

# 跟踪评级公告

联合〔2020〕2632号

---

中国林产品集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

**中国林产品集团有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”**

**中国林产品集团有限公司公开发行的“20 中林 01”和“20 中林 02”公司债券信用等级为 AA+**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年八月十二日

---

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

# 中国林产品集团有限公司 公开发行公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级:

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定

上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用等级:

债券简称	剩余规模 (亿元)	债券期限 (年)	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
20 中林 01	8.00	3	AA+	AA+	2020.03.04
20 中林 02	4.00	3	AA+	AA+	2020.04.22

担保方: 中国林业集团有限公司

担保方式: 全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

跟踪评级时间: 2020 年 8 月 12 日

主要财务数据:

发行人: 中国林产品集团有限公司

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	491.01	589.18	733.81	735.42
所有者权益 (亿元)	92.40	92.78	168.26	166.50
长期债务 (亿元)	124.58	118.50	141.08	168.07
全部债务 (亿元)	268.69	333.99	385.27	430.55
营业总收入 (亿元)	634.99	882.97	813.42	166.17
净利润 (亿元)	2.14	3.17	3.19	-1.21
EBITDA (亿元)	19.55	31.47	26.14	--
经营性净现金流 (亿元)	-29.92	-19.49	-40.42	-19.81
营业利润率 (%)	4.05	4.92	4.97	5.15
净资产收益率 (%)	2.52	3.42	2.44	-0.72
资产负债率 (%)	81.18	84.25	77.07	77.36
全部债务资本化比率 (%)	74.41	78.26	69.60	72.11
流动比率 (倍)	1.52	1.42	1.61	1.71
EBITDA 全部债务比	0.07	0.09	0.07	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.27	1.27	1.21	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.63	2.62	2.18	--

担保方: 中国林业集团有限公司

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	801.22	1,035.64	1,261.09	1,286.75
所有者权益 (亿元)	284.91	286.54	329.42	330.85
长期债务 (亿元)	149.06	199.65	275.50	299.34
全部债务 (亿元)	405.20	594.72	753.30	815.97
营业总收入 (亿元)	938.09	1,305.48	1,600.25	323.09
净利润 (亿元)	3.47	3.41	5.68	-1.34
经营性净现金流 (亿元)	-40.33	-33.05	-45.54	-21.37
营业利润率 (%)	3.76	4.31	4.17	4.22
净资产收益率 (%)	1.64	1.19	1.85	-0.40
全部债务资本化比率 (%)	58.72	67.49	69.57	71.15

注: 1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径; 部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成; 除特别说明外均指人民币; 2. 2020 年一季度财务数据未经审计, 相关指标未年化; 3. 本报告已将林产品集团长期应付款中的债务部分调整至债务核算; 已将林业集团其他流动负债和长期应付款中的债务部分调整至债务核算; 4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

评级观点

跟踪期内, 受剥离如皋港务集团有限公司等子公司影响, 中国林产品集团有限公司 (以下简称“公司”或“林产品集团”) 营业收入有所下降, 综合毛利率小幅提升, 整体经营情况稳定。受益于控股股东增资、中林 (广东) 林业发展有限公司并表和少数股东权益增加, 2019 年, 公司所有者权益规模大幅增长。同时, 联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 也关注到公司盈利能力较弱、经营性净现金流持续大规模净流出、权益结构稳定性较差、债务负担很重且短期偿债压力较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

跟踪期内, 担保方中国林业集团有限公司 (以下简称“林业集团”) 营业收入和净利润保持增长, 其担保对“20 中林 01”和“20 中林 02”的信用状况仍具有显著的积极影响。

综上, 联合评级维持公司主体信用等级为 AA, 评级展望为“稳定”; 同时维持“20 中林 01”和“20 中林 02”的债项信用等级为 AA+。

优势

1. 公司股东背景好, 股东支持力度较大。公司作为国务院国资委管理的唯一一家林业企业林业集团的主要全资子公司, 在我国生态文明建设背景下有较好的发展前景。2019 年, 公司收到林业集团增资, 增加资本公积 18.54 亿元。

2. 公司整体经营情况稳定。截至 2019 年末, 公司资产和权益规模有所增长。2019 年, 公司综合毛利率由上年的 4.77% 小幅提升至 4.86%, 净利润较为稳定。

关注

1. 公司盈利能力较弱。公司经营模式以贸易为主, 整体盈利水平较低, 易受大宗商品市场波动影响。2019 年, 公司总资本收益率、总

资产报酬率和净资产收益率分别为5.05%、3.85%和2.44%。

**2. 应收账款、预付款项和存货对营运资金存在占用。**公司各类贸易业务产生的应收账款、预付款项和存货规模较大。截至2019年末，公司应收账款、预付款项和存货占流动资产的比例分别为23.79%、41.58%和10.29%，对营运资金存在较大占用。

**3. 公司债务规模持续增长，债务负担很重，且面临较大的短期偿债压力。**截至2020年3月末，公司全部债务由上年末的385.27亿元增至430.55亿元，其中短期债务为262.48亿元（占60.96%）；全部债务资本化比率较上年末上升2.51个百分点至72.11%。

**4. 公司权益结构稳定性较差。**截至2019年末，公司所有者权益中归属于母公司所有者权益占比为35.47%，少数股东权益占比为64.53%。

**5. 经营性净现金流持续大规模净流出。**2019年，公司经营活动现金仍为净流出状态，净流出规模进一步扩大至40.42亿元；公司现金收入比为103.47%，较上年下降5.00个百分点。

## 分析师

侯珍珍 登记编号（R0040215120003）

李敬云 登记编号（R0040220010004）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号  
PICC大厦10层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪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。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



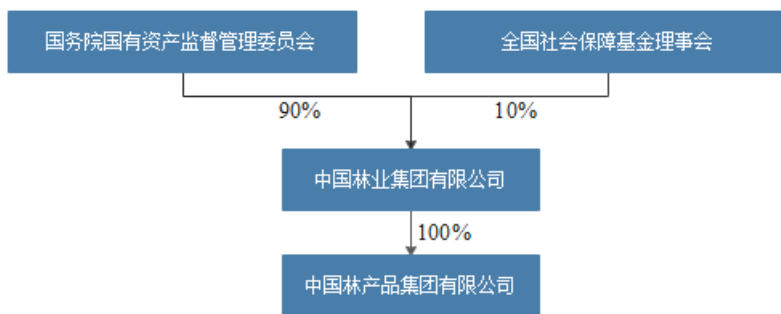
李敬云

联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

中国林产品集团有限公司（以下简称“公司”或“林产品集团”）前身为1979年7月1日根据国务院和国家农委批示成立的中国林产品经销公司；1984年8月按照对部属公司进行改革的要求，公司改为部属的商业企业，初始注册资本260万元；1984年9月国家工商行政管理局核准公司工商登记，成为原林业部直属的全民所有制企业。2000年，公司与原林业部完成脱钩，并入中国林业集团有限公司（以下简称“林业集团”）。2017年11月，公司更名为“中国林产品有限公司”。历经多次增资和股权转让，截至2020年3月末，公司注册资本为104,287.75万元，林业集团对公司持股比例为100.00%。由于国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国资委”）对林业集团的持股比例为90.00%<sup>1</sup>，公司的实际控制人为国资委；公司股权结构图如下图所示。2020年7月，公司变更为现名。

图1 截至2020年3月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围和内部组织结构无重大变化。截至2020年3月末，公司合并范围内子公司25家；拥有在职员工1,185人。

截至2019年末，公司合并资产总额733.81亿元，负债合计565.55亿元，所有者权益（含少数股东权益）168.26亿元，其中归属于母公司所有者权益59.68亿元。2019年，公司实现营业总收入813.42亿元，净利润（含少数股东损益）3.19亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润0.56亿元；经营活动产生的现金流量净额-40.42亿元，现金及现金等价物净增加额4.61亿元。

截至2020年3月末，公司合并资产总额735.42亿元，负债合计568.93亿元，所有者权益（含少数股东权益）166.50亿元，其中归属于母公司所有者权益57.45亿元。2020年1—3月，公司实现营业总收入166.17亿元，净利润（含少数股东损益）-1.21亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-1.67亿元；经营活动产生的现金流量净额-19.81亿元，现金及现金等价物净增加额-0.53亿元。

公司注册地址：北京市朝阳区安苑路20号；法定代表人：李斌。

## 二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可〔2019〕1620号文核准，公司获准向合格投资者公开发行面值不超过12.00亿元的公司债券，公司已在此核准项下发行如下2期公司债券，发行规模合计12.00亿元。

公司于2020年3月18日发行“中国林产品有限公司公开发行2020年公司债券（第一期）”，

<sup>1</sup> 2017年11月18日，根据国务院发布的《国务院关于印发划转部分国有资本充实社保基金实施方案的通知》（国发〔2017〕49号）及国资委的统一安排部署，林业集团积极推动落实划转国有资本给全国社会保障基金理事会的工作。2019年1月14日，国资委将林业集团国有产权的10%划转给全国社会保障基金理事会，林业集团完成国家出资企业产权变更登记，但截至本报告出具日尚未进行工商登记

债券简称“20 中林 01”，证券代码“163309.SH”，发行规模为 8 亿元人民币，期限为 3 年。公司于 2020 年 6 月 4 日发行“中国林产品有限公司公开发行 2020 年公司债券（第二期）”，债券简称“20 中林 02”，证券代码“163616.SH”，发行规模为 4 亿元人民币，期限为 3 年。

