

信用等级公告

联合[2014] 528 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

二零一四年五月十六日



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: 2014 年 5 月 16 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
资产总额(亿元)	167.71	165.98	173.28	171.96
所有者权益合计(亿元)	45.43	53.54	53.71	53.23
长期债务(亿元)	39.70	36.08	24.58	24.03
全部债务(亿元)	100.10	100.94	100.30	95.09
营业收入(亿元)	69.65	65.42	66.10	14.40
利润总额(亿元)	1.62	-2.59	0.34	-0.48
EBITDA(亿元)	12.78	8.75	11.23	--
营业利润率(%)	18.35	14.63	14.53	13.81
净资产收益率(%)	3.38	-4.07	0.36	--
资产负债率(%)	72.91	67.74	69.00	69.05
全部债务资本化比率(%)	68.78	65.34	65.13	64.11
流动比率(%)	89.15	92.75	88.46	88.40
全部债务/EBITDA(倍)	7.83	11.53	8.93	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.31	1.35	2.08	--

注: 公司 2014 年一季度财务数据未经审计。

分析师

高利鹏 赵 阳 王 慧

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,近年来造纸行业产能过剩,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。

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,公司产品结构有待继续优化,主业盈利能力恢复仍需时间,而较高的债务负担和短期支付压力均对公司构成了一定挑战,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较大。
5. 作为 A 股上市公司,公司融资渠道通畅。

关注

1. 造纸行业产能过剩,行业景气度低,对公司经营产生不利影响。
2. 溶解浆市场景气度低迷,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. 公司利润水平对营业外收入依赖程度高,

主业盈利能力不足。

5. 公司债务规模较大，债务负担较重，短期支付压力大。

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 2014 年 5 月 16 日至 2015 年 5 月 15 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2013年底,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2013年底,公司资产(合并)总计173.28亿元,所有者权益合计53.71亿元(其中包含少数股东权益0.02亿元)。2013年公司营业收入66.10亿元,利润总额0.34亿元。

截至2014年3月底,公司资产(合并)总计171.96亿元,所有者权益合计53.23亿元(其中包含少数股东权益0.02亿元)。2014年1~3月公司营业收入14.40亿元,利润总额-0.48亿元。

截至2014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5家一级全资子公司(见附件1-2)。

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

2013年以来,中国宏观经济整体运行平稳,新一届政府注重经济增长的质量和效益,不断推动经济结构转型升级;中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响;从短期看,全面深化改革的各项细则落实过程中,经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算,2013年中国实现国内生产总值568845亿元,同比增长7.7%。

2013年,中国规模以上工业增加值同比增长9.7%;同期,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)实现利润总额62831亿元,同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看,消费、投资两大需求继续保持增长态势,对外贸易增速减缓。具体而言:消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元,同比名义增长13.1%;投资保持较快增长,第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资(不含农户)436528亿元,同比增长19.6%;三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%;对外贸易增速进一步下滑。2013年,中国进出口总额为41600亿美元,同比增长7.6%;其中出口金额增长7.9%,进口金额增长7.3%,贸易顺差2592亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面,继续实施积极的财政政策,结合税制改革完善结构性减税政策,促

进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民

币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财经[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决

定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013 年以来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以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

三、行业及区域经济环境

1. 行业现状

造纸行业属于国民经济中重要的基础原材料行业，其上下游涉及林业、农业、资源再利用、机械制造、化工、电气自动化、交通运输、环保等多个产业，行业具有技术密集、工艺复杂、资源消耗量大、污染重的特点。随着科技的进步，现代造纸工业日益成为技术、资金、资源、能源密集型产业，生产的规模效益明显，且在资源循环利用方面走在了诸多制造业前列。同时，造纸行业终端产品的种类也日趋多样化，从产品用途看，80%以上的纸产品作为生产原料用于印刷、出版、传播、商品包装和其他工业领域，近 20%用于人们日常生活

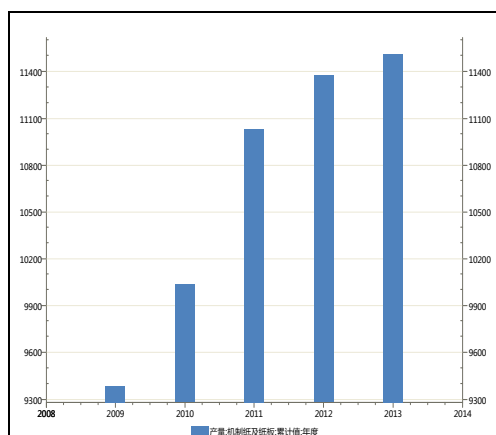
消费。由于造纸行业对上下游产业经济有拉动作用，主要工业国均将造纸行业作为国民经济中重要的基础原材料行业进行布局，而纸产品的生产和消费水平也成为衡量一国工业现代化水平的指标之一，环保考虑和循环经济是推动纸业技术研发的主要因素。

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，2012 年全国纸及纸板生产企业约 3500 家，全国纸及纸板生产量 10250 万吨，较上年增长 3.22%。中国东部地区 12 个省（区、市），纸及纸板产量占全国纸及纸板产量比例为 75.4%，比上年提高 3.7%；中部地区 9 个省（区）比例占 18.4%，比上年降低 2.0%；西部地区 10 个省（区、市）比例占 6.2%，比上年降低 1.7%。2012 年消费量为 10048 万吨，较上年增长 3.04%，人均年消费量为 74 千克（13.54 亿人），比上年增长 1 千克。2003~2012 年，纸及纸板生产量年均增长 10.13%，消费量年均增长 8.54%。

