

信用等级公告

联合[2013] 446 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

二零一三年五月九日



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.lhratings.com

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: 2013 年 5 月 9 日

财务数据

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 3 月
资产总额(亿元)	173.40	167.71	165.98	170.34
所有者权益合计(亿元)	53.42	45.43	53.54	52.56
长期债务(亿元)	51.59	39.70	36.08	37.68
全部债务(亿元)	104.61	100.10	100.94	101.33
营业收入(亿元)	61.38	69.65	65.42	14.54
利润总额(亿元)	3.13	1.62	-2.59	-0.98
EBITDA(亿元)	10.89	12.78	8.75	--
营业利润率(%)	20.56	18.35	14.63	10.13
净资产收益率(%)	5.00	3.38	-4.07	--
资产负债率(%)	69.19	72.91	67.74	69.14
全部债务资本化比率(%)	66.20	68.78	65.34	65.85
流动比率(%)	115.27	89.15	92.75	95.33
全部债务/EBITDA(倍)	9.60	7.83	11.53	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.48	2.36	1.41	--

注: 1. 2013 年一季度财务数据未经审计;

2. 2010 年财务数据为经追溯调整的 2011 年期初值。

分析师

于浩洋 车 飞

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

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对岳阳林纸股份有限公司(以下简称“公司”)的评级结果反映了公司作为国内大型国有控股造纸公司,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。同时,联合资信也关注到,近年来造纸行业及溶解浆市场景气度低,市场竞争激烈,以及公司盈利水平持续下降,债务水平较高等因素对公司经营和信用水平造成的不利影响。

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走低,短期内市场走势仍不明朗。公司产品结构有待优化,盈利能力仍有待提升。联合资信对公司的评级展望为负面。

优势

1. 公司对上游林业资源的掌握有利于实现长远发展。
2. 公司具备较大的规模优势,产品品种多元化,有助于应对单一产品市场波动风险。
3. 公司技术装备水平先进,可迅速根据市场动向调整产品结构。
4. 公司股东实力较强,股东在多方面给予公司的支持力度较大。
5. 作为 A 股上市公司,公司融资渠道较广,可综合利用多种融资方式降低财务成本,2012 年公司成功完成了非公开发行股票工作。

关注

1. 造纸行业产能过剩情况较严重,行业景气度低,对公司经营产生不利影响。
2. 溶解浆市场价格一路下滑,公司子公司溶解浆项目亏损严重。

3. 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。
4. 公司债务规模较大，债务负担较重，短期支付压力较大。

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 2013 年 5 月 9 日至 2014 年 5 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。经中国证监会证监许可[2012]1562号文核准，公司于2012年12月11日向泰格林纸集团股份有限公司非公开发行人民币普通股2亿股，每股发行价格5.32元。截至2013年3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2012年底，公司资产（合并）总计165.98亿元，所有者权益合计53.54亿元（其中包含少数股东权益0.02亿元）。2012年公司营业收入65.42亿元，利润总额-2.59亿元。

截至2013年3月底，公司资产（合并）总计170.34亿元，所有者权益合计52.56亿元（其中包含少数股东权益0.03亿元）。2013年1~3月公司营业收入14.54亿元，利润总额-0.98亿元。

截至2013年3月底，公司设党政办公室、

计划财务部、战略发展部、证券投资部等10个综合管理部门，本部设生产技术部、装备部、质量管理部等6个生产经营管理部门和造纸、制浆事业部等14个生产经营单位，并拥有3家一级全资子公司（见附件1）。

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：童来明。

二、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2012年以来，国内宏观经济整体运行平稳，经济增速在连续三个季度下滑之后于四季度呈现温和回升态势。根据国家统计局数据初步核算，2012年，中国实现国内生产总值519322亿元，同比增长7.8%，GDP前三季度同比增速持续回落，一季度同比增长8.1%，二季度增长7.6%，三季度增长7.4%，但四季度以来，经济增长温和回升态势开始显现，四季度GDP增长为7.9%。2012年，中国规模以上工业增加值同比增长10.0%，增速同比回落3.9个百分点。分季度看，一季度同比增长11.6%，二季度增长9.5%，三季度增长9.1%，四季度增长10.0%。2012年，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万元以上的企业，下同）实现主营业务收入915915亿元，同比增长11%；规模以上工业企业实现利润55578亿元，同比增长5.3%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求基本保持平稳，对外贸易增速下滑明显。具体而言：①消费继续平稳增长。2012年社会消费品零售总额为210307亿元，同比名义增长14.3%，同比增速小幅回落2.8个百分点。②投资增速放缓，结构持续优化。2012年固定资产投资（不含农户）364835亿元，同比增长20.6%，较2011年同期同比减少3.9个百分点。分地区来看，中西部投资增速快于东部；分产业来看，第一产业投资增速快于第二、第三产业。③对外贸

易增速下滑明显，贸易顺差显著扩大。2012年，全年进出口总额为 38667.60 亿美元，同比增长 6.2%，增速同比大幅下降 16.3 个百分点，其中出口金额同比增长 7.9%，增速同比下降 12.4 个百分点，进口金额同比增长 4.3%，增速同比下降 20.6 个百分点，全年贸易顺差达 2311.09 亿美元，较上年的 1551.4 亿美元显著扩大。

2012 年 CPI 全年同比增长 2.6%，整体维持低位。2012 年 3 月开始随食品价格涨幅持续回落、CPI 翘尾因素走弱，CPI 呈下降态势，10 月份为 1.7%，达年内低点。进入 11 月份由于低温、春节临近等因素影响，带动食品价格大幅上涨，12 月 CPI 回调至 2.5%。从 CPI 分类指数看，食品类价格走势对 CPI 影响明显。PPI 方面，2012 年全年 PPI 同比下降 1.7%。由于受国内外宏观经济增速放缓、翘尾因素持续下滑等因素影响，2012 年前三季度 PPI 不断下降，9 月达年内低点-3.6%，10 月以来受投资恢复、企业去库存压力缓解以及季节因素等影响，PPI 降幅持续收窄，12 月达-1.9%。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，加快推进结构性减税，扩大“营改增”试点范围，同时进一步推动基础设施建设等多种措施，确保“稳增长”目标实现。公共支出方面，2012 年全国教育支出 21165 亿元，同比增长 28.3%；医疗卫生支出 7199 亿元，同比增长 12.0%；社会保障和就业支出 12542 亿元，同比增长 12.9%；住房保障支出 4446 亿元，同比增长 16.4%。2012 年，全国财政累计收入为 117210 亿元，累计支出为 125712 亿元，分别同比增长 12.8%和 15.1%。结构性减税方面，2012 年 8 月 1 日起至年底，中央决定将交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点