截至本报告出具日，“20 中林 01”和“20 中林 02”募集资金已全部使用完毕，用途与募集说明书承诺用途一致；“20 中林 01”和“20 中林 02”尚未到第一个付息期。

### 三、行业分析

**2019 年以来，我国木材行业对外依存度仍较高，国产原木价格整体运行平稳，进口原木价格呈下降趋势。未来一段时间内，我国木材消费量将保持稳定，木材贸易行业集中度有望缓慢提升。**

木材具有重量轻、强重比高、弹性好、纹理色调丰富美观等优点，是国民经济中的重要原材料。木材行业上游为森林种植和森林养护行业，中游为木材贸易流通行业，下游主要包括造纸业、建筑业和家具业，销售额占比大致为 41%、37%和 15%。从行业规模来看，根据中国木材与木制品流通协会信息中心统计数据，近年来，我国木材与木制品行业总产值保持增长，目前已超 2.20 万亿元。我国木材行业受生态政策影响较大，周期性表现不明显。

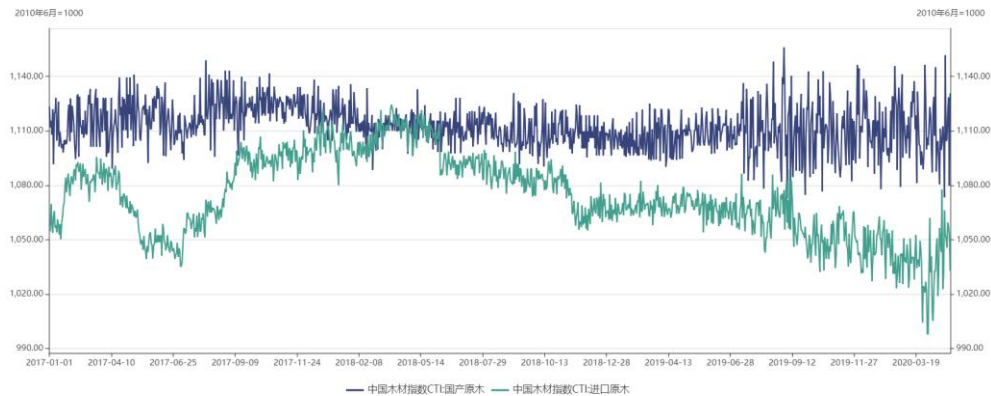
国内木材行业方面，从供给端来看，根据国家林业和草原局最新数据，截至 2018 年末，我国森林面积达 2.18 亿公顷，森林覆盖率达 22.96%。2017—2019 年，我国木材产量逐年增长，分别为 8,398.17 万立方米、8,811.00 万立方米和 9,028.00 万立方米，年均复合增长 3.68%。但与 31.00%的世界平均森林覆盖率相比，我国仍然是一个少林缺绿的国家，所需的近一半木材需要进口。

从需求端来看，尽管受国内外宏观经济下行及市场有效需求减弱等因素影响，我国木材与木制品行业运行仍保持平稳态势。根据中国木材与木制品流通协会统计数据，2019 年我国木材消费总量为近 6.00 亿立方米，较上年变化不大。根据中国木材与木制品流通协会测算，目前我国木材对外依存度近 60%，建筑、家具用优质大径木材高度依赖进口。

国外木材行业方面，全世界约 34%的森林被用于生产木材和非木质林产品。由于树木具有生命周期，必须到期砍伐，因此长期看，森林覆盖率高、可持续性强的林业发达国家的木材供给及出口将呈现增长趋势。但在全球气候和环境问题日益受到关注的背景下，各国林产品的生产和贸易重点各有不同，原木及初加工产品贸易受到影响，深加工、精加工产品贸易迅速扩大。目前，全球有 86 个国家限制或禁止原木出口，国际 CITES 公约限制贸易的树种达 220 多个。从区域角度来看，欧洲、亚洲和北美洲约占世界林产品国际贸易额的 90%。木材进出口方面，根据中国木材与木制品流通协会数据，2019 年我国木材进出口贸易总额为 561.72 亿美元，同比下降 12.11%，主要系进口木材价格下降所致；商品木材贸易量达 2 亿立方米。

木材价格方面，根据中国木材综合价格指数，受进口木材供应充足以及国内建筑需求尚未恢复影响，2019 年以来，国产原木价格整体运行平稳，进口原木价格呈下降趋势。2017—2019 年末，国产原木价格指数分别为 1,115.33、1,107.77 和 1,099.92；进口原木价格指数分别为 1,110.31、1,060.84 和 1,041.37。考虑到进口原木品种众多，不排除部分树种价格在此期间波幅较大。

图 2 2017 年以来中国木材价格指数



资料来源：Wind

考虑到我国城镇化进程，未来一段时间内，我国木材消费量将保持稳定。具体到我国木材贸易行业，在既定宏观环境下仍将呈现单向补缺型贸易格局：木材进口量有望平稳增加；木材进口来源进一步丰富；进口木材中锯材占比将有所提升；企业将加大“走出去”力度，增投海外林地资源，加快产能国际合作；行业集中度将缓慢提升，竞争激烈程度变化不大。

#### 四、管理分析

跟踪期内，经股东任免，公司执行董事和总经理变更为李斌先生，其他监事和高管人员未发生变动，主要管理制度连续。

2020年7月，根据股东林业集团《关于李斌、冀宝钧职务任免的通知》，李斌任公司执行董事（法定代表人）、总经理，不再担任副总经理职务；冀宝钧任公司副总经理，不再担任执行董事（法定代表人）、总经理职务。公司其他监事和高管人员未发生变动，主要管理制度连续。

公司法定代表人、执行董事兼总经理李斌先生，1974年出生，本科学历，曾任中国林产品经销公司总经理助理，森林国际旅行社总会计师，林业集团运营管理部副部长，公司党委书记、副总经理等职务，2020年7月起任公司执行董事和总经理职务。

#### 五、经营分析

##### 1. 经营概况

2019年，受剥离如皋港务等子公司影响，公司营业收入小幅下降，营业收入和利润主要来自木材贸易和煤炭贸易，综合毛利率小幅提升。

公司为林业行业唯一的中央管理企业林业集团的重要全资子公司。2019年，公司业务板块未发生变化，仍由林业、森林工业、农林牧渔服务业等构成。根据林业集团发展战略和相关要求，公司于2018年12月31日无偿划转原子公司如皋港务集团有限公司（以下简称“如皋港务”）全部股权，此外还划转了穆棱国森木业城有限公司（以下简称“穆棱国森木业城”）等数家子公司股权。受此影响，2019年，公司取得营业收入809.47亿元，较上年下降8.03%；实现净利润3.19亿元，较上年变化不大。

2019年，公司主营业务收入占营业收入的比例为99.96%，主营业务十分突出。从主营业务收入构成来看，2019年，林业收入较上年增长9.83%至3.80亿元，主要系自产木材产销量增加所致；占营业收入的比例由0.39%上升至0.47%。受2018年末划出如皋港务全部股权影响，2019年，森林工

业收入较上年下降 2.10%至 506.79 亿元，占营业收入的比例由 58.82%上升至 62.61%；农林牧渔服务业收入较上年下降 16.65%至 298.53 亿元，占营业收入的比例由 40.69%下降至 36.88%。公司其他业务收入主要为房屋租赁、咨询、代理、仓储服务、物流管理服务，占比很小，对营业收入规模影响不大。

表 1 2017-2019 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
林业	3.84	0.61	30.31	3.46	0.39	35.01	3.80	0.47	23.63
森林工业	393.00	61.89	3.38	517.68	58.82	4.98	506.79	62.61	5.52
农林牧渔服务业	237.46	37.40	4.86	358.15	40.69	4.15	298.53	36.88	3.51
<b>主营业务小计</b>	<b>634.31</b>	<b>99.89</b>	<b>4.10</b>	<b>879.29</b>	<b>99.90</b>	<b>4.76</b>	<b>809.11</b>	<b>99.96</b>	<b>4.86</b>
其他业务	0.68	0.11	32.47	0.84	0.10	19.79	0.36	0.04	9.38
<b>合计</b>	<b>634.99</b>	<b>100.00</b>	<b>4.13</b>	<b>880.13</b>	<b>100.00</b>	<b>4.77</b>	<b>809.47</b>	<b>100.00</b>	<b>4.86</b>

资料来源：公司提供

从毛利率来看，2019 年，公司林业板块毛利率较上年下降 11.38 个百分点至 23.63%，主要系自产木材受市场行情影响销售单价下降所致；森林工业板块毛利率较上年上升 0.54 个百分点至 5.52%，主要系木材贸易中的板材售价提升所致；农林牧渔服务业板块毛利率较上年下降 0.64 个百分点至 3.51%，主要系受煤炭贸易购销价差缩小所致；其他业务毛利率较上年大幅下降 10.41 个百分点至 9.38%，主要系毛利率较高的仓储服务、物流管理服务等业务的收入占比下降所致。受上述因素综合影响，2019 年，公司综合毛利率由上年的 4.77% 小幅上升至 4.86%。

2020 年 1-3 月，公司实现营业收入 166.17 亿元，较上年同期增长 11.33%；净利润由上年同期盈利 483.82 万元转为亏损 1.21 亿元，主要系利息费用和汇兑损失增加所致。

