

信用等级公告

联合[2012] 353 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
二零一二年五月二十三日



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 2012 年 5 月 23 日至 2013 年 5 月 22 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

二零一二年五月二十三日

岳阳林纸股份有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：AA
评级展望：稳定
评级时间：2012 年 5 月 23 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 3 月
资产总额(亿元)	99.94	121.05	167.71	173.37
所有者权益(亿元)	30.12	45.88	45.43	45.53
长期债务(亿元)	23.62	28.46	39.70	36.62
全部债务(亿元)	57.61	63.05	100.10	105.60
营业收入(亿元)	30.39	47.68	69.65	15.83
利润总额(亿元)	1.06	1.72	1.62	0.12
EBITDA(亿元)	4.73	7.25	12.78	--
营业利润率(%)	18.64	17.09	18.35	18.97
净资产收益率(%)	3.12	3.43	3.38	--
资产负债率(%)	69.87	62.10	72.91	73.74
全部债务资本化比率(%)	65.67	57.88	68.78	69.87
流动比率(%)	86.24	127.10	89.15	87.30
全部债务/EBITDA(倍)	12.18	8.69	7.83	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.26	3.35	2.36	--

注：公司存续期内短期融资券列入其他流动负债科目，在计算全部债务时已调整计入；公司 2012 年 1 季度财务数据未经审计。

分析师

高利鹏 陈丹
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（以下称“公司”）是国内大型国有控股造纸企业，公司在生产规模、装备技术、产品多元化以及掌握上游资源等方面具备综合优势。联合资信评估有限公司（以下称“联合资信”）也关注到，造纸行业景气度低、市场竞争激烈，以及持续增长的债务规模等因素，对公司经营和信用水平造成一定的影响。

公司林业资源逐步进入收益期，作为央企中国诚通下属的纸业板块核心企业，后续综合竞争力及盈利能力有望提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 充裕的林业资源。公司林业资源保有量大，获取成本低，有利于公司长远发展。
2. 较大的规模优势。经过产能扩张，公司生产规模大，产品品种多元化，有助于应对单一产品市场波动风险。
3. 先进的技术装备。公司技术和装备处于业内领先，行业地位巩固。
4. 有效的资本运作。公司完成配股工作，启动非公开发行股票发行，综合运用多种融资方式，降低财务成本。
5. 较强的股东背景。公司成为央企控制下的纸业板块核心企业，有助于获得相应支持。

关注

1. 行业景气度低。宏观经济形势日趋复杂，浆纸市场需求上涨乏力，造纸行业面临结构性产能过剩。
2. 原材料供应日趋紧张。原料价格的上涨直接影响造纸行业的盈利水平。
3. 激烈的市场竞争。国内浆纸产能扩张快，产品同质化较高，公司经营压力较大。

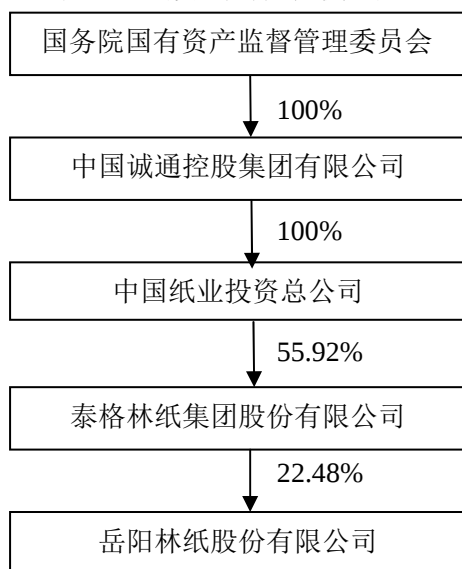
4. 债务负担较重。伴随投资建设和资产并购活动，公司债务规模快速上升，短期支付压力较大。

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（后相继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。截至2011年底，公司注册资本8.43亿元，其中泰格林纸集团股份有限公司持有22.48%；大股东泰格林纸集团股份有限公司的实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

目前，公司与实际控制人之间的产权及控制关系如下：

图1 公司实际控制人产权关系



资料来源：公司提供

公司的营业范围包括：纸浆、机制纸的制造、销售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。

目前，公司设办公室、财务管理部、战略发展部、证券投资部等11个综合管理部门，本部设生产技术部、装备部、质量管理部等8个生产经营管理部门和造纸、制浆事业部等15个生产经营单位，并拥有3家一级全资子公司（见附件1）。

截至2011年底，公司资产总额167.71亿元，所有者权益45.43亿元（其中少数股东权益0.02亿元）；2011年，公司实现营业收入69.65亿元，利润总额1.62亿元。

截至2012年3月底，公司资产总额173.37亿元，所有者权益45.53亿元（其中少数股东权益0.03亿元）；2012年1~3月，公司实现营业收入15.83亿元，利润总额0.12亿元。

公司注册地址：湖南省岳阳市城陵矶洪家洲；法定代表人：童来明。

二、行业分析

1. 行业现状

造纸工业作为国民经济重要的基础原材料工业之一，在其产品总量构成中，80%以上的产品作为生产原料用于新闻出版、印刷、商品包装等领域，剩余20%左右则用于人们的日常生活消费。造纸工业与多类产业关联度大，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着重要的拉动作用，行业特点是资本密集和资源约束，造纸工业是衡量一国现代化程度的标尺之一，环保考虑和循环经济是推动纸业技术研发的主要因素。目前，在美国、加拿大、日本、芬兰、瑞典等发达国家，造纸工业已发展成为其国民经济支柱产业。

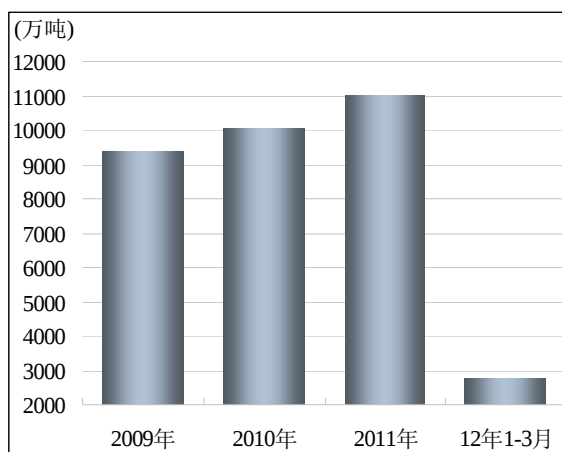
中国是造纸大国，在宏观经济持续快速发展的背景下，中国造纸产业发展迅速，目前造纸总产量和消费量均已居于世界首位。近年来，随着国内造纸产能持续增大，纸及纸板供需矛盾逐步缓和。目前，国内造纸行业总体供求基本平衡。根据中国造纸协会的调查，2010年全国纸及纸板生产企业约有3700家，全国纸及纸板生产量9270万吨，较上年的8640万吨增长7.29%；消费量9173万吨，较上年的8569万吨增长7.05%，人均年消费量为68千克，比上年增长4千克。2011年，全国纸及纸板产量保持了稳步增长，达到了9930万吨，较上年增长7.12%；消费量9752万吨，较上年增长6.31%；人均年消费量73千克，较上年增长5千克。

进入新世纪以来，国内造纸行业经历了供不应求，产能快速提升，供给过剩，受外围市场影响波动，逐步回升，回归平稳等多个阶段，行业内供求关系几经逆转，业内企业的盈利状况也受到显著影响。2000年~2002年，在行业进入景气周期的初期，下游需求快速增长，行业内固定资产投资高速增长，但受建设周期限制，新增产能投放速度相对较缓，行业内供需缺口和进口量始终保持在历史高位。行业内供不应求的状况也使业内企业的盈利状况持续改善，根据wind资讯相关数据显示，2002年国内机制纸及纸板制造企业的毛利率达到17.33%，为近10年来最高水平。2003年开始，行业内产能进入快速投放阶段，2003年和2004年行业新增产能规模分别为300万吨和700万吨，到2005年则到达了创纪录的1200万吨（来自wind资讯数据），受此影响，行业内需求缺口及进口规模也开始逐步缩小，国内纸及纸板的进口量也从2002年的633万吨减少至2006年的436万吨。产能的快速增长，尤其是2005年天量产能的集中投放使行业内供需关系迅速发生逆转，多个子行业出现供过于求的压力，业内企业的平均毛利率也从2003年16.07%下滑至2005年的13.17%。2006~2007

