裁、副董事长、党委副书记,岳阳纸业股份有限公司总经理,湖南卓越浆纸有限责任公司董事长。曾获湖南省劳动模范称号、全国“五一”劳动奖章。

公司总经理毛国新先生,1964年生,大专学历,高级工程师,目前还兼任泰格林纸集团董事、党委委员。毛国新先生曾先后担任岳阳纸业化学车间技术员、副主任、主任、化苇车间主任、生产部部长、副总经理、永州湘江纸业有限公司总经理。

截至 2009 年底，公司在职员工合计 4683 人。按岗位划分，生产人员占 71.60%，技术人员占 12.51%，行政人员占 6.53%，财务人员占 1.73%，销售人员占 1.58%，其他人员占 6.05%；按学历划分，大专及以上学历占 32.84%，高中及中专学历占 52.45%，初中及以下学历占 14.71%。

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 2010 年 3 月底，公司拥有 1 个制浆造纸博士后科研流动站、1 个林业科研基地及 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 586 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 2010 年 3 月底，公司获国家授权专利 27 项（其中发明专利 19 项，实用新型 8 项），正在申请的专利 31 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，公司和子公司永州湘江纸业有限责任公司 2009 年均被认定为高新技术企业，在 3 年有效期内，享受所得税率 15% 的税收优惠政策。

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。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，截至 2010 年 3 月底，公司环保和污染治理已累积投入超过 10 亿元。其中投入 2000 多万元对废气进行综合治理，除尘效率达 99% 以上，完全达标排放。公司在国内首创的杨木 APMP 制浆生产线和 PRC-APMP 制浆生产线都具有出浆率高、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，公司投资8500多万元建成了日处理能力7万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环境质量管理体系认证。

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。

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2010年3月底，公司控制的林业资产总面积达到了97.3万亩，其中杨木68万亩，松木29.3万亩。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。

“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。2009年，公司取得了FSC-COC森林产销链体系认证和SGS认证，被评为“全国设备管理先进单位”；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。另外作为最早实施“林浆纸一体化”战略的造纸上市公司，公司还具有最早实施该战略的先发优势。第一，公司获取林业资源时间早，地租成本低，因此收益更高；第二，公司已经进入了林浆纸一体化的收获期，开始享受“林浆纸一体化”的成果。

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3194亿立方米，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

区域环境

近年来湖南造纸产业发展迅速，纸及纸板品种已有120多个、1000余种规格，已形成制浆能力138.5万吨，纸及纸板生产能力359万吨，自制原生浆120万吨产业规模。2008年湖南省纸及纸板产量280万吨，实现销售收入180亿元。《全国林纸一体化工程建设“十五”及2010年专项规划》将湖南省列为中国林纸一体化工程建设及发展造纸产业的重点地区之一。

湖南省已形成了以印刷书写纸、包装纸及纸板、新闻纸、生活用纸以及特种工业用纸为主导地位的产品格局，目前正在打造以岳阳、益阳为主的文化印刷用纸产业集群；以常德为主的生活用纸产业集群；以怀化、永州为主的商品木浆和包装用纸产业集群；以邵阳为主的

特种用纸产业集群；构建以长沙宁乡为代表的一批利用废纸造纸的工业园区。

湖南省造纸企业规模小、数量多，除公司以外，年产能超过10万吨的造纸企业不足5家；而年产能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“林浆纸一体化”的发展模式符合国家的产业政策，公司在林业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，湖南省规模最大的造纸企业。截至2010年3月底，泰格集团拥有造纸生产线29条，年造纸生产能力近130万吨，商品浆生产能力40万吨，2009年实现销售收入57.27亿元；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业，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控股经营单位，目前机制纸及浆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。

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。目前，公司董事会成员共计 11 名，其中董事长 1 人，副董事长 2 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》等相关制度。

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 5 个造纸车间和 4 个制浆车间在内的 15 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准则法律法规的规定，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并严格控制，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。2007~2009 年，公司营业收入有所波动，2009 年公司机制纸总产量 71 万吨，全年销量与产量基本持平，产销情况较 2008 年有所提升。但由于 2009 年纸价持续走低，销

量的增长并未带来营业收入的相应增长，公司 2009 年实现营业收入 30.39 亿元，同比减少 7.14%。

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，毛利率有所下滑；包装用纸则由于供需缺口，毛利率处于高位，但呈下滑趋势。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，公司加快向以文化纸为主导产品结构的转换力度，加大了轻

涂纸及淋膜原纸等纸品的生产与销售，提高产品的附加值。从 2009 年公司营业收入构成及毛利率来看，公司颜料整饰纸、轻涂纸、淋膜原纸等文化纸以及包装纸产品主导了公司收入和利润，其中颜料整饰纸、轻涂纸和包装纸占总收入的比重分别为 24.98%、26.65%和 28.92%，对应的毛利率分别为 16.48%、18.93%和 21.36%，整体毛利率 18.84%。

受益于纸张销量和纸价的回升，公司 2010 年 1~3 月实现营业收入 7.94 亿元，同比增长 32%；同期，公司整体毛利率有所回升，达到 19.39%。

表2 近年公司经营情况 (单位: 亿元, %)