## 2. 林业板块

### 2019 年，公司林业板块产销量有所增长，销售集中度仍处于较高水平。

跟踪期内，公司林业板块主要产品无变化，仍为在新西兰北岛 51.5 万亩林地生产辐射松原木产品并对外销售；经营主体无变化，仍为全资子公司中国林业集团新西兰有限公司（以下简称“新西兰公司”）及中国林产品（新西兰）有限公司；经营模式无变化，对于砍伐的木材，一部分由新西兰专业林地管理公司 PF OLSEN 代为在本地销售，另一部由新西兰公司自行出口至中国、印度、韩国等亚洲市场。

2019 年，得益于自产木材的产销量增加，林业收入较上年增长 9.83%至 3.80 亿元。2019 年，公司自营木材产销量均较上年增长了 15.50%；受市场行情影响，销售单价较上年下降 4.96%至 642.59 元/立方米。

表 2 2017-2019 年公司自营木材产销情况（单位：万立方米、元/立方米）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	产量	销量	单价	产量	销量	单价	产量	销量	单价
木材	62.84	62.84	611.45	51.17	51.17	676.15	59.10	59.10	642.59

资料来源：公司提供

销售集中度方面，2019 年公司自营木材客户主要为 PF Olsen（非关联方）和中国林业集团新西



兰林业管理有限公司（关联方，为林业集团的全资子公司）；公司林业板块销售集中度较上年变化不大，仍处于较高水平。

结算方式方面，公司根据轮伐期砍伐，直接对外销售，与下游客户采取现汇、信用证等结算方式，账期一般为3~6个月。

### 3. 森林工业板块

2019年，受剥离如皋港务等子公司影响，公司原木购销量有所下降，采购均价和销售均价小幅上升；公司积极调整原有贸易品种比重，寻找高附加值的贸易品种，板材采购量有所增长，但销量有所下降，采购均价和销售均价有不同程度上升。2019年，公司给予下游客户账期仍较长，存在一定的资金占用。

跟踪期内，森林工业板块仍是公司的核心业务，主要为木材贸易，此外还有少量纸品贸易；运营主体仍为公司本部、上海胜握胜林业有限公司、中国林产品（新加坡）有限公司（以下简称“新加坡公司”）和新西兰公司等子公司。2019年，森林工业收入较上年下降2.10%至506.79亿元，其中木材贸易收入占森林工业板块收入的比例在95%以上。

#### （1）木材采购

跟踪期内，公司木材贸易的采购模式仍为“以销定采”，尽管有时通过国内贸易商间接采购，但最终供应商为国外供应商。

原木采购方面，2019年，受剥离如皋港务等子公司影响，公司原木采购量较上年下降9.68%至4,348.78万立方米；原木进口采购占比由上年的26.35%下降至22.46%。2019年，公司原木采购均价较上年上升5.31%至987.28元/立方米。

板材采购方面，2019年，板材采购量较上年增长12.62%至326.95万立方米，主要系公司进一步优化经营结构，适度增加附加值更高的板材业务所致；板材进口采购占比由上年的28.60%上升至32.27%。2019年，板材采购均价较上年变化不大。

表3 2017-2019年公司木材贸易采购情况（单位：万立方米、元/立方米）

产品	项目	2017年度	2018年度	2019年度
原木	产品采购量	3,878.11	4,814.89	4,348.78
	其中：进口	1,078.14	1,268.77	976.76
	产品采购均价	892.48	937.49	987.28
板材	产品采购量	125.51	290.30	326.95
	其中：进口	92.53	83.03	105.52
	产品采购均价	1,661.91	1,120.31	1,123.97

资料来源：公司提供

采购集中度方面，2019年，公司木材贸易前五大供应商采购额占木材采购总额比例由上年的16.37%上升至19.40%，公司木材采购集中度尚可。

表4 2017-2019年公司木材贸易前五大供应商情况（单位：万元、%）

年度	序号	供应商名称	采购金额	占采购总额比例	是否关联方
2017	1	上海中鸿燃料有限公司	267,279.50	7.24	是
	2	上海珞英国际贸易有限公司	119,352.21	3.23	否
	3	上海坤铂实业发展有限公司	117,115.13	3.17	否

	4	上海荣胜国际贸易有限公司	107,708.80	2.92	否
	5	如皋市丰瀛贸易有限公司	106,135.61	2.88	否
	合计		<b>717,591.25</b>	<b>19.45</b>	--
2018	1	上海中鸿燃料有限公司	285,176.19	5.86	是
	2	TPT FORESTS LIMITED	172,843.40	3.55	否
	3	上海博遥贸易有限公司	122,600.16	2.52	否
	4	浙江花园进出口有限公司	115,437.85	2.37	否
	5	上海威纳国际贸易有限公司	100,359.13	2.06	否
	合计		<b>796,416.74</b>	<b>16.37</b>	--
2019	1	上海华圻实业有限公司	284,550.33	6.10	否
	2	上海中鸿燃料有限公司	206,008.07	4.42	否
	3	上海坤铂实业发展有限公司	177,667.02	3.81	否
	4	江苏新民洲贸易有限公司	123,453.24	2.65	否
	5	上海弘昀国际贸易有限公司	112,587.82	2.42	否
	合计		<b>904,266.48</b>	<b>19.40</b>	--

注：2019年5月前，公司对上海中鸿燃料有限公司持股50%，之后剥离  
资料来源：公司提供

公司木材贸易的采购结算方式无重大变化，需要预付货款，并主要采用国内外信用证、TT电汇等方式结算，账期一般不超过6个月。公司与供应商的国际贸易结算以美元为主，为控制汇率风险，公司资金部设专人负责各项汇率风险管控，定期对各大银行进行调研，每日关注汇率走势及相关工具，广泛搜集市场信息，对远期汇率进行评估，进而选择远期汇率锁定业务。尽管公司在知名外汇银行可取得100个BP左右的结售汇优惠，且积极与供应商协商用人民币国际信用证取代美元国际信用证，但公司可用的金融远期和币种互换工具仍属有限。2019年，公司计入财务费用的汇兑净损失为2.17亿元；考虑到目前国际贸易环境，公司面临一定的汇率波动风险。

## (2) 木材销售

跟踪期内，公司森林工业板块主要客户仍为国内木材贸易公司；定价模式无变化，仍为成本加成法。受剥离如皋港务等子公司影响，2019年，公司原木销量较上年下降10.36%至4,297.91万立方米；占同期采购量的比例总体在98%以上；原木销售均价较上年增长8.30%至1,052.11元/立方米。2019年，公司积极调整原有贸易品种比重，寻找高附加值的贸易品种，结构调整中板材销量较上年下降28.66%至206.91万立方米；占同期采购量的比例由上年的99.91%下降至63.28%；板材销售均价较上年增长48.34%至1,753.71元/立方米。

表5 2017-2019年以来公司木材贸易销售情况（单位：万立方米、元/立方米）

产品	2017年度		2018年度		2019年度	
	销量	单价	销量	单价	销量	单价
原木	3,788.19	921.68	4,794.51	971.51	4,297.91	1,052.11
板材	116.70	1,598.62	290.04	1,182.25	206.91	1,753.71

资料来源：公司提供

销售集中度方面，2019年，公司木材贸易前五大客户销售额占销售总额的比例由上年的10.77%上升至11.17%，公司木材销售集中度较低。

表6 2017-2019年公司木材贸易前五大销售客户情况（单位：万元、%）

年度	序号	客户名称	销售金额	占销售总额比例	是否关联方
2017	1	江苏源港矿产能源发展有限公司	253,849.54	6.83	否

	2	如皋聚泰贸易有限公司	188,775.80	5.08	否
	3	绥芬河国林木业城投资有限公司	143,861.59	3.87	是
	4	上海博遥贸易有限公司	112,421.23	3.02	否
	5	上海中鸿燃料有限公司	106,788.58	2.87	是
	合计		<b>805,696.74</b>	<b>21.68</b>	--
2018	1	上海格益实业有限公司	136,119.84	2.70	否
	2	绥芬河国林木业城投资有限公司	120,525.47	2.39	是
	3	如皋市丰瀛贸易有限公司	98,745.68	1.96	否
	4	如皋诺泰贸易有限公司	97,543.20	1.94	否
	5	如皋聚泰贸易有限公司	89,357.23	1.77	否
合计		<b>469,024.97</b>	<b>10.77</b>	--	
2019	1	南昌市市政公用项目投资建设有限公司	164,623.23	3.37	否
	2	如皋聚泰贸易有限公司	103,021.94	2.11	否
	3	上海圣太商贸有限公司	96,691.02	1.98	否
	4	靖江市美树商贸有限公司	92,031.29	1.88	否
	5	江苏奇创能源发展有限公司	89,031.62	1.82	否
合计		<b>545,399.10</b>	<b>11.17</b>	--	

资料来源：公司提供

公司木材贸易的销售结算方式无重大变化，仍主要采用现汇、承兑汇票等方式结算，并给予下游客户 6~9 个月的付款账期。受大宗商品市场不景气影响，公司近年来出现了一定的资金被上、下游占用的情况：公司向上游客户预付货款采购货物，账期一般不超过 6 个月，并给予下游客户 6~9 个月的付款账期。未来，随着大宗商品市场的回暖及公司市场占有率的提升，资金占用的态势有望逐步好转。