年，受供过于求压力的影响，行业产能投放规模有所回落，分别为960万吨和780万吨，但仍保持在较高水平，相应行业平均毛利率小幅回升至2007年的13.80%。2008年上半年，造纸行业下游需求保持较快增长，同期行业内新增产能有限并加大了淘汰落后产能力度，市场整体供需状况有所改善，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不同程度增长。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，行业整体供需关系再次恶化，从8月份开始行业内出现量价齐跌的局面，全年行业平均毛利率下滑至近10年最低的12.59%，业内企业出现大面积亏损。2009年前三季度，国内纸品市场出现阶段性反弹，但整体走势依然低迷。从四季度开始受益于宏观经济的企稳复苏，下游需求快速恢复，国内纸品市场供需关系开始逐步改善，全年行业平均毛利水平回升至13.40%，但受上半年经营状况不佳影响，行业内规模以上企业仍有超过20%发生亏损，累计亏损额度超过35亿元（国家统计局数据）。进入2010年，下游市场用纸需求增速仍保持在相对高位，行业内产能利用率进一步提高，至一季度末多种主要纸品的价格均接近历史峰值水平，行业整体的盈利水平得到进一步恢复。随着下游需求的回升，造纸企业主要原材料废纸、木浆的价格也被顺势推高，并在二季度重新站到了历史高位。由于原料价格上升过快，下游企业在短期无法承受原材料价格持续上涨带来的经营压力，加之全球经济一些不确定因素的出现，使得行业内需求旺盛的情况在二季度起开始有所降温，而快速推高的原材料价格，也在一定程度上压缩了的业内企业的盈利空间，企业经营业绩在全年呈现前高后低的态势，但整体已经逐步回归平稳态势。2011年，受前三季度原材料价格高涨、行业产能集中释放、消费市场相对疲软等因素影响，造纸行业虽然在投资和生产方面实现了较快增长，但效益增幅远远低于产值增

幅，行业运行质量明显下降。2011 年全年造纸行业完成工业总产值 6911.08 亿元，同比增长 23.11%；利润总额同比增长 6.2%；2011 年造纸行业产值利润率同比下降 0.78%。行业利润增速低于行业资产和产值的增长，给行业内企业带来了调整转型的压力。

图 2 2009~2012 年 3 月中国机制纸及纸板累计产量



资料来源：wind 资讯

2010 年来，以中国为代表的新兴经济体率先走出金融危机阴影，市场需求强劲，部分欧美发达国家需求也日渐复苏，同时，由于主要原料输出地的恶劣气候、地震灾害和芬兰港口工人罢工等负面因素影响，进口木浆、废纸等原料价格均出现大幅上涨。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。2011 年，中国纸浆月度进口量呈 V 型走势，上半年国际纸浆价格的不断攀升抑制企业进口积极性，而下半年随着价格的回落，进口

量逐步增加。2011 年 12 月份，中国进口纸浆 138 万吨成为仅次于 1 月份的年内第二高，同比增长 24.9%，环比增加 5.2%；进口均价为每吨 752.9 美元，同比下跌 3.3%，环比下跌 3.2%。2012 年 1 季度，中国进口纸浆 436 万吨，同比增长 15.5%，进口均价为每吨 649.1 美元，价格进一步下降。

2. 行业关注

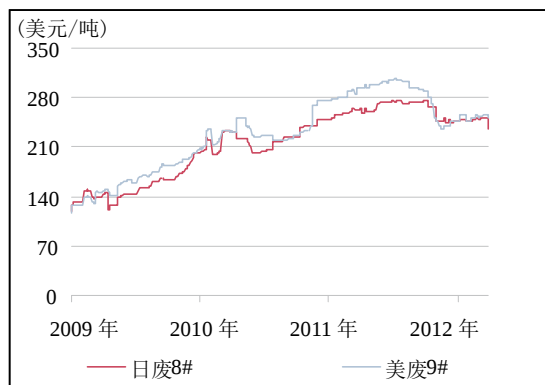
原材料

造纸工业属于原材料加工工业，原材料成本一般占造纸业总成本的 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，但增长势头已有所减缓。2009 年中国纸浆进口量 1368 万吨，2010 年受国际纸浆价格大幅上涨影响，中国纸浆进口额随之上涨，而进口量有所回落，全年进口总额达到 88.18 亿美元，同比增长 28.83%，进口量为 1136.97 万吨，同比下降 16.89%。据海关统计，2011 年中国进口纸浆 1445 万吨，比上年增长 27.1%；价值 119.4 亿美元，增长 35.3%；进口均价为每吨 826.5 美元，同比上涨 6.5%。

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。

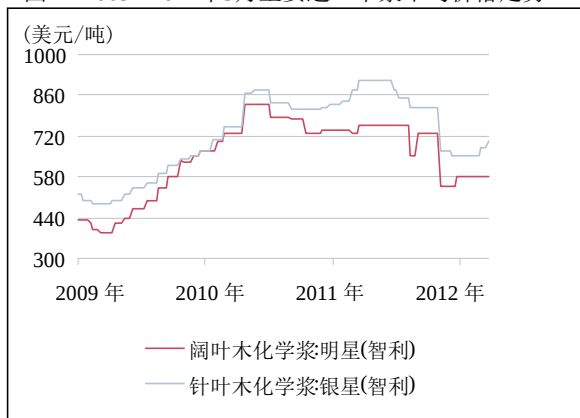
图3 2009~2012年3月主要进口废纸平均价格走势



资料来源: wind 资讯

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。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年至金融危机之前,国内主要进口废纸及木浆价格涨幅均接近100%,使得国内造纸企业成本压力一度大幅上升。奥运会后,受市场传闻及后市看空因素影响,废纸及木浆价格从高位快速回落,严重影响了国内造纸企业的生产部署。2009年,随着行业产能利用率的提高,废纸及木浆等主要原材料价格逐步回升,2010年,原材料价格处于平稳上升态势,没有出现剧烈的价格变动,2011年上半年,进口废纸和木浆价格进一步冲高,下半年价格大幅跳水,截至2012年1季度,进口废纸和木浆价格有所企稳,整体处于震荡走势。

图4 2009~2012年3月主要进口木浆平均价格走势



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。

环境保护

作为传统意义上的重污染行业,造纸行业是除化工以外的第二大废水排放源行业,每年的废水排放量占全国工业废水排放量15%以上。一直以来,造纸行业高能耗的粗放型生产模式和废水排放等问题,都是环保部门重点监控和治理的对象。在政策层面,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》,确定提出,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。到2007年12月底,国家还加大了对环境违法行为的执法检查力度。

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,国内制浆造纸企业将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。

2010年,工业和信息化部在全国范围内公布了工业行业淘汰落后产能企业名单,其中涉及造纸行业279家,多是产能小、环保不达标

企业；2011年公布的工业行业淘汰落后产能企业名单中，涉及造纸行业599家，淘汰落后产能819.6万吨。

2011年12月30日公布的造纸工业发展“十二五”规划明确规定了未来五年造纸行业的淘汰落后产能和节能减排的目标。规划提出未来五年将约束性淘汰落后产能1000万吨以上，并对生产综合能耗、取水量、氨氮排放总量等指标制定了约束性的要求。

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

造纸行业是规模效益显著的行业，这一特点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。

改革开放之后，中国造纸行业经过三十多年的发展，从分散经营向规模化整合的过渡已趋向必然。目前，国内制浆造纸企业数量多，有实力、大规模的企业集团还比较少。大多数造纸企业的技术水平、装备水平、产品档次等较为趋同，企业之间竞争激烈。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将进一步加剧。

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。

国家发改委于2007年公告的《造纸产业发展政策》，明确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，但同时，为避免行业垄断，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。

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、废纸为主要原料，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

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，以公告形式发布了《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。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。如：淘汰落后产能，调整产品结构等。

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。

2010年5月27日,为确保完成“十一五”节能减排目标,工业和信息化部向各地方政府下达2010年包括炼铁、炼钢、焦炭、造纸等18个行业在内的淘汰落后产能目标任务。2010年8月5日,工业和信息化部对涉及的18个行业淘汰落后产能企业名单予以公告,涉及关停落后产能的造纸企业有279家,主要分布在河南、陕西等地,产品主要涉及印刷纸、包装纸和草浆等。

按照《国务院关于进一步加大淘汰落后产能工作的通知》和《关于下达2011年工业行业淘汰落后产能目标任务的通知》要求,各省(区、市)将2011年18个工业行业淘汰落后产能目标任务分解落实到企业,并将淘汰落后产能企业名单在当地政府网站和媒体上进行了公告。2011年7月11日,工业和信息化部在各地公告的基础上对全国2011年18个工业行业

淘汰落后产能企业名单、淘汰落后生产线(设备)及产能进行了公告,并要求各地采取有效措施确保列入公告名单的企业在2011年底前彻底淘汰落后产能,做好检查验收和完成任务情况公告工作。本次工业行业淘汰落后产能共涉及造纸企业599家,淘汰落后产能819.6万吨。

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”)明确了未来五年以调整结构为行业发展主线,以科技创新、资源节约和环境友好为行业发展目标,推动产业优化升级,增强国际竞争力。具体目标主要为以下几个方面:

(1) 提高木纤维比重。规划要求:“十二五”期间,木浆比重由22.0%提高到24.3%,木浆增量约为700万吨,其中国产木浆比重由8.4%提高到10.3%,木浆增量约为400万吨;坚持严格保护天然林资源的原则,继续完成《全国林纸一体化工程建设“十五”及2010年专项规划》配套500万公顷林(竹)原料基地的目标。

(2) 加大废纸回收和利用力度。加快建立、健全国内废纸回收系统,“十二五”期间,废纸浆增量达到1400万吨,国内废纸回收率由43.8%提高至46.7%;充分利用境外废纸资源,使中国造纸工业废纸利用率由71.5%提高到72.1%。

(3) 加大技术创新能力建设。建立研究、开发、设计、制造集成平台,提高成套装备研发和集成能力;加强造纸工业科技基础能力和创新服务支撑体系建设,充分发挥国家工程(技术)研究中心、国家重点实验室、国家工程实验室、大型骨干制浆造纸企业和装备制造企业技术中心作用;建设信息网络,建立中型高速文化纸机自主化示范工程和制浆造纸装备创新联盟,完善产品技术标准,推进以企业为主体、市场为导向,产学研相结合的技术创新体系的形成。

(4) 优化产业布局, 合理配置资源。根据国家功能区规划的总体要求, 统筹考虑不同区域资源环境的特点和承载能力, 合理发展原料林基地, 重点环境保护区、重点生态功能区和严重缺水地区禁止新建扩建制浆造纸项目。

(5) 大力推进节能降耗, 防治污染。到“十二五”末, 单位产品平均取水量比2010年降低18%; 吨纸及纸板消耗原生纸浆由2010年平均340千克降至324千克; 以水污染防治为重点, 兼顾废气、废渣处理, 采用封闭循环用水、白水回收、中段废水多级生化处理、烟气高效净化、废渣资源化处理等技术, 提高综合防治水平, 减少“三废”的排放。

(6) 加快淘汰落后产能, 减排减污。规划要求: 淘汰年产5.1万吨以下的化学木浆生产线、单条年产3.4万吨非木浆生产线和单条年产1万吨及以下废纸浆生产线, 以及窄幅、低车速、高消耗、低水平造纸机; 禁止采用石灰法地池制浆(宣纸除外)、限制新上项目采用元素氯漂白工艺(现有企业逐步淘汰), 禁止进口国外落后的二手制浆造纸设备; 新增日处理污水能力300万吨, 淘汰纸及纸板落后产能1000万吨以上。根据《中华人民共和国履行关于持久性有机污染物的斯德哥尔摩公约国家实施计划》, 推进我国造纸工业二噁英类持久性有机污染物减排进程。

(7) 优化企业结构, 推进兼并重组。规划要求: 在重点发展区域, 以林地资源为核心要素, 将相对集中的林地资源向重点企业倾斜, 培育一批骨干企业做强做大; 引导中小造纸企业向专、精、特、新方向发展, 在细分市场上做到专业化; 提高产业集中度, 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。

规划还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

目前看来, 《造纸产业发展政策》拟定的2010年政策目标, 部分已经实现。现阶段, 中国造纸行业已进入结构调整、技术升级和淘汰落后产能的关键时期, 目前, 部分品种出现了阶段性产能过剩。2012年及今后较长一段时期, 市场竞争将日趋激烈、原材料供应日益紧张、环保要求愈加严格, 中国造纸业将加速战略转型, 开启绿色、环保、品质的发展道路, 依托现有资源, 走内涵提升为主的发展道路。

更为严苛的环保标准相继颁布实施, 使得造纸行业中短期供给因淘汰落后产能受到了一定程度的抑制, 但从长期看, 中国经济发展趋势良好, 预计到2015年, 中国人均用纸消费量将会达到世界平均水平, 造纸行业还有广阔的发展空间。今后, 随着造纸纤维原料供应矛盾的突出, 对于造纸行业而言, 未来的可持续发展必须调整结构, 包括通过“林浆纸一体化”来缓解原料供应困境, 以及调整造纸企业的品类及产品结构从而更好满足市场需要、加大企业研发及设备投资来提升质量。同时, 通过清洁生产、节能减排等多种手段, 降低污染, 实现可循环的绿色发展。

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。《造纸产业发展政策》中明确提出, 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。造纸工业“十二五”规划也明确规定了新建产能中对能源自给率和纸浆得率的要求，突出合理原材料供应方案的重要性，对林纸一体化的行业发展趋势具有指导和导向作用。

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。2009年以来，宏观经济逐步回暖，造纸行业景气度也逐季回升，进入2010年，景气度持续好转，生产经营稳定发展。2011年延续了这一发展趋势。长期看，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。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。

三、基础素质分析

1. 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领跑企业。目前，公司已形成了集林业资源开发、制浆、造纸、环保与综合利用于一体的完整产业链。

截至2012年3月底，公司拥有造纸生产线15条，年造纸产能103万吨；制浆生产线10条，

年产能123万吨；截至2011年底公司控制的林业资源总面积达到了191.64万亩。公司目前生产20多个品种、百余种规格的纸品，主导产品为胶版纸、轻量涂布纸、静电复印纸、轻型纸、包装纸等，拥有“岳阳楼”、“泰格·雅”、“泰格·颂”、“强劲牌”、“泰格强劲”、“飞翔”、“泰格雅贞”、“泰格雅信”、“泰格雅元”等20个注册商标。

2. 人员素质

公司董事长童来明先生，1969年3月出生，中共党员，硕士，注册会计师。曾任中国物资开发投资总公司总经理，现任中国纸业投资总公司总经理、法定代表人，兼任佛山华新发展有限公司、佛山华新包装股份有限公司、珠海经济特区红塔仁恒纸业有限公司、广东冠豪高新技术股份有限公司、泰格林纸集团股份有限公司董事长，兼任嘉成企业发展有限公司法定代表人。2011年8月至今担任公司董事长。

公司总经理蒋利亚先生，1974年2月出生，全日制管理学博士，中国注册会计师，曾任湖南省国有资产监督管理委员会企业改革与发展处副处长，湖南泰格林纸集团有限责任公司总裁助理、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。现兼任泰格林纸集团股份有限公司董事。

截至2012年3月底，公司在职员工合计5762人。按岗位划分，生产人员占57.32%，技术人员占9.91%，行政人员占10.53%，财务人员占1.91%，销售人员占2.83%，其他人员占17.50%；按学历划分，大专及以上学历占36.17%，高中及中专学历占51.53%，初中及以下学历占12.30%。

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。

3. 技术水平

研发实力强

通过在造纸行业多年经营取得的经验，公司在制浆、造纸、林业领域建立了专业配套、技术力量雄厚的研发体系，具备领先的科研开发实力。截至 2012 年 3 月底，公司拥有 1 个制浆造纸博士后科研流动站，拥有 1 个林业科研基地，并依托控股股东下设 1 个国家级企业技术中心。公司建立了具有国际 ISO 标准的恒温恒湿实验各类分析、检测的科研设备齐全。公司现有技术人员 526 人，并高薪聘请了国内外专家为公司做技术顾问。

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。公司是世界上首个建设工业化 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。废纸脱墨浆技术研究及其应用获中国轻工业联合会科技进步一等奖；“非木纤维制浆节能技术”获岳阳市科技进步奖二等奖；“环保复印纸”通过了省级鉴定；微涂轻型纸不仅能有效提高轻型纸白度、表面平整性、印刷适性等质量指标，且有节约降耗的优势；白（彩色）牛皮纸广泛用于制作工业产品包装，食品包装、医用包装、邮封、档案袋、高级手提袋及白色砂纸原纸等，市场需求旺盛，是今年开发的新产品之一。公司通过了湖南省企业质量信用等级评定，被评为“省质量信用 A 级企业”；通过了中国环境标志产品认证，取得了“中国环境标志产品认证证书”，被确认为绿色环保生产标准企业。

截至 2012 年 3 月底，公司获国家授权专

利 42 项（其中发明专利 40 项，实用新型 2 项），正在申请的专利 43 项；成功开发了国家级和省级新产品 38 个，获国家级科技进步奖 1 项、省部级科技进步奖 16 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。

装备实力雄厚

公司拥有当今世界最先进的德国福伊特（VIOTH）和芬兰美卓（METSO）造纸生产线，实现了生产过程的智能化和自动化，有效减少了原料损耗，提升了产品品质。先进的装备设施不仅提高了公司产能，对于实现公司技术产品转化和提高公司竞争力，也起到了有力的支撑作用。