产品名称	2007 年			2008 年			2009 年			2010 年第一季度		
	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	9.36	7.70	17.73	9.47	7.66	19.07	7.59	6.33	16.55	1.38	1.16	16.48
包装纸	6.90	5.22	24.35	8.49	6.47	23.87	8.79	6.87	21.81	2.29	1.80	21.36
轻涂纸	5.51	4.80	12.96	7.86	6.82	13.26	8.10	6.67	17.60	2.40	1.95	18.93
淋膜原纸	2.05	1.69	17.31	2.40	2.01	16.40	2.30	1.96	14.55	0.77	0.69	11.20
新闻纸	0.91	0.80	12.71	0.09	0.10	-16.84	0.31	0.32	-0.64	0.02	0.02	13.05
其他	4.92	4.06	17.49	4.41	3.29	25.46	3.30	2.50	24.14	1.08	0.80	26.02
合计	29.65	24.27	18.16	32.72	26.35	19.49	30.39	24.66	18.84	7.94	6.40	19.39

注：2010 年第一季度数据未经审计；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。公司木材供应部负责木材的采购，芦苇供应部负责芦苇的采购，进出口部负责进口废纸、浆板等原材料和出口纸产品，供应部负责公司除芦苇、木材、废纸、浆板、进口配件以外的原辅料采购。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，浆板和废纸则面向国内外采购。

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。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 96 万吨，主要来自河南平顶山、四川、重庆、江西以及省内部分地区，运输以成本较低的水路为主，可直达公司的燃煤码头。总体看，近年来公司原材料价格呈上升趋势，受金融危机影响，公司除芦苇外的其他主要原材料价格在 2009 年均有所下降。但受行业逐步企稳回升作用，公司除杨木外的其他主要原料价格在 2010 年第一季度均逐步回升。

表3 公司主要原材料采购价格（不含税价）

主要原材料名称	2007	2008	2009	1Q2010
煤炭（元/吨）	409	543	449	533
松木（元/米 ³ ）	463	532	445	524
杨木（元/米 ³ ）	549	558	509	503
芦苇（元/米 ³ ）	680	609	615	703
废纸（元/吨）	1761	2089	1363	1899

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2010年3月底，公司控制的林业资产总面积达到了97.3万亩。目前，公司林地陆续达到砍伐期，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，使得木浆供应问题从根本上得以解决。

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；公司年产40万吨含机械浆印刷纸项目（9#、10#纸机）于2009年下半年开机出纸，主要产品为环保型复印纸及高档静电复印纸，新产品有助于公司改善产品结构和提高毛利

率。其中10#纸机20万吨的环保型复印纸，以废纸浆为主要原料，也符合未来文化纸的发展趋势。

表4 公司近年总产能变化情况

项目	2007	2008	2009	1Q2010
产能（万吨）	60.61	63.00	103.00	103.00

资料来源：公司提供

公司目前共拥有纸机生产线15条，年生产能力合计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，合计年产能为20万吨，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5）。

表5 公司纸机基本情况

	机台	抄宽 (mm)	主要产品
公司本部	1#纸机	3940	颜料整饰胶版纸 B
	2#纸机	1760	轻型纸
	3#纸机	3800	颜料整饰胶版纸 A
	4#纸机	2362	工业淋膜原纸
	5#纸机	2362	颜料整饰胶版纸 C
	8#纸机	6950	精制轻量涂布纸、颜料整饰胶版纸、工业淋膜原纸
	9#纸机	5280	超级压光纸、环保型复印纸以及
	10#纸机	5280	高档静电复印纸
湘江纸业	1#纸机	3300	胶带纸/精品复合纸/精品牛皮纸/精品淋膜纸
	2#纸机	3300	伸性纸袋纸
	3#纸机	2400	精品复合纸/本色复合纸/垫层纸
	4#纸机	3200	本色卡纸/红色卡纸
	5#纸机	1575	本色卡纸/红色卡纸
	6#纸机	1760	精品复合纸/彩码纸
	7#纸机	1760	精品复合纸/纸袋纸

资料来源：公司提供

2007~2009年，随产能提升公司产品总产量保持稳步增长。公司2007、2008年纸产品总产量分别为61.81万吨和64.35万吨，对应的产能利用率分别为101.98%和102.14%，产能不存在闲置；受公司年产40万吨含机械浆印刷纸项目2009年下半年逐步进入试生产阶段影响，公司造纸产能迅速提高至103万吨。公司2009年纸产品的总产量为71万吨。

表 6 公司主要产品产销率情况（单位：万吨，%）

主要产品	2007 年			2008 年			2009 年			2010 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	19.55	19.69	100.71	18.66	17.96	96.25	16.77	17.39	103.69	2.89	3.07	106.16
轻涂纸	10.60	10.49	98.98	15.61	14.24	91.18	15.76	16.92	107.37	5.28	4.83	91.48
淋膜原纸	4.47	4.36	97.47	4.65	4.76	102.25	5.60	5.44	97.28	1.81	1.77	98.10
包装纸	19.59	17.18	87.68	20.31	19.50	96.03	20.24	20.70	102.24	4.98	5.01	100.43
新闻纸	2.34	2.36	101.00	0.28	0.20	71.99	0.80	0.80	99.49	0.00	0.05	--