范围，由上海市分批扩大至北京、天津、江苏、浙江、安徽、福建、湖北、广东和厦门、深圳 10 个省(直辖市、计划单列市)。据初步统计，截至 2012 年底，已纳入试点的企业户数约 71 万户，即将纳入试点的户数约 20 万户，“营改增”减负效果明显。此外，为进一步加强和改善关税调控作用，财政部发布通知，自 2013 年 1 月 1 日起，中国将对进出口关税进行部分调整，中国将对 780 多种进口商品实施低于最惠国税率的年度进口暂定税率。基础设施建设方面，国务院总理温家宝 5 月 23 日主持召开国务院常务会议，要求推进“十二五”规划重大项目按期实施，启动一批事关全局、带动性强的重大项目，已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目。截至 12 月末，教育、医疗卫生、节能环保、社会保障和就业、城乡社区事务、农林水事务等的财政支出呈重点突破态势，均保持两位数以上的增速。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，通过降息、降准、公开市场操作等数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，为“稳增长”目标实现营造了宽松的货币环境，取得了预期效果。2012 年在国内外需求同步放缓、外汇占款增长乏力的背景下，央行同时采取数量型和价格型货币政策工具向市场投放流动性，全年两次下调存款准备金率共 1 个百分点，公开市场操作净投放 1.44 万亿元，成为 2012 年基础货币投放的主要源头。此外央行年内两次下调一年期存贷款基准利率各 0.5 个和 0.56 个百分点，引导市场利率适当下行，促进货币信贷合理适度增长。从信贷数量来看，2012 年全年人民币贷款增加 8.20 万亿元，同比多增 7320 亿元，货币信贷保持合理增长支持了实体经济。人民币汇率方面，截至 2012 年末，人民币兑美元汇率中间价仅升值 0.25%，同时考虑到外汇占款与贸易增速均转入低增长轨道，目前人民币汇

率已经接近均衡水平。

产业政策方面，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张。进一步推进农业生产，落实和完善扶持政策，加大农业科技投入。推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣，支持中小企业发展，发展生产性服务业，加强生态建设。房地产方面，坚持房地产调控不放松，一方面温家宝总理多次指出稳定和严格实施房地产调控政策，相关部委及地方政府相继辟谣否认政策放松。另一方面，支持自住性合理需求，国家发改委、住建部表示完善首套房优惠措施，央行指出满足首套房贷款需求，30多个城市通过公积金贷款额度调整、首次置业税费减免等方式微调楼市政策。

总体来看，2012年中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策，包括通过数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，基本实现预期政策效果。在产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式仍是政策主线，房地产调控成果在持续的政策调控下得以巩固。

三、行业及区域经济环境

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。2012年1~12月，全国机制纸和纸板产量累计为11375.3万吨，同比增长4.7%。从地区情况看，2012年1~12月全国纸和纸板产量前5位的是山东（2025.0万吨）、广东（1636.8万吨）、浙江（1628.01万吨）、江苏（1283.9万吨）和河南（905.8万吨），合计7479.4万吨，占全国总产量的65.8%。

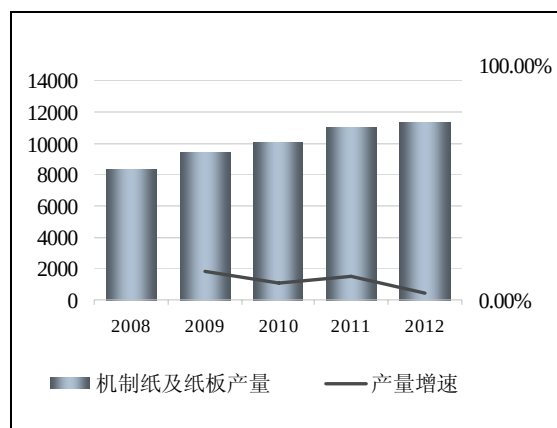
2008年上半年，造纸行业下游需求保持较快增长，同期行业内新增产能有限并加大了淘汰落后产能力度，市场整体供需状况有所改善，各细分纸品价格均有不同程度的提高，行业整体收入规模和利润规模均有不同程度增长。进入2008年下半年，由于受全球金融危机的影响以及造纸行业的终端客户出于减少库存的压力，行业整体供需关系再次恶化，从8月份开始行业内出现量价齐跌的局面，全年行业平均毛利率下滑至近10年最低的12.59%，业内企业出现大面积亏损。2009年前三季度，国内纸品市场出现阶段性反弹，但整体走势依然低迷。从四季度开始受益于宏观经济的企稳复苏，下游需求快速恢复，国内纸品市场供需关系开始逐步改善，全年行业平均毛利水平回升至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。据统计，全国制浆造纸及纸制品业规模以上企业 2012 年 1~8 月工业总产值共完成 8297.45 亿元，同比增长 11.5%，但增幅比上年同期下降 16.4 个百分点；主营业务收入 7963.28 亿元，同比增长 10.02%；利润总额为 577.51 亿元，同比增长 4.1%，其中利润总额为 354.47 亿元，同比增长 1.39%。

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。进入 2011 年，双胶纸、灰底白板纸及白卡纸均持续了 2010 年的高位走势，于 2011 年底经历了一波下跌行情。根据纸业联讯的月度价格统计，2011 年以上三种纸品均价分别为 6661 元/吨、5227 元/吨及 7120 元/吨，铜版纸价格从 2010 年年中开始回落，2011 年铜版纸高位回落至平台价格，并于 2011 年底加速回落，全年均价 6489 元/吨。

图 1 2008~2012 年中国机制纸及纸板累计产量
(单位：万吨)

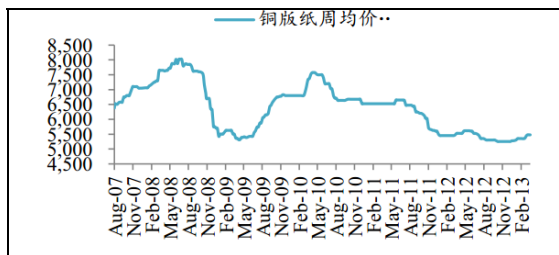


资料来源：wind 资讯

目前铜版纸仍然是我国纸及纸板出口产品中数量最大的。据中商情报网统计，2012 年 1~9 月进口铜版纸 21.58 万吨，同比下降 10.14%；1~9 月份累计出口铜版纸 112.38 万吨，同比增长 12.48%，平均每月出口 12.49 万吨。铜版纸价格在经历了 2011 年底进一步滑落，开始震荡波动走势，2012 年铜版纸均价 5598 元/吨，同比下滑 13.73%。白板纸市场方面，2012 年 1~9 月份进口白板纸 56.05 万吨，同比下降 8.3%，出口 61.68 万吨，同比下降 23%。从今年前 9 个月的进出口趋势看，进口量每月基本维持在 7 万吨左右，变化不大；而出口情况，每月平均出口量 6.85 万吨，比上年