#### 4. 农林牧渔服务业板块

**2019 年，受如皋港务不再纳入合并范围影响，公司农林牧渔服务业收入规模下降明显。**

跟踪期内，公司农林牧渔服务业仍主要为煤炭贸易、金属及矿产品贸易等；运营主体仍主要为公司本部，新加坡公司、中国林业国际资源有限公司（以下简称“中林国际”）、国林汇泰（上海）企业发展有限公司（以下简称“国林汇泰”）、上海国林胜通经济发展有限公司等。2019 年，农林牧渔服务业收入较上年下降 16.65% 至 298.53 亿元，主要系剥离如皋港务后，煤炭贸易收入下降所致。

2019 年，公司农林牧渔服务业中，除金属及矿产品贸易收入较上年增长 20.53% 外，其余各项业务收入均较上年有所下降。其中，煤炭贸易收入较上年下降 30.70% 至 140.30 亿元。

表 7 2017 - 2019 年公司农林牧渔服务业收入情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
煤炭贸易	165.24	69.59	3.22	202.46	56.53	3.11	140.30	47.00	2.08
金属及矿产品贸易	44.42	18.70	6.08	100.56	28.08	3.17	121.20	40.60	4.41
港口物流	4.32	1.82	26.14	6.02	1.68	53.09	0.23	0.08	53.49
其他	23.48	9.89	10.20	49.10	13.71	4.48	36.80	12.33	5.69
合计	<b>237.46</b>	<b>100.00</b>	<b>4.86</b>	<b>358.15</b>	<b>100.00</b>	<b>4.15</b>	<b>298.53</b>	<b>100.00</b>	<b>3.51</b>

注：其他包括成品油贸易、草炭土和证书夹等业务；2018 年末剥离如皋港务后，港口物流业务收入来自公司于 2018 年末并购的子公司瑞昌市华中国际木业有限公司从事港口物流业务形成的收入

资料来源：公司提供

(1) 煤炭贸易

2019年，受剥离如皋港务影响，公司煤炭贸易购销量均有所下降，价格与市场行情较一致，存在资金被上下游占用的情况。

跟踪期内，公司煤炭贸易主要品种仍为动力煤、电煤和焦炭。2019年，受剥离如皋港务影响，煤炭贸易收入较上年下降30.70%至140.30亿元；毛利率由上年的3.11%下降至2.08%；在农林牧渔服务业板块收入中的占比为47.00%。

采购方面，公司仍采用“以销定采”的模式。2019年，公司煤炭采购量较上年下降20.30%至3,338.47万吨；采购均价较上年下降11.17%至413.42元/吨。

表8 2017-2019年公司煤炭贸易采购情况(单位:万吨、元/吨)

年度	采购量	采购均价
2017年	2,890.33	540.37
2018年	4,188.74	465.38
2019年	3,338.47	413.42

资料来源:公司提供

采购集中度方面,2019年,公司煤炭贸易前五大供应商占煤炭采购总额比例由上年的29.43%上升至56.70%,主要系与上游大型供应商加强合作所致;公司煤炭贸易业务的采购集中度较高。

表9 2019年公司煤炭贸易前五大供应商情况(单位:万元、%)

序号	供应商名称	采购金额	采购金额占比	是否关联方
1	淮北矿业集团大榭能源化工有限公司	431,551.99	31.27	否
2	上海的圣实业有限公司	106,041.09	7.68	否
3	上海河山五矿能源公司	97,105.06	7.04	否
4	上海莉能实业有限公司	91,907.85	6.66	否
5	中新圣源(天津)国际贸易有限公司	55,975.46	4.06	否
合计		782,581.45	56.70	--

资料来源:公司提供

采购结算方面,公司根据煤炭行业贸易惯例,一般需预付款项进行采购,主要采用现汇、国内信用证或承兑汇票进行结算,账期一般不超过6个月。

煤炭销售方面,2019年,公司煤炭销售量较上年下降21.11%至3,321.27万吨,与采购量变动较一致;销售均价较上年下降12.16%至422.43元/吨。

表10 2017-2019年公司煤炭贸易销售情况(单位:万吨、元/吨)

年度	销售量	销售均价
2017年	2,984.44	553.68
2018年	4,210.19	480.89
2019年	3,321.27	422.43

资料来源:公司提供

销售集中度方面,2019年,公司煤炭贸易前五大客户销售金额占煤炭销售总额的比例由上年的27.72%上升至51.61%,主要系与大客户合作所致;公司煤炭贸易的销售集中度较高。

表11 2019年公司煤炭贸易前五大客户情况(单位:万元、%)

序号	客户名称	销售金额	销售金额占比	是否关联方
1	宁波山煤华泰贸易有限公司	258,048.66	18.39	否

序号	客户名称	销售金额	销售金额占比	是否关联方
2	上海繁昌物流有限公司	222,507.83	15.86	否
3	上海译华商贸有限公司	118,084.80	8.42	否
4	山煤国际能源集团山西辰天国贸有限公司	68,217.95	4.86	否
5	河北国控矿业资源发展有限公司	57,206.23	4.08	否
	合计	724,065.48	51.61	--

资料来源：公司提供

销售结算方面，公司和下游客户主要采用承兑汇票和现汇方式，账期一般不超过 12 个月。受经营环境和行业惯例影响，煤炭贸易板块也存在资金被上下游占用的情况。

## (2) 金属及矿产品贸易

**2019 年，公司金属及矿产品贸易收入有所增长，对公司营业收入形成有益补充。**

跟踪期内，公司金属及矿产品贸易主要品种仍为生铁，也包含镍、镍铬、铁精粉和镍铁等。2019 年，金属及矿产品贸易收入较上年增长 20.53% 至 121.20 亿元，主要系木材市场低迷情况下，公司为优化经营结构，持续推进金属及矿产品贸易业务所致；毛利率由上年的 3.17% 上升至 4.41%，主要系购销差价扩大所致；在农林牧渔服务业板块收入中的占比为 40.60%。

跟踪期内，公司金属及矿产品贸易仍采取“以销定采”的业务模式，2019 年前五大供应商采购额占该板块总采购额的比例在 45% 左右，采购集中度仍属很高；销售客户主要集中在江浙沪一带，2019 年前五大客户销售额占该板块总销售额的 42% 左右，销售集中度仍属很高。结算方面，公司与供应商主要采用电汇、远期信用证方式结算，账期一般在 6 个月以内；与客户主要采用现汇、银行承兑汇票方式结算，账期一般在 6 个月以内。

## 5. 在建项目

**公司在建项目投入资金规模大，公司面临的资金支出压力大，且在建项目能否顺利达产并取得预期收益存在一定不确定性。**

截至 2020 年 3 月末，公司主要在建项目为国林汇泰公司改造如皋市熔盛重工码头、重庆林产品公司新建重庆市中国西部木材贸易港以及华中国际木业公司续建瑞昌市华中国际木业产业园二区二期项目等，计划总投资 69.91 亿元，已完成投资 7.13 亿元，未来尚需投资 62.78 亿元。公司面临的资金支出压力大，且在建项目能否顺利达产并取得预期收益存在一定不确定性。

表 12 截至 2020 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划投资额	已投资额	未来投资计划			预计完工时间
			2020 年 4-12 月	2021 年	2022 年	
华中国际木业公司续建瑞昌市华中国际木业产业园二区二期	89,307.00	47,496.69	14,956.20	26,854.11	0.00	2021.12
华中国际木业公司新建瑞昌市中林华中智能家居产业园标准化厂房及基础设施一期建设项目	18,840.00	0.00	9,000.00	9,000.00	840.00	2022.06
华中国际木业公司续建瑞昌市华中国际木业产业园铁路专用线项目	1,200.00	700.00	500.00	0.00	0.00	2020.12
重庆林产品公司新建重庆市中国西部木材贸易港	138,593.00	22,894.92	42,835.08	36,431.50	36,431.50	2022.12
国林汇泰公司新建如皋市木材产业园	50,000.00	0.00	8,600.00	30,000.00	11,400.00	2022.03
国林汇泰公司改造如皋市熔盛重工码头	400,000.00	0.00	1,900.00	300,000.00	98,100.00	2022.03
集团新西兰公司 2020 年度新西兰林地购置项目	1,200.00	219.75	980.25	0.00	0.00	2020.12
合计	699,140.00	71,311.36	78,771.53	402,285.61	146,771.50	--

资料来源：公司提供

## 6. 重大事项

目前公司正在重组熔盛重工，如顺利完成，将有助于公司完善林业产业链，提升经营业绩水平，但该事项仍存在不确定性，联合评级将持续关注该事项进展情况。

截至本报告出具日，公司正在进行资产重组。由于重组标的江苏熔盛重工有限公司（以下简称“熔盛重工”）于2017年8月31日经审计的净资产（58.69亿元）超过公司同期净资产的50%，构成重大资产重组。

公司拟通过控股子公司国林汇泰收购熔盛重工的相关资产，以实现转型发展港产业园一体化项目的目的。根据北京中同华资产评估有限公司出具的评估报告（中同华评报字〔2017〕第1172号）及其补充说明，标的企业重组范围内的资产于2017年8月31日评估价值约为138.69亿元。2018年4月，本次资产重组方案经控股股东林业集团董事会审议通过。2019年1月，重组各方在北京签订了重组框架协议。本次资产重组采用承债式重组，国林汇泰承接不超过80亿元债务（主要是金融债务），并实现100%控股熔盛重工。截至2019年9月末，国林汇泰已承接债务约45亿元。目前，本次资产重组正在推进中，熔盛重工的股权及资产交割尚未完成。

