

信用等级公告

联合[2015] 1971 号

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

岳阳林纸股份有限公司
主体长期信用等级为
AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年九月九日



岳阳林纸股份有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 负面

评级时间: 2015 年 9 月 9 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 6 月
资产总额(亿元)	165.98	173.28	166.08	171.13
所有者权益合计(亿元)	53.54	53.71	53.79	51.92
长期债务(亿元)	36.08	24.58	28.16	34.89
全部债务(亿元)	100.94	103.30	94.74	103.24
营业收入(亿元)	65.42	66.10	65.83	29.55
利润总额(亿元)	-2.59	0.34	0.49	-1.83
EBITDA(亿元)	8.75	11.23	11.52	--
营业利润率(%)	14.63	14.53	13.13	11.75
净资产收益率(%)	-4.07	0.36	0.25	--
资产负债率(%)	67.74	69.00	67.61	69.66
全部债务资本化比率(%)	65.34	65.79	63.79	66.54
流动比率(%)	92.75	88.46	88.84	96.86
全部债务/EBITDA(倍)	11.53	8.93	8.23	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.35	2.08	2.13	--

注: 1. 2015 年上半年财务数据未经审计;

2. 现金类资产已扣除受限资金;

3. 短期债务已包含“其他流动负债”中的短期融资券;

4. 长期债务已经包含“长期应付款”中的有息债务。

分析师

王 慧 杨 涵

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

岳阳林纸股份有限公司 (以下简称“公司”) 是国内大型国有控股造纸企业, 联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 对公司的评级结果反映了公司在生产规模、装备技术、产品多元化以及掌握上游资源等方面具备的综合优势。同时, 联合资信也关注到, 近年造纸行业整体产能过剩, 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。

2015 年 6 月 17 日, 公司发布关于非公开发行 A 股股票和对子公司湖南骏泰浆纸有限责任公司的股权处置的公告, 上述事项仍在进行中, 存在一定不确定性, 联合资信将密切关注其后续进展。

综合来看, 造纸行业亟待消化过剩产能, 短期内景气提升空间有限, 下游纺织行业低迷导致公司溶解浆业务仍处于亏损, 公司产品结构仍需优化, 主业盈利能力有待恢复, 公司债务负担重, 存在较大短期支付压力, 联合资信对公司的评级展望为负面。

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. 公司技术装备水平先进, 生产效率较高。
4. 股东对公司的支持力度大。

关注

1. 造纸行业产能过剩, 行业景气度低, 溶解浆市场价格持续下滑, 公司溶解浆项目亏损较为严重。

2. 国内浆纸产品同质化较高，市场竞争激烈，公司经营压力较大。
3. 公司利润水平对营业外收入依赖程度高，主业盈利能力偏弱。
4. 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。
5. 公司非公开发行 A 股股票和对子公司湖南骏泰浆纸有限责任公司的股权处置进展需进一步关注。

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、岳阳林纸股份有限公司主体长期信用等级自 2015 年 9 月 9 日至 2016 年 9 月 8 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。

一、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2015年6月底，公司注册资本10.43亿元，其中泰格林纸集团股份有限公司持有37.34%。

公司的营业范围包括：纸浆、机制纸的制造、销售，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2015年6月底，公司设财务管理中心、人力资源中心、证券投资部和运营管理中心等11个综合管理部门，并拥有5家一级全资子公司、1家分公司（见附件1-2）。

截至2014年底，公司资产（合并）总计166.08亿元，所有者权益合计53.79亿元（其中包含少数股东权益0亿元）。2014年公司营业收入65.83亿元，利润总额0.49亿元。

截至2015年6月底，公司资产（合并）总计171.13亿元，所有者权益合计51.92亿元

（其中少数股东权益0亿元）。2015年1~6月，公司营业收入29.55亿元，利润总额-1.83亿元。

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。

二、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2. 政策环境

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增加11140亿元，增长8.6%。其中，中央一

般公共财政收入 64490 亿元, 比上年增长 4292 亿元, 增长 7.1%; 地方一般公共财政收入(本级) 75860 亿元, 比上年增长 6849 亿元, 增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元, 同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元, 比上年增长 11449 亿元, 增长 8.2%。其中, 中央本级支出 22570 亿元, 比上年增长 2098 亿元, 增长 10.2%; 地方财政支出 129092 亿元, 比上年增长 9351 亿元, 增长 7.8%。

2014 年, 中国人民银行继续实施稳健的货币政策, 综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具(SLO)、常备借贷便利(SLF)等货币政策工具, 创设中期借贷便利(MLF)和抵押补充贷款工具(PSL); 非对称下调存贷款基准利率; 两次实施定向降准。稳健货币政策的实施, 使得货币信贷和社会融资平稳增长, 贷款结构继续改善, 企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末, 广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%; 人民币贷款余额同比增长 13.6%, 比年初增加 9.78 万亿元, 同比多增 8900 亿元; 全年社会融资规模为 16.46 万亿元; 12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%, 比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年, 中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出, 2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右, 居民消费价格涨幅 3% 左右, 城镇新增就业 1000 万人以上, 城镇登记失业率 4.5% 以内, 进出口增长 6% 左右。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, 并将带动基础建设等投资, 从而对经济稳定增长起到支撑作用。

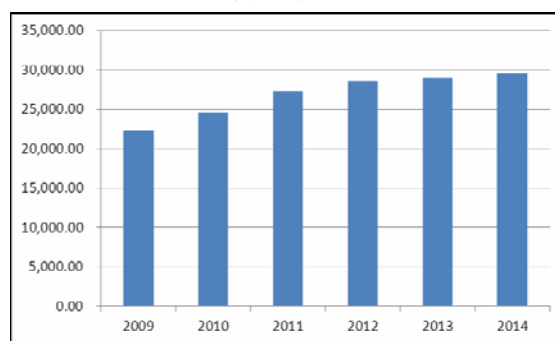
三、行业及区域经济环境

1. 行业现状

2013 年以来, 中国纸品消费市场整体仍实现了一定增长, 但延续了增速放缓的态势。由于宏观经济景气度偏低, 下游需求短期内难以消化近年来集中释放的新增产能, 造纸行业竞争激烈, 产品价格持续走低, 毛利率下降, 期间费用高企等多重因素导致相关企业利润空间收窄。包装、印刷等传统工业消费领域增长乏力, 纸品需求持续低迷, 造纸行业投资速度和扩张速度持续放缓, 全行业过剩产能亟需一定时间逐步消化。2014 年造纸行业未见实质性改观, 主要纸种出厂价格低位徘徊。造纸行业至今未出现明显的复苏迹象, 但行业筑底情势有所显现。