资料来源：公司提供

4. 产品销售

公司原有产品的销售模式主要采用直销模式，直接面向出版集团、杂志社、大型印刷厂、纸制品加工企业等大客户。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有所增长，为了配合相关产品的市场营销，公司将在原有直销模式的基础上，增加经销模式。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，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，2009 年销售额占比分别为 17.79%，21.14% 和 28.48%。

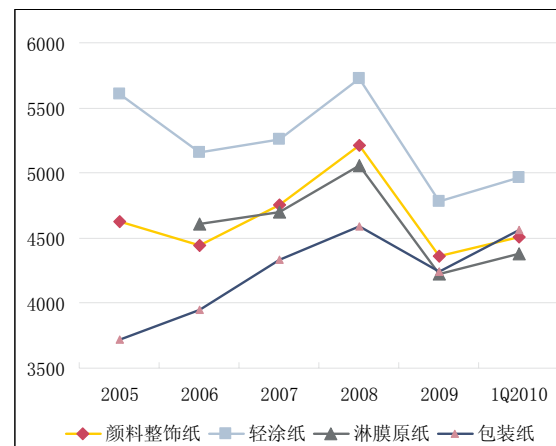
表 7 公司营业收入近年地区占比（单位：%）

地区	2007	2008	2009	1Q2010
华北	17.41	17.44	17.79	16.90
华东	26.51	24.43	28.48	27.35
华中	11.46	11.92	16.61	13.92
华南	18.18	22.80	21.14	22.06
西北	2.17	2.31	3.01	2.70
西南	5.17	4.07	4.93	4.41
其他地区	19.10	17.03	8.04	12.66
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

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。

图 3 公司主要产品价格变动（元/吨）



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。2009 年下半年及 2010 年第一季度，纸品价格反弹，部门纸品价格已接近历史高位。

5. 经营效率

2007~2009 年，公司销售债权周转次数和存货周转次数有所下滑，2009 年分别为 5.47 次和 1.21 次，公司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。

2007~2009 年，公司总资产周转次数略有下降，2009 年为 0.35 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

在继 2009 年完成 9#、10#纸机顺利投产, 新增 40 万吨环保型复印纸、高档静电复印纸产能后, 公司加大了对上游资源的投入。

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。骏泰浆纸拥有年产 40 万吨漂白硫酸盐木浆及 80.32 万亩原料林资产。

2010 年 3 月 23 日, 公司 2009 年度股东大会审议通过公司以配股募集资金收购骏泰浆纸 100%股权, 收购价格为 96402.70 万元(最终收购价格以湖南省国有资产监督管理委员会批准为准)。

总体看, 以上项目如能顺利实施, 公司林业资产将增加 110.37 万亩, 林业资源优势将进

一步增强。公司“林浆纸一体化”产业链将进一步得以完善。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。

7. 重大事项

2009 年 10 月 26 日, 中国冶金科工集团有限公司(以下简称“中冶集团”)与泰格集团实际控制人湖南省国资委签订合作重组框架协议, 就中冶集团整合重组泰格集团达成一致意见。

按照双方协议, 中冶集团将以旗下中冶纸业集团有限责任公司(以下简称“中冶纸业”)的净资产及 15 亿元左右的现金, 湖南省国资委将以泰格集团净资产进行重组, 中冶集团绝对控股重组后的纸业集团公司。在公司重组后的一年内, 中冶集团将继续对新项目提供 5~10 亿元的资本金。

截至 2010 年 3 月底, 该项重组计划正在积极推进中。此次重组将对泰格集团及公司的经营与长期发展带来一定影响, 但目前整合重组的具体方案、方式, 以及最终完成时间尚未确定。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2007~2009 年度财务报表, 其中 2007 年度和 2008 年度财务报表已经开元信德会计师事务所审计, 2009 年度财务报表已经天健会计师事务所审计, 并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2010 年 1~3 月财务报表未经审计。

公司从 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), 且近两年合并报表范围未发生变更, 财务报表编制准则和基础连贯, 财务数据整体可比性较强。

截至 2009 年底, 公司资产总额 999405.41

万元，所有者权益301162.34万元；2009年，公司实现营业收入303853.87万元，利润总额10620.58万元。

截至2010年3月底，公司资产总额1005568.76万元，所有者权益304547.84万元；2010年1~3月，实现营业收入79424.30万元，利润总额3947.84万元。

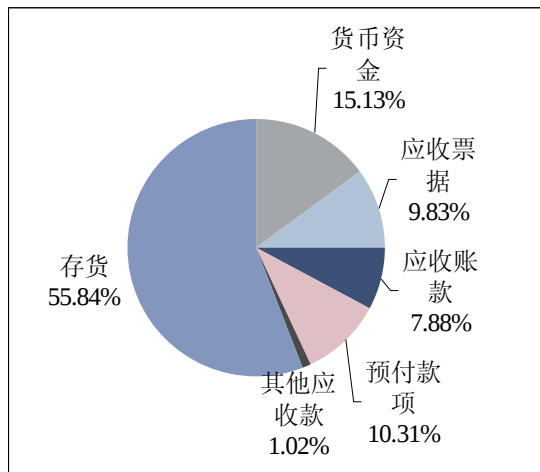
2. 资产构成

2007~2009年，由于40万吨含机械浆印刷纸项目的投资建设，公司资产总额实现快速增长，增幅达到47.37%。截至2009年底，公司资产总额999405.41万元，其中流动资产占38.23%，非流动资产占61.77%，非流动资产占比有所提高。