## 7. 经营关注

### （1）利润来源较为单一且存在资金占用

公司利润来源较为单一，主要依赖森林工业板块的木材贸易和农林牧渔服务业板块的煤炭、金属贸易；同时经营模式以贸易为主，相对单一。值得注意的是，在行业竞争激烈背景下，为锁定上游优惠价格及扩大下游客户贸易量，公司木材和煤炭贸易业务存在较大资金占用。

### （2）主营业务盈利水平较低

相比其他行业，林业贸易进入门槛较低，供应商及客户资源较为分散，整体利润率较低。2017—2019年，尽管毛利率有所提升，但仍处5%以下，主营业务盈利水平较低。伴随宏观经济增速放缓，公司面临主营业务盈利水平较低的风险。

### （3）木材、煤炭等大宗商品价格波动较大，市场不确定性较大

目前我国木材行业对外依存度近60%，对国际贸易依赖程度较大；煤炭行业受供给侧改革和环保因素影响，价格波动风险犹存。结合当前全球经济景气度下行，木材、煤炭等大宗商品价格波动较大，市场的不确定性对公司经营管理形成一定的挑战。

### （4）国际贸易存在较大的汇兑损失风险

公司木材贸易等业务以国际贸易为主，大量进口木材等商品，采购多使用国外信用证结算。在此背景下，虽然公司通过调整内销价格等方式将一部分汇兑风险向下游转移或与其共同承担，但可用的金融远期和币种互换工具有限，随着汇率市场的频繁波动，公司作为进口企业，存在较大的汇兑损失风险。

### （5）海外经营风险较大

目前公司积极贯彻落实加大境外林地资源占有和林业走出去的发展战略，在新西兰等地已取得较多林地资源，并和多个国家建立了木材贸易关系，较易受到世界经济波动、当地政治局势和竞争环境的影响。

### （6）新冠疫情对公司木材贸易有一定不利影响

公司木材贸易的最终供应商主要为国外供应商。2020年初新冠肺炎疫情爆发以来，疫情在全球蔓延趋势不减。受封道阻路、口岸关停（如2020年4月7日关闭中俄木材重要口岸绥芬河）和国别隔离影响，公司木材贸易对接和物流环节受阻。

## 8. 未来发展

公司根据外部环境和发展的需要，制定了紧密围绕木材贸易主业的战略发展规划，有一定可行性。

公司未来将不断巩固现有成熟业务经营规模，坚持林产品贸易为基础，合理调整产品结构和销售网络布局，形成多层次、多形式的营销体系；将林产品加工和境外资源开发作为重点，逐步确立贸易与实业结合的主业发展优势地位。

公司将在做好木材、煤炭、浆纸等各项经营业务的同时，继续加强木材贸易主业的发展。将经营网络辐射至国内主要的木材交易地区，稳定国内市场竞争力，并开拓印度、巴基斯坦等国外木材市场，利用国内国外两种资源、两个市场。另外，公司将加强上下游资金占用的清理工作，采取有效措施催收清欠、降低应收账款数额和库存规模，确保资金占用规模降至合理水平。

同时，公司将加快境外林地资源开发和资源控制力度，加强对新西兰等地供应商的话语权。另外，公司下一步将开拓北美市场，拟收购加拿大林业上市公司，以扩大境外林地资源的占有量，为木材贸易的供应提供保障。

## 六、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的 2019 年审计报告已经中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为带强调事项的无保留意见。该强调事项是关于公司对厦门涌泉科技发展有限公司余额为 800.00 万元的长期投资，该项长期投资系公司依据原国家计委、财政部等相关文件履行国家出资人代表权力而形成的国债项目投资，因无明确的国债项目验收后的出资人管理办法，该项目投资确权工作尚未履行相关的程序。该段内容不影响已发表的审计意见。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》和各项有关规定编制。2020 年一季度财务数据未经审计。

从合并范围来看，2019 年，公司合并范围内新增子公司 3 家，减少子公司 6 家。截至 2019 年末，公司合并范围内子公司共计 24 家。截至 2020 年 3 月末，公司合并范围内子公司共计 25 家。公司主营业务连续，合并范围变动的子公司规模较小，财务数据可比性较强。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 733.81 亿元，负债合计 565.55 亿元，所有者权益（含少数股东权益）168.26 亿元，其中归属于母公司所有者权益 59.68 亿元。2019 年，公司实现营业总收入 813.42 亿元，净利润（含少数股东损益）3.19 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 0.56 亿元；经营活动产生的现金流量净额-40.42 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.61 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 735.42 亿元，负债合计 568.93 亿元，所有者权益（含少数股东权益）166.50 亿元，其中归属于母公司所有者权益 57.45 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业总收入 166.17 亿元，净利润（含少数股东损益）-1.21 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 -1.67 亿元；经营活动产生的现金流量净额-19.81 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.53 亿元。

### 2. 资产质量

截至 2019 年末，公司资产总额有所增长，资产结构以流动资产为主。流动资产中现金类资产受限比例高；应收账款和预付款项占比较大，对公司营运资金形成较大占用。非流动资产中无形资产和长期应收款占比较大；公司整体资产质量一般。

截至 2019 年末，公司合并资产总额为 733.81 亿元，较上年末增长 24.55%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占 82.84%，非流动资产占 17.16%。公司资产以流动资产为主，资产结构较

上年末变化不大。

#### (1) 流动资产

截至 2019 年末，公司流动资产为 607.88 亿元，较上年末增长 19.39%，主要系预付款项增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占 11.67%）、应收账款（占 23.79%）、预付款项（占 41.58%）、其他应收款（占 7.99%）和存货（占 10.29%）构成。

截至 2019 年末，公司货币资金为 70.93 亿元，较上年末增长 7.16%。货币资金主要由银行存款（占 28.83%）和其他货币资金（占 71.17%）构成。货币资金中受限资金（主要为用于银行承兑汇票和信用证的保证金）为 37.56 亿元，受限比例为 52.96%，受限比例高。

截至 2019 年末，公司应收账款为 144.61 亿元，较上年末增长 6.12%。截至 2019 年末，公司按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款余额为 143.76 亿元，账龄在一年以内的占其账面余额的 99.28%，账龄较短；公司应收账款共计提坏账准备 1.09 亿元，坏账准备计提比例很低。截至 2019 年末，按照欠款方归集的期末余额前五名的应收账款占比为 19.43%，公司应收账款集中度一般。公司应收账款规模较大，对公司营运资金形成较大占用。

截至 2019 年末，公司预付款项为 252.76 亿元，较上年末增长 40.36%，主要系①受汇率波动影响，公司采购国内船边货比重增加，预付比例增加；②中美贸易摩擦背景下交货周期延长，预付账款周转速度下降；③子公司开拓市场采用预付形式采购等所致。截至 2019 年末，公司预付款项累计计提坏账准备 0.50 亿元；从预付款项余额的账龄看，1 年以内（含）的占 99.09%，账龄较短；预付款项期末余额前五名占 34.40%，集中度较高。公司预付款项规模较大，对公司营运资金形成较大占用。

截至 2019 年末，公司其他应收款为 48.60 亿元，较上年末增长 8.59%。公司主要按单项重大金额（28.86 亿元）和信用风险特征组合（20.09 亿元）计提坏账准备。公司单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款主要为应收熔盛重工（17.63 亿元）和江苏熔盛造船有限公司（8.70 亿元）的重组款，预计可收回。公司按信用风险特征组合计提坏账准备的其他应收款中，1 年以内的占 99.20%，账龄较短。公司其他应收款累计计提坏账准备 0.47 亿元，计提比例很低；其他应收款余额前五名欠款方占比为 73.93%，集中度很高。

截至 2019 年末，公司存货为 62.55 亿元，较上年末增长 22.69%，主要系①销售网点增加，各销售网点均有部分安全库存；②2019 年 12 月份木材市场有所回暖，销售订单量明显增加，因此采购有所增加；③公司积极调整原有贸易品种比重，努力寻找新的贸易品种，结构调整中导致存货略有增长。公司存货主要由库存商品（占 72.79%）和消耗性生物资产（占 13.92%）构成。截至 2019 年末，公司共计提存货跌价准备 0.37 亿元，计提比例很低。

#### (2) 非流动资产

截至 2019 年末，公司非流动资产为 125.94 亿元，较上年末增长 57.40%，公司非流动资产主要由长期应收款（占 27.90%）、投资性房地产（占 9.78%）、固定资产（占 5.79%）和无形资产（占 47.58%）构成。

公司长期应收款主要包括应收融资租赁、保理款项和对林业集团的长期应收款等。截至 2019 年末，公司长期应收款为 35.13 亿元，较上年末下降 26.65%，主要系全资子公司深圳市中林融资租赁有限公司（以下简称“中林租赁”）开展融资租赁业务及应收账款保理业务，一年内到期部分重分类至一年内到期的非流动资产所致。

截至 2019 年末，公司投资性房地产为 12.32 亿元，较上年末增长 10.09%，主要系控股子公司瑞昌市华中国际木业有限公司投资建设产业园区，部分项目于 2019 年完工，从在建工程转入投资性房地



产所致。公司投资性房地产为房屋、建筑物（11.12 亿元）和土地使用权（1.20 亿元），均采用公允价值计量。

截至 2019 年末，公司固定资产为 7.29 亿元，较上年末下降 12.88%，主要系公司根据林业集团业务板块调整战略，划出中林赫泽能源科技发展有限公司、中林集团黑龙江好家木业有限公司和穆棱国森木业城等子公司股权所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 62.11%）、土地资产（占 17.25%）和机器设备（占 14.52%）构成；累计计提折旧 1.33 亿元，未计提减值准备，固定资产成新率为 84.62%，成新率较高。