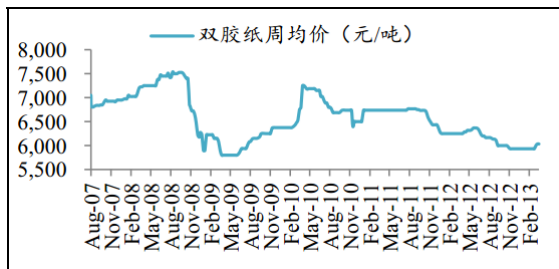
有较大下降。2012 年白板纸价格随行业大趋势下落，全年灰底白板纸均价 4749 元/吨，同比降幅 9.14%。2013 年伊始，国内造纸厂上普遍出现喊涨，铜版纸价格底部企稳，构筑缓慢上升通道，但由于旺季未到需求为明显好转，贸易商观望态度较浓；双胶纸方面，虽上游木浆价格涨后回落导致成本面松动，但多地双胶纸新产线通产导致新增产能释放，需求面未见明显提升；白卡纸及价格在底部徘徊，试探回升，上游进口废纸趋稳，加上淘汰了一部分落后产能，市场饱和度将得到进一步缓解。进入 4 月后，部分纸厂喊涨声势有所减弱，不分地区经销商也反映出出货速度较上月有一定下降，纸价继续呈盘整维稳行情。

图 2 2007~2013 年铜版纸价格（单位：元/吨）



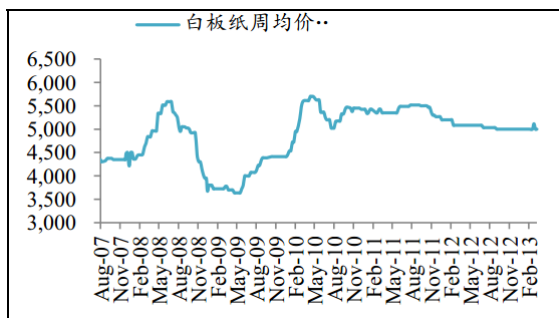
资料来源：纸业联讯、兴业证券研究所

图 3 2007~2013 年双胶纸价格（单位：元/吨）



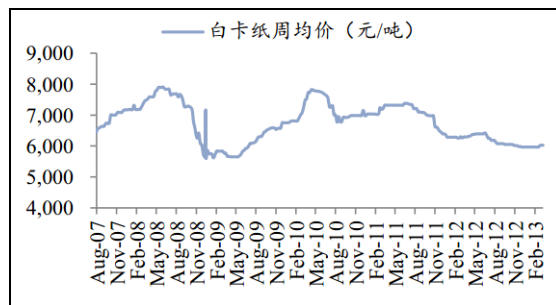
资料来源：纸业联讯、兴业证券研究所

图 4 2007~2013 年白板纸价格（单位：元/吨）



资料来源：纸业联讯、兴业证券研究所

图 5 2007~2013 年白卡纸价格（单位：元/吨）



资料来源：纸业联讯、兴业证券研究所

溶解浆

溶解浆是在纸浆过程中除去了木素和半纤维素，只保留纤维素的高纯度精致化学浆，主要用于生产粘胶人造丝、硝化纤维、醋酸纤维、玻璃纸、羧甲基纤维素等产品。

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 2 月 6 日，商务部对原产于美国、加拿大和巴西的进口浆粕进行反倾销立案调查。提出反倾销，如果最终裁定存在倾销行为，将实质上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。但近年来溶解浆市场持续走低，溶解浆价格在短期内有较大提升的可能性较小，市场走势仍不明朗。

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%。根据中国产业信息网数据显示，2012 年全国纸浆累计进口数量 1646 万吨，同比增长 14%；由于纸浆价格下跌，进口金额 11042024 千美元，同比增长-7.5%。

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6 2009~2012年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。2012年全国废纸累计进口数量3007万吨，同比增长10.2%；进口金额6273762千美元，同比增长-10%。

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。2012年4月，工业和信息化部下达2012年19个工业行业淘汰落后产能目标任务，其中造纸为970万吨，超过2011年目标。

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。

2013年4月，国务院办公厅转发了《“十二五”主要污染物总量减排考核办法》，环境保护部、国家统计局、国家发展和改革委员会、监察部联合印发了《“十二五”主要污染物总量减排统计办法》、《“十二五”主要污染物总量减排监测办法》。其中，《统计办法》主要是解决减排指标的科学性问题；《监测办法》主要是解决减排数据的准确性问题；《考核办法》主要是解决减排工作的责任考核问题。三大《办法》集中出台，凸显了环保制度的进一步完善。

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

按照《国务院关于加强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。

(2)加大废纸回收和利用力度。(3)加大技术创新能力建设。(4)优化产业布局,合理配置资源。(5)大力推进节能降耗,防治污染。

(6)加快淘汰落后产能,减排减污。(7)优化企业结构,推进兼并重组。

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

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。2013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。2012年，在复杂的经济大环境下，造纸行业基本达到产销平衡，但行业整体经济效益下滑较大，部分造纸企业生产经营困难加大。经过了2012年的产能释放，预计2013年供需关系有所缓和，从市场行情来看，纸张价格逐步从底部缓慢回升。但过剩产能将在未来2-3年内逐步消化，行业持续承压，景气度提升空间有限。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。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至2013年3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总公司（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直属的全资子公司。公司最终控制人为国务院国资委。

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2013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2013年3月底公司控制的林业资源总面积达到了194.94万亩。公司目前生产30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。

3. 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

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 年底，公司在职员工合计 5568 人，从专业构成看，生产人员占比 64.44%，销售人员占比 2.16%，技术人员占比 8.71%，财务人员占比 2.17%，行政人员占比 6.57%，其他人员占比 15.95%。从教育程度看，硕士及以上人员占比 1.81%，大专及大学本科人员占比 33.98%，中专、中技及高中人员占比 52.53%，高中以下人员占比 11.67%。

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

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 2013 年 3 月底，公司获国家授权专利 74 项（其中发明专利 63 项，实用新型 11 项），正在申请的专利 54 项；成功开发了国家级和省级新产品 30 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、湖南骏泰浆纸有限责任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。

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。

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2013年3月底,公司控制的林业资产总面积达到194.94万亩。

“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。

同时,联合资信也关注到,公司林地资源生产周期长,对公司原料贡献程度尚不高,可能在一定程度上给公司的林业资源使用效率上带来不利影响。

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。

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和大力支持，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》。公司拟与中国纸业投资总公司签署《财务融资协议》，向中国纸业投资总公司申请融资支持，由中国纸业投资总公司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 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

截至 2013 年 3 月底公司设党政办公室、计划财务部、战略发展部、证券投资部等 10 个综合管理部门，本部设生产技术部、装备部、质量管理部等 6 个生产经营管理部门和造纸、制浆事业部等 14 个生产经营单位，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。

六、经营分析

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。

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。2012 年，公司纸制品基本保持原有结构。2011 年公司收购了湖南骏泰浆纸有限责任公司（以下简称“骏泰浆纸”），骏泰浆纸年产 40 万吨漂白硫酸盐木浆生产线的产品升级技术改造项目竣工，于 9 月份正式投产。因造纸用文化浆价格处于历史低位，2012 年下半年转产溶解浆，且由于技改时间及产能的影响，商品浆销量同比下降幅度较大。