流动资产

2007~2009年，公司流动资产增长10.92%，主要是存货、预付款项和应收票据的增长。截至2009年底，公司流动资产合计382069.35万元，主要以货币资金、预付款项和存货为主。

图4 2009年底流动资产结构



资料来源：公司年报

2007~2009年，受2007年定向增发募集资金的使用以及40万吨项目建设资金支出的影响，公司货币资金呈现逐年下降趋势，降幅为49.75%。截至2009年底，公司货币资金57796.07万元，其中现金、银行存款、其他货

币资金（主要是信用证保证金）分别占0.03%、74.19%和25.78%。

2007~2009年，公司应收账款年均增长3.85%，基本与同期营业收入的增幅相当。截至2009年底，公司应收账款余额32834.71万元，其中1年以内占89.18%，1~3年占6.12%，3年以上占4.70%，欠款账龄分布基本合理。从集中度分析，前五名欠款单位合计欠款金额占14.90%，主要是下游印刷厂和商贸公司，欠款集中度较低。2009年，公司加大了对2~5年应收账款的坏账计提比例，合计计提坏账准备为2740.47万元，计提比例8.35%，较2008年底略有提高（7.62%），计提比例适中。

2007~2009年，受40万吨项目设备采购和工程预付款增加影响，公司预付款项大幅增长，增幅达到85.11%。截至2009年底，公司预付款项39382.85万元。

2007~2009年，公司存货增长43.35%，主要是公司在2009年上半年价格低位加大了浆板等原材料的采购量以及林木资产增长所致。截至2009年底，公司存货账面余额213526.69万元，其中原材料占34.10%，产成品占6.12%，在产品占1.37%，林木资产占58.42%。公司产成品和在产品占比有所下降，2009年底的库存消化情况同比有所好转。2009年底，由于原材料和产品价格回升，公司减少了存货跌价准备的计提，2009年底为181.34万元。

非流动资产

2007~2009年，公司非流动资产增长85.01%，主要是在建工程的增长所致。截至2009年底，公司非流动资产617336.06万元，主要以固定资产（50.22%）和在建工程（占47.13%）为主。

2007~2009年，公司固定资产净额减少0.57%，基本保持稳定。截至2009年底，公司固定资产原值436894.51万元，累计折旧126838.51万元，固定资产净值310056.00万元，成新率为70.97%，资产质量较好。

2007~2009年，由于40万吨项目的开工建

设，公司在建工程大幅增长。截至2009年底，公司在建工程290933.16万元，其中40万吨技改项目占95.64%。公司40万吨工程项目于2009年下半年进入试运行阶段，由于未达到预计可使用状态，所以未转固。目前，公司在建工程金额较大，且主要工程已经完工，考虑到转固后需要计提折旧等，公司未来短期内盈利指标会受到一定影响。

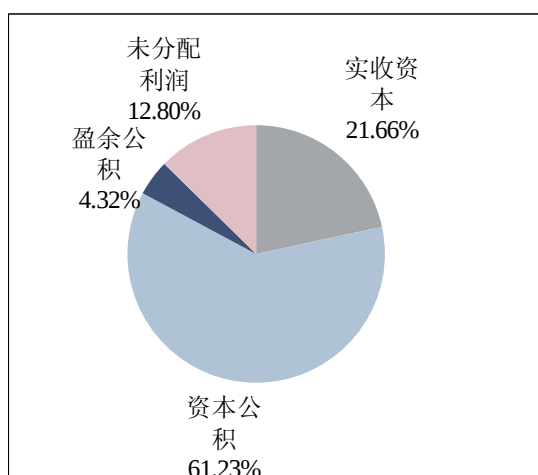
截至2010年3月底，公司资产总额1005568.76万元，较2009年底增长0.62%，资产构成基本保持稳定，其中流动资产和非流动资产分别占比为38.15%和61.85%。

总体看，受大规模投资建设影响，近两年公司资产总额实现较大幅度增长，非流动资产占比持续提高，整体质量较好。

3. 负债及所有者权益

2007~2009年，公司所有者权益快速增长，增幅为7.46%，主要是未分配利润的增长。截至2009年底，公司所有者权益为301162.34万元，全部为归属母公司所有者权益，其中实收资本占21.66%，资本公积占61.23%，未分配利润占12.80%，盈余公积占4.32%，所有者权益构成稳定性较好。