据国家统计局统计，2011 年，中国造纸行业工业总产值（当年价）6911 亿元，同比增长 23.10%；工业销售产值（当年价）6740 亿元，同比增长 21.60%；主营业务收入 6714 亿元，同比增长 21.54%；产销率 97.50%，较上年 98.20%下降 0.70 个百分点；产成品存货 288 亿元，同比增长 27.70%。2012 年，中国造纸行业工业总产值（当年价）7075 亿元，同比增长 8.80%；工业销售产值（当年价）6926 亿元，同比增长 8.30%；主营业务收入 6888 亿元，同比增长 6.87%；产销率 97.00%，较上年下降 0.50 个百分点；产成品存货 296 亿元，同比增长 1.42%。国家统计局最新发布数据显示，2013 年，中国规模以上造纸和纸制品业实现主营业务收入 13471.58 亿元，与去年同期相比增加了 9.02%；行业累计利润总额达 749.61 亿元，

同比增长 10.43%。

图 1 2009~2013 年中国机制纸及纸板累计产量
(单位: 万吨)



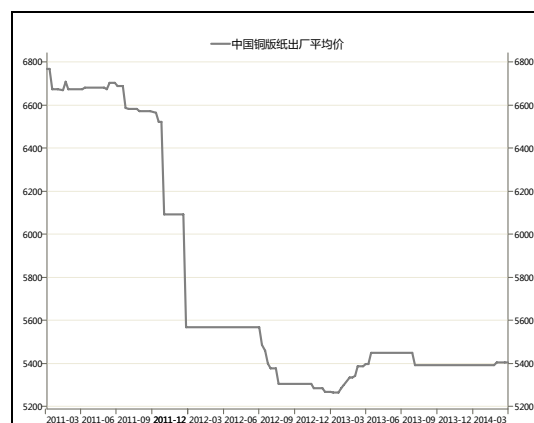
资料来源: wind 资讯

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, 铜版纸价格在经历了 2011 年的大幅下滑后, 开始震荡波动走势, 2012 年铜版纸价格总体呈现波动下滑的趋势, 2013 年初国内造纸厂商普遍出现喊涨, 铜版纸价格底部企稳, 构筑缓慢上升通道, 2013 年以来铜版纸总体呈现底部平稳运行走势。

双胶纸方面, 2011~2012 年, 双胶纸价格出现大幅下降, 2013 年初双胶纸价格加速下滑, 4 月底快速反弹, 之后一直缓慢下降。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。

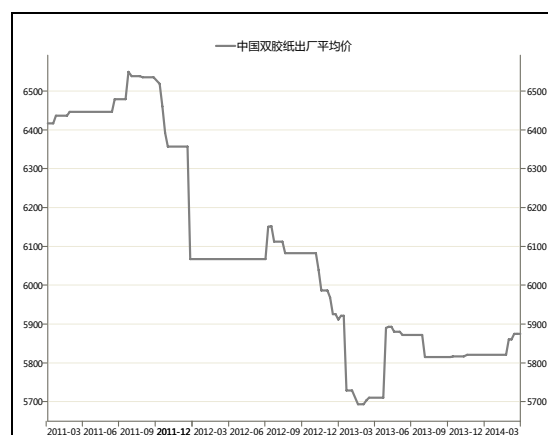
白卡包装纸方面, 2011 年白卡包装纸价格快速回落, 2012 年整体延续了下滑的趋势, 2013 年上半年白卡纸价格有所回升, 但是下半年又出现了小幅回落。总体看, 白卡包装纸价格仍处在底部徘徊区间, 上游进口废纸趋稳, 加上淘汰了一部分落后产能, 市场饱和度将得到进一步缓解。

图 2 2011 年~2014 年 3 月铜版纸价格
(单位: 元/吨)



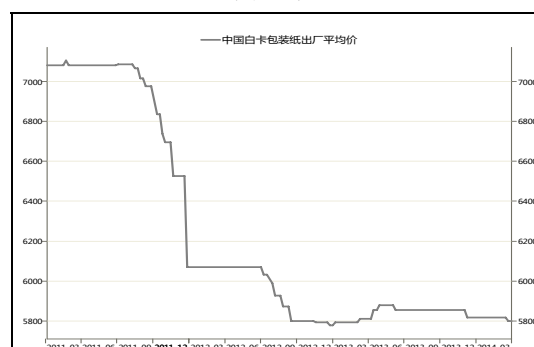
资料来源: wind 资讯

图 3 2011 年~2014 年 3 月双胶纸价格
(单位: 元/吨)



资料来源: wind 资讯

图 4 2011 年~2014 年 3 月白卡包装纸价格
(单位: 元/吨)



资料来源: wind 资讯

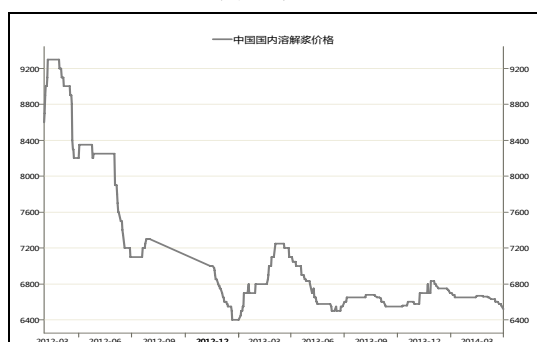
溶解浆

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 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实施反倾销初裁，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。2013 年以来，国内溶解浆价格先升后降，一季度整体呈现增长趋势，二季度明显下降，三季度之后基本处于底部震荡状态。总体看，溶解浆价格在短期内市场走势仍不明朗。

图 5 2012 年~2014 年 3 月溶解浆价格
(单位：元/吨)



资料来源：wind 资讯

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%。

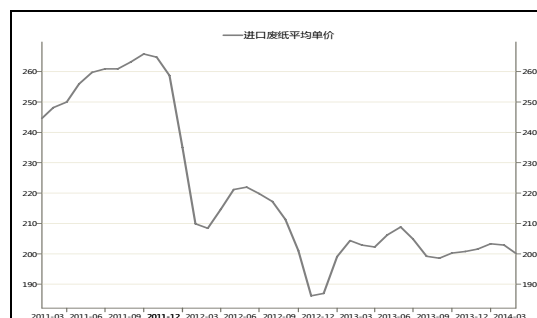
近年来由于造纸产能的迅速扩张，中国造纸行业的纸浆总体上呈现供不应求的特征，但增长势头已有所减缓。2010 年受国际纸浆价格