2019 年 7 月，按照林业集团部署，公司与中林集团雷州林业局有限公司（以下简称“雷州林业局”）、中国林场集团有限公司（以下简称“林场公司”）共同设立中林（广东）林业发展有限公司（以下简称“中林广东公司”），持股比例分别为 41%、49%和 10%；林场公司为公司一致行动人，中林广东公司由公司并表。雷州林业局将其拥有的部分林地作为无形资产注入到中林广东公司。得益于此，截至 2019 年末，公司无形资产为 59.92 亿元，较上年末增加 58.47 亿元。公司无形资产主要由林地使用权（58.80 亿元）构成，累计摊销 793.80 万元，未计提减值准备。

截至 2019 年末，公司受限资产共计 68.34 亿元，占总资产比重为 9.31%，受限比例一般。

表 13 截至 2019 年末公司受限资产情况（单位：万元、%）

项目	账面价值	占资产总额比重	受限原因
货币资金	37.56	5.12	银行承兑汇票及信用证保证金
应收账款	3.31	0.45	应收账款保理融资
存货	8.76	1.19	国家开发银行抵押贷款
固定资产	3.91	0.53	抵押借款
其他	14.79	2.02	抵押借款、长期应收款保理融资
合计	68.34	9.31	--

资料来源：公司审计报告

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额为 735.42 亿元，较上年末变化不大。其中，流动资产占 82.55%，非流动资产占 17.45%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年末变化不大。

### 3. 负债及所有者权益

#### （1）负债

截至 2019 年末，公司负债规模有所增长，以流动负债为主。公司债务规模持续增长，整体债务负担很重，短期偿债压力较大。

截至 2019 年末，公司负债总额为 565.55 亿元，较上年末增长 13.93%，主要系非流动负债增加所致。其中，流动负债占 66.82%，非流动负债占 33.18%。公司负债以流动负债为主。

截至 2019 年末，公司流动负债为 377.89 亿元，较上年末增长 5.04%。公司流动负债主要由短期借款（占 33.51%）、应付票据（占 21.93%）、应付账款（占 16.17%）、预收款项（占 8.81%）、其他应付款（占 9.25%）和一年内到期的非流动负债（占 9.17%）构成。

截至 2019 年末，公司短期借款为 126.64 亿元，较上年末增长 15.69%，主要系营运资金需求增加所致；短期借款主要由保证借款（占 96.56%）构成。

截至 2019 年末，公司应付票据为 82.87 亿元，较上年末增长 5.84%。公司应付票据以银行承兑汇票（占 98.66%）为主。

截至 2019 年末，公司应付账款为 61.12 亿元，较上年末变化不大。公司应付账款账龄以 1 年及

1 年以内（占 96.98%）为主。

截至 2019 年末，公司预收款项为 33.28 亿元，较上年末增长 47.89%，主要系公司为了减少坏账风险、减少资金占用，增加了对部分客户的预收比例所致。公司预收款项账龄以 1 年及 1 年以内（占 94.56%）为主。

截至 2019 年末，公司其他应付款为 34.95 亿元，较上年末下降 36.04%，主要系公司偿还林业集团内部往来款所致。公司其他应付款主要由集团内部往来款（占 69.01%）和临时周转金（占 22.71%）构成。

截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债为 34.67 亿元，较上年末增长 25.02%，主要系一年内到期的长期借款转入所致。公司一年内到期的非流动负债主要由一年内到期的长期借款（占 86.52%）和一年内到期的长期应付款（占 13.48%）构成。

截至 2019 年末，公司非流动负债为 187.67 亿元，较上年末增长 37.35%，主要系长期借款和长期应付款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 70.14%）和长期应付款（占 29.28%）构成。

截至 2019 年末，公司长期借款为 131.63 亿元，较上年末增长 11.95%，主要系公司建设项目资金需求增加所致；长期借款主要由保证借款（占 93.97%）构成。从期限分布看，2021 年到期的占 44.98%，2022 年到期的占 16.24%，2023 年到期的占 22.55%，2024 年及以后到期的占 15.69%。公司将在 2021 年面临集中偿付压力。

截至 2019 年末，公司长期应付款为 54.95 亿元，较上年末增加 37.03 亿元，主要系公司为减轻短期偿债压力，向股东林业集团增加长期借款 28.50 亿元所致。公司长期应付款主要由长期应付林业集团款（45.50 亿元）构成，其余为长期应付融资租赁款等。

截至 2019 年末，公司全部债务为 385.27 亿元，较上年末增长 15.35%，长、短期债务均有所增加。其中，短期债务占 63.38%，长期债务占 36.62%，以短期债务为主。短期债务为 244.19 亿元，较上年末增长 13.31%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增加所致。长期债务为 141.08 亿元，较上年末增长 19.06%，主要系长期借款和长期应付融资租赁款增加所致。截至 2019 年末，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 77.07%、69.60%和 45.61%，较上年末分别下降 7.18 个百分点、8.66 个百分点和 10.48 个百分点。公司债务负担很重，短期偿债压力较大。

如将公司发行的优先股和永续债（合计 37.66 亿元）调入长期债务，截至 2019 年末，公司全部债务增至 422.93 亿元。其中，短期债务为 244.19 亿元（占 57.74%），长期债务为 178.74 亿元（占 42.26%）。截至 2019 年末，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 82.20%、76.41%和 57.78%，较调整前分别上升 5.13 个百分点、6.80 个百分点和 12.17 个百分点。

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额为 568.93 亿元，较上年末变化不大。其中，流动负债占 62.28%，非流动负债占 37.72%，负债结构较上年末变化不大。截至 2020 年 3 月末，公司全部债务为 430.55 亿元，较上年末增长 11.75%，主要系长期债务增加所致。其中，短期债务为 262.48 亿元（占 60.96%），较上年末增长 7.49%，主要系短期借款增加所致。长期债务为 168.07 亿元（占 39.04%），较上年末增长 19.13%，主要系长期借款和发行债券“20 中林 01”所致。截至 2020 年 3 月末，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 77.36%、72.11%和 50.23%，较上年末分别上升 0.29 个百分点、2.51 个百分点和 4.63 个百分点。公司债务规模增长较快，债务负担有所加重。

## （2）所有者权益

截至 2019 年末，受益于林业集团增资、中林广东公司并表和少数股东权益增加，公司所有者权益大幅增长。公司少数股东权益占比较高，所有者权益结构稳定性较差。

截至 2019 年末，公司所有者权益合计（含少数股东权益）168.26 亿元，较上年末增长 81.35%，主要系资本公积和少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 35.47%，少数股东权益占比为 64.53%。公司少数股东权益占比较高，所有者权益结构稳定性较差。

截至 2019 年末，公司归属于母公司所有者权益的 59.68 亿元中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 17.48%、80.12% 和 2.47%。截至 2019 年末，公司资本公积为 47.81 亿元，较上年末增加 42.33 亿元，主要系①收到林业集团增资增加资本公积 18.54 亿元；②并表中林广东公司使得资本公积增加 23.78 亿元。截至 2019 年末，公司少数股东权益为 108.58 亿元，较上年末增加 38.26 亿元，主要系子公司少数股东投入以及发行优先股、永续债所致。截至 2019 年末，公司发行的优先股和永续债如下表所示。根据会计准则，因下表优先股和永续债发行人为公司的子公司，优先股和永续债持有人收益不是归属于公司股东的权益，因此公司将其列示在“少数股东权益”项目。

表 14 截至 2019 年末公司发行的优先股和永续债情况（单位：%、亿元）

类别	发行时间	利率	金额	到期日/续期情况	利率调整机制	发行人
优先股	2015.06	6.82	1.36	2025.06	10 年内，如派息美元 6 个月 Libor+450bps，未派息美元 6 个月 Libor+600bps；10 年后，股息为美元 6 个月 Libor+950bps。发行满 10 年后，公司需支付所有应付未付的股息及复利	中林国际
优先股	2018.06	6.82	1.40	2028.06	10 年内，美元 6 个月 Libor+450bps；10 年后，美元 6 个月 Libor+950bps。发行满 10 年后，公司需支付所有应付未付的股息及复利	中林国际
美元永续私募债券	2018.11	6.5	3.45	3+N	半年付息 1 次，可递延付息且不受递延次数的限制	海外林业有限公司
美元永续私募债券	2018.12	6.5	4.58	3+N	半年付息 1 次，可递延付息且不受递延次数的限制	海外林业有限公司
美元永续私募债券	2019.05	6.5	1.34	3+N	半年付息 1 次，可递延付息且不受递延次数的限制	海外林业有限公司
美元永续私募债券	2019.05	6.5	8.87	3+N	半年付息 1 次，可递延付息且不受递延次数的限制	海外林业有限公司
优先股	2019.07	6.6	13.80	可于第 3 周年日赎回	可选择递延支付股息，宣布派息后未如期支付，股息按 8.5%	中国林业财务中心有限公司
优先股	2019.10	5.94	2.86	可于 6 年后赎回	6 年内，股息为 6 个月美元 Libor+410bps；未支付的股息计复利	新加坡公司
合计	--	--	37.66	--	--	--

注：上表发行人均为公司的全资境外子公司；2015 年和 2018 年发行的优先股，发行 5 年后，认购方有权将优先股转为普通股  
资料来源：公司审计报告

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益合计（含少数股东权益）为 166.50 亿元，较上年末变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占 34.51%，少数股东权益占 65.49%；所有者权益结构较上年末变化不大。