根据 Wind 资讯统计, 2014 年中国造纸行业企业 2962 家, 较 2013 年增加 28 家, 基本保持稳定。机制纸及纸板产量 11785.80 万吨, 同比增长 2.36%; 消费量 11605.70 万吨, 同比增长 0.73%。2014 年造纸行业主营业务收入 7879.42 亿元, 同比增长 4.03%; 产成品库存 319.56 亿元, 同比增长 7.30%; 利润总额 361.91 亿元, 同比下降 3.21%; 资产总计 9432.11 亿元, 同比增长 4.63%; 负债总额 5522.45 亿元, 同比增长 5.26%; 在统计的 2962 家造纸生产企业中, 亏损企业有 376 家(占 12.69%), 亏损额 59.52 亿元, 同比增长 13.13%。

图 1 2009~2014 年中国机制纸及纸板累计产量
(单位: 万吨)



资料来源: wind 资讯

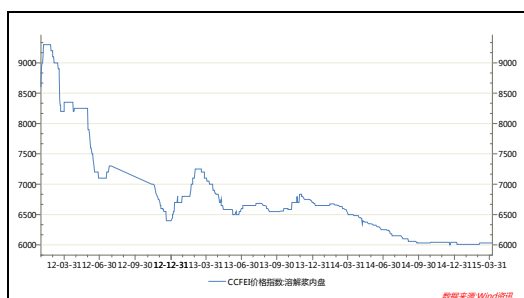
目前, 中国国内造纸行业不景气, 纸制品

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年底，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，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。2014年以来，国内溶解浆价格持续下降，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 2012~2015年3月溶解浆价格指数
(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。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。根据Wind资讯，2014年中国废纸累计进口数量2751.91万吨，同比下降5.89%，价值53.48亿美元，同比下降9.81%，进口均价194.31美元/吨；进口纸浆1796.40万吨，同比增长6.61%；价值120.65亿美元，同比增长6.08%，进口均价671.77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，并要求有关省市区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。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2015 年 6 月底，泰格林纸集团股份有限公司（以下简称“泰格林纸”）持有公司 37.34%的股权，为公司的控股股东，泰格林纸的控股股东中国纸业投资有限公司（原“中国纸业投资总公司”，2014 年已改制为“中国纸业投资有限公司”，以下简称“中国纸业”）为中国诚通控股集团有限公司（以下简称“中国诚通”）的全资子公司，中国诚通为国务院国资委监管的大型企业集团。公司实际控制人为中国诚通。

2. 企业规模

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 2015 年 6 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 2014 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。

3. 人员素质

公司董事长黄欣先生，现年53岁，研究生，工程师。2012年9月至今担任公司董事，2013年6月至今担任公司董事长。2012年9月至今担任公司董事，2013年6月至今担任公司董事长。曾任中国物资开发投资总公司党委委员，佛山华新包装股份有限公司董事、副总经理；佛山华新发展有限公司副总经理，珠海经济特区红塔仁恒纸业有限公司总经理兼佛山华新包装股份有限公司董事，佛山华新包装股份有限公司副总经理兼佛山华新包装股份有限公司董事，中国纸业投资总公司副总经理、执行总经理。现任中国纸业投资有限公司总经理、泰格林纸集团股份有限公司总经理、党委书记，岳阳林纸股份有限公司董事长、党委书记。

公司总经理蒋利亚先生，现年41岁，管理学博士，注册会计师。2011年4月至今担任公司董事，2011年2月至今担任公司总经理。曾任湖南泰格林纸集团有限责任公司副总裁兼规划投资部部长、副总裁、董事，泰格林纸集团股份有限公司董事、副总经理兼董事会秘书，沅江纸业有限责任公司董事长。现任公司董事、总经理，兼任泰格林纸集团股份有限公司董事。

截至2015年6月底，公司在职员工合计5276人，从专业构成看，生产人员占比63.08%，销售人员占比3.45%，技术人员占比11.50%，财务人员占比2.63%，行政人员占比5.59%，其他占比13.75%。从学历来看，大学本科及以上人员占比12.72%，大专人员占比27.08%，中专及中专以下人员占比60.20%。从年龄看，50岁及以上人员占比13.13%，30~50岁人员占比59.29%，30岁及以下人员占比27.58%。

公司高管人员大多具有多年造纸行业生产管理经验，专业素质较强，管理经验丰富；公司员工素质符合生产型企业的特点，能够满足当前生产经营的需要。

4. 技术水平

公司拥有1个制浆造纸博士后科研工作站，1个林业科研基地，并依托泰格林纸集团下设1个国家级企业技术中心，研究实力雄厚。截至2014年底，公司获国家授权有效专利76项，其中发明专利66项，实用新型10项，正在申请的专利19项；成功研发了国家级与省级新产品30个，其中国家级产品6个；获国家、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。

公司是世界上第一个建设了工业化PRC—APMP制浆生产线厂家，该生产线采用NaOH化学预浸、盘磨漂白技术，生产过程无氯无硫污染，纸浆得率可达90%以上。

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，研究了高效碳化法调整pH值工艺等多项具有知识产权的先进技术，填补了国内空白，获得国家优秀技术创新成果奖。

公司生产设备先进，其中主要生产设备八号、九号、十号纸机的装备水平达到了国际一流。

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2014年底，公司控制的林业资产总面积达到192.25万亩，其中湖南茂源林业有限责任公司（以下简称“茂源林业”）总面积为115.32万亩（杨木林66.70万亩、松木林42.41万亩、其它树种6.21万亩），湖南森海林业有限责任公司（以下简称“森海林

业”)总面积为76.93万亩(松木林72.62万亩、其它树种4.31万亩)。

原料林基地建设不仅可较好地为公司浆生产线提供稳定的后备木质原料,确保“林浆纸一体化”战略顺利实施,同时还可充分利用林区采伐加工剩余物、枝丫材和中幼林抚育间伐材,大力发展木片制浆,提高农副产品的加工转化率,提高产品附加值,带动农业产业化发展和山区农民脱贫致富,将当地的资源优势转变为产业优势,促进农林业产业结构调整,有力推动当地经济发展。2012年,茂源林业第一颗“太空松树种子”破土发芽,为今后选择速生丰产、抗病抗虫、产脂高的松树新品种奠定了良好基础。