大幅上涨影响，中国纸浆进口总额随之上涨，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，2012 年中国进口纸浆 1646 万吨，比上年增长 14%；价值 110.42 亿美元，同比下降 7.5%；根据中国产业信息网数据显示，2013 年全国纸浆累计进口数量 1685 万吨，同比增长 2.4%；进口金额 1137.35 万千美元，同比增长 3.7%。

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。然而，随着宏观经济下滑，整个行业对木浆及木浆用木材的需求增速下降，木浆及木材价格也出现较大回落。

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。2011 年上半年，进口废纸价格进一步冲高，下半年价格大幅跳水。2012 年进口废纸价格延续了之前的走势，并在年底创出历史新低。2013 年全国废纸累计进口数量 2924 万吨，同比下降 2.8%，价值 59 亿美元，同比下降 5.5%，进口均价 201.78 美元/吨；进口纸浆 1685 万吨，同比增长 2.4%，价值 113.7 亿美元，同比增长 3.7%，进口均价 674.78 美元/吨。

图 6 2011 ~2014 年 3 月中国进口废纸平均价格走势
(单位：美元/吨)



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，原材料价格的下降在一定程度上缓解了业内企业面临的成本压力，同时，行业整体需求的下降也加大了企业的经营难度。

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。

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；《监测办法》主要是解决减排数据的准确性；《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。

2013年工信部公布了两批工业行业淘汰

落后产能企业名单，其中造纸行业涉及企业较多，两批合计341家，其中第二批淘汰落后企业名单中67家皆为造纸企业。国家在环境保护方面的政策整体趋严，对造纸生产排放控制除原有的COD、BOD指标外，又增加了氨氮指标和锅炉脱硝要求，目前尚有相当一部分企业不能满足环保新标准要求。

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。

造纸工业发展“十二五”规划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

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，并要求有关省区市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。

彻底关停的落后产能总计约为120万吨,约占行业总产能的1%。本次名单涉及的67家企业多为小型低端造纸厂，淘汰的产能共计约为120万吨，约占全行业总产能的1%。而在之前工信部提出淘汰落后产能目标后，被关停的小型纸厂往往在关停后加大投资规模急速扩张，进而以更大的产能规模再次开张，使得行业产能过剩的情况一直未能得到实质性的缓解。本次工信部要求有关省区市要采取有效措施在九月底前关停列入公告名单内企业的落后产能，并确保在今年年底前彻底拆除淘汰，不得向其他地区转移，落后产能淘汰执行力度有所加大。

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

2011年，国家持续实施从紧的货币政策，国内经济增速逐渐下滑，浆纸市场需求上涨乏力，同时，浆纸产能急剧扩张，文化纸产能集中释放，供求明显失衡，价格竞争激烈。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，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。

因此，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，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，然而，中国经济发展长期趋势良好，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。

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。随着十八届三中全会把生态文明建设与节能减排提到了更加重要的位置，造纸行业将迎来大升级、大调整的关键时期。国家对造纸行业环保门槛的不断提高，将大幅提升企业运行成本，有利于加快落后产能的淘汰，促进转型升级，努力向低能耗、低污染的行业模式发展，为具有比较优势的大型造纸企业带来了发展机遇。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2014 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。

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 2014 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（其中商品浆 40 万吨）；截至 2013 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、百余种规格的浆纸产品，主导产品为颜料整饰纸、浆板、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

公司董事长黄欣先生，现年 51 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。曾任国家物资部化工轻工材料司副主任科员、主任科员，中国物资开发投资总公司历任业务二部副经理、经理，实业投资部经理，战略投资部副经理，资产管理部经理，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。现任中国纸业投资有限公司执行总经理、泰格林纸集团股份有限公司董事、总经理、党委书记，兼任佛山华新包装股份有限公司董事。

公司总经理蒋利亚先生，现年 39 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。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、沅江纸业有限责任公司董事长。

截至 2014 年 3 月底，公司在职员工合计 5295 人，从专业构成看，生产人员占比 62.93%，销售人员占比 1.93%，技术人员占比 9.42%，财务人员占比 2.30%，行政人员占比 10.20%，其他人员占比 17.09%。从教育程度看，硕士及以上人员占比 1.76%，大学本科人员占比 10.03%，大专人员占比 24.95%，中专及中专以下人员占比 63.34%。

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 2013 年底，公司拥有 1 个制浆造纸博士后科研流动站，拥有 1 个林业科研基地，并依托控股股东下设 1 个国家级企业技术中心。公司建立了具有国际 ISO 标准的恒温恒湿实验室，各类分析、检测的科研设备齐全。

公司在国内率先开发了轻量涂布纸、轻型印刷纸、颜料整饰胶版纸、45g/m²低定量高级彩印新闻纸、精制高白彩印新闻纸等新产品，其中轻量涂布纸、轻型印刷纸、高级彩印新闻纸、精制高白彩印新闻纸分别获国家重点新产品称号。公司研发的意大利杨木 APMP 化学机械制浆技术开发应用居国际领先水平；公司 PRC-APMP 制浆生产线采用 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。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 2014 年 3 月底，公司获国家授权有效专利 61 项（其中发明专利 52 项，实用新型 9 项），正在申请的专利 41 项；成功开发了国家级和省级新产品 23 个，（其中国家级新产品 5 个）；获国家、省部级科技奖 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。

装备实力雄厚

公司拥有世界先进的德国福伊特（VOITH）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年底，公司控制的林业资产总面积达到192.14万亩，其中茂源林业总面积为115.21万亩（杨木林66.43万亩、松木林42.41万亩、其它树种6.37万亩），森海林业总面积为76.93万亩（松木林73.40万亩、其它树种3.53万亩）。

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制子公司，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 11 人，其中董事长 1 人，副董事长 1 人，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. 管理水平