#### 4. 盈利能力

**2019 年，受剥离如皋港务影响，公司营业收入小幅下降，净利润较稳定；公司期间费用对利润侵蚀仍属严重，整体盈利能力较弱。**

2019 年，公司实现营业收入 809.47 亿元，较上年下降 8.03%，主要系剥离如皋港务所致。2019 年，公司营业成本为 770.11 亿元，较上年下降 8.12%。2019 年，公司实现净利润 3.19 亿元，较上年增长 0.53%，主要系综合毛利率有所提升所致。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 35.78 亿元，较上年下降 11.32%，主要系财务费用和管理费用减少所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 26.79%、8.48%、0.14% 和 64.59%，以财务费用为主。其中，销售费用为 9.59 亿元，较上年增长 5.60%；管理费用为 3.03 亿元，较上年下降 21.13%，主要系剥离如皋港务后，无形资产摊销减少所致；研发费用为 0.05 亿元，较上年变化不大；财务费用为 23.11 亿元，较上年下降 15.73%，主要系如皋港务

不再纳入合并范围所致。2019年，公司费用收入比为4.40%，较上年下降0.17个百分点。整体看，期间费用对利润侵蚀仍属严重，公司费用控制能力有待提升。

2019年，公司计提资产减值损失1.42亿元，主要系应收账款和其他应收款规模扩大、相应的坏账损失增加所致。2019年，公司实现其他收益0.58亿元，较上年增长235.70%，主要系政府补助增加所致；其他收益占营业利润比重为15.67%，对营业利润有一定影响。

从盈利指标看，2019年，公司营业利润率为4.97%，较上年上升0.05个百分点，变化不大。2019年，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为5.05%、3.85%和2.44%，较上年分别下降2.01个百分点、1.54个百分点和0.98个百分点。公司整体盈利能力较弱。

2020年1—3月，公司实现营业收入166.17亿元，较上年同期增长11.33%；净利润由上年同期盈利483.82万元转为亏损1.21亿元，主要系利息费用和汇兑损失增加所致。

## 5. 现金流

**2019年，公司经营活动现金仍为净流出状态，且净流出规模进一步扩大；投资活动现金净流出规模大幅收窄，公司对外融资需求很大，筹资活动现金呈持续净流入状态。**

从经营活动来看，2019年，受营业收入下降和适当延长下游账期影响，公司经营活动现金流入876.87亿元，较上年下降9.68%；经营活动现金流出917.29亿元，较上年下降7.38%。受上述因素影响，2019年，公司经营活动现金净流出40.42亿元，净流出规模较上年进一步扩大。2019年，公司现金收入比为103.47%，较上年下降5.00个百分点，收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2019年，受中林租赁为控制风险，部分业务到期后未续作影响，公司投资活动现金流入43.71亿元，较上年下降14.55%；投资活动现金流出45.64亿元，较上年下降58.08%。受上述因素影响，2019年，公司投资活动现金净流出1.93亿元，净流出规模较上年大幅收窄。

从筹资活动来看，2019年，公司筹资活动现金流入454.48亿元，较上年增长6.39%；筹资活动现金流出407.94亿元，较上年增长16.50%，主要系偿还债务增加所致。受上述因素影响，2019年，公司筹资活动现金净流入46.54亿元，较上年下降39.57%。

2020年1—3月，公司经营活动现金净流出19.81亿元，投资活动现金净流出3.43亿元，筹资活动现金净流入22.14亿元。

## 6. 偿债能力

**跟踪期内，公司长、短期偿债能力指标表现一般，但考虑到其股东背景、行业地位以及经营规模等竞争优势，公司偿债能力仍属很强。**

从短期偿债能力指标看，截至2019年末，公司流动比率与速动比率分别由上年末的1.42倍和1.27倍上升至1.61倍和1.44倍。截至2019年末，公司现金短期债务比由上年末的0.35倍下降至0.31倍，现金类资产对短期债务的保障程度一般。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司EBITDA为26.14亿元，较上年下降16.93%。从构成看，公司EBITDA主要由计入财务费用的利息支出（占82.58%）和利润总额（占14.84%）构成。2019年，公司EBITDA利息倍数由上年的1.27倍下降至1.21倍，EBITDA对利息的覆盖程度一般；公司EBITDA全部债务比由上年的0.09倍下降至0.07倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度偏弱。整体看，公司长期债务偿债能力一般。

截至2020年3月末，公司不存在对林业集团体系外企业提供担保的情况。

截至2020年3月末，除作为原告存在涉诉金额约0.32亿元合同纠纷案件外，公司无其他重

大未决诉讼、仲裁事项。

截至 2020 年 6 月末，公司获得银行综合授信额度 274.57 亿元，其中未使用授信额度 20.42 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91110000100002257E），截至 2020 年 8 月 3 日，公司已结清贷款信息记录中有 27 笔关注类短期借款；未结清贷款信息记录中无关注类或不良类贷款记录。

#### 7. 公司本部财务概况

公司本部资产以流动资产为主，应收账款和预付款项占比较高；负债结构与资产结构较匹配，以应付票据、应付账款和其他应付款为主，但公司本部资产负债率很高，债务负担很重；公司本部利润总额受财务费用侵蚀严重；公司本部经营活动产生的现金流量净额难以覆盖投资活动资金需求，公司本部对外融资需求较大。

截至 2019 年末，公司本部资产总额为 371.28 亿元，较上年末增长 17.68%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产为 322.22 亿元（占 86.79%），非流动资产为 49.06 亿元（占 13.21%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 11.62%）、应收账款（占 22.73%）、预付款项（占 51.50%）、其他应收款（占 8.30%）和存货（占 5.79%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占 98.09%）构成。截至 2019 年末，公司本部货币资金为 37.43 亿元。

截至 2019 年末，公司本部负债总额为 338.09 亿元，较上年末增长 14.47%，主要系非流动负债增加所致。其中，流动负债为 246.90 亿元（占 73.03%），非流动负债为 91.19 亿元（占 26.97%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 17.15%）、应付票据（占 26.65%）、应付账款（占 13.43%）、其他应付款（占 24.47%）、预收款项（占 10.09%）和一年内到期的非流动负债（占 7.81%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 50.10%）和长期应付款（占 49.90%）构成。截至 2019 年末，公司本部资产负债率和全部债务资本化比率分别为 91.06%和 83.97%，分别较上年末下降 2.56 个和 4.16 个百分点。

截至 2019 年末，公司本部所有者权益为 33.18 亿元，较上年末增长 64.79%，主要系资本公积增加所致。其中，实收资本为 10.43 亿元（占 31.43%）、资本公积为 23.79 亿元（占 71.68%）、未分配利润为-1.07 亿元（占-3.24%）。

2019 年，公司本部营业收入为 288.17 亿元，营业成本为 274.62 亿元，财务费用为 12.46 亿元，投资收益为 1.10 亿元，净利润为 0.42 亿元。

2019 年，公司本部经营活动现金流入量和流出量分别为 384.55 亿元和 381.67 亿元，经营活动产生的现金流量净额 2.87 亿元；投资活动产生的现金流量净额-10.77 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 11.26 亿元。

#### 七、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至2020年3月末，公司现金类资产为81.85亿元，为“20中林01”和“20中林02”待偿本金合计（12.00亿元）的6.82倍，公司现金类资产对“20中林01”和“20中林02”的覆盖程度较高；截至2020年3月末，公司净资产为166.50亿元，为“20中林01”和“20中林02”待偿本金合计（12.00亿元）的13.87倍，公司净资产对“20中林01”和“20中林02”按期偿付的保障作用较强。

从盈利情况来看，2019年，公司 EBITDA 为26.14亿元，为“20中林01”和“20中林02”待偿本金合计（12.00亿元）的2.18倍，公司 EBITDA 对“20中林01”和“20中林02”的覆盖程度较高。从现金流情况来看，2019年，公司经营活动产生的现金流入量为876.87亿元，为“20中林01”和“20中林02”待偿本金合计（12.00亿元）的73.07倍，公司经营活动产生的现金流入量对“20中林01”和“20中林02”的覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司股东背景、行业地位以及经营规模等因素，联合评级认为，公司对“20中林01”和“20中林02”的偿还能力很强。

## 八、债权保护条款分析

### 1. 担保条款

根据林业集团与公司签署的《担保协议》和林业集团出具的《担保函》，林业集团为公司发行的“20中林01”和“20中林02”的还本付息提供全额、无条件、不可撤销的连带责任保证担保。林业集团提供保证的范围包括“20中林01”和“20中林02”的本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用。林业集团承担保证责任的期间为“20中林01”和“20中林02”的发行首日至到期日后6个月止。债券持有人在此期间内未要求担保方承担担保责任的，担保方免除保证责任。

### 2. 担保方信用分析

#### （1）林业集团概况

林业集团前身为1983年经国务院批准，由原林业部出资成立的中国林业对外工程公司。2017年，林业集团完成所有制改革，由全民所有制企业变更为国有独资公司，并变更为现名。经历数次增资转股后，截至2020年3月末，林业集团注册资本为9.70亿元，国资委对林业集团的持股比例为90.00%，全国社会保障基金理事会的持股比例为10.00%；国资委为林业集团实际控制人。