同时,联合资信也关注到,公司林地资源生产周期长,对公司原料直供贡献程度尚不高,对公司的林业资源使用效率的提升造成一定影响。

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、预买等方式掌控了较丰富的芦苇资源。

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. 环境保护

在环境保护方面,公司从工艺流程、设备管理、节能降耗、资源利用等方面入手进行技术革新,对制浆造纸环节的消耗、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。

公司2006年通过了GB/T28001-2001职业健康安全管理体系(证书号02006S10010R0L),2013年1月通过了国家安全生产标准化二级企业认证(证书号AQB II QG湘201300005)

节水方面,公司累计投入近6亿元建设完善各种废水处理设施,先后建设了化学制浆黑液碱回收系统、造纸白水回收系统、高浓度废水厌氧预处理系统、中段废水好氧处理系统以及废水三级深度处理系统。在综合性污水处理方面,公司建成日处理能力10万立方米的污水处理系统,排放的污水完全达标,且实现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,通过了ISO14001环境质量管理标准认证。

废气治理方面,热电事业部六台锅炉、碱回收炉均安装了静电除尘,烟气除尘效率达99.2%以上;已投资2000余万元完成了脱硫系统建设,脱硫效率可达90%以上。在化浆事业部,安装有蒸煮废气热交换系统。

公司先后建设了多项固体废弃物综合利用系统,建立了碱回收白泥回收系统,回收的轻质碳酸钙送车间用于造纸填料,每天处理碱回收白泥130吨,回收轻钙约90吨。

公司环保和污染治理已累计投入超过10亿元。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。

总体来看,公司环保综合治理能力较强,现有技术实力雄厚,环保政策对公司经营产生不良影响的风险较小。

7. 外部环境

区域环境

近年来湖南造纸产业发展迅速，产能增长快，全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。“十二五”期间，政府基于产业政策推动，在财政和税收方面继续给

予公司相应的支持。

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。

8. 股东支持

公司控股股东泰格林纸是中国纸业的控股子公司，中国纸业前身为成立于1988年的中国物资开发投资总公司。中国纸业为中国诚通控股集团有限公司的全资子公司。泰格林纸集团股权变更的顺利实现，使得公司成为央企中国诚通控股集团有限公司纸业板块中的核心企业。

泰格林纸集团是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。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。

公司作为泰格林纸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林纸集团总量80%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林纸集团拥有的部分生产线和林业资源。

公司2013年3月26日召开第五届董事会

第八次会议，会议以全票审议通过了《关于向中国纸业投资总公司申请融资支持的议案》。公司与中国纸业签署《财务融资协议》，向中国纸业申请融资支持，由中国纸业向公司及下属子公司提供不超过 15 亿元人民币（借款余额）借款意向额度，资金用途为置换银行贷款，合同有效期限为自协议生效日起五年，借款利率不超过资金支持发生时的同期人民银行基准贷款利率。

总体看，控股股东丰富的资源储备、优势的区域行业地位及融资支持，为公司长远发展提供了有力的支撑。

五、管理分析

1. 法人治理结构

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 7 人，其中董事长 1 人，独立董事 3 人；公司监事会成员 5 人，其中职工代表监事 2 人。公司设总经理 1 人，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. 管理水平

截至2015年6月底，公司设财务管理中心、人力资源中心、证券投资部和运营管理中心等 11 个综合管理部门，各职能部门分工明确。为

进一步精减机构，优化流程，公司决定将原监察审计部与法律事务部合并，组成新的监审法务部，因此机构数量较上年有所减少。

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。公司产品质量管理达到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。公司通过对生产员工和中层管理人员进行定期和不定期培训，提高员工的综合素质；通过减少非生产性人员，改善劳务用工管理，提高管理和生产效率。2013年以来，公司对中层管理人员及一般管理人员实行竞聘上岗，精简管理人员，对一般生产岗位和劳务派遣用工进行了重新核编和压缩。

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。

3. 重大事项

2014年12月26日，公司发布《岳阳林纸股份有限公司关于全资子公司湘江纸业处置资产的公告》，公司同意全资子公司永州湘江纸业有限责任公司（以下简称“湘江纸业”）处置513.33亩工业用地，经永州市人民政府批准，由永州市土地储备中心收回，2014年12月24日，湘江纸业与永州市土地储备中心签订了《国有土地使用权收回补偿合同》，永州市土地储备中心按38710.60万元对收回的土地及地上建筑物、构筑物进行补偿。补偿款与账面净值相比溢价约3亿元。公司此次对子公司的土地处置，主要是为盘活公司资产。一方面该资产处置对湘江纸业正常生产经营不会造成重大影响，另一方面可增加公司现金流，改善公司财务状况。

2015年6月17日，公司发布《2015年度非公开发行A股股票预案》，相关事项已经获得公司第五届董事会第三十五次会议审议通过。本次非公开发行A股股票方案尚待国务院国有资产监督管理委员会批复、公司股东大会审议批准和中国证券监督管理委员会核准。本次非公开发行A股股票的发行对象为中国纸业投资总公司、山东省国有资产投资控股有限公司、湖北新海天投资有限公司、长沙琛远财务咨询有限公司、财通基金管理有限公司、嘉实基金管理有限公司、国联证券股份有限公司、泰达宏利基金管理有限公司、中信证券股份有限公司设立的中信证券岳阳林纸员工持股计划1期定向资产管理计划、刘建国（为浙江凯盛园林市政建设有限公司股东），发行价

格为6.46元/股，发行股票数量不超过55000万股，其中中国纸业认购数量不低于20000万股，认购金额不低于129200万元，锁定期为36个月，发行对象已经分别与公司签署了附条件生效的股份认购协议，本次非公开发行A股股票拟募集资金总额不超过35.53亿元，扣除相关发行费用后的净额中，不超过10.12亿元将用于收购浙江凯胜园林市政建设有限公司100%股权、其余部分全部用于补充流动资金及偿还银行贷款。截至2015年6月17日，中国纸业间接持有公司37.65%的股份，本次发行完成后，中国纸业将直接和间接持有公司不低于592775506的股份，占发行总股本的37.21%。本次发行后，公司的实际控制人将不会发生变化。

2015年6月17日，公司发布《第五届董事会第三十五次会议决议公告》，审议通过《关于公司拟处置湖南骏泰浆纸有限责任公司100%股权的议案》，根据公司业务发展的需要，拟将持有的湖南骏泰浆纸有限责任公司100%股权处置给公司控股股东泰格林纸集团股份有限公司或其关联方。