2010~2011 年，得益于产能扩张和并购活动，公司营业收入持续增长，2012 年受行业不景气影响纸制品价格大幅下跌，国内溶解浆价格持续走低，公司营业收入有所下降。2012 年公司机制纸生产 104.70 万吨，销售 102.68 万吨，产销率 98.07%；商品浆生产 26.48 万吨，销售 25.94 万吨。实现营业收入 65.42 亿元，同比下降 6.07%；利润总额-2.59 亿元。

2013 年 1~3 月，公司实现营业收入 14.54 亿元，为 2012 年全年营业收入的 22.22%，一季度收入实现水平一般。

2010~2013 年 1~3 月，随着造纸及溶解浆行业的景气度走低，公司毛利润持续下滑，分别为 20.95%、18.91%、15.06%及 10.52%。

表1 近年公司经营情况（单位：亿元，%）

产品名称	2010 年			2011 年			2012 年			2013 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	10.75	9.35	12.97	14.98	12.58	16.01	14.93	12.74	14.67	3.65	3.09	15.35
包装纸	9.29	7.15	23.04	10.85	8.39	22.66	8.69	6.94	20.14	1.61	1.44	10.27
轻涂纸	11.85	10.26	13.42	11.38	9.86	13.36	8.39	7.17	14.54	1.51	1.23	18.06
淋膜原纸	3.33	2.91	12.72	3.33	2.82	15.19	3.06	2.84	7.19	0.66	0.63	3.46
新闻纸	0.33	0.03	2.72	--	--	--	--	--	--	--	--	--
轻型纸	1.5	1.26	3.05	2.07	1.63	3.28	2.41	1.92	20.33	0.49	0.39	19.16

工业纸	2.99	2.54	5.75	3.5	2.86	4.74	3.52	2.84	19.32	0.84	0.72	14.09
复印纸	2.78	2.1	7.4	4.07	3.39	5.05	3.92	3.47	11.48	0.65	0.60	7.23
浆板	12.51	9.45	24.46	12.2	8.47	30.57	12.62	11.15	11.65	3.62	3.68	-1.52
其他	6.05	3.47	21.4	7.27	6.48	23.27	7.88	6.50	17.51	1.51	1.23	18.54
合计	61.38	48.52	20.95	69.65	56.48	18.91	65.42	55.57	15.06	14.54	13.01	10.52

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，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。

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。

从采购量数量来看，随着行业景气度的持续下降等原因，公司 2012 年的原材料采购量同比有所减少。从采购价格来看，近三年针叶木（松木）采购价格有所上涨，2012 年均价 791 元/立方米，较 2011 年上涨 6.46%；阔叶木（杨木）价格呈现上涨趋势，2012 年均价 610 元/立方米；芦苇价格有所提升，2012 年芦苇采购价格 876 元/立方米；废纸价格在 2012 年回落至 1840 元/吨，较 2011 年下降 23.71%。煤炭价格持续波动，2012 年开始煤炭价格一路走低，当年采购成本 670 元/吨。2013 年 1-3 月，各原材料价格均有不同程度的下浮。

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，各类原料价格虽有所波动，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（含税价）

主要原材料名称	2010	2011	2012	2013 年 1-3 月
煤炭（元/吨）	559	715	670	607
松木（元/米 ³ ）	756	743	791	790
杨木（元/米 ³ ）	581	586	610	583
芦苇（元/米 ³ ）	834	848	876	789
废纸（元/吨）	2364	2412	1840	1723

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 2013 年 3 月底，公司控制的林业资产总面积达到了 194.94 万亩。目前，公司林地陆续进入砍伐收获期，公司将根据造纸原材料市场价格灵活安排砍伐规模。总体看，公司将制浆、造纸、营林、采伐与销售结合起来，形成良性循环的产业链，使得木浆供应问题得以解决，提升了公司整体竞争实力。

总体看，公司地理位置优越，林业资源保有量大，所处地区水资源及芦苇资源丰富，与上游供应商议价能力较强，但近年来原料价格的波动对成本支出产生了一定影响。

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。

公司本部的 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
	2# 纸机	1760	1.3	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	精制涂布纸、铜版纸
	9# 纸机	5280	20	全木浆胶版纸、静电复印纸、颜料整饰胶版纸、轻型胶版纸
湘江纸业	10# 纸机	5280	20	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
	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 2012 年机制纸总产量为 104.70 万吨，浆板产量 26.48 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。

公司制浆业务主要集中于全资子公司骏泰浆纸，2012 年第二季度完成了对年产 40 万吨漂白硫酸盐木浆生产线的产品升级技术改造，改造完成后可生产溶解浆（产能降为 30 万吨/年，亦可视市场行情灵活转产造纸用浆）。骏泰浆纸溶解浆项目自 2012 年第二季度投入运行以来，虽然在 11 月有了突破，但尚处于起步阶段，工艺优化、系统消缺、经营积累都需要时间。目前日均产量还低于 800 吨/天（按

设计产量应达到 880 吨/天), 产品合格率波动较大, 灰铁含量、反应性能等制约产品质量的关键因素还没有得到彻底有效解决, 特别是优等品率低, 系统运行的综合效益不高。

总体看, 公司产能规模较大, 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。骏泰浆纸溶解浆项目处于运行初期, 生产线工艺有待进一步优化。

表 4 公司主要产品产销率情况 (单位: 万吨, %)

主要产品	2010 年			2011 年			2012 年			2013 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	22.12	22.24	100.5	31.73	30.41	95.84	33.86	32.27	95.32	8.25	8.11	98.30
轻涂纸	20.03	19.54	97.6	21.35	22.53	105.51	16.33	17.18	105.21	3.42	3.07	89.77
淋膜原纸	7.5	7.1	97.5	6.95	6.82	98.10	6.15	6.67	108.39	1.45	1.59	109.66
包装纸	19.63	19.54	99.5	21.75	20.70	95.15	20.20	17.10	84.65	3.91	3.38	86.45
新闻纸	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
复印纸	--	--	--	7.92	8.10	102.27	8.40	8.19	97.42	1.49	1.63	109.40
胶版纸	--	--	--	5.86	5.97	101.80	7.13	8.67	121.60	1.96	2.07	105.61

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, 2012 年销售额占比分别为 26.50%, 16.44%、26.14%和 14.39%。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。

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。

表 5 公司营业收入近年地区占比 (单位: %)

地区	2010	2011	2012	2013 年 1-3 月
华北	16.09	16.45	14.82	17.38
华东	28.85	20.24	26.14	20.24
华中	14.82	25.79	26.50	27.80
华南	23.09	25.54	16.44	19.17
西北	2.14	2.60	3.27	3.56
西南	4.54	5.51	6.66	6.77
其他地区	10.74	3.88	6.61	5.08
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源: 公司提供