图5 2009年底所有者权益构成情况



资料来源：公司年报

2007~2009年，公司负债规模的增长幅度大于资产规模的增幅，增长率为75.49%。截至

2009年底，公司负债合计698243.07万元，其中流动负债占63.45%，非流动负债占36.55%，负债构成变化不大。

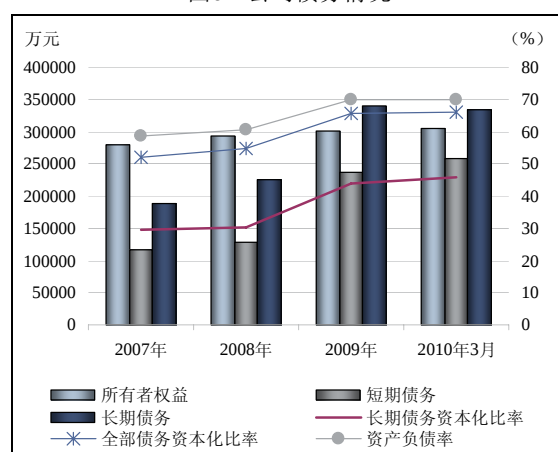
2007~2009年，公司流动负债年均增长72.62%，主要是债务性借款增长所致。截至2009年底，公司流动负债443014.49万元，主要以短期借款（占40.08%）、其他流动负债（公司于2009年发行的11亿元短期融资券，占25.00%）、应付账款（主要为应付工程及设备款，占21.66%）和应付票据（占7.37%）为主。

2007~2009年，公司非流动负债增长80.71%。截至2009年底，公司非流动负债255228.58万元，其中长期借款占92.55%。

2007~2009年，公司债务总额年均增长37.32%。截至2009年底，公司债务总额576142.98万元，其中短期债务占59.00%，长期债务占41.00%，长期债务占比略有上升。

2007~2009年，由于40万吨建设资金需求，公司加大了外部筹资力度，导致同期负债和债务负担指标呈现上升趋势。截至2009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69.87%（2009年11月底，造纸行业平均资产负债率58.69%）、65.67%和43.96%，整体债务负担仍偏重。

图6 公司债务情况



资料来源：公司年报

截至2010年3月底，公司所有者权益较2009年底略有增长，为304547.84万元，同期负债总额为701020.92万元，基本保持稳定；2010

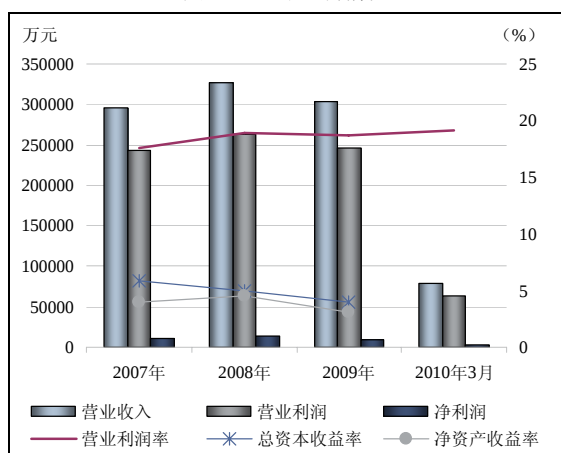
年3月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为69.71%和66.03%，考虑到公司目前在建40万吨项目资金已基本到位，且未来短期内也无较大规模投资，预计公司未来一年负债指标会有所回落。

4. 盈利能力

2007~2009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呈波动增长趋势，分别增长2.48%和1.61%，2009年分别为303853.87万元和246593.79万元。公司2009年营业收入同比略有下降，主要是受经济危机影响，纸品销售价格走低所致。得益于较好的成本控制能力，在不利经济形势下，公司保持了业务盈利水平的稳定，营业利润率分别为17.62%、18.90%和18.64%，体现出良好的管理水平。

2007~2009年，公司期间费用增长14.88%，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2009年底，公司期间费用合计49855.18万元，占营业收入的16.41%。2009年公司获得营业外收入2608.91万元，主要是由于购买雪压松获得的政府补贴等收入。

图7 公司盈利情况



资料来源：公司年报

2007~2009年，公司利润总额和净利润分别减少29.97%和16.88%。2009年，公司实现利

润总额和净利润分别为10620.58万元和9390.96万元。利润的下滑主要在金融危机影响下，纸产品销售价格下降，而原材料等存货价格仍维持相对较高水平，导致盈利水平的下滑。从盈利指标看，受不利经济形势的影响，近三年公司净资产收益率和总资本收益率整体呈现下降趋势，2009年分别为3.12%和4.00%，整体盈利能力一般。

受市场需求复苏影响，2010年1~3月，公司实现营业收入79424.30万元，同比大幅增长32.25%。同期，公司实现营业利润3333.12万元，主业盈利能力继续保持回升态势，2010年1季度，公司营业利润率为19.15%，并实现利润总额和净利润3947.84万元和3385.50万元，分别同比上升137.28%和152.69%。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，近两年大规模资本性支出的需要，公司流动负债呈现较快增长，而同期流动资产增长则相对较缓，导致流动比率和速动比率指标均有所下降，2009年底分别为86.24%和38.09%。2010年3月底，流动比率和速动比率略有回升，分别为89.38%和40.05%；2009年，由于原材料储备的增加，导致同期公司经营现金流净额大幅减少，经营现金流动负债比率由2008年的17.59%下降至0.88%。总体看，公司短期偿债指标均呈现明显的弱化趋势，考虑到公司目前较为充裕的现金类资金和经营活动现金流入，以及良好的经营周转效率，目前公司短期偿债能力适宜。