截至 2014 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。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，高级管理人员由 10 人减少至 7 人；中层管理人员及一般管理人员全部实行了竞聘上岗，仅本部，中层管理人员精简近 30%，一般管理人员优化精减了 20%，对一般生产岗位和劳务派遣用工进行了重新核编和压缩用工近 8%。

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、商品浆的生产和销售以及林业种植、经营，主导产品包括颜料整饰纸、浆板、包装纸、轻涂纸、淋膜原纸以及复印纸、工业纸、林木等。

2011~2012 年，受市场持续低迷以及印刷行业改革影响，下游纸张需求乏力，而新增的产能充分释放，造纸业遭遇前所未有的严峻局面，产能结构性过剩、恶性竞争、价格下探、利润下降。部分国家采取制约措施来限制中国涂布纸或非涂布纸出口，给公司产品的出口带来一定的影响。

2013 年面对文化纸、包装纸需求不旺、产能过剩，国际纸浆产能（主要是南美地区）大量释放，国内纸产品及商品浆价格持续低迷

的严峻形势，公司通过加强内部改革、调整产品结构、加大新产品开发力度等措施，经营亏损有所收窄。

为减少公司管理层级、提高组织效率、进一步加强业务板块管理，同时有效降低骏泰浆纸资产负债水平，提高其盈利能力，2013 年二季度，公司用自有资金收购全资子公司骏泰浆纸持有的森海林业及双阳林化 100% 股权，收购价格分别为 15224.06 万元、7052.78 万元。此次收购将公司的全资孙公司变成全资子公司，对公司合并报表不产生影响。

2013 年公司机制纸生产 100.42 万吨，销售 100.55 万吨，产销率 100.13%；商品浆生产 28.93 万吨，销售 28.69 万吨，产销率 99.17%。实现营业收入 66.10 亿元，同比增长 1.03%，其中，颜料整饰纸，浆板和包装纸的收入占比分别为 24.27%，23.33% 和 12.65%，主要产品集中度有所提高；利润总额 3404.10 万元，净利润 1936.39 万元。

2011~2013 年，受产能扩张和市场需求减缓的挤压，多数产品市场价格下降幅度要大于原材料成本下降幅度（以 2013 年为例，轻涂纸价格同比下降 4.20%；轻型纸价格同比下降 5.03%；颜料整饰纸价格同比下降 4.23%；淋膜原纸价格同比下降 6.36%；溶解浆价格同比下降 4.09%）。因此导致包装纸，轻型纸，工业纸，浆板等产品的毛利率水平波动较大。

2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 14.40 亿元，受季节因素影响，为 2013 年全年营业收入的 21.79%。

2011~2014 年 1~3 月，随着造纸及溶解浆行业的景气度走低，公司毛利率持续下滑，分别为 18.91%、15.06%、14.35% 及 14.04%。

表1 近年公司经营情况（单位：亿元，%）

产品名称	2011 年			2012 年			2013 年			2014 年第一季度		
	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率
颜料整饰纸	14.98	21.51	16.01	14.93	22.82	14.67	16.04	24.27	18.93	3.14	21.81	16.48

包装纸	10.85	15.58	22.66	8.69	13.28	20.14	8.36	12.65	12.37	2.17	15.07	13.92
轻涂纸	11.38	16.34	13.36	8.39	12.82	14.54	5.96	9.02	16.11	1.60	11.11	17.12
淋膜原纸	3.33	4.78	15.19	3.06	4.68	7.19	2.74	4.15	10.00	0.66	4.58	7.04
轻型纸	2.07	2.97	3.28	2.41	3.68	20.33	2.49	3.77	22.75	0.39	2.71	21.60
工业纸	3.5	5.03	4.74	3.52	5.38	19.32	4.11	6.22	23.79	0.68	4.72	18.43
复印纸	4.07	5.84	5.05	3.92	5.99	11.48	2.55	3.86	4.87	0.37	2.57	4.85
浆板	12.2	17.52	30.57	12.62	19.29	11.65	15.42	23.33	7.11	3.15	21.88	7.98
其他	7.27	10.44	23.27	7.88	12.05	17.51	8.43	12.75	22.18	2.24	15.56	19.68
合计	69.65	100.00	18.91	65.42	100.00	15.06	66.10	100.00	14.35	14.40	100.00	14.04

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、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，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。

从采购数量来看，随着行业景气度的持续下降等原因，公司 2013 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），阔叶木（杨木）和芦苇的采购价格波动较大，在 2011~2012 年创出阶段高点之后，在 2013 年出现较大回落。其中，松木 2013 年均价 580 元/立方米，较 2012 年下降 17.14%；杨木 2013 年均价 525 元/立方米，较 2012 年下降 2.60%；芦苇 2013 年采购价格 723 元/立方米，较 2012 年下降 6.71%；废纸价格持续走低，在 2013 年回落至 1459 元/吨，较 2012 年下降 7.25%。煤炭价格降幅较大，2013 年采购成本为 568 元/吨，较 2012 年下降 15.22%。2014

年 1-3 月，主要原材料价格出现小幅上涨，对经营造成一定成本压力。

表 2 公司主要原材料采购价格

主要原材料名称	2011	2012	2013	2014 年 1-3 月
煤炭（元/吨）	715	670	568	608
松木（元/米 ³ ）	686	700	580	640
杨木（元/米 ³ ）	527	539	525	513
芦苇（元/米 ³ ）	826	775	723	750
废纸（元/吨）	2088	1573	1459	1618

注：公司已采用税前价格统计

资料来源：公司提供

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，2011~2012 年，除煤炭、废纸外，公司原材料价格整体呈明显上升趋势，2013 年，各类原料

价格波动中有所下降，在一定程度上缓解了公司的成本压力。

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，随着产品升级技改项目完成后，30万吨溶解浆作为粘胶纤维重要原料，有助于公司产品结构的丰富。

为了平抑国际市场的木浆价格波动，在对原材料资源的争夺战中获得有利地位，从根本上解决木浆供应问题，公司坚持实施“林纸一体化”战略，截至 2013 年底，公司控制的林业资产总面积达到了 192.14 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，但联合资信也关注到原料价格波动对成本支出可能会产生的一定影响。