从近几年公司主要产品价格变动情况看, 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。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 年开始, 主要纸制品种多数进入盘整阶段, 铜版纸、双胶纸等品种进一步下跌后从底部开始缓慢复苏。

公司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，一级品销售价格从年初的 9500 元/吨降至 2012 年年末的 6500 元/吨，降幅达到了 32%，导致溶解浆毛利率大幅下滑，进一步导致骏泰浆纸 2012 年亏损严重，公司利润水平受到较大侵蚀。

总体看，公司销售网络覆盖面广，产销率保持较高水平，2012 年造纸行业的需求萎靡对公司销售收入产生一定影响。短期内纸制品及溶解浆市场情况仍有一定不确定性，长期内随着造纸行业底部回升，纸制品未来需求有望企稳。

5. 经营效率

2010~2012 年，公司销售债券周转次数及存货周转次数逐年下降，两指标三年加权平均值分别为 4.55 次及 1.52 次，2012 年两指标分别为 3.73 次及 1.36 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。同时，公司总资产周转次数呈现缓慢下降趋势，三年分别为 0.45 次、0.41 次及 0.39 次。总体看，公司经营效率逐年下滑，整体经营效率一般。

6. 未来发展

公司未来将继续贯彻“林浆纸一体化”战略，发挥原料优势优化产品结构，增加高附加值产品，实现规模和效益的提升。

对于资源整合方面，公司对下属茂源林业及森海林业的相关林业资源进行整合，在管理层级及人员管理等方面加大整合力度，并将重点优化现有林木资产的种植、品种结构，确保公司林业发展目标的实现。

对于产业布局与结构调整方面，公司将继续延伸产业链条，提升经济效益；依托培植废纸和速生材等原料优势发展含高得率浆、废纸浆的环保型纸产品和高附加值产品。

生产经营方面，公司制定了 2013 年经营计划及具体措施，2013 年度公司计划生产机制纸 103.4 万吨、商品浆板 27.6 万吨，实现营业收入约 71.1 亿元，2013 年期间费用约 11 亿元。

总体看，公司将继续沿着“林浆纸一体化”的产业模式完善产业链，在提升产销量同时增加产品附加值，努力以市场为导向进行产品结构化调整，提升公司核心竞争力。

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2010~2012 年财务报表经天健会计师事务所审计，并均出具了标准无保留意见，公司 2013 年一季度报表未经审计。2011 年公司收购了控股股东泰格林纸所持有的俊泰浆纸 100% 股权，公司已对 2010 年度财务数据进行了追溯调整。

截至 2012 年底，公司资产（合并）总计 165.98 亿元，所有者权益合计 53.54 亿元（其中包含少数股东权益 0.02 亿元）。2012 年公司营业收入 65.42 亿元，利润总额-2.59 亿元。

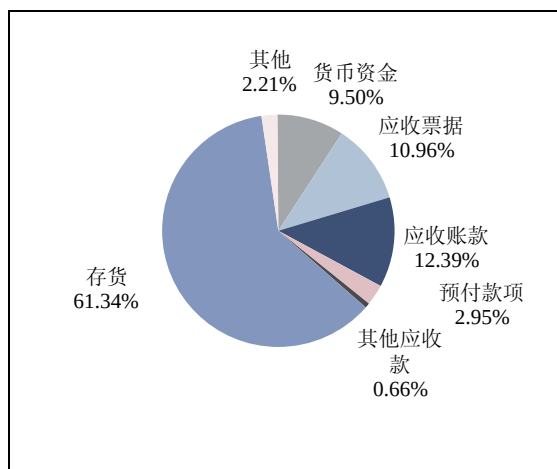
截至 2013 年 3 月底，公司资产（合并）总计 170.34 亿元，所有者权益合计 52.56 亿元（其中包含少数股东权益 0.03 亿元）。2013 年 1~3 月公司营业收入 14.54 亿元，利润总额-0.98 亿元。

2. 资产质量

2010~2012 年，公司资产逐年小幅下降（因 2011 年公司收购“骏泰浆纸”而对 2010 年财务数据进行了追溯调整，导致 2010 年资产规模较大），年均下降 2.16%，其中流动资产年均下降 5.18%，非流动资产年均增长 0.23%。截至 2012 年底，公司资产（合并）总计 165.98 亿元，其中流动资产占比 42.19%，主要由货币资金、应收票据、预付账款、应收账款、存货及其他流动资产构成。公司非流动资产构成较为简单，

主要为固定资产、在建工程及无形资产。

图 7 截至 2012 年底公司流动资产结构



资料来源：公司审计报告

2010~2012 年，公司货币资金经历了大幅下降，年均下降速度 47.25%，截至 2012 年底，公司货币资金 6.65 亿元，其中银行存款占比 55.02%，银行存款中，美元及欧元占比 11.84%，主要系公司进口原材料所需外币。截至 2012 年底公司其他货币资金占比 44.98%，包括银行承兑汇票保证金及信用证保证金。近年来公司货币资金大幅下降主要系公司购买原材料及偿付债务(包括偿付向泰格林纸集团股份有限公司的借款)的支出规模较大。

2010~2012 年，公司应收票据波动增长，截至 2012 年底为 7.67 亿元，同比下降幅度较大，主要系公司使用大量应收票据进行融资及结算所致。公司近三年应收账款年均增长 28.17%，截至 2012 年底为 8.68 亿元，主要系对下游厂商的应收销售款项。从账龄来看，1 年以内款项占比 94.26%，计提坏账准备 0.90%；1-3 年款项占比 4.04%，计提坏账准备 12.15%，3 年以上款项占比 1.70%，计提坏账准备 77.38%。总体看，公司应收账款账龄较短，公司对长账龄的应收款项计提坏账较为充分。公司应收账款风险较小。

2010~2012 年，公司预付账款大幅下降，截至 2012 年底为 2.07 亿元，主要为预付的材料采购款。

2010~2012 年，存货规模以年均 15.65% 的速度增长，截至 2012 年底公司存货共计 42.96 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 59.44%，原材料占比 22.74%，库存商品占比 14.63%。出于原材料及产成品的市场价格持续波动，公司对原材料及库存商品分别计提了 9.58% 及 2.11% 的跌价准备。

2010~2012 年，公司固定资产规模较稳定，截至 2012 年底公司固定资产净额 91.62 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 20.21% 及 77.05%。截至 2012 年底，公司固定资产累计折旧 28.81 亿元。公司无形资产规模较为稳定，截至 2012 年底为 2.80 亿元，主要为土地使用权。

2010~2012 年，公司在建工程波动减少，截至 2012 年底公司在建工程 0.81 亿元，同比下降 75.34%，主要系怀化俊泰公司的溶解浆项目完工，结转入固定资产所致。

截至 2013 年 3 月底，公司资产总计 170.34 亿元，同比增长 2.63%，流动资产比重略有上升，资产结构基本保持稳定。由于年中存在往来款未结算等情况，公司应收账款较 2012 年底大幅增长 41.55%。