六、经营分析

1. 经营现状

公司主营机制纸、商品浆的生产和销售，以及林业种植、经营，主导产品包括印刷用纸、包装用纸、工业用纸、商品浆等。

2012~2014年，公司主营业务收入分别为63.52亿元、63.62亿元和63.22亿元，基本保持稳定状态。从构成来看，印刷用纸、包装用纸及商品浆是公司主要的收入来源，2014年分别占主营业务收入的46.14%、13.85%和26.05%。近年受办公无纸化趋势的影响以及经济不景气影响，公司办公用纸和工业用纸销售收入均不断下降。

2012~2014年，受进口浆冲击和下游景气度的影响，多数产品市场价格下滑，导致公司

整体毛利率逐年下降，2014 年为 12.56%，较 2012 年下降 2.45 个百分点。分产品来看，包装用纸、木材销售和商品浆毛利率均逐年下降，2014 年分别为 9.03%、12.38%和 4.57%；办公用纸毛利率波动下降，2014 年为 7.74%；印刷用纸、工业用纸和化工品毛利率则呈波动

上升趋势，分别上升至 2014 年的 17.28%、15.44%和 32.58%。

2015 年 1~6 月，公司实现主营业务收入 28.65 亿元，同比下降 4.94%，收入构成较 2014 年变化不大，毛利率进一步下降至 11.52%，其中木材销售和商品浆毛利率下降幅度较大。

表1 近年公司主营业务收入情况（单位：亿元，%）

板块	主要产品	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1~6 月		
		业务收入	收入占比	毛利率	业务收入	收入占比	毛利率	业务收入	收入占比	毛利率	业务收入	收入占比	毛利率
纸	印刷用纸	29.79	46.90	15.22	28.61	44.97	18.94	29.17	46.14	17.28	15.22	53.12	15.66
	工业用纸	7.16	11.27	13.90	6.63	10.42	15.85	5.67	8.97	15.44	2.36	8.24	15.14
	办公用纸	3.92	6.17	11.40	2.55	4.00	4.36	1.73	2.74	7.74	1.32	4.61	6.75
	包装用纸	8.69	13.69	20.18	8.36	13.14	12.37	8.76	13.85	9.03	3.45	12.05	10.13
林	木材销售	0.76	1.20	21.39	1.31	2.05	15.46	0.58	0.92	12.38	0.05	0.17	5.74
浆	商品浆	12.62	19.86	11.65	15.42	24.24	7.11	16.47	26.05	4.57	5.84	20.38	-0.64
化工	化工品	0.58	0.92	29.37	0.74	1.16	28.79	0.84	1.33	32.58	0.41	1.43	38.06
合计		63.52	100.00	15.01	63.62	100.00	14.35	63.22	100.00	12.56	28.65	100.00	11.52

注：1）2012-2013 年公司商品浆以溶解浆为主，2014 年和 2015 年上半年商品浆以文化浆为主；2）木材销售主要指杨木销售；3）化工品主要是指双氧水。

资料来源：公司提供

2. 原材料采购

公司生产所需的原材料主要包括木材、废纸、芦苇、煤炭和浆板。公司生产所需的原材料主要通过和供应商直接签订采购合同的方式购入，少部分通过代理商采购。公司化机浆事业部、化木浆事业部、化苇浆事业部、脱墨浆事业部、热电事业部分别负责采购杨木、松木、芦苇、废纸、煤炭，进出口部负责所有国外采购，采购中心负责采购公司除芦苇、废纸、煤炭以外的原辅料、浆板、进口配件，各部门分别根据公司总业务流程及年度总经营计划制定各部门的月采购计划。2014 年向前五名供应商采购金额为 7.94 亿元，占年度采购总额的 14.70%。

从采购量来看，因产品结构调整需要，公司原材料各品种采购数量有升有降。其中，2014 年煤炭采购量受发电量增加影响，较 2013 年增长 4.87%至 93.31 万吨。受浆料配比改变

影响，2014 年松木采购量同比增长 22.10%至 178.42 万立方米；杨木采购量同比下降 27.60%至 30.70 万立方米；芦苇采购量同比增长 6.21%至 10.56 万立方米；废纸采购量同比增长 1.42%至 21.43 万吨；浆板采购量同比增长 26.24%至 36.88 万吨。

从采购价格来看，2013 年，由于受经济环境影响，造纸行业需求较为疲弱，大部分原材料价格同比均有所下调。2014 年以来，随着全球经济复苏，部分原材料价格有所回升；松木、杨木价格变动较大，其他原材料采购价格基本持平。2014 年，松木采购价格同比增长 8.62%至 630 元/立方米，主要系内陆松木资源减少，骏泰浆纸改从广东等地采购沿海松木片所致。2015 年上半年，煤炭、浆板、松木、杨木采购价格较 2014 年进一步下降，芦苇和废纸采购价格则有所回升。

表2 公司主要原材料采购情况

主要原材料名称		2012年	2013年	2014年	2015年1-6月
煤炭	采购价格(元/吨)	670	568	555	482
	采购量(吨)	738517	889750	933097	463828
松木	采购价格(元/米 ³)	700	580	630	592
	采购量(立方米)	33874	1461249	1784242	232272
杨木	采购价格(元/米 ³)	539	524	587	575
	采购量(立方米)	360898	424321	307025	185529
芦苇	采购价格(元/米 ³)	775	723	716	723
	采购量(立方米)	104834	99447	105623	102751
废纸	采购价格(元/吨)	1573	1459	1501	1521
	采购量(吨)	193817	211333	214325	145146
浆板	采购价格(元/吨)	3967	4147	4081	3923
	采购量(吨)	282947	292127	368789	164423

资料来源：公司提供

根据原材料价格变动的趋势，公司进行适时适量的采购和排产。近年来，为有效规避原材料价格上涨带来的风险，公司通过制定长期采购计划，与原材料供应商保持长期合作关系，以保证木材、废纸及煤炭等原材料稳定供应。

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，2014年公司消耗煤炭84.10万吨。公司化工原料主要来自岳阳及周边渠道采购，供应渠道较广。