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。

节水方面，公司从 1999 年的年产 12 万吨，日排放废水 10 万吨左右，到目前年产能超过 100 万吨，日排放废水仍然控制在 10 万吨左右，

实现了增产不增污。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；2008年又投资2000余万元完成了脱硫系统建设，脱硫效率可达90%以上。在化学制浆事业部，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积投入超过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2011年底，公司控制的林业资产总面积达到191.64万亩。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”。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. 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。“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。

7. 股东支持

公司控股股东泰格林纸集团股份有限公司（以下简称“泰格林纸集团”）是中国纸业投资总公司（以下简称“中国纸业”）控股的子公司，中国纸业前身为成立于1988年的中国物资开发投资总公司，并于2010年4月更为现名。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。

泰格林纸集团同时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。泰格林纸集团是国内“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，泰格林纸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优势

的区域行业地位，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 人，其中董事长 1 人，副董事长 1 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 人，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

目前公司设办公室、财务管理部、战略发展部、证券投资部等 11 个综合管理部门，本部设生产技术部、装备部、质量管理部等 8 个生产经营管理部门和造纸、制浆事业部等 15 个生产经营单位，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。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。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、淋膜原纸以及复印纸、工业纸等。2009~2011 年，得益

于产能扩张和并购活动，公司营业收入持续增长。2011 年公司机制纸总产量 108.08 万吨，连续三年增长，产品销售状况整体良好。由于公司产能提高，同时骏泰浆纸进入公司合并范围，产销量的大幅增长带来了营业收入的相应增长，公司 2011 年实现营业收入 69.65 亿元，较 2010 年增长 46.08%，考虑到合并骏泰浆纸的因素，营业收入实际增速放缓。

近三年，造纸行业主要子产品细分市场发展不平衡现象日益明显，毛利率状况分化，公司根据市场变化相应调整产品结构，确保整体盈利能力的稳定增长。例如，受国内厂商产能集中释放影响，新闻纸的毛利率低位徘徊，公司于 2010 年起停止了新闻纸的生产，并清理库存；包装用纸因庞大的市场需求处于较高利润水平，颜料整饰纸和轻涂纸利润也比较稳定，公司维持了相关产品的产能，并加快向以

文化纸为主导产品结构的转换力度，同时加大了轻涂纸及淋膜原纸等纸品的生产与销售，提高产品附加值。同时，针对外部市场，公司充分发挥纸浆种类多、转产灵活的有利条件，适时调整产品结构，于 2011 年新增了市场空间大的复印纸、工业纸产品，以避免单一品类造成的经营风险。从 2011 年公司营业收入构成及毛利率来看，公司颜料整饰纸、包装纸、轻涂纸产品以及复印纸和工业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 21.51%、16.34% 和 15.58%。同时，由于人工资本、运输费用增加以及销售价格下降，2011 年，公司林业利润率比上年减少 21.28 个百分点。

2012 年 1~3 月，公司实现营业收入 15.83 亿元，为 2011 年全年收入的 22.73%，一季度收入实现水平一般。

表1 近年公司经营情况 (单位: 亿元, %)

产品名称	2009 年			2010 年			2011 年			2012 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	7.59	6.33	16.55	10.75	9.35	12.97	14.98	12.58	16.01	3.58	3.07	14.46
包装纸	8.79	6.87	21.81	9.29	7.15	23.04	10.85	8.39	22.66	2.06	1.56	24.08
轻涂纸	8.10	6.67	17.60	11.85	10.26	13.42	11.38	9.86	13.36	1.88	1.62	13.75
淋膜原纸	2.30	1.96	14.55	3.33	2.91	12.72	3.33	2.82	15.19	0.80	0.72	10.49
新闻纸	0.31	0.32	-0.64	0.33	0.03	2.72	--	--	--	--	--	--
轻型纸	0.94	0.74	3.58	1.5	1.26	3.05	2.07	1.63	3.28	0.44	0.35	3.47
工业纸	0.77	0.64	2.38	2.99	2.54	5.75	3.50	2.86	4.74	1.04	0.84	7.15
复印纸	--	--	--	2.78	2.1	7.4	4.07	3.39	5.05	1.04	0.83	7.65
其他	1.59	1.12	29.56	4.86	3.82	21.40	19.47	14.94	23.27	4.98	3.77	24.30
合计	30.39	24.66	18.84	47.68	39.42	14.72	69.65	56.47	18.92	15.83	12.76	19.38

资料来源：公司提供

注：2012 年第一季度数据未经审计；2011 年起，骏泰浆纸的浆板产品列入其他类统计

2. 原材料采购

公司生产所需的原材料包括木材、芦苇、废纸、浆板、煤炭、进口配件、化工原料等，主要通过和供应商直接签订采购合同的方式购入，少部分通过代理商采购。公司化机浆事业部、化木浆事业部、苇浆事业部、脱墨浆事业部、热电事业部分别负责采购杨木、松木、芦苇、废纸、煤炭，进出口部负责采购进口浆

板、进口配件及出口纸产品，供应部负责采购公司除芦苇、木材、废纸、浆板、进口配件以外的原辅料。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。木材及化工产品采购结算以货到1

月内付款为主。

近年来，针对原材料价格波动较大的局面，公司充分发挥区位优势，除了加大对资源的占有和控制，逐步整合供应体系，提高对上游的议价能力。由于受环保标准提高的影响，洞庭湖区80%以上的造纸企业已被关停。目前公司作为该区域内最主要的造纸企业，在芦苇市场具有一定的议价能力。另外公司通过与战略供应商签订10年长期合约来保证芦苇的供应总量。

公司生产用水主要取自长江、洞庭湖，电、汽主要是公司自产，能源供给稳定充足。目前公司自备热电厂，能够满足公司生产运营所需电力，并根据不同电价时段调整自发电，削峰填谷，以降低能源成本。发电用煤主要来自山西、内蒙古等地区，运输物流以成本较低的水路为主，直达公司燃煤码头。总体看，2009年以来，除杨木等个别品种略有波动外，公司原材料价格整体呈明显上升趋势，2012年初，各类原料价格虽有小幅回落，但已全面站上价格高位，制约了公司盈利能力的进一步提高。

表2 公司主要原材料采购价格（不含税价）

主要原材料名称	2009	2010	2011	1Q2012
煤炭（元/吨）	449	559	715	758
松木（元/米 ³ ）	445	669	686	635
杨木（元/米 ³ ）	509	554	527	531
芦苇（元/米 ³ ）	615	738	826	769
废纸（元/吨）	1363	2089	2088	1937

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。随着怀化基地40万吨商品浆产能的达产，公司得以向上游产业链延伸，漂白硫酸盐木浆产品升级技改项目完成后，30万吨溶解浆是粘胶纤维重要原料，有助于公司产品结构的丰富。

由于原材料价格的全面上涨和供应紧张，

未来造纸工业的行业竞争将更多集中于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2011年底，公司控制的林业资产总面积达到了191.64万亩。目前，公司林地陆续进入砍伐收获期，公司将根据造纸原材料市场价格灵活安排砍伐规模。总体看，公司将制浆、造纸、营林、采伐与销售结合起来，形成良性循环的产业链，使得木浆供应问题得以解决，提升了公司整体竞争实力。

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#、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，是当今世界最先进的造纸设备。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，2010年5月转入生产，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，符合未来文化纸的发展趋势。

公司目前共拥有纸机生产线15条，年造纸生产能力合计103万吨，其中公司本部拥有纸机8台，产能合计83万吨，主要生产颜料整饰纸、工业淋膜原纸和轻涂纸；下属子公司湘江纸业拥有纸机7台，合计年产能20万吨，主要以生产包装用纸为主；下属子公司骏泰浆纸拥有年产40万吨漂白硫酸盐针叶木浆生产线和一条约10公里的铁路专用线。公司主要纸机生产线的工艺技术、装备水平居国内同行前列（见表3）。

表 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 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	工业淋膜原纸
	8# 纸机	6950	22	精制涂布纸、铜版纸
	9# 纸机	5250	20	全木浆胶版纸、静电复印纸、颜 A、轻型胶版纸
湘江纸业	10# 纸机	5250	20	颜 A、颜 B、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
	3# 纸机	2400	2.21	精品复合纸/本色复合纸/垫层纸

4#纸机	3200	3.4	本色卡纸/红色卡纸
5#纸机	1575	0.61	本色卡纸/红色卡纸
6#纸机	1760	1.36	精品复合纸/彩码纸
7#纸机	1760	0.85	精品复合纸/纸袋纸

资料来源：公司提供

公司年产 40 万吨含机械浆印刷纸项目于 2010 年达产，产品总产量保持稳步增长。公司 2011 年机制纸总产量为 108.08 万吨，浆板产量 37.35 万吨。公司于 2010 年全面停止了新闻纸的生产，特种纸及高附加值产品陆续进入生产阶段，胶版纸和复印纸进一步丰富了公司产品结构。