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，是世界领先的造纸设备。

其中，年产40万吨含机械浆印刷纸项目（9#、10#纸机）的主要产品为环保型复印纸及高档静电复印纸，有助于公司改善产品结构。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、工业纸、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）。

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
	10# 纸机	5280	20	颜料整饰胶版纸、铸涂原纸、无碳原纸
湘江纸业	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 2013 年机制纸总产量为 100.42 万吨，浆板产量 28.93 万吨。公司已于 2010 年全面停止了新闻纸的生产，改为生产其他高附加值纸品，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, 2013 年该公司通过完成低浓臭气系统改造、热电智能备自投改造、本色浆生产流程优化、制浆工艺优化等一系列技改技措活动, 产品结构实现多元化, 市场适应能力得到加强, 生产浆板产量、质量、消耗都达到历史最好水平, 产量同比增长 9.25%, 产品质量大幅提高, 尤其是阔叶木溶解浆, 合格率提高近 40%, 成本屡创新低, 仅 2013 年累计上网电量

17823 万度, 同比增长 38.08%。但由于市场低迷, 公司综合效益仍有待进一步提高, 同时, 由于生产品种多等因素, 产品质量的稳定性仍有待进一步提高。

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。

表 4 公司主要产品产销率情况 (单位: 万吨, %)

主要产品	2011 年			2012 年			2013 年			2014 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	31.73	30.41	95.84	33.86	32.27	95.32	36.66	36.2	98.76	8.20	6.75	82.28
轻涂纸	21.35	22.53	105.51	16.33	17.18	105.21	13.84	12.75	92.13	3.82	3.42	89.49
淋膜原纸	6.95	6.82	98.10	6.15	6.67	108.39	6.13	6.38	104.17	1.53	1.56	101.69
包装纸	21.75	20.70	95.15	20.20	17.10	84.65	17.79	18.24	102.53	4.20	4.90	116.67
复印纸	7.92	8.10	102.27	8.40	8.19	97.42	5.05	5.24	103.78	0.70	0.70	100.59
商品浆板	37.35	34.93	93.52	26.48	25.94	97.96	28.93	28.69	99.17	8.09	6.06	74.91

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, 2013 年销售额占比分别为 27.56%, 17.44%、23.39%和 19.07%。销售回款方面, 公司主要通过承兑汇票回款, 以风险授信、抵押担保等多种控制措施, 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。公司在中国二十多个省、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	2011	2012	2013	2014 年 1-3 月
华北	16.45	14.82	19.07	13.98
华东	20.24	26.14	23.39	27.13
华中	25.79	26.50	27.56	26.21
华南	25.54	16.44	17.44	15.03
西北	2.60	3.27	2.51	5.36
西南	5.51	6.66	5.45	6.01
其他地区	3.88	6.61	4.58	6.28
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, 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, 纸制品价格持续回落。2013 年开始, 主要纸制品的价格达到近年来行业低点, 工业纸、复印纸等品种进一步下跌后从底部开始缓慢复苏。

表 6 公司主要产品价格情况 (单位: 元/吨)

主要产品	2011	2012	2013	2014 年 1-3 月
轻涂纸	5050.11	4881.13	4676.00	4670.18
轻型纸	5048.06	4842.99	4599.56	4715.82
颜料整饰纸	4926.53	4625.51	4430.05	4453.62
热敏原纸	5604.38	5275.21	5183.22	--

淋膜原纸	4880.61	4586.99	4295.05	4266.23
包装纸	5240.95	5084.11	4583.36	4430.00
工业纸	4843.79	4931.06	5279.02	5385.51
复印纸	5028.19	4787.87	4855.32	5082.82
浆板	4971.39	5411.86	5190.35	5197.06

注：2012 年浆板价格为文化浆板和溶解浆板的平均价格。2013 年，公司停止文化浆板的生产，仅生产溶解浆，因此浆板价格为溶解浆价格。

资料来源：公司提供

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 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 6500 元/吨至 7000 元/吨区间波动，毛利水平维持低位。同时，由于骏泰浆纸资产负债率过高，财务费用负担巨大，2013 年净利润为-12186.02 万元(上年同期为-21961.36 万元)。

总体看，公司销售网络覆盖面广，产销率保持较高水平，2013 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。

5. 经营效率

2011~2013 年，公司销售债权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 4.36 次及 1.62 次，2013 年两指标分别为 3.52 次及 1.25 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 0.41 次、0.39 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 2014 年经营计划及具体措施，2014 年度公司计划生产机制纸 101 万吨、商品浆板 29 万吨，实现营业收入约 66.80 亿元，2014 年期间费用约 11.70 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。联合资信认为，相关发展目标的实现受制于造纸行业走势、市场吸纳能力以及公司自身降本增效等多重因素，其实现存在不确定性。

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2011~2013 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。

截至 2013 年底，公司资产（合并）总计 173.28 亿元，所有者权益合计 53.71 亿元（其中包含少数股东权益 0.02 亿元）。2013 年公司营业收入 66.10 亿元，利润总额 0.34 亿元。

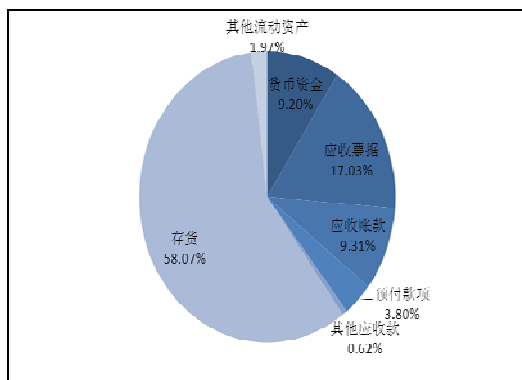
截至 2014 年 3 月底，公司资产（合并）总计 171.96 亿元，所有者权益合计 53.23 亿元（其中包含少数股东权益 0.02 亿元）。2014 年 1~3 月公司营业收入 14.40 亿元，利润总额-0.48 亿元。