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2014年部分原

材料采购价格有所回升，对公司营业成本产生一定影响。

3. 生产经营

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

表3 公司纸机基本情况

	机台	抄宽(mm)	年产能(万吨)	主要产品
公司本部	1#纸机	3940	7.00	颜料整饰胶版纸
	2#纸机	1760	1.30	轻型纸
	3#纸机	3800	9.50	颜料整饰胶版纸、工业纸
	4#纸机	2362	1.25	工业淋膜原纸
	5#纸机	2362	1.25	工业淋膜原纸
	8#纸机	6950	22.00	精制涂布纸、铜版纸
	9#纸机	5280	20.00	全木浆胶版纸、静电复印纸、颜料整饰胶版纸、轻型胶版纸
	10#纸机	5280	20.00	颜料整饰胶版纸、铸涂原纸、无碳原纸
	1#纸机	3300	5.44	胶带纸/精品复合纸/精品牛皮纸/精品淋膜纸
	2#纸机	3300	5.44	伸性纸袋纸
湘江纸业	3#纸机	2400	2.21	精品复合纸/本色复合纸/垫层纸
	4#纸机	3200	3.40	本色卡纸/红色卡纸
	5#纸机	1575	0.61	本色卡纸/红色卡纸
	6#纸机	1760	1.36	精品复合纸/彩码纸
	7#纸机	1760	0.85	精品复合纸/纸袋纸

资料来源：公司提供

公司目前共拥有纸机生产线15条，年产能103万吨，其中公司本部拥有纸机8台，产能合计83万吨，主要生产印刷用纸、工业用纸和办公用纸，其中8#、9#、10#机分别由国际知名造纸设备提供商芬兰美卓和德国福伊特制造，自动化程度极高，是世界领先的造纸设备；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；下属子公司骏泰浆纸拥有年产40万吨商品浆生产线和一条约10公里的铁路专用线。公司主要纸机生产线的工艺技术、装备水平居国内同行前列

(见表3)。

近年,公司根据市场需求对纸产品的生产进行了结构调整,减少了毛利率较低的办公用纸的生产,其余纸品种产量基本保持稳定。2012~2014年,公司纸产品总产量持续下降,分别为104.71万吨、100.42万吨和99.71万吨,对应的产能利用率分别为101.97%、97.49%和96.85%。公司商品浆板块由子公司骏泰浆纸经营,近三年产量持续扩大,分别为26.48万吨、28.93万吨和30.76万吨,其中2012年和2013

年公司商品浆主要以溶解浆为主,2014年以来,由于溶解浆销售价格持续下滑,公司减少了溶解浆的生产,改以生产文化浆为主。2015年上半年,公司纸产品总产量为50.44万吨,年化产能利用率为97.94%,产能利用率较高;商品浆产量为10.19万吨,年化产能利用率为50.95%。

总体看,公司产能规模较大,产能利用率较高,产品品种多元化,生产设备较先进,便于随时调整产品结构,适应市场需求。

表4 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			2015年上半年		
	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
包装用纸	20.20	17.10	84.65	17.79	18.24	102.53	18.62	19.75	106.07	8.92	7.65	85.76
印刷用纸	62.95	64.11	101.84	63.96	63.38	99.09	65.90	64.49	97.86	33.63	33.95	100.95
工业用纸	13.15	13.28	100.99	13.62	13.69	100.51	11.81	11.84	100.25	5.20	5.02	96.54
办公用纸	8.41	8.19	97.38	5.05	5.24	103.76	3.38	3.41	100.89	2.69	2.66	98.88
商品浆	26.48	25.94	97.96	28.93	28.68	99.17	30.76	35.60	115.73	10.19	11.10	108.93

资料来源:公司提供

4. 产品销售

公司纸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,公司纸品产量大幅增长,为配合相关产品的销售工作,公司在原有直销模式的基础上,增加了经销模式。

2012~2014年,公司纸制品产销率分别为95.84%、99.17%和99.36%,保持在较高水平。2015年上半年,公司纸产品产销率97.70%。

公司目前的下游客户主要为出版社、各地区印刷物资采购集团和期刊杂志社,前五名大客户占公司销售额的15%~20%。在全国1000多种的主流期刊杂志中,有超过500种正在使用公司产品。公司结算方式以银行承兑汇票和现金为主,占比分别为80%和20%。针对不同类型的客户,公司设定相应的付款条件,给予长期合作客户一定的赊销额度,如客户将赊销额度使用完毕,则必须清偿赊销款,赊销期限一般控制在45天之内;对于零星客户或新客

户,公司则要求现金结算。公司将应收账款周转天数控制在1.5个月以内。

销售价格方面,公司产品价格根据市场价格定价。2012年,随着产能释放的加剧及下游需求的影响,造纸行业景气度一再下滑,纸制品价格达到近年来行业低点;2013年以来,公司纸价格处于企稳态势,但由于商品浆价格仍处于低迷状态,影响了公司整体经营业绩的好转。

表5 公司主要产品价格情况(单位:元/吨)

主要产品	2012年	2013年	2014年	2015年 1-6月
包装用纸	5084.11	4584.12	4435.16	4512.49
印刷用纸	4732.61	4514.49	4523.31	4482.18
工业用纸	4968.45	4845.20	4788.82	4702.62
办公用纸	4790.57	4858.90	5060.77	4962.50
商品浆	5411.86	5222.80	4908.92	4933.49

注:2012~2013年商品浆价格主要为溶解浆价格。

资料来源:公司提供

子公司骏泰浆纸溶解浆项目投产后,受下游纺织行业不景气的影响,粘胶纤维销售价格一路走低,加上国内外新增溶解浆产能不断释放,溶解浆销售价格持续下跌,一级品销售价

格从2012年年初的9500元/吨降至年末的6500元/吨，降幅达到32%；2013年，溶解浆价格在每吨6500-7000元之间波动，毛利水平维持低位；2014年，溶解浆价格在6000元/吨左右徘徊；2015年上半年，溶解浆价格进一步下降至5174.35元/吨。同时，由于骏泰浆纸（截至2015年6月底，总资产46.21亿元，净资产7.59亿元）资产负债率过高，财务费用负担巨大，2015年1-6月实现收入4.98亿元，净利润为-1.88亿元（上年同期为-1.01亿元），亏损进一步扩大。

总体看，公司销售网络覆盖面广，产销率保持较高水平，但受行业持续低迷影响，部分纸产品价格低位徘徊，溶解浆项目亏损扩大。

5. 经营效率

2012~2014年，公司销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数三年加权平均值分别为3.79次、1.23次和0.39次；2014年分别为3.97次、1.17次和0.39次。由于公司将林木资产计入存货，造成存货规模较大，存货周转效率实际上应高于上述指标。总体看，公司整体经营效率一般。

6. 未来发展

公司未来将坚持“四新”的企业发展理念，以改革创新思维适应经济中速发展的新常态，顺应经济发展新潮流，紧跟传统产业升级步伐，加大公司产业转型升级力度，进一步提升公司的核心竞争力。