表 4 公司主要产品产销率情况（单位：万吨，%）

主要产品	2009 年			2010 年			2011 年			2012 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	16.77	17.39	103.69	22.12	22.24	100.5	31.73	30.41	95.84	7.39	6.46	87.44
轻涂纸	15.76	16.92	107.37	20.03	19.54	97.6	21.35	22.53	105.51	3.95	3.74	94.82
淋膜原纸	5.60	5.44	97.28	7.5	7.1	97.5	6.95	6.82	98.10	1.63	1.67	102.10
包装纸	20.24	20.70	102.24	19.63	19.54	99.5	21.75	20.70	95.15	5.47	3.90	71.37
新闻纸	0.80	0.80	99.49	--	--	--	--	--	--	--	--	--
复印纸	--	--	--	--	--	--	7.92	8.10	102.27	2.17	2.07	95.36
胶版纸	--	--	--	--	--	--	5.86	5.97	101.80	1.25	1.32	105.58

资料来源：公司提供

4. 产品销售

公司在全国设立了 21 个销售网点，针对市场需求销售所有产品。在 9#、10#纸机投产后，公司纸品及纸品产量大幅增长，为配合相关产品的销售工作，公司在原有直销模式的基础上，增加了经销模式。公司目前的下游客户主要为出版社、各地区印刷物资采购集团和期刊杂志社，前五名大客户占公司销售额的 15%~20%。在全国 1000 多种的主流期刊杂志中，有超过 500 种正在使用公司产品。公司目前的客户主要集中在经济相对发达的华中、华南、华东、和华北地区，2011 年销售额占比分别为 25.79%、25.54%、20.24%和 16.45%。销售回款方面，公司通过风险授信、抵押担保等方式，确保回款风险的可控。

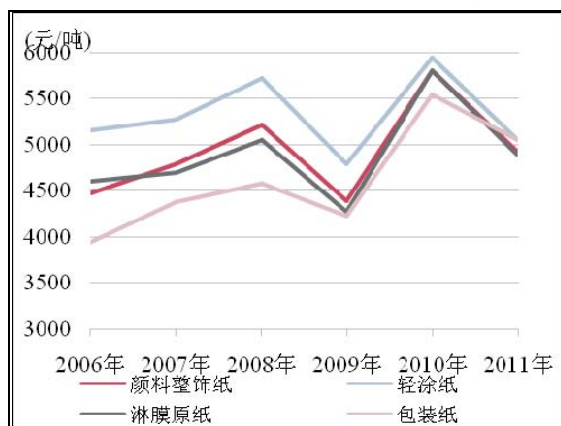
表 5 公司营业收入近年地区占比（单位：%）

地区	2009	2010	2011	1Q2012
华北	17.79	16.09	16.45	13.31
华东	28.48	28.85	20.24	26.78
华中	16.61	14.82	25.79	28.38
华南	21.14	23.09	25.54	18.07
西北	3.01	2.14	2.60	2.40
西南	4.93	4.54	5.51	5.05
其他地区	8.04	10.74	3.88	6.02
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

公司销售网络覆盖面广，渠道畅通，客户资源丰富。公司在全国二十多个省、市、自治区范围内建立了销售分公司，配备专职销售人员 100 多人，及时反馈市场信息，产品的售前、售中、售后服务体系完备。公司有专门的市场信息调研机构和人员，以掌握林浆纸产品的国际国内的行业信息和竞争对手信息，为决策提供参考。

图5 公司主要产品价格变动 (元/吨)



资料来源：公司提供

从近五年公司主要产品价格变动情况看，2006年以来，受原材料价格持续上涨和需求拉动的影响，公司主要产品价格开始上涨，进入2008年到达阶段高点。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，各方对后市看空因素加重，2009年，公司主要产品价格快速回落。随着宏观经济环境的好转，市场需求逐渐恢复，2009年下半年起，各类纸品价格出现反弹，而原材料价格的上涨，则进一步推动纸品价格攀高，2010年，公司主要纸品价格已全面超过金融危机前价格高位，2011年，由于宏观环境导致的市场形势不佳，同行业竞争加剧，纸品价格全面回落。

5. 经营效率

2009~2011年，公司销售债权周转次数持续下降，三年分别为5.47、5.41和4.70次。2011年公司存货周转次数和总资产周转次数分别为1.80次和0.48次，虽然较上年有所提高，但指标仍然较低，一方面是公司将林木资产计入存货，且存货整体比重大，导致周转周期长；另一方面是由于公司新增产能尚需一定时间的生产磨合。

总体看，公司资产运营效率一般。

6. 未来发展

公司于2010年配股募集资金收购骏泰浆纸100%股权及外购林林资产后，再增40万吨浆板产能，对上游林业资源的控制力度进一步增强。股权重组后，公司引入央企市场化经营理念，依托央企平台优势，持续推进“林浆纸一体化”战略的深入实施。

2010年末，公司制定了林业十二五发展规划纲要，未来五年，公司计划投资58亿元，发展林业基地310万亩，其中：新造林46万亩；中成林收购264万亩；采伐更新63万亩；未来五年累计土地租金、抚育、利息成本等费用共计20.8亿元。按树种分，新增杨树林基地72万亩，松树林基地173万亩，桉树林基地65万亩。按林分结构分，新造林46万亩；收购培育的264万亩林基地中，幼林48.78万亩，中龄林50.78万亩，近成熟林160.44万亩。按区域分，以骏泰浆纸为中心向周边区域辐射发展130万亩，以岳阳林纸为中心向周边区域辐射发展180万亩，主要分布在湖南、湖北、江西、两广及贵州黔东南等地。

总体看，公司“林浆纸一体化”发展战略清晰。联合资信同时也关注到，造纸行业结构性产能过剩较为严重，市场竞争激烈，原材料供需矛盾等问题，在相当长时间内仍是影响公司生产经营和盈利能力的重大因素。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2009~2011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结论。公司于2011年1月收购了控股股东泰格林纸集团股份有限公司所持有的骏泰浆纸100%股权。评估基准日，骏泰浆纸资产合计49.00亿元，负债合计41.76亿元，其中非流动负债23.64亿元。公司2012年1~3月财务报表未经审计。

2011年，新纳入公司合并范围的子公司有

湖南骏泰浆纸有限责任公司、怀化市骏源精细化工有限公司、湖南森海林业有限责任公司、怀化市双阳林化有限公司、湖南骏泰生物质发电有限责任公司；不再纳入合并范围的子公司有永州飞达机电有限责任公司和永州飞湘物资综合利用有限责任公司。合并范围较上年变化较大。

截至2011年底，公司资产总额167.71亿元，所有者权益45.43亿元（其中少数股东权益0.02亿元）；2011年，公司实现营业收入69.65亿元，利润总额1.62亿元。

截至2012年3月底，公司资产总额173.37亿元，所有者权益45.53亿元（其中少数股东权益0.03亿元）；2012年1~3月，公司实现营业收入15.83亿元，利润总额0.12亿元。

2. 资产质量

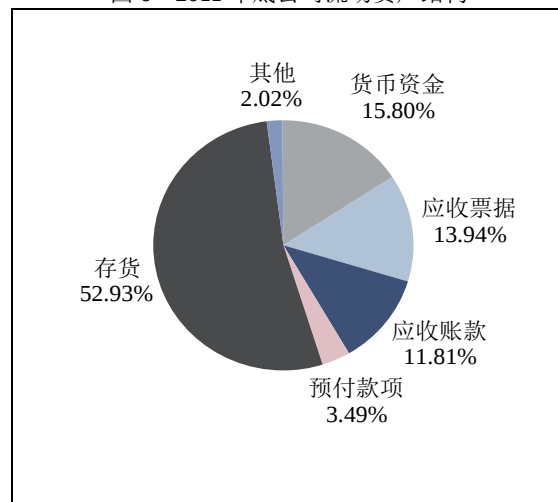
2009~2011年，公司资产总额持续增长，年均复合增长29.54%。截至2011年底，公司资产总额为167.71亿元，其中流动资产占43.46%，非流动资产占56.54%，非流动资产占比有所提高。

流动资产

2009~2011年，公司流动资产增长较快，年均复合增长38.12%，主要是由于货币资金、应收票据、应收账款和存货的大幅增长所致。截至2011年底，公司流动资产合计72.88亿元，主要以货币资金、应收票据、应收账款和存货为主。

2009~2011年，公司货币资金呈现波动增长，年均复合增长率为41.17%。截至2011年底，公司货币资金11.52亿元，其中银行存款和其他货币资金（系银行承兑汇票保证金及信用证保证金）分别占56.29%和43.69%。

图6 2011年底公司流动资产结构



资料来源：公司年报

2009~2011年，公司应收票据年均复合增长64.50%。截至2011年底，公司应收票据余额10.16亿元，其中有2.36亿元的应收票据用于短期借款和开具银行承兑汇票质押。