总体看，公司资产规模呈现下滑趋势，结构以非流动资产为主，非流动资产构成较为稳定；流动资产中货币资金降幅较大，往来款风险较低，公司存货规模持续提升，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

2010~2012 年，公司所有者权益有所波动，2011 年度所有者权益有所减少，截至 2012 年底所有者权益 53.54 亿元，同比有所提升，增幅 17.85%，主要由实收资本（19.48%）、资本公积（71.50%）及未分配利润（6.33%）构成。2012 年度股本及资本公积有所增长，未分配利润下

降。股本及资本公积的增长分别来自公司年内进行了非公开发行股票及发行带来的股本溢价。

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

负债

2010~2012 年，公司负债规模持波动下降，年均复合下降 3.19%，截至 2012 年底，公司负债总计 112.44 亿元，其中流动负债占比 67.15%，非流动负债占比 32.85%。

2010~2012 年公司流动负债年均增长 5.71%，主要由短期借款、应付票据、应付账款及其他流动负债构成。公司近三年短期借款年均增长 24.09%，截至 2012 年底为 34.90 亿元，主要为保证借款及信用借款。公司保证借款金额 25.98 亿元，主要为母公司泰格林纸及中国纸业对公司提供的保证借款。

2010~2012 年，公司应付票据年均下降 10.46%，截至 2012 年底为 10.28 亿元，主要为银行承兑票据及国内信用证。公司应付账款呈现波动下降趋势，截至 2012 年底，公司应付账款 8.01 亿元，同比下降 33.21%，主要为应付采购款及工程款。

截至 2012 年底公司其他流动负债 11.05 亿元，主要为公司 2012 年内发行的两期短期融资券（“12 岳纸 CP001”，5 亿元，366 日，利率 6.14%；“12 岳纸 CP002”，6 亿元，365 日，利率 4.22%）。

2010~2012 年，公司非流动负债逐年降低，主要由长期借款构成。公司近三年长期借款年均下降 16.36%，截至 2012 年底长期借款 36.08 亿元，主要由母公司泰格林纸提供保证的保证借款。

截至 2013 年 3 月底，公司负债 117.78 亿元，同比增长 4.75%，其中短期借款较 2012 年底增长 9.88%；受年内往来款未结算的影响，应收票据和应收账款分别较 2012 年底增长 18.04%及 46.02%；其他流动负债减少 5 亿元，

主要系公司兑付了“12 岳纸 CP001”。

2010~2012 年，公司全部债务规模分别为 104.61 亿元、100.10 亿元及 100.94 亿元，呈现波动下降趋势。截至 2012 年底，公司短期债务占比 64.25%，长期债务占比 35.75%。截至 2012 年底公司资产负债表、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 67.74%、65.34%及 40.26%。截至 2013 年 3 月底，公司全部债务 101.33 亿元，其中短期债务占比小幅下降致 62.82%，规模及结构基本保持稳定。截至 2013 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率均有所提升，分别达到 69.14%、65.85%及 41.76%。

总体看，公司负债有所下降，结构以流动负债为主，公司进行资产并购后，有息负债规模增长，整体负债水平较高，仍存在一定债务负担。

4. 盈利能力

2010~2012 年，公司营业收入波动增长，年均增长 3.24%，2012 年公司共实现营业收入 65.42 亿元，同比有所下降。受 2012 年部分原料价格波动上升的影响，公司近三年营业成本年均增长 7.02%，远高于营业收入的增长。

2010~2012 年，公司期间费用逐年增长，三年分别为 10.31 亿元、12.11 亿元及 12.74 亿元，分别占三年营业收入的 16.79%、17.38 及 19.47%。期间费用中财务费用占比逐年提升，近三年财务费用分别占期间费用的 39.66%、43.14%及 47.86%，主要系公司收购骏泰浆纸后的债务负担加重，利息支出加大所致。总体看，公司期间费用控制能力有待提升。

2010~2012 年，随着造纸行业景气度下降及公司溶解浆项目的亏损，公司利润总额逐年下降，2012 年公司亏损 2.59 亿元。

2013 年 1~3 月，由于行业持续不景气，公司利润空间进一步压缩，公司共实现营业收入 14.54 亿元、营业成本 13.01 亿元，利润总额呈现亏损 0.98 亿元。

从盈利指标来看, 2010~2013 年 1~3 月, 公司营业利润率持续下降, 分别为 20.56%、18.35%、14.63%及 10.13%。

总体看, 随着行业景气度持续下降, 公司收入规模有所波动, 利润水平及盈利能力持续下降, 期间费用控制能力有待提升。公司整体盈利能力有待提升。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看, 2010~2012 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 96.17%及 44.06%, 截至 2012 年底, 公司流动比率及速动比率分别下降至 92.75%及 35.86%。近三年经营性现金流动负债比持续下降, 分别为 12.74%、4.20%及 0.29%。截至 2013 年 3 月底, 流动比率及速动比率分别提升至 95.33%及 38.39%。公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看, 2010~2012 年, 公司 EBITDA 利息倍数有所下降, 三年分别为 2.48 倍、2.36 倍及 1.41 倍。相应的, 近三年全部债务/EBITDA 倍数分别为 9.60 倍、7.83 倍及 11.53 倍。公司整体偿债能力一般。

截至 2013 年 3 月底, 公司共获授信额度 143.19 亿元已使用授信额度 89.78 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 2013 年 3 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用信息报告 (报告编号: B-201304262367), 截至 2013 年 4 月 26 日, 公司无已结清和未结清的不良信贷信息, 公司过往履约债务良好。

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

对公司整体素质、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

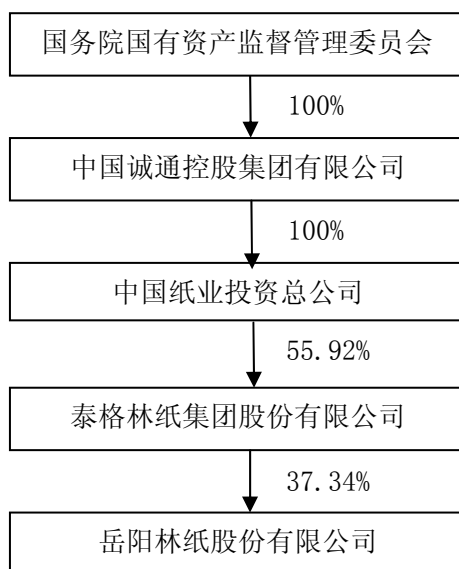
随着宏观经济形势的持续波动, 造纸行业景气程度也经历了相应起伏, 短期内面临产能过剩, 结构性供需矛盾等问题, 但作为国民经济的基础原材料行业, 在目前国内人均消费纸量远低于发达国家水平的背景下, 长期看造纸行业仍具有较好的增长空间。行业内资源优势明显, 整合能力强的大型企业具备良好的发展前景。