2. 资产质量

2011~2013 年，公司资产保持相对稳定，年均增长 1.65%，其中流动资产年均增长 5.22%，非流动资产年均下降 1.18%。截至 2013 年底，公司资产（合并）总计 173.28 亿元，其中流动

资产占比 46.56%，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，主要为固定资产、在建工程及无形资产。

图 7 截至 2013 年底公司流动资产结构



资料来源：公司年报

2011~2013 年，公司货币资金波动下降，年均下降 19.74%，截至 2013 年底，公司货币资金 7.42 亿元，较去年同期上升 11.51%，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 2013 年底公司其他货币资金占比 61.47%，包括银行承兑汇票保证金、信用证保证金及贷款保证金。

2011~2013 年，公司应收票据波动增长，截至 2013 年底为 13.74 亿元，同比大幅上升 79.12%。公司的应收票据全部为银行承兑汇票主要系销售回款中的承兑汇票比例过高所致，其中已有账面价值 9.08 亿元的应收票据用于短期借款以及银行承兑汇票质押。

公司近三年应收账款波动中有所下降，年均下降 6.58%，截至 2013 年底为 7.51 亿元，主要系公司加大货款回笼力度，缩短存货及应收账款周转周期。从账龄来看，1 年以内款项占比 88.72%，计提坏账准备 0.88%；1-3 年款项占比 8.50%，计提坏账准备 13.12%，3 年以上款项占比 2.78%，计提坏账准备 70.44%。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 10.60%，集中程度较低。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。

2011~2013 年，公司预付账款波动中有所增长，截至 2013 年底为 3.06 亿元，主要系本期预付采购款尚未收到材料所致。

2011~2013 年，存货规模以年均 10.21% 的速度增长，截至 2013 年底公司存货共计 46.85 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 60.70%，原材料占比 24.52%，库存商品占比 11.89%。由于公司在 2013 年将高价存货销售，存货的可变现净值已大于存货成本，故公司没有计提存货减值准备。但是，鉴于公司存货规模及结构，仍然存在一定的跌价风险。

2011~2013 年，公司固定资产规模较稳定，截至 2013 年底公司固定资产净额 87.23 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 20.07% 及 77.19%。截至 2013 年底，公司固定资产累计折旧 34.15 亿元。截至 2013 年底，公司无形资产为 3.99 亿元，主要为土地使用权，较 2012 年同比增长 42.75%，主要系本期支付土地款所致。

2011~2013 年，公司在建工程规模快速下降，截至 2013 年底公司在建工程 0.72 亿元，同比下降 11.80%，主要系部分在建工程结转入固定资产所致。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总计 171.96 亿元，同比增长 0.95%，流动资产比重略有上升，资产结构基本保持稳定。由于销售货款回笼现金回款比例下降，公司应收账款较 2013 年底大幅增长 52.64%。截至 2014 年 3 月底，公司存货为 49.95 亿元，2013 年年底增长 6.60%。

总体看，公司资产规模保持相对稳定，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波动下降，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

2011~2013 年，公司所有者权益有所增长，截至 2013 年底所有者权益 53.71 亿元，同比增长 0.32%，主要由实收资本（19.43%）、资本公积（71.26%）及未分配利润（6.49%）构成。2013 年度实收资本及资本公积没有变化，未分配利润小幅增长 2.88%。

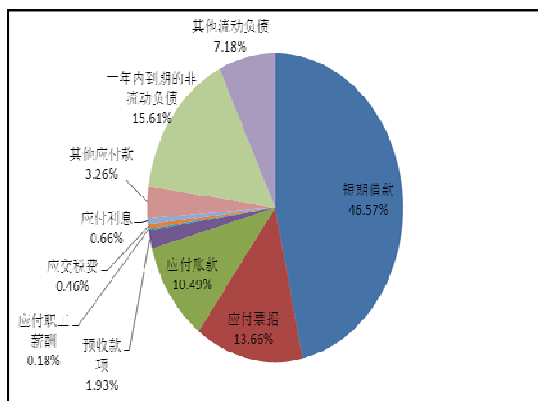
总体看，公司所有者权益有所增长，实收资本及资本公积占比较高，所有者权益结构稳定。

负债

2011~2013 年，公司负债规模有所波动，年均复合下降 1.12%，截至 2013 年底，公司负债总计 119.57 亿元，其中流动负债占比 76.28%，非流动负债占比 23.72%。

2011~2013 年公司流动负债年均增长 5.62%，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增长 15.61%，截至 2013 年底为 42.48 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 26.28 亿元，其中，77.51%为母公司泰格林纸及中国纸业对公司提供的保证借款；22.49%为公司为子公司提供保证。

图 8 截至 2013 年底公司流动负债结构



资料来源：公司年报

3.65%，截至 2013 年底为 12.46 亿元，主要为银行承兑汇票及国内信用证。公司应付账款呈现波动下降趋势，截至 2013 年底，公司应付账款 9.56 亿元，同比上升 19.35%，主要为应付采购款及工程款。

截至 2013 年底，公司一年内到期的非流动负债 14.24 亿元，较 2012 年同比增长 65.12%，主要系长期借款 1 年内到期增加所致，公司短期支付压力大。