2009~2011年，公司应收账款年均复合增长69.11%，高于同期营业收入的增幅。截至2011年底，公司应收账款余额8.61亿元，账龄分析组合中，其中1年以内占96.46%，1~3年占1.91%，3年以上占1.63%，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36.04%，主要是下游印刷厂和商贸公司，欠款集中度一般。2011年底，公司合计计提坏账准备为0.21亿元，计提比例2.36%。2012年3月底，公司应收账款为12.54亿元，较2011年底大幅增长45.64%，主要是销售回款周期较长所致。

2009~2011年，受公司工程项目完工及股权收购结束等影响，公司预付款项波动下降，年均复合增长率为-19.65%。截至2011年底，公司预付款项为2.54亿元，主要是预付设备款和预付木材款，账龄1年以内占79.03%，1~3年占14.82%，3年以上占6.15%。

2009~2011年，公司存货年均复合增长34.47%，主要由于公司近两年林木资产增长以及合并骏泰浆纸所致。截至2011年底，公司存货账面余额38.58亿元，其中原材料占24.70%，

库存商品占13.84%，在产品占3.16%，林木资产占58.29%。公司库存商品和在产品占比较上年有所下降。2011年原材料价格普遍上涨，产品价格则出现回落，2011年底，公司计提存货跌价准备0.02亿元。

非流动资产

2009~2011年，公司非流动资产年均复合增长23.94%，主要是固定资产的增长所致。截至2011年底，公司非流动资产94.83亿元，主要由固定资产（93.22%）构成。

2009~2011年，一方面由于新建生产线陆续建成投产，转入固定资产，另一方面由于合并骏泰浆纸，公司固定资产净额年均复合增长68.85%，固定资产构成主要以机器设备和房屋建筑物为主。截至2011年底，公司固定资产原值109.56亿元，累计折旧18.30亿元，固定资产净值91.26亿元，成新率为83.30%，固定资产成新率较好。

2009~2011年，随着在建工程建成投产并转入固定资产，公司在建工程规模有所缩小。公司40万吨工程项目于2009年下半年进入试运行阶段，于2010年5月转入生产。截至2011年底，公司在建工程为3.29亿元，主要为新增溶解浆项目和技改项目。

2009~2011年，公司无形资产年均复合增长48.57%，主要是土地使用权，截至2011年底，公司无形资产为2.84亿元，其中净值为0.35亿元的土地使用权用于银行借款抵押担保。

截至2012年3月底，公司资产总额173.37亿元，较2011年底增长3.37%，其中，流动资产和非流动资产分别占比为45.52%和54.48%，资产构成基本稳定。

总体看，随着大规模工程投资建设的完工以及资产并购活动，公司资产规模实现了较大幅度增长后的相对稳定。公司非流动资产占比提高，资产整体质量尚可。

3. 负债及所有者权益

负债

2009~2011年，公司负债总额年均复合增长32.33%，增幅略高于资产规模的增长幅度。截至2011年底，公司负债合计122.28亿元，其中流动负债占66.86%，非流动负债占33.14%，流动负债占比略有提高，负债结构整体变化较小。

2009~2011年，公司流动负债年均复合增长35.85%，主要是短期借款、应付票据和其他应付款大幅增长所致。截至2011年底，公司流动负债81.76亿元，主要由短期借款（占38.87%）、应付票据（占14.18%）、应付账款（占14.68%）和一年内到期的非流动负债（占12.78%）构成。

2009~2011年，公司短期借款波动增长，年均复合增长33.79%。截至2011年底，公司短期借款31.78亿元，短期借款由质押借款（占4.99%）、保证借款（占62.08%）和信用借款（占32.93%）构成，其中，保证借款由母公司泰格林纸集团为公司15.20亿元银行借款提供保证、中国纸业投资总公司为公司2.00亿元银行借款提供保证及公司为子公司永州湘江纸业有限责任公司2.53亿元银行借款提供保证。

2009~2011年，公司其他流动负债年均复合增长率为-22.95%。截至2011年底，其他流动负债为6.57亿元，主要构成为公司于2011年6月22日在全国银行间债券市场发行的6.50亿元短期融资券。

2009~2011年，公司应付账款年均复合增长11.83%。截至2011年底，公司应付账款为12.00亿元，分别由采购款（占76.62%）和工程款（占23.38%）构成。2012年3月底，公司应付账款为10.48亿元，较2011年底减少12.67%。

2009~2011年，公司一年内到期的非流动负债年均复合增长134.49%。截至2011年底，公司一年内到期的非流动负债为10.45亿元，主要由即将到期的银行长期借款构成。

2009~2011年，公司非流动负债年均复合

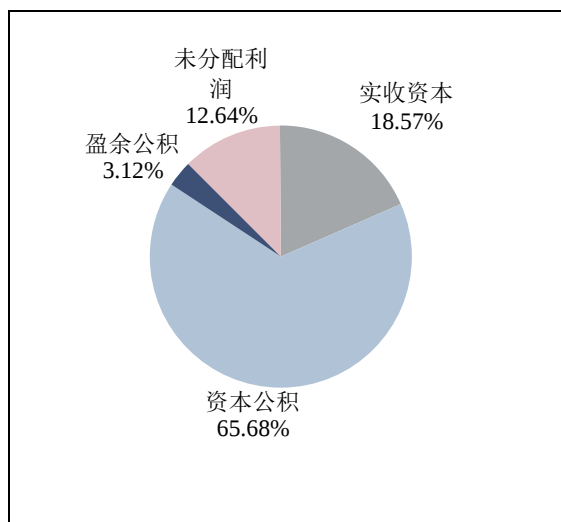
增长26.00%。截至2011年底，公司非流动负债40.52亿元，其中长期借款占97.97%。

截至2012年3月底，公司非流动负债为37.43亿元，较2011年下降7.63%，主要是由于公司长期借款规模有所下降所致。

所有者权益

2009~2011年，公司所有者权益波动增长，年均复合增长率为22.82%，主要源自资本公积的快速增长。2010年，公司成功完成配股工作，共配售19095.90万股，公司股本增至84315.91万元。截至2011年底，公司所有者权益为45.43亿元，归属于母公司所有者权益占99.96%，其中，实收资本占18.57%，资本公积占65.68%，未分配利润占12.64%，盈余公积占3.12%。资本公积主要为股本溢价。

图7 2011年底所有者权益构成情况



资料来源：公司年报

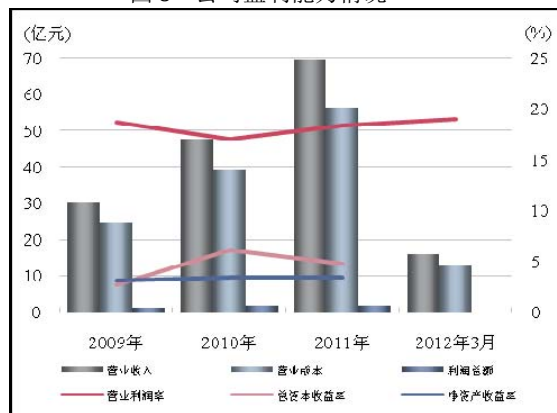
截至2012年3月底，公司所有者权益较2011年底略有增加，为45.53亿元，变化不大。公司所有者权益稳定性较好。

4. 盈利能力

2009~2011年，随着公司生产经营规模的扩大，公司利润总额年均复合增长23.38%。2011年，公司实现利润总额1.62亿元，由于合并骏泰浆纸的因素，较上年追溯调整数下降51.76%，利润的大幅下降主要原因为造纸板块

原材料价格上涨幅度较大导致的营业成本增加所致。

图8 公司盈利能力情况



资料来源：公司年报

从盈利指标看，受近年来经济形势波动大、原材料价格上涨导致的公司成本的增加，以及公司新增产能调试磨合的影响，近三年公司营业利润率呈现波动态势，净资产收益率和总资产收益率波动增长，2011年，公司营业利润率为18.35%，净资产收益率和总资产收益率分别为3.38%和4.78%。

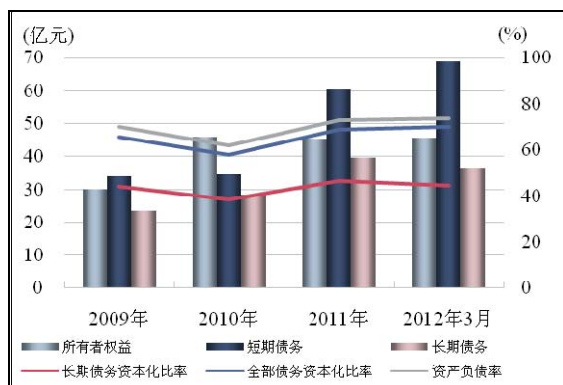
2012年1~3月，公司实现营业收入15.83亿元，为2011年全年收入水平的22.73%。同期，公司实现营业利润和净利润分别为0.06亿元和0.10亿元，营业利润率为18.97%，较2011年提高0.62个百分点。