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。

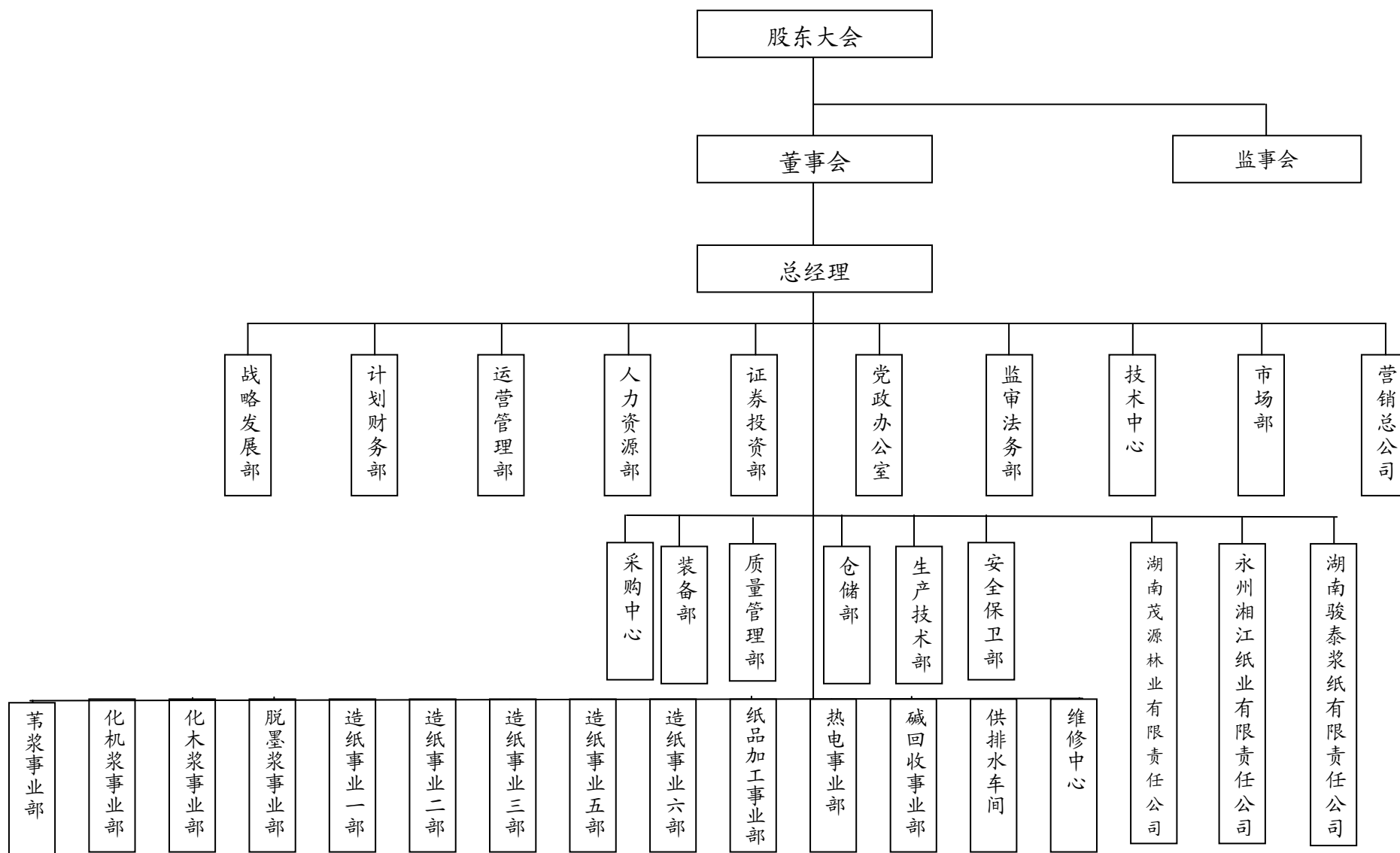
公司资产规模较大, 负债水平较高, 债务负担较重。近三年受到造纸行业景气度下降的影响, 公司主要产品价格有所下滑, 收入水平有所波动, 盈利能力逐年下降。未来造纸行业亟待消化过剩产能, 短期内景气度提升空间有限。国内溶解浆价格持续走低, 短期内市场走势仍不明朗。公司产品结构有待优化, 盈利能力仍有待提升。联合资信对公司的评级展望为负面。

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 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动资产：					
货币资金	239141.77	115186.78	66542.41	-47.25	66593.36
结算备付金					
交易性金融资产					
应收票据	65219.56	101628.68	76721.44	8.46	72131.52
应收账款	52813.92	86066.04	86761.92	28.17	122810.71
预付款项	83609.81	25426.82	20651.75	-50.30	20659.51
应收股利					
应收利息					
其他应收款	15559.30	6490.26	4594.47	-45.66	7446.34
存货	321194.91	385766.06	429567.23	15.65	451278.63
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	1322.36	8262.86	15458.75	241.91	14613.36
流动资产合计	778861.62	728827.51	700297.96	-5.18	755533.44
非流动资产：					
发放贷款及垫款					
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					
投资性房地产					
固定资产	912572.56	883992.53	916188.38	0.20	903674.61
在建工程	9886.28	32919.46	8117.61	-9.39	9105.76
工程物资	572.98	287.48	344.76	-22.43	343.32
固定资产清理					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	29654.11	28407.72	27958.50	-2.90	27824.64
开发支出					
商誉					
长期待摊费用					
递延所得税资产	2474.94	2672.07	6918.22	67.19	6918.22
其他非流动资产					
非流动资产合计	955160.88	948279.27	959527.47	0.23	947866.55
资产总计	1734022.50	1677106.78	1659825.43	-2.16	1703400.00

附件 2-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动负债：					
短期借款	226640.22	317795.98	348981.68	24.09	383447.89
吸收存款及同业存放					
交易性金融负债					
应付票据	128241.52	115953.78	102827.41	-10.46	121375.98
应付账款	112084.26	119990.78	80140.13	-15.44	117018.93
预收款项	16281.88	5663.28	6046.77	-39.06	6729.82
应付职工薪酬	2567.95	3019.73	1636.01	-20.18	3648.89
应交税费	5479.85	4070.72	4339.57	-11.01	4664.80
应付利息	1423.77	2061.17	4060.29	68.87	2149.40
应付股利					
其他应付款	7572.90	78803.32	10257.34	16.38	21800.05
一年内到期的非流动负债	64647.87	104471.00	86220.00	15.49	71220.00
其他流动负债	110736.00	65736.00	110506.00	-0.10	60506.00
流动负债合计	675676.23	817565.78	755015.21	5.71	792561.76
非流动负债：					
长期借款	515869.17	397008.76	360849.95	-16.36	376785.92
应付债券					
长期应付款					
专项应付款	353.52	353.52	353.52		353.52
预计负债					
递延所得税负债					
递延收益					
其他非流动负债	7910.29	7852.47	8187.23	1.74	8112.23
非流动负债合计	524132.98	405214.75	369390.69	-16.05	385251.67
负债合计	1199809.20	1222780.53	1124405.90	-3.19	1177813.43
所有者权益：					
实收资本(或股本)	84315.91	84315.91	104315.91	11.23	104315.91
资本公积	391437.34	298282.27	382830.43	-1.11	382830.43
减：库存股					
专项储备					
一般风险准备					
盈余公积	14159.90	14159.90	14159.90		14159.90
未分配利润	44104.15	57386.84	33885.01	-12.35	23961.90
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	534017.30	454144.92	535191.25	0.11	525268.15
少数股东权益	196.00	181.33	228.27	7.92	318.42
所有者权益合计	534213.30	454326.25	535419.53	0.11	525586.56
负债和所有者权益总计	1734022.50	1677106.78	1659825.43	-2.16	1703400.00