公司将在推进林业资源整合的基础上，加大优化现有林木资产的种植、品种结构的力度，坚持分类经营，重点推进林业的转型创新，将以速生丰产林为主逐步过渡到多种经营并存的新的经营模式，通过“引进来”和“走出去”推动与外部资源的合作，开拓林业公司主业发展的新渠道，推动公司林业发展目标的实现。

公司将继续延伸产业链条，提升盈利水平；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，公司以改革创新的思维加大公司产业转型升级力度，优化林业存量资产，推进林业产业的转型创新，推动重点项目实施，加快产业布局与结构调整，进一步提升公司的核心竞争力。

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2012~2014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。2015年上半年财务报表未经审计。

截至2014年底，公司资产（合并）总计166.08亿元，所有者权益合计53.79亿元（其中包含少数股东权益0亿元）。2014年公司营业收入65.83亿元，利润总额0.49亿元。

截至2015年6月底，公司资产（合并）总计171.13亿元，所有者权益合计51.92亿元（其中包含少数股东权益0亿元）。2015年1~6月，公司实现营业收入29.55亿元，利润总额为-1.83亿元。

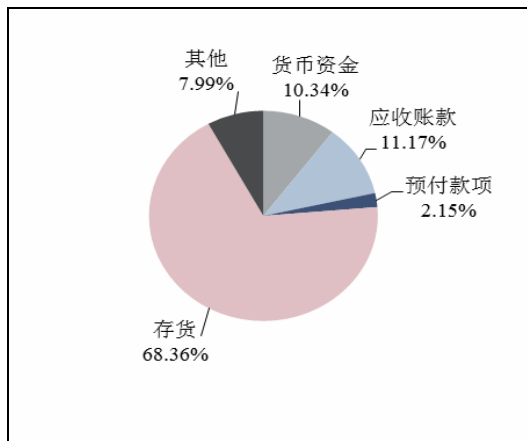
2. 资产质量

2012~2014年，公司资产有所波动，年均增长2.95%，其中流动资产年均增长2.89%，非流动资产年均下降2.11%。截至2014年底，公司资产（合并）总计166.08亿元，其中流动资产占比44.63%，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，以固定资产为主。

2012~2014年，公司货币资金年均下降19.74%，截至2014年底，公司货币资金7.66亿元，较去年同期上升3.25%，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2014年底公司其他货币资金占比72.85%，主要

为银行承兑汇票保证金。2012~2014 年，公司应收票据波动下降，截至 2014 年底为 3.60 亿元，同比大幅下降 73.79%。公司的应收票据全部为银行承兑汇票，主要系本期应收票据贴现增加所致，其中已有账面价值 0.55 亿元的应收票据用于短期借款质押。

图 3 截至 2014 年底公司流动资产结构



资料来源：公司审计报告

公司近三年应收账款波动中有所下降，年均下降 2.30%，截至 2014 年底为 8.28 亿元，主要系公司加大货款回笼力度，缩短应收账款周转周期。从账龄来看，1 年以内款项占比 88.56%，计提坏账准备 0.79%；1-3 年款项占比 7.62%，计提坏账准备 13.15%，3 年以上款项占比 3.82%，计提坏账准备 65.76%。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 18.86%，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。

2012~2014 年，公司预付账款波动中有所降低，截至 2014 年底为 1.59 亿元，主要系本期预付方式支付的款项减少所致。

2012~2014 年，存货规模以年均 8.61% 的速度不断增长，主要来自原材料和消耗性生物资产的增加，截至 2014 年底为 50.67 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 60.40%，原材料占比 26.65%，库存商品占比 9.67%。2014 年，公司针对库存商品计提存货减值准备 0.04 亿

元，鉴于近年原材料价格波动较大，公司并未对其计提减值准备，存在一定跌价损失风险。

2014 年底，公司增加长期应收款 2.87 亿元，系应收永州市土地储备中心的土地处置款。

2012~2014 年，公司固定资产规有所下降，截至 2014 年底公司固定资产净额 84.36 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 20.34% 及 76.87%。截至 2014 年底，公司固定资产累计折旧 39.41 亿元。截至 2014 年底，公司无形资产为 3.51 亿元，主要为土地使用权，较 2013 年同比下降 12.10%，主要系无形资产摊销所致。

2012~2014 年，公司在建工程规模快速下降，截至 2014 年底公司在建工程 0.55 亿元，同比下降 23.56%，主要系部分在建工程结转入固定资产所致。

截至 2015 年 6 月底，公司资产总计 171.13 亿元，较 2014 年底增长 3.04%，主要来自货币资金和存货的增加。

总体看，公司资产规模保持相对稳定，货币资金受限比重高，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。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益有所增长，截至 2014 年底所有者权益 53.79 亿元，同比增长 0.14%，主要由实收资本（占 19.39%）、资本公积（占 71.18%，主要是资本溢价）及未分配利润（占 6.57%）构成。2014 年度实收资本及资本公积未发生变化，未分配利润同比增长 1.40%。

截至 2015 年 6 月底，公司所有者权益为 51.92 亿元，较 2014 年底下降 3.48%，主要系未分配利润下降所致。

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

负债

2012~2014 年，公司负债规模有所波动，年均复合下降 0.07%，截至 2014 年底，公司负债总计 112.29 亿元，其中流动负债占比 74.31%，非流动负债占比 25.69%。

2012~2014 年公司流动负债年均增长 5.13%，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。公司近三年短期借款年均下降 2.31%，截至 2014 年底为 33.31 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 25.35 亿元，其中，65.02%为母公司泰格林纸及中国纸业对公司提供的保证借款；34.98%为公司为子公司提供保证。

2012~2014 年，公司应付票据年均增长 43.81%，截至 2014 年底为 21.27 亿元，主要为银行承兑汇票及国内信用证。公司应付账款呈快速增长趋势，截至 2014 年底，公司应付账款 12.80 亿元，同比上升 33.80%，主要为应付采购款及工程款。

截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债 5.96 亿元，较 2014 年同比下降 58.17%，主要系归还一年内到期的银行借款所致。

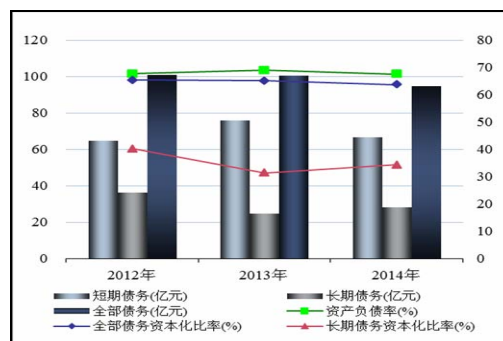
截至 2014 年底，公司其他应付款 1.86 亿元，同比下降 37.51%，主要系向关联方资金拆借余额减少所致。