整体看，公司盈利能力一般。

5. 偿债能力

截至2011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72.91%、68.78%和46.63%，较2010年进一步提高。2009~2011年，公司维持了较大的筹资规模，用于工程项目建设及设备采购，导致公司债务负担持续上升，公司全部债务年均复合增长31.82%。截至2011年底，公司全部债务总额100.10亿元，其中短期债务占60.34%，长期债务占39.66%，短期债务占比显著上升。公司整体债务负担偏重，短期支付压力较大。

图9 2009~2012年3月公司债务情况



资料来源：公司年报

2011年底，公司流动比率和速动比率指标比上年大幅下降，分别为89.15%和41.96%；2012年3月底，流动比率和速动比率较2011年底有所回升，分别为87.30%和43.00%，指标仍然偏弱。2010年以来，由于公司经营规模扩大，收入大幅增长，经营活动现金流净额大幅增加，经营现金流动负债比由2009年的0.88%上升至2010的4.81%，指标明显改善。2011年，由于国内经济增长放缓、市场需求不振，公司经营现金流动负债比降至4.20%。2009~2011年，公司短期债务规模和资产负债率均有较大幅度提高，债务负担整体加重，短期债务比例增大。总体看，公司近三年短期偿债指标呈现一定程度的波动，债务规模上升较快，短期支付压力较大。

图10 2009~2012年3月公司短期偿债指标



资料来源：公司年报

从长期偿债指标看，2009~2011年，公司

EBITDA分别为4.73亿元、7.25亿元和12.78亿元；公司EBITDA利息倍数整体呈波动下降趋势，三年分别为3.26倍、3.35倍和2.36倍，全部债务/EBITDA分别为12.18倍、8.69倍和7.83倍，整体看，公司对全部债务保护能力一般。

截至2012年3月底，公司无逾期贷款，无对外担保。

截至2012年3月底，公司从多家商业银行获得综合授信总额138.95亿元，其中未使用额度为57.70亿元，公司间接融资渠道畅通。公司为上交所上市公司，直接融资渠道较为畅通。

七、综合评价

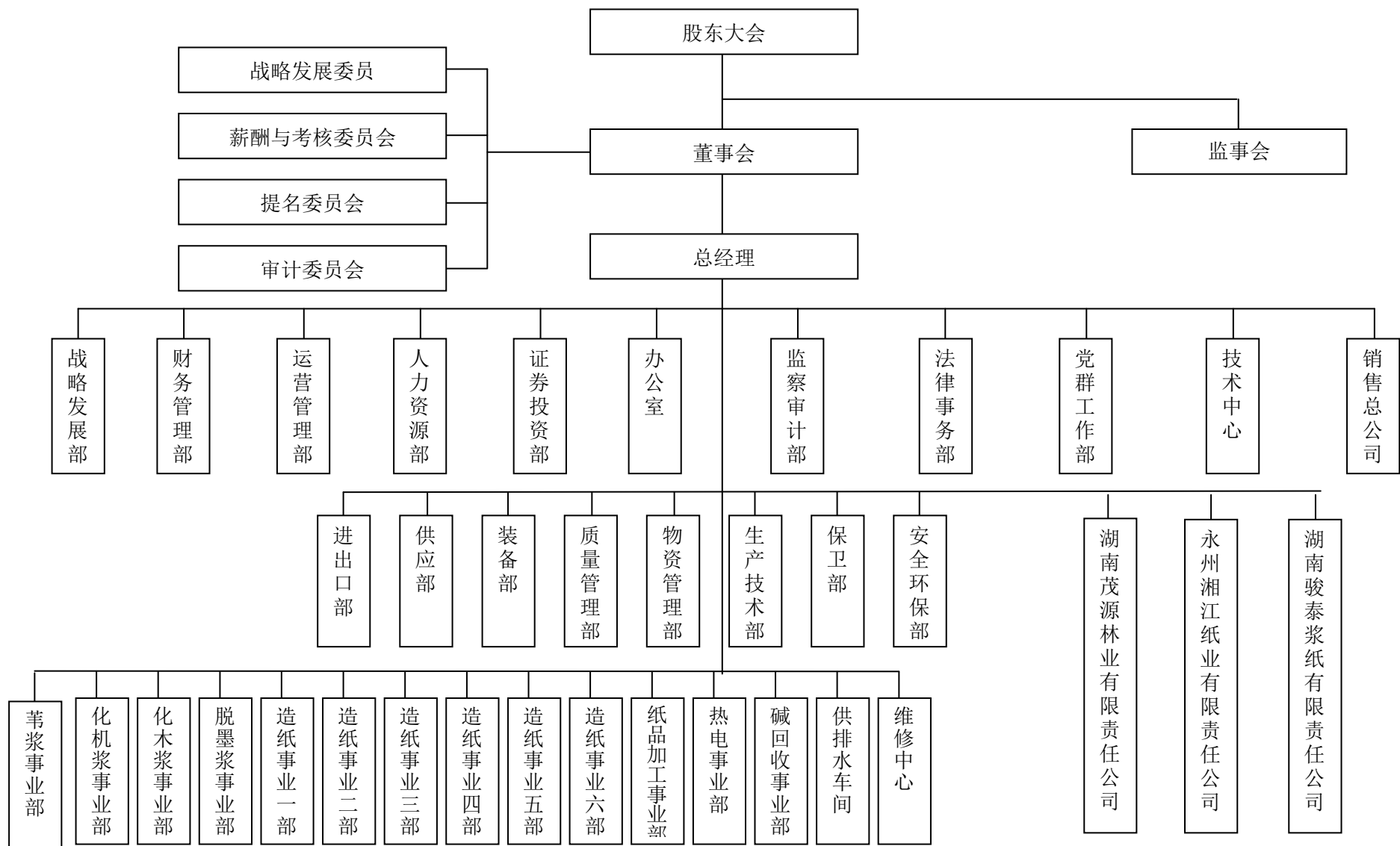
随着宏观经济形势的持续波动，造纸行业景气程度也经历了相应起伏，短期内面临原材料供应紧张，结构性供需矛盾等问题，但作为国民经济的基础原材料行业，在目前国内人均消费纸量远低于发达国家水平的背景下，长期看造纸行业仍具有较好的增长空间。行业内资源优势明显，整合能力强的大型企业具备良好的发展前景。

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和并购活动，公司资产总额实现了快速增长，但负债水平和债务负担也呈现逐年快速加重趋势，目前债务负担较重。得益于良好的成本控制能力和产品结构调整，公司在不利的经济环境下，实现了相对稳定的盈利水平，保持了适宜的整体偿债能力。基于公司对上游林业资源的掌控，以及“林浆纸一体化”战略的实施，整体竞争实力有望稳步提高。

总体看，公司主体信用风险低。

附件 1 岳阳林纸股份有限公司组织结构图



附表 2-1 资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 3 月
流动资产：					
货币资金	57796.07	157137.19	115186.78	41.17	124744.86
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00		0.00
应收票据	37554.35	60644.75	101628.68	64.50	75946.36
应收账款	30094.24	48112.16	86066.04	69.11	125360.91
预付款项	39382.85	74462.15	25426.82	-19.65	46011.68
应收利息	0.00	0.00	0.00		0.00
应收股利	0.00	0.00	0.00		0.00
其他应收款	3896.49	3671.09	6490.26	29.06	9635.86
存货	213345.35	242400.76	385766.06	34.47	400417.18
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	8262.86		7046.35
流动资产合计	382069.35	586428.11	728827.51	38.12	789163.21
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	44.98	0.00	0.00	-100.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00		0.00
固定资产	310056.00	594736.72	883992.53	68.85	870787.12
在建工程	290933.16	4844.12	32919.46	-66.36	42306.80
工程物资	1553.29	254.84	287.48	-56.98	486.58
固定资产清理	0.00	0.00	0.00		0.00
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00		0.00
油气资产	0.00	0.00	0.00		0.00
无形资产	12870.06	22335.35	28407.72	48.57	28266.13
开发支出	0.00	0.00	0.00		0.00
商誉	0.00	0.00	0.00		0.00
合并价差	0.00	0.00	0.00		0.00
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00		0.00
递延所得税资产	1878.55	1916.09	2672.07	19.26	2672.07
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00		0.00
非流动资产合计	617336.06	624087.13	948279.27	23.94	944518.71
资产总计	999405.41	1210515.24	1677106.78	29.54	1733681.91