截至 2013 年底，公司其他应付款 2.97 亿元，同比增长 190.00%，主要系 2013 年增加的对中国纸业投资有限公司的往来款所致。

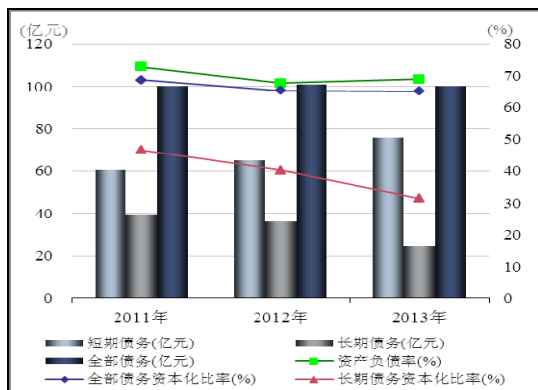
2011~2013 年，公司其他流动负债波动幅度较大，截至 2013 年底，公司其他流动负债为 6.55 亿元，同比下降 40.72%，主要系公司 2012 年内发行的两期短期融资券（“12 岳纸 CP001”，5 亿元，366 日，利率 6.14%；“12 岳纸 CP002”，6 亿元，365 日，利率 4.22%）已完成兑付，2013 年新发行一期短期融资券（“13 岳纸 CP001”，6.5 亿元，365 日，利率 5.00%）。

2011~2013 年，公司非流动负债快速下降 16.34%，截至 2013 年底，非流动负债合计 28.36 亿元，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。截至 2013 年底长期借款 16.15 亿元，同比下降 55.25%，主要系本期归还长期借款以及长期借款 1 年内到期重分类所致。截至 2013 年底，公司新增应付债券 8.43 亿元、长期应付款 3 亿元，分别系公司 2013 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。

截至 2014 年 3 月底，公司负债 118.73 亿元，同比增长 0.81%，其中短期借款较 2013 年底减少 14.99%，主要由于票据贴现融资置换了短期借款；受年内往来款未结算的影响，应收票据和应收账款分别较 2013 年底增长 18.52%及 44.12%。

2011~2013 年，公司应付票据年均增长

图9 2011~2013年公司债务情况



资料来源：公司年报

2011~2013年，公司全部债务规模分别为100.10亿元、100.94亿元及100.30亿元，保持相对稳定。截至2013年底，公司短期债务占比75.49%，长期债务占比24.51%，短期债务占比有所上升。

截至2013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69.00%、65.13%及31.39%，除了长期债务资本化比率较去年显著下降外，其他保持相对稳定。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2014年3月底，公司全部债务95.09亿元，其中短期债务占比上升至74.73%，增长较快。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69.05%、64.11%及31.11%。

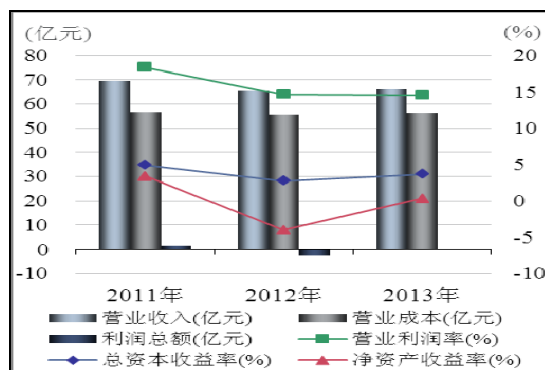
总体看，公司负债有所波动，结构以流动负债为主，有息负债规模保持相对稳定，整体负债水平较高，债务负担偏重。

4. 盈利能力

2011~2013年，公司营业收入有所波动，2013年公司共实现营业收入66.10亿元，较2012年增加0.67亿元，上涨幅度为1.03%，主要系子公司骏泰浆纸的浆板销售增加所致。

受益于原材料价格的下降，在公司纸品结构逐渐向高档纸转变的情况下，母公司的主营业务成本依然有所下降。然而受累于子公司骏泰浆纸的浆板成本依然较高，合并公司营业成本由2012年的55.57亿元上升至2013年的56.17亿元。

图10 2011~2013年公司盈利情况



资料来源：公司年报

2011~2013年，公司期间费用分别为12.11亿元、12.74亿元及11.44亿元，分别占三年营业收入的17.38%、19.47%及17.31%，处于小幅波动下降状态。2013年，公司财务费用、销售费用、管理费用较上年同期分别减少17.11%、1.42%、5.46%。2013年公司财务费用为5.05亿元，占公司营业收入比重7.65%。总体来看，公司期间费用控制能力有所提升，但财务费用负担仍然偏重。2013年，公司营业利润为-1.85亿元，亏损较上年有所收窄。

受益于新型工业化引导资金，技术改造扶持资金，资源综合利用专项资金等各种政府补助的大幅增长（由上年0.72亿元上升至本年1.98亿元），2013年公司利润总额实现了由负转正，实现利润总额0.34亿元，较2012年增长113.12%，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。

2014年1~3月，由于行业持续不景气，原材料价格小幅上涨，公司利润空间进一步压缩，一季度共实现营业收入14.40亿元、营业成本12.35亿元，利润总额为亏损0.48亿元，主业盈

利能力仍然较弱。

从盈利指标来看，2013 年公司总资本收益率和净资产收益率较 2012 年均有所回升，分别为 3.63% 和 0.36%。营业利润率小幅下降 0.1 个百分点至 14.53%。

总体看，公司 2013 年收入规模小幅上升，期间费用控制能力得到改善，但受限于行业景气度，盈利能力仍然偏弱。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2011~2013 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 89.89% 及 37.69%，截至 2013 年底，公司流动比率及速动比率分别下降至 88.46% 及 37.09%。截至 2013 年底，经营性现金流动负债比为 2.62%，较去年同期上升 2.33 个百分点。截至 2014 年 3 月底，流动比率及速动比率分别为 88.40% 及 33.47%。整体看，公司短期偿债能力弱。

从长期偿债能力指标看，2011~2013 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.31 倍、1.35 倍和 2.08 倍。相应的，近三年全部债务/EBITDA 倍数分别为 7.83 倍、11.53 倍及 8.93 倍。总体来说，2013 年公司长期偿债能力较 2012 年有所好转，但长期偿债能力一般。

截至 2014 年 3 月底，公司共获授信额度 132.63 亿元，已使用授信额度 77.76 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 2014 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，截至 2014 年 3 月 31 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