从长期偿债指标看，2007~2009年，公司EBITDA分别为57082.27万元、55172.75万元和54059.18万元，公司EBITDA利息倍数基本保持稳定，分别为2.52倍、3.04倍和2.54倍，全部债务/EBITDA分别为5.35倍、6.41倍和10.66倍，公司对全部债务保护程度一般。

截至2010年3月底，公司不存在逾期贷款，不存在对外担保。

截至2010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 71.12 亿元，其中未使用额度为 26.72 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

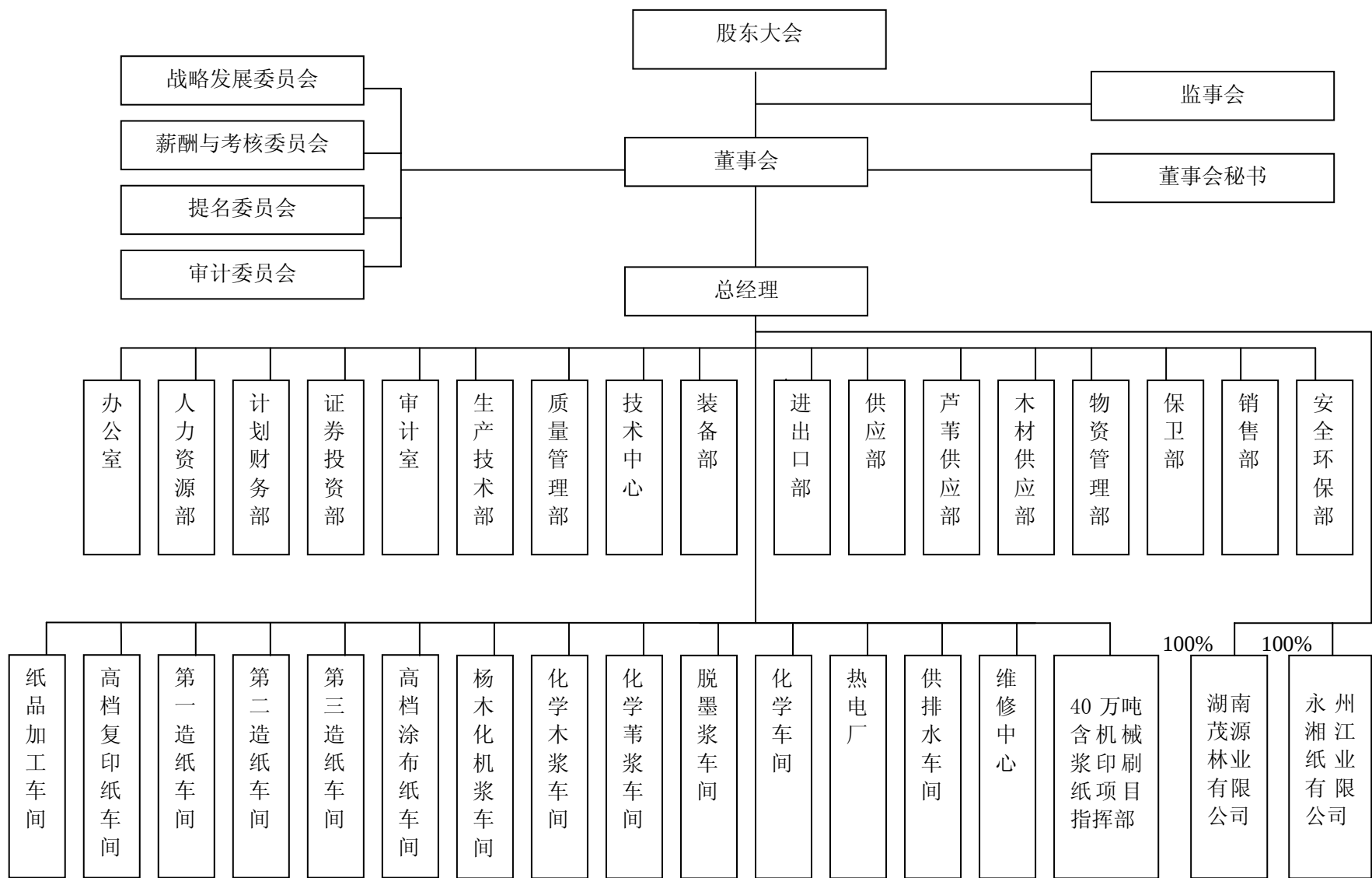
从2008年下半年至2009年上半年，造纸行业景气程度低迷。伴随宏观经济的回暖，造纸行业逐步呈现向好反弹趋势。从长期的角度看，造纸工业作为国民经济的基础原材料工业，在目前国内造纸工业人均消费纸量远低于发达国家水平的背景下，行业仍具有较好的增长空间。行业内资源优势明显，行业整合能力强的大型企业具备良好的发展前景。

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，整体管理水平较高。

近三年，伴随大规模的项目投资，公司资产总额实现了快速增长，但同时负债水平和债务负担也呈现逐年加重趋势。得益于良好的成本控制能力，公司在不利经济环境下，实现了相对稳定的盈利水平，保持了适宜的整体偿债能力。