附表 2-2 资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 3 月
流动负债：					
短期借款	177550.00	171740.22	317795.98	33.79	359145.18
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00		0.00
应付票据	32646.62	14451.52	115953.78	88.46	110410.34
应付账款	95943.18	92019.98	119990.78	11.83	104769.17
预收款项	10683.37	11615.45	5663.28	-27.19	8842.70
应付职工薪酬	1583.80	2074.48	3019.73	38.08	2811.86
应交税费	-11796.28	3254.47	4070.72		2498.87
应付利息	1594.23	1423.77	2061.17	13.71	3034.67
应付股利	0.00	0.00	0.00		0.00
其他应付款	5073.56	5138.66	78803.32	294.11	92293.80
预计负债	0.00	0.00	0.00		0.00
一年内到期的非流动负债	19000.00	48927.87	104471.00	134.49	104471.00
其他流动负债	110736.00	110736.00	65736.00	-22.95	115736.00
流动负债合计	443014.49	461382.42	817565.78	35.85	904013.59
非流动负债：					
长期借款	236210.36	284606.17	397008.76	29.64	366215.79
应付债券	0.00	0.00	0.00		0.00
长期应付款	11855.75	0.00	0.00	-100.00	0.00
专项应付款	353.52	353.52	353.52	0.00	345.69
预计负债	0.00	0.00	0.00		0.00
递延收益	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	6808.96	5360.29	7852.47	7.39	7777.47
非流动负债合计	255228.58	290319.98	405214.75	26.00	374338.96
负债合计	698243.07	751702.40	1222780.53	32.33	1278352.55
所有者权益：					
实收资本(或股本)	65220.01	84315.91	84315.91	13.70	84315.91
资本公积	184392.83	310481.34	298282.27	27.19	298282.27
减：库存股	0.00	0.00	0.00		0.00
盈余公积	12995.56	14288.37	14159.90	4.38	14159.90
未分配利润	38553.94	49727.21	57386.84	22.00	58277.52
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00		0.00
归属于母公司权益合计	301162.34	458812.84	454144.92	22.80	455035.61
少数股东权益	0.00	0.00	181.33		293.76
所有者权益合计	301162.34	458812.84	454326.25	22.82	455329.36
负债和所有者权益总计	999405.41	1210515.24	1677106.78	29.54	1733681.91

附表 3 利润及利润分配表
 （单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~3 月
一、营业收入	303853.87	476822.88	696501.14	51.40	158308.85
减：营业成本	246593.79	394217.50	564749.71	51.33	127625.65
营业税金及附加	630.12	1129.35	3956.21	150.57	658.50
销售费用	13402.03	17911.98	23573.46	32.63	5528.77
管理费用	21729.73	28909.46	45258.58	44.32	9670.51
财务费用	14723.42	21018.37	52219.69	88.33	14213.96
资产减值损失	-1356.05	950.34	-2552.53	37.20	0.00
加：公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00		0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00		0.00
其中：对合营企业投资收益	0.00	0.00	0.00		0.00
汇兑收益	0.00	0.00	0.00		0.00
二、营业利润	8130.84	12685.88	9296.02	6.93	611.47
加：营业外收入	2608.91	4771.29	7401.51	68.43	550.83
减：营业外支出	119.16	300.74	531.22	111.14	2.19
其中：非流动资产处置损失	0.00	0.00	0.00		0.00
三、利润总额	10620.58	17156.43	16166.31	23.38	1160.11
减：所得税费用	1229.62	1429.35	790.39	-19.83	157.00
四、净利润	9390.96	15727.08	15375.92	27.96	1003.11

附表 4-1 现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~3 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	353566.73	524730.78	584842.38	28.61	96256.35
收到的税费返还	56.55	526.39	1102.10	341.48	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	3330.96	5466.28	22694.13	161.02	16018.20
经营活动现金流入小计	356954.24	530723.44	608638.60	30.58	112274.55
购买商品、接受劳务支付的现金	303274.11	442490.90	447505.22	21.47	129830.23
支付给职工以及为职工支付的现金	20445.41	22402.11	31394.53	23.92	7956.29
支付的各项税费	10733.09	9477.10	43646.46	101.66	7166.30
支付其他与经营活动有关的现金	18581.21	34163.62	51728.72	66.85	9719.52
经营活动现金流出小计	353033.81	508533.73	574274.93	27.54	154672.34
经营活动产生的现金流量净额	3920.43	22189.71	34363.67	196.06	-42397.78
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
取得投资收益收到的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	207.37	343.50	258.61	11.67	5.11
处置子公司及其他单位收到的现金净额	0.00	0.00	0.00		0.00
收到其他与投资活动有关的现金	4990.10	1040.40	699.00	-62.57	0.00
投资活动现金流入小计	5197.47	1383.90	957.61	-57.08	5.11
购建固定资产、无形资产等支付的现金	202583.25	51890.21	38397.66	-56.46	6549.12
投资支付的现金	0.00	47900.00	48502.70		0.00
取得子公司等支付的现金净额	0.00	0.00	0.00		0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00		3.37
投资活动现金流出小计	202583.25	99790.21	86900.36	-34.50	6552.49
投资活动产生的现金流量净额	-197385.78	-98406.31	-85942.75	-34.01	-6547.37
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	0.00	143803.61	0.00		0.00
取得借款收到的现金	293250.00	430792.38	395083.96	16.07	177200.00
发行债券收到的现金	0.00	0.00	65000.00		0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	97891.12		34588.20
筹资活动现金流入小计	293250.00	574595.99	557975.07	37.94	211788.20
偿还债务支付的现金	74384.66	364206.34	487037.61	155.88	114569.68
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	24277.75	34176.11	64779.85	63.35	16061.29
支付其他与筹资活动有关的现金	2397.25	707.28	57422.00	389.42	66.36
筹资活动现金流出小计	101059.66	399089.74	609239.46	145.53	130697.33
筹资活动产生的现金流量净额	192190.34	175506.25	-51264.39		81090.87
四、汇率变动对现金的影响	0.00	51.46	-216.03		0.00
五、现金及现金等价物净增加额	-1275.01	99341.12	-103059.50	799.06	32145.71
加: 期初现金及现金等价物余额	59071.08	57796.07	191658.65	80.13	88599.15
六、期末现金及现金等价物余额	57796.07	157137.19	88599.15	23.81	120744.86

附表 4-2 现金流量补充资料表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	9390.96	15727.08	15375.92	27.96
加: 资产减值准备	-1356.05	950.34	-2552.53	37.20
固定资产折旧及其他	21895.52	33305.37	56829.30	61.10
无形资产摊销	286.21	434.71	695.84	55.92
长期待摊费用摊销	0.00	0.00	0.00	
处置固定资产、无形资产等损失	-20.07	-130.54	327.95	
固定资产报废损失	0.00	0.00	0.00	
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	
财务费用	15330.23	21430.31	54149.84	87.94
投资损失	0.00	0.00	0.00	
递延所得税资产减少	127.61	-37.54	-197.13	
递延所得税负债增加	0.00	0.00	0.00	
待摊费用减少	0.00	0.00	0.00	
预提费用增加	0.00	0.00	0.00	
存货的减少	-10283.43	-23838.23	-57532.32	136.53
经营性应收项目的减少	-18932.98	-29912.57	-106705.98	137.40
经营性应付项目的增加	-12517.56	3835.20	73215.98	
其他	0.00	425.57	756.81	
经营活动产生的现金流量净额	3920.43	22189.71	34363.67	196.06
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
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	
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	57796.07	157137.19	88599.15	23.81
减: 现金的期初余额	59071.08	57796.07	191658.65	80.13
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	-1275.01	99341.12	-103059.50	--

附件 5 主要财务指标

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	平均值	2012 年 3 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	5.47	5.41	4.70	5.07	--
存货周转次数(次)	1.21	1.73	1.80	1.66	--
总资产周转次数(次)	0.35	0.43	0.48	0.44	--
现金收入比(%)	116.36	110.05	83.97	98.27	60.80
盈利能力					
营业利润率(%)	18.64	17.09	18.35	18.03	18.97
总资本收益率(%)	2.72	6.10	4.78	4.76	--
净资产收益率(%)	3.12	3.43	3.38	3.34	--
财务构成					
长期债务资本化比率 (%)	43.96	38.28	46.63	43.59	44.58
全部债务资本化比率 (%)	65.67	57.88	68.78	64.89	69.87
资产负债率 (%)	69.87	62.10	72.91	69.06	73.74
偿债能力					
流动比率(%)	86.24	127.10	89.15	99.95	87.30
速动比率(%)	38.09	74.56	41.96	50.97	43.00
EBITDA 利息倍数(倍)	3.26	3.35	2.36	2.84	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.18	8.69	7.83	8.96	--
经营现金流动负债比(%)	0.88	4.81	4.20	3.72	--
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.34	-0.12	-0.05	-0.13	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-13.35	-3.52	-0.95	-4.20	--

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，联合资信有权撤销信用等级。

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。