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~3 月
一、营业收入	613838.41	696501.14	654247.97	3.24	145365.40
减: 营业成本	485186.43	564749.71	555707.57	7.02	130071.06
营业税金及附加	2429.21	3956.21	2827.70	7.89	567.69
销售费用	20225.86	23573.46	27526.72	16.66	6283.60
管理费用	41970.61	45258.58	38898.62	-3.73	8974.53
财务费用	40885.79	52219.69	60961.57	22.11	12203.69
资产减值损失	-854.45	-2552.53	2157.69		-2021.97
利息支出					
手续费及佣金支出					
加: 公允价值变动收益					
投资收益					
其中: 对合营企业投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	23994.95	9296.02	-33831.90		-10713.19
加: 营业外收入	7598.51	7401.51	8136.20	3.48	938.77
减: 营业外支出	323.89	531.22	247.35	-12.61	58.54
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额	31269.58	16166.31	-25943.04		-9832.96
减: 所得税费用	4539.85	790.39	-4174.47		
四、净利润	26729.73	15375.92	-21768.57		-9832.96

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 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	610426.94	584842.38	369426.78	-22.21	97250.64
客户存款和同业存放款项净增加额					
处置交易性金融资产净增加额					
收取利息、手续费及佣金收到的现金					
收到的税费返还	526.39	1102.10	108.75	-54.55	
收到其他与经营活动有关的现金	60270.78	22694.13	8521.81	-62.40	7788.71
经营活动现金流入小计	671224.11	608638.60	378057.34	-24.95	105039.36
购买商品、接受劳务支付的现金	487505.54	447505.22	261378.74	-26.78	81204.88
客户贷款及垫款净增加额					
存放中央银行和同业款项净增加额					
支付利息、手续费及佣金的现金					
支付给职工以及为职工支付的现金	27356.15	31394.53	31813.00	7.84	6278.23
支付的各项税费	25946.48	43646.46	33200.44	13.12	8176.36
支付其他与经营活动有关的现金	44304.30	51728.72	49507.99	5.71	3138.32
经营活动现金流出小计	585112.47	574274.93	375900.17	-19.85	98797.79
经营活动产生的现金流量净额	86111.63	34363.67	2157.17	-84.17	6241.57
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金					
取得投资收益收到的现金					
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	343.50	258.61	91.98	-48.25	
处置子公司及其他单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金	1502.40	699.00	1108.00	-14.12	
投资活动现金流入小计	1845.90	957.61	1199.98	-19.37	
购建固定资产、无形资产等支付的现金	72258.96	38397.66	33922.35	-31.48	393.65
投资支付的现金	47900.00	48502.70		-100.00	
取得子公司等支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	120158.96	86900.36	33922.35	-46.87	393.65
投资活动产生的现金流量净额	-118313.06	-85942.75	-32722.37	-47.41	-393.65
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	143874.61		104900.00	-14.61	
取得借款收到的现金	320792.38	395083.96	551218.85	31.08	194202.08
发行债券收到的现金	110000.00	65000.00	45000.00	-36.04	
收到其他与筹资活动有关的现金	73040.00	97891.12	155703.87	46.01	30110.14
筹资活动现金流入小计	647706.99	557975.07	856822.72	15.02	224312.22
偿还债务支付的现金	400506.34	487037.61	574137.30	19.73	194757.83
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	54174.84	64779.85	63913.86	8.62	10489.45
支付其他与筹资活动有关的现金	24391.28	57422.00	226232.49	204.55	20008.56
筹资活动现金流出小计	479072.47	609239.46	864283.65	34.32	225255.83
筹资活动产生的现金流量净额	168634.52	-51264.39	-7460.93		-943.61
四、汇率变动对现金的影响	51.46	-216.03	659.39	257.95	146.66
五、现金及现金等价物净增加额	136484.56	-103059.50	-37366.74		5050.96
加: 期初现金及现金等价物余额	55174.09	191658.65	88599.15	26.72	61542.40
六、期末现金及现金等价物余额	191658.65	88599.15	51232.41	-48.30	66593.36

附件 4-2 合并现金流量表补充资料

(单位：人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量：				
净利润	26729.73	15375.92	-21768.57	
加：资产减值准备	950.34	-2552.53	2157.69	50.68
固定资产折旧及其他	33305.37	56829.30	50744.74	23.44
专项储备的增加（减：减少）				
无形资产摊销	434.71	695.84	670.59	24.20
长期待摊费用摊销				
待摊费用减少（减：增加）				
预提费用增加（减：减少）				
处置固定资产、无形资产等损失	-130.54	327.95	-82.86	-20.33
固定资产报废损失				
公允价值变动损失				
财务费用	21430.31	54149.84	53438.63	57.91
投资损失				
计入当期收益的政府补助				
递延所得税资产减少	-37.54	-197.13	-4246.15	963.52
递延所得税负债增加				
递延税款贷项（减：借项）				
存货的减少	-23838.23	-57532.32	-35959.04	22.82
经营性应收项目的减少	-29912.57	-106705.98	23513.57	
经营性应付项目的增加	3835.20	73215.98	-66311.43	
其他	425.57	756.81		-100.00
经营活动产生的现金流量净额	33192.36	34363.67	2157.17	-74.51

附件 5 主要计算指标

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 3 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	6.61	4.56	3.73	--
存货周转次数(次)	1.82	1.60	1.36	--
总资产周转次数(次)	0.45	0.41	0.39	--
盈利能力				
营业利润率 (%)	20.56	18.35	14.63	10.13
总资本收益率(%)	4.47	4.78	2.61	--
净资产收益率(%)	5.00	3.38	-4.07	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	49.13	46.63	40.26	41.76
全部债务资本化比率(%)	66.20	68.78	65.34	65.85
资产负债率(%)	69.19	72.91	67.74	69.14
偿债能力				
流动比率(%)	115.27	89.15	92.75	95.33
速动比率(%)	67.73	41.96	35.86	38.39
经营现金流动负债比(%)	12.74	4.20	0.29	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.48	2.36	1.41	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.60	7.83	11.53	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.03	-0.05	-0.03	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-0.73	-0.95	-0.49	--

注：公司 2013 年一季度财务数据未经审计。

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。