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 2007~2010 年 3 月资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 3 月
流动资产					
货币资金	115019.78	59071.08	57796.07	-49.75	53556.64
交易性金融资产					
应收票据	25351.00	11735.68	37554.35	48.14	34460.92
应收账款	28977.19	31681.80	30094.24	3.85	40034.41
预付款项	21274.92	62189.18	39382.85	85.11	38898.05
应收利息	400.50				
应收股利					
其他应收款	4603.96	4449.82	3896.49	-15.37	4947.45
存货	148832.07	195544.40	213345.35	43.35	211734.56
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					
流动资产合计	344459.43	364671.97	382069.35	10.92	383632.04
非流动资产					
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	44.98	44.98	44.98	0.00	44.98
投资性房地产					
固定资产	311844.23	302093.02	310056.00	-0.57	304212.82
在建工程	7076.06	57691.35	290933.16	4011.51	299855.20
工程物资	124.48	77.66	1553.29	1147.82	3146.65
固定资产清理					
无形资产	13448.10	13156.28	12870.06	-4.30	12798.51
递延所得税资产	1143.62	2006.16	1878.55	64.26	1878.55
其他非流动资产	0.00	0.00			
非流动资产合计	333681.48	375069.46	617336.06	85.01	621936.72
资产总计	678140.92	739741.43	999405.41	47.37	1005568.76

附表 2-2 2007~2010 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（股东权益）	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 3 月
流动负债					
短期借款	181745.00	185845.00	177550.00	-2.31	167050.00
交易性金融负债					
应付票据	6634.84	30007.27	32646.62	392.05	37051.67
应付账款	38217.24	58289.74	95943.18	151.05	82799.55
预收款项	8691.21	6147.38	10683.37	22.92	7554.08
应付职工薪酬	1652.85	1730.59	1583.80	-4.18	1504.71
应交税费	4517.31	1693.45	-11796.28	-361.13	-6996.15
应付利息	216.00	93.72	1594.23	638.07	2267.73
应付股利					
其他应付款	14970.13	4596.54	5073.56	-66.11	8252.90
一年内到期的非流动负债	0.00	10000.00	19000.00		19000.00
其他流动负债	0.00	736.00	110736.00		110736.00
流动负债合计	256644.58	299139.69	443014.49	72.62	429220.50
非流动负债：					
长期借款	117171.33	128050.02	236210.36	101.59	258202.08
应付债券					
长期应付款	23711.50	17783.62	11855.75	-50.00	5927.87
专项应付款	353.52	353.52	353.52	0.00	353.52
预计负债					
递延所得税负债					
其他非流动负债	0.00	1991.00	6808.96		7316.96
非流动负债合计	141236.34	148178.16	255228.58	80.71	271800.42
负债合计	397880.93	447317.85	698243.07	75.49	701020.92
所有者权益（股东权益）：					
实收资本（或股本）	43480.01	65220.01	65220.01	50.00	65220.01
资本公积	201784.83	184392.83	184392.83	-8.62	184392.83
盈余公积	11473.07	12338.66	12995.56	13.27	12995.56
未分配利润	23522.08	30472.08	38553.94	63.91	41939.44
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	280259.99	292423.58	301162.34	7.46	304547.84
少数股东权益					
所有者权益（股东权益）合计	280259.99	292423.58	301162.34	7.46	304547.84
负债和所有者权益（股东权益）总计	678140.92	739741.43	999405.41	47.37	1005568.76

附表 3 2007~2010 年 3 月利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 3 月
一、营业收入	296500.41	327228.76	303853.87	2.48	79424.30
减: 营业成本	242696.51	263451.75	246593.79	1.61	64022.37
营业税金及附加	1548.27	1925.78	630.12	-59.30	188.44
销售费用	11991.82	13142.72	13402.03	11.76	3178.74
管理费用	14271.30	15181.59	21729.73	52.26	4657.43
财务费用	11545.57	15348.41	14723.42	27.52	3330.04
资产减值损失	-397.10	2350.65	-1356.05	241.49	714.15
加: 公允价值变动收益 (损失以“—”号填列)					
投资收益 (损失以“—”号填列)					
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益					
汇兑收益 (损益以“—”号添列)					
二、营业利润 (亏损以“—”号填列)	14844.03	15827.87	8130.84	-45.22	3333.12
加: 营业外收入	775.57	204.82	2608.91	236.38	617.33
减: 营业外支出	454.06	792.34	119.16	-73.76	2.61
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额 (亏损总额以“—”号填列)	15165.55	15240.35	10620.58	-29.97	3947.84
减: 所得税费用	3866.96	1936.99	1229.62	-68.20	562.34
四、净利润 (净亏损以“—”号填列)	11298.59	13303.36	9390.96	-16.88	3385.50
其中: 归属于母公司所有者的净利润	11298.59	13303.36	9390.96	-16.88	3385.50