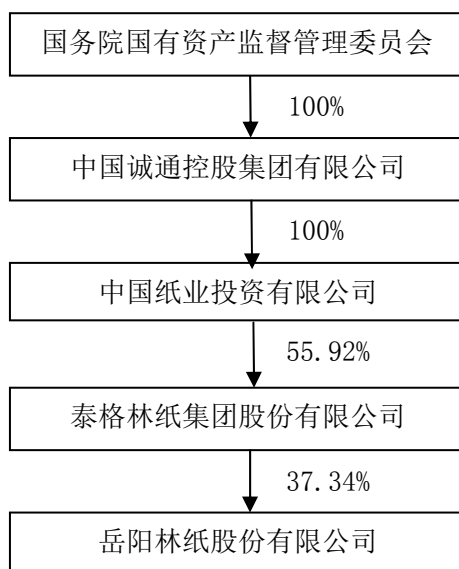
随着宏观经济形势的持续波动，造纸行业景气程度也经历了相应起伏，短期内面临产能过剩，结构性供需矛盾等问题，但作为国民经济的基础原材料行业，在目前国内人均消费纸量远低于发达国家水平的背景下，长期看造纸行业仍具有较好的增长空间。行业内资源优势明显，整合能力强的大型企业具备良好的发展前景。

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。

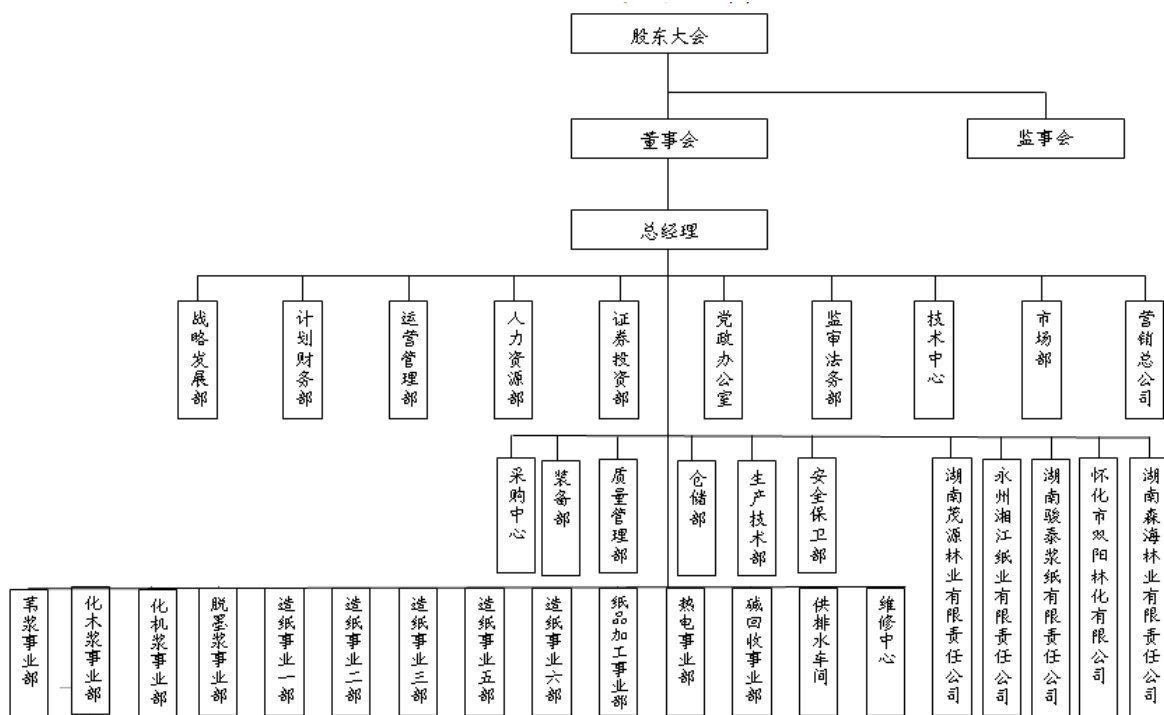
公司资产规模较大，负债水平较高，债务负担较重。近三年受到造纸行业景气度下降的影响，公司主要产品价格有所下滑，收入水平与盈利能力均出现较大波动。未来造纸行业亟待消化过剩产能，短期内景气度提升空间有限。国内溶解浆价格持续在低位徘徊，短期内市场走势仍不明朗。公司产品结构有待优化，盈利能力仍有待提升。

基于对公司股东背景、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	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
财务数据				
现金类资产(万元)	166488.11	113354.26	166012.98	110603.70
资产总额(万元)	1677106.78	1659825.43	1732780.84	1719596.63
所有者权益(万元)	454326.25	535419.53	537118.92	532297.59
短期债务(万元)	603956.76	648535.09	757222.33	710593.78
长期债务(万元)	397008.76	360849.95	245788.70	240343.18
全部债务(万元)	1000965.52	1009385.04	1003011.03	950936.97
营业收入(万元)	696501.14	654247.97	660956.21	144008.33
利润总额(万元)	16166.31	-25943.04	3404.10	-4770.54
EBITDA(万元)	127841.29	87515.31	112328.23	--
经营性净现金流(万元)	34363.67	2157.17	23890.77	53485.42
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.56	3.73	3.52	--
存货周转次数(次)	1.60	1.36	1.25	--
总资产周转次数(次)	0.41	0.39	0.39	--
现金收入比(%)	83.97	56.47	73.78	94.6
营业利润率(%)	18.35	14.63	14.53	13.81
总资本收益率(%)	4.78	2.61	3.63	--
净资产收益率(%)	3.38	-4.07	0.36	--
长期债务资本化比率(%)	46.63	40.26	31.39	31.11
全部债务资本化比率(%)	68.78	65.34	65.13	64.11
资产负债率(%)	72.91	67.74	69.00	69.05
流动比率(%)	89.15	92.75	88.46	88.40
速动比率(%)	41.96	35.86	37.09	33.47
经营现金流动负债比(%)	4.20	0.29	2.62	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.36	1.41	2.08	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.83	11.53	8.93	--

注：公司 2014 年 1 季度财务数据未经审计。

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/主营业务收入×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。