2012~2014 年，公司其他流动负债快速下降，截至 2014 年底，公司其他流动负债为 6.05 亿元，同比下降 7.63%，主要系公司 2014 年内发行短期融资券（“14 岳纸 CP001”，6.00 亿元，365 日，利率 6.38%），并兑付 2013 年发行短期融资券（“13 岳纸 CP001”，6.5 亿元，365 日，利率 5.00%）所致。

2012~2014 年，公司非流动负债波动下降，年均降幅 11.63%，截至 2014 年底，非流动负债合计 28.85 亿元，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。截至 2014 年底长期借款 16.71 亿元，同比上升 3.54%，主要系本期新增了部分保证借款并归还了部分抵押借款所致。

截至 2014 年底，公司应付债券 8.45 亿元、长期应付款 3.00 亿元，分别系公司 2012 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。

图 4 2012~2014 年公司债务情况



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司全部债务规模分别为 100.94 亿元、103.30 亿元及 94.74 亿元，保持下降趋势。截至 2014 年底，公司短期债务占比 66.21%，长期债务占比 33.79%，短期债务占比有所下降。

截至 2014 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 67.61%、63.79%及 34.37%，资产负债率和全部债务资本化比率同比略有下降，但仍保持在较高水平。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 2015 年 6 月底，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均较 2014 年底有所上升，分别为 69.66%、66.54%和 40.19%。

总体看，公司负债有所波动，结构以流动负债为主；有息债务规模大，且以短期债务为主，债务负担偏重。

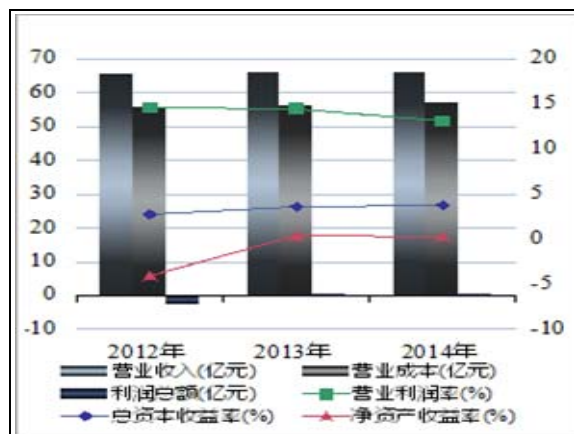
4. 盈利能力

2012~2014 年，公司营业收入小幅波动，2014 年公司实现营业收入 65.83 亿元，较 2013 年下降 0.27 亿元，下降幅度为 0.41%，主要系

但受进口浆冲击及下游景气度的影响所致。

由于公司文化纸及包装纸的直接材料成本略有增加，合并公司营业成本由 2013 年的 56.17 亿元上升至 2014 年的 56.91 亿元。

图 5 2012~2014 年公司盈利情况



资料来源：公司年报

2012~2014 年，公司期间费用分别为 12.74 亿元、11.44 亿元及 11.72 亿元，分别占三年营业收入的 19.47%、17.31%及 17.80%，处于小幅波动下降状态。2014 年，公司财务费用、销售费用、管理费用较上年同期分别上升 3.16%、1.56%、1.98%。2014 年公司财务费用为 5.21 亿元，占公司营业收入比重 7.92%。总体来看，财务费用负担仍然偏重。2014 年，公司营业利润为-3.16 亿元，亏损较上年有所上升。

受益于公司全资子公司湘江纸业公司处置土地产生的营业外收入 3.12 亿元和政府补助 0.56 亿元影响，2014 年公司利润总额实现了由负转正，实现利润总额 0.49 亿元，较 2013 年增长 45.16%，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。

2015 年 1~6 月，受行业景气度低迷影响，公司主业持续呈现亏损状态，实现营业收入 29.55 亿元，同比下降 5.56%；利润总额为-1.83 亿元，较去年同期亏损进一步扩大。

从盈利指标来看，公司营业利润率、总资产收益率和净资产收益率近三年平均值分别为 13.85%、3.46%和 -0.58%，2014 年分别为

13.13%、3.75%和 0.25%。公司营业利润率持续下降，2015 年 1~6 月，进一步下降至 11.75%。

总体看，近年公司收入规模小幅波动，期间费用对利润总额的侵蚀较大，受造纸行业和溶解浆景气度影响，公司主业盈利能力偏弱，利润总额对营业外收入依赖性较大。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014 年，公司流动比率及速动比率波动下降，三年加权平均值分别为 89.51%及 32.35%，截至 2014 年底，公司流动比率及速动比率分别为 88.84%及 28.11%。2014 年经营性现金流动负债比为 19.38%，较去年同期上升 16.76 个百分点。截至 2015 年 6 月底，流动比率及速动比率分别为 96.86%及 32.92%。整体看，公司流动资产中存货占比较大，且现金类资产中受限资金较多，公司短期偿债能力弱。

从长期偿债能力指标看，2012~2014 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 1.35 倍、2.08 倍及 2.13 倍；同期，全部债务/EBITDA 倍数分别为 11.53 倍、9.20 倍和 8.23 倍。总体来说，2014 年公司长期偿债能力虽较 2013 年有所好转，但长期偿债能力仍处于一般水平。

截至 2015 年 6 月底，公司共获授信额度 70.08 亿元，未使用授信额度 7.54 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 2015 年 6 月底，公司无对外担保。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信息信用信息报告（机构信用代码：G1043060200004890W），截至 2015 年 8 月 24 日，公司已结清关注类贷款 1 笔，次级贷款 2 笔，贸易融资 21 笔，票据贴现 1 笔，银行承兑汇票 1 笔，均未发生逾期；无未结清的不良信贷信息，公司过往履约债务尚可。

7. 抗风险能力

公司地理位置优越，资源优势较为明显，公司整体产能规模较大，工艺设备较为先进，治理结构基本完善，整体管理水平较高。基于对公司股东背景、自身经营和财务风险的分析，公司整体抗风险能力较强。