附表 4-1 2007~2010 年 3 月现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 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	341665.76	387461.94	353566.73	3.48	106173.91
收到的税费返还			56.55		116.72
收到其他与经营活动有关的现金	6666.96	938.98	3330.96	-50.04	727.16
经营活动现金流入小计	348332.72	388400.92	356954.24	2.48	107017.79
购买商品、接受劳务支付的现金	286349.35	272703.60	303274.11	5.91	82126.72
支付给职工以及为职工支付的现金	17739.01	19800.66	20445.41	15.26	5906.05
支付的各项税费	20535.41	24857.76	10733.09	-47.73	1385.68
支付其他与经营活动有关的现金	13627.19	18579.90	18581.21	36.35	2699.59
经营活动现金流出小计	338250.96	335941.92	353033.81	4.37	92118.03
经营活动产生的现金流量净额	10081.77	52459.00	3920.43	-61.11	14899.76
二、投资活动产生的现金流量					
取得投资收益收到的现金					
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	20.55	365.60	207.37	909.37	9.81
收到其他与投资活动有关的现金		1991.00	4990.10	-	508.00
投资活动现金流入小计	20.55	2356.60	5197.47	25198.00	517.81
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	45536.33	116047.01	202583.25	344.88	27009.41
投资支付的现金					
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	31908.48	0.00			
投资活动现金流出小计	77444.81	116047.01	202583.25	161.58	27009.41
投资活动产生的现金流量净额	-77424.27	-113690.41	-197385.78	154.94	-26491.60
三、筹资活动产生的现金流量					
吸收投资收到的现金	178549.74	0.00	0.00	-100.00	0.00
取得借款收到的现金	16500.00	51700.00	293250.00	1677.27	30500.00
收到其他与筹资活动有关的现金	3277.67	2489.81		-100.00	199.41
筹资活动现金流入小计	198327.41	54189.81	293250.00	47.86	30699.41
偿还债务支付的现金	20450.34	25985.31	74384.66	263.73	19008.28
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	23039.55	22695.44	24277.75	5.37	4338.72
支付其他与筹资活动有关的现金			2397.25		
筹资活动现金流出小计	43489.89	48680.75	101059.66	132.38	23347.00
筹资活动产生的现金流量净额	154837.52	5509.06	192190.34	24.12	7352.41
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	1801.51	-226.36			
五、现金及现金等价物净增加额	89296.53	-55948.70	-1275.01	-101.43	-4239.44
加: 期初现金及现金等价物余额	25723.25	115019.78	59071.08	129.64	57796.07
六、期末现金及现金等价物余额	115019.78	59071.08	57796.07	-49.75	53556.64

附表 4-2 2007~2009 年现金流量补充资料表
 (单位: 人民币万元)

补充资料	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
一、将净利润调节为经营活动现金流量				
净利润	11298.59	13303.36	9390.96	-18.24
加: 资产减值准备	-397.10	2350.65	-1356.05	241.49
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	18973.37	21270.98	21895.52	15.40
无形资产摊销	244.71	291.83	286.21	16.96
长期待摊费用摊销				
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)	339.32	354.41	-20.07	-105.91
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)				
公允价值变动损失(收益以“-”号填列)				
财务费用(收益以“-”号填列)	11545.57	15348.41	15330.23	32.78
投资损失(收益以“-”号填列)	0.00	0.00	0.00	
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	-96.31	-862.54	127.61	-232.50
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)				
存货的减少(增加以“-”号填列)	-29641.88	-47802.70	-10283.43	-65.31
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	5894.53	25749.31	-18932.98	-421.20
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	-8079.04	21796.08 22455.30	-12517.56	51.44
其他				
经营活动产生的现金流量净额	10081.77	52459.00	3920.43	-61.11
二、不涉及现金收支的重大投资和筹资活动				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产	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	115019.78	59071.08	57796.07	-49.75
减: 现金的期初余额	25723.25	115019.78	59071.08	129.64
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	89296.53	-55948.70	-1275.01	-101.43

附件 5 主要财务指标

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	平均值	2010 年 3 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	6.07	6.70	5.47	5.96	--
存货周转次数(次)	1.88	1.53	1.21	1.44	--
总资产周转次数(次)	0.50	0.46	0.35	0.41	--
现金收入比率(%)	115.23	118.41	116.36	116.75	133.68
盈利能力					
营业利润率(%)	17.62	18.90	18.64	18.53	19.15
总资本收益率(%)	5.82	4.96	4.00	4.65	--
净资产收益率(%)	4.03	4.55	3.12	3.90	--
财务构成					
长期债务资本化比率 (%)	29.45	30.39	43.96	36.99	45.88
全部债务资本化比率 (%)	52.12	54.68	65.67	59.66	66.03
资产负债率 (%)	58.67	60.47	69.87	63.00	69.71
偿债能力					
流动比率(%)	134.47	122.29	86.24	106.70	89.38
速动比率(%)	76.37	56.71	38.09	51.33	40.05
EBITDA 利息倍数(倍)	2.52	3.04	2.54	2.69	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.35	6.41	10.66	8.32	--
经营现金流动负债比(%)	3.94	17.59	0.88	6.51	--
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.21	-0.17	-0.34	-0.26	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-2.88	-3.38	-9.10	-6.14	--

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

联合资信评估有限公司关于 岳阳纸业股份有限公司 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每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

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。

联合资信评估有限公司
二零一零年五月二十日