八、结论

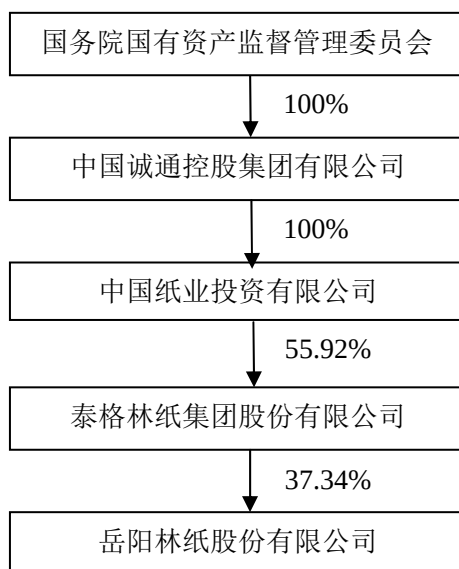
造纸行业景气程度与宏观经济走势关联度强，短期内面临产能过剩，结构性供需矛盾等问题，但作为国民经济的基础原材料行业，目前国内人均消费纸量远低于发达国家水平，长期看造纸行业仍具有较好的增长空间。行业内资源优势明显，整合能力强的大型企业具备良好的发展前景。

公司是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，产品多元化，市场网络完善，股东支持力度大，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。

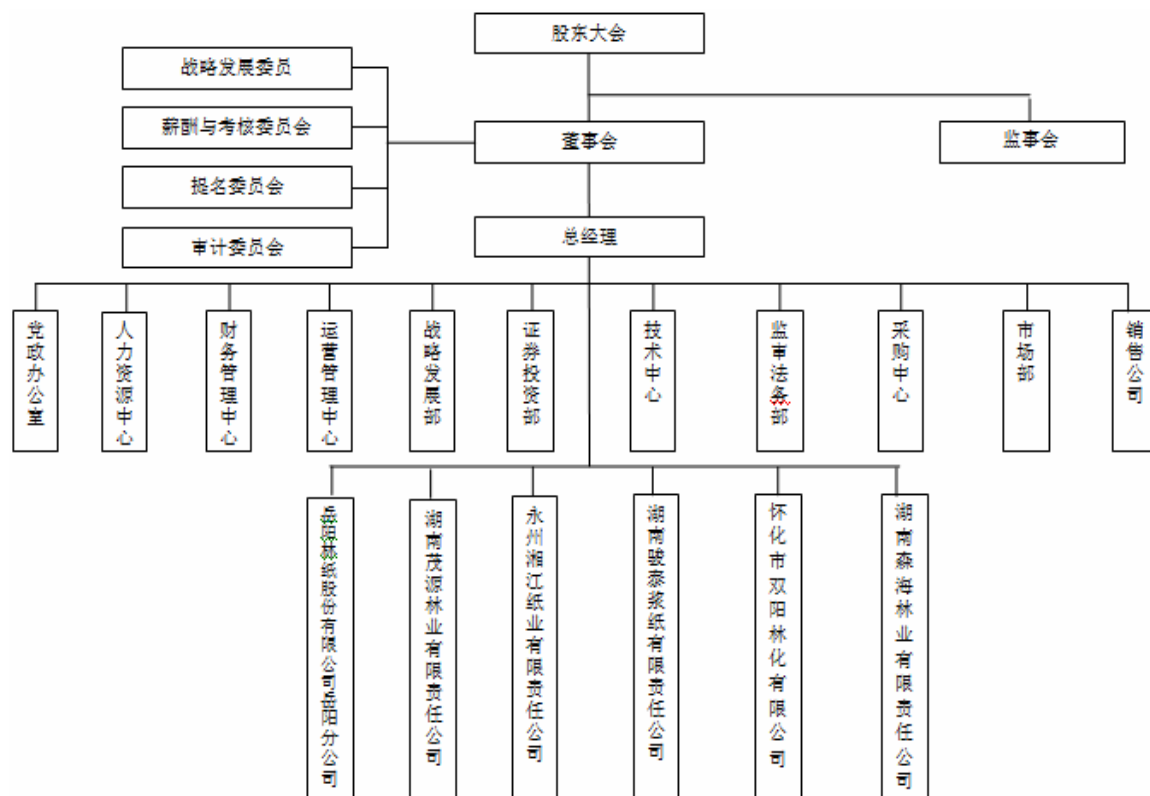
公司资产规模较大，负债水平较高，债务负担较重。近三年受到造纸行业景气度下降的影响，公司主要产品价格有所下滑，主业盈利能力偏弱。未来造纸行业亟待消化过剩产能，短期内景气度提升空间有限。国内溶解浆价格持续在低位徘徊，市场走势仍不明朗。公司产品结构有待优化，盈利能力仍有待提升。

基于对公司股东支持、自身经营和财务风险的分析，总体看，公司主体信用风险低。

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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	11.34	16.60	5.69	7.50
资产总额(亿元)	165.98	173.28	166.08	171.13
所有者权益(亿元)	53.54	53.71	53.79	51.92
短期债务(亿元)	64.85	75.72	66.58	68.36
长期债务(亿元)	36.09	27.58	28.16	34.89
全部债务(亿元)	100.94	103.30	94.74	103.24
营业收入(亿元)	65.42	66.10	65.83	29.55
利润总额(亿元)	-2.59	0.34	0.49	-1.83
EBITDA(亿元)	8.75	11.23	11.52	--
经营性净现金流(亿元)	0.22	2.39	16.17	7.66
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.73	3.52	3.97	--
存货周转次数(次)	1.36	1.25	1.17	--
总资产周转次数(次)	0.39	0.39	0.39	--
现金收入比(%)	56.47	73.78	72.20	69.07
营业利润率(%)	14.63	14.53	13.13	11.75
总资本收益率(%)	2.78	3.63	3.75	--
净资产收益率(%)	-4.07	0.36	0.25	--
长期债务资本化比率(%)	40.26	33.93	36.68	40.19
全部债务资本化比率(%)	65.34	65.79	63.79	66.54
资产负债率(%)	67.74	69.00	67.61	69.66
流动比率(%)	92.75	88.46	88.84	96.86
速动比率(%)	35.86	37.09	28.11	32.92
经营现金流动负债比(%)	0.29	2.62	19.38	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.35	2.08	2.13	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.53	9.20	8.23	--

注：1. 2015 年上半年财务数据未经审计；

2. 现金类资产已扣除受限资金；

3. 短期债务已包含“其他流动负债”中的短期融资券；

4. 长期债务已经包含“长期应付款”中的有息债务。

附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

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%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动) 负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

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）将在岳阳林纸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。

岳阳林纸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。岳阳林纸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林纸股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现岳阳林纸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。

如岳阳林纸股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如岳阳林纸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林纸股份有限公司、主管部门、交易机构等。