跟踪期内，林业集团经营范围和内部组织结构无重大变化。截至2019年末，林业集团直接投资并纳入合并范围的子公司共15家。

截至2019年末，林业集团合并资产总额1,261.09亿元，负债合计931.67亿元，所有者权益（含少数股东权益）329.42亿元，其中归属于母公司所有者权益156.80亿元。2019年，林业集团实现营业总收入1,600.25亿元，净利润（含少数股东损益）5.68亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润0.96亿元；经营活动产生的现金流量净额-45.54亿元，现金及现金等价物净增加额18.13亿元。

截至2020年3月末，林业集团合并资产总额1,286.75亿元，负债合计955.90亿元，所有者权益（含少数股东权益）330.85亿元，其中归属于母公司所有者权益154.50亿元。2020年1-3月，林业集团实现营业总收入322.51亿元，净利润（含少数股东损益）-1.34亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-1.77亿元；经营活动产生的现金流量净额-21.37亿元，现金及现金等价物净增加额6.72亿元。

林业集团注册地址：北京市朝阳区麦子店街37号15层；法定代表人：宋权礼。

#### （2）经营分析

**2019年，随着大力发展木材贸易等各核心业务板块，林业集团营业收入有所增长，毛利率变化不大。**

林业集团主营业务为林业及相关产品贸易，是林业行业唯一由国务院国资委管理的集营林造林、

林产品加工和贸易于一体的大型综合性林业企业。2019年，林业集团实现营业收入1,596.44亿元，较上年增长22.56%，主要系核心业务板块经营规模扩大所致。2019年，林业集团实现净利润5.68亿元，较上年增长66.63%，主要系收入规模扩大、费用控制能力提升以及其他收益增加所致。

2019年，林业集团主营业务收入占营业收入的比例为99.93%，主营业务十分突出。从营业收入构成来看，随着林业集团大力发展木材贸易等各核心业务板块，2019年，林业板块收入较上年增长18.43%至13.62亿元，占营业收入的比例为0.85%。2019年，森林工业板块收入较上年大幅增长30.66%至1,031.41亿元；占营业收入的比例较上年上升4.00个百分点至64.61%。2019年，农林牧渔服务业板块收入较上年增长9.96%至550.24亿元；占营业收入的比例为34.47%。2019年，其他业务收入在营业收入中占比极小，对营业收入影响不大。2019年，林业集团综合毛利率为4.18%，较上年变化不大。

表15 2017-2019年林业集团营业收入情况(单位:亿元、%)

项目	2017年			2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
林业	9.66	1.03	28.67	11.50	0.88	24.64	13.62	0.85	19.02
森林工业	564.61	60.19	3.19	789.41	60.61	4.21	1,031.41	64.61	4.10
农林牧渔服务业	362.49	38.64	4.05	500.42	38.42	3.73	550.24	34.47	3.87
其他	1.24	0.13	45.95	1.21	0.09	33.43	1.17	0.07	47.01
合计	938.00	100.00	3.84	1,302.53	100.00	4.23	1,596.44	100.00	4.18

资料来源:林业集团提供

2020年1-3月，林业集团实现营业收入322.51亿元，较上年同期增长1.31%。2020年1-3月，实现净利润-1.34亿元，较上年同期0.87亿元转为亏损，主要系财务费用增加所致。

### (3) 财务分析

林业集团提供的2019年度合并财务报表已经中天运会计师事务所(特殊普通合伙)审计，审计结论为带强调事项的无保留意见。2019年度林业集团审计报告的具体强调事项如下：

“林业集团所属子公司中国林场总公司根据《国家发改委、财政部关于将中国林业集团有限公司中央财政委托贷款转为国家资本金的批复》(发改投资〔2010〕920号)要求，将中央财政委托贷款176,175,050.46元转增为国家资本金。截至2019年12月31日，以这部分投资所形成的尚未收回的预算内造林资金目前尚未确权，经重新确权后将由债权投资关系转变为股权投资关系；林业集团长期投资中包括对河南鄱陵北方花卉集团有限公司等11家单位长期投资9,800万元，系1999年至2003年间林业集团依据原国家计委、财政部等部门规定履行国家出资人代表权利而形成的国债项目投资。截至2019年12月31日，林业集团尚未就以上投资项目正式履行确权手续。本段内容不影响已发表的审计意见。”由于上述投资是林业集团与各省林业厅(局)及地(市)林业局签订的联营造林项目，属于国有资产不同占有单位之间发生的经济关系，在确权过程中存在资产损失的可能性极小。2019年，上述事项计入林业集团总资产为17,617.51万元、净资产为17,617.51万元，并对总负债、收入、净利润等无影响。林业集团正在对上述投资进行确权工作。整体看，2019年审计报告强调事项涉及的资产金额较小，对林业集团财务数据和资产质量影响较小。

林业集团财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和各项有关规定编制。2020年一季度财务数据未经审计。

截至2019年末，林业集团直接投资并纳入合并范围的子公司共15家，较上年度增加5家，其中新设4家，并购1家。林业集团合并范围变化较大，但主营业务变化不大，财务数据可比性尚可。

截至 2019 年末，林业集团合并资产总额 1,261.09 亿元，负债合计 931.67 亿元，所有者权益（含少数股东权益）329.42 亿元，其中归属于母公司所有者权益 156.80 亿元。2019 年，林业集团实现营业收入 1,596.44 亿元，净利润（含少数股东损益）5.68 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 0.96 亿元；经营活动产生的现金流量净额-45.54 亿元，现金及现金等价物净增加额 18.13 亿元。

截至 2020 年 3 月末，林业集团合并资产总额 1,286.75 亿元，负债合计 955.90 亿元，所有者权益（含少数股东权益）330.85 亿元，其中归属于母公司所有者权益 154.50 亿元。2020 年 1—3 月，林业集团实现营业收入 322.51 亿元，净利润（含少数股东损益）-1.34 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-1.77 亿元；经营活动产生的现金流量净额-21.37 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.72 亿元。

### 资产质量

**截至 2019 年末，林业集团资产规模有所增长，资产结构以流动资产为主，其中流动资产以预付款项和应收账款为主；非流动资产以固定资产和无形资产为主，整体资产质量一般。**

截至 2019 年末，林业集团合并资产总额为 1,261.09 亿元，较上年末增长 21.77%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占 77.53%，非流动资产占 22.47%，资产结构以流动资产为主。

#### 流动资产

截至 2019 年末，林业集团流动资产为 977.70 亿元，较上年末增长 28.48%，主要系预付款项增长所致。林业集团流动资产主要由货币资金（占 13.88%）、应收账款（占 19.73%）、预付款项（占 44.57%）、其他应收款（占 6.53%）和存货（占 12.05%）构成。

截至 2019 年末，林业集团货币资金为 135.75 亿元，较上年末增长 22.81%，主要系融资力度加大所致。货币资金以银行存款（占 26.23%）和其他货币资金（占 73.76%）为主。货币资金中有 54.60 亿元受限资金，受限比例为 40.22%，主要为银行承兑保证金和信用证保证金。林业集团货币资金受限比例高。

截至 2019 年末，林业集团应收账款为 192.89 亿元，较上年末增长 21.20%，主要系业务规模扩大所致。林业集团共计提应收账款坏账准备 2.00 亿元，计提比例为 1.02%；一年内账龄的应收账款账面余额为 189.44 亿元，占应收账款账龄组合余额的 98.93%，账龄较短。

截至 2019 年末，林业集团预付款项为 435.78 亿元，较上年末增长 38.94%，主要系林产品集团等子公司预付货款增加所致。

截至 2019 年末，林业集团其他应收款为 63.81 亿元，较上年末增长 42.52%，主要系并购熔盛重工项目尚未完成，子公司林产品集团按照并购方案承担相关债务以及新增对子公司少数股东借款所致。其中按欠款方归集的期末余额前五名的其他应收账款占比为 66.06%，集中度高。

截至 2019 年末，林业集团存货为 117.78 亿元，较上年末增长 22.36%，主要系销售网点和安全库存增加、木材市场景气度低迷使得库存量上升所致。存货主要由库存商品（产成品）（占 74.67%）和消耗性生物资产（占 15.30%）构成，累计计提跌价准备 0.50 亿元，计提比例为 0.43%。

#### 非流动资产

截至 2019 年末，林业集团非流动资产为 283.39 亿元，较上年末增长 3.18%，主要由长期股权投资（占 6.93%）、投资性房地产（占 8.53%）、固定资产（占 21.15%）和无形资产（占 51.81%）构成。

截至 2019 年末，林业集团长期股权投资为 19.63 亿元，较上年末增长 19.29%，主要系新增对合营企业铁林（济南）交通设施合伙企业（有限合伙）投资 3.21 亿元所致。

截至 2019 年末，林业集团投资性房地产为 24.18 亿元，较上年末增长 21.63%，主要系部分在建



的木材产业园区完工转入所致。林业集团投资性房地产以公允价值计量。

截至 2019 年末，林业集团固定资产为 59.95 亿元，较上年末下降 4.50%。固定资产主要由土地资产（占 7.35%）、房屋及建筑物（占 76.96%）和机器设备（占 11.90%）构成，累计计提折旧 13.24 亿元；固定资产成新率为 81.91%，成新率较高。

截至 2019 年末，林业集团无形资产为 146.81 亿元，较上年末增长 1.36%。林业集团无形资产主要由土地使用权（占 20.32%）和林地使用权（占 78.89%）构成，累计摊销 3.25 亿元，未计提减值准备。

截至 2019 年末，林业集团受限资产合计 117.85 亿元，占总资产比重为 9.34%，受限比例较低。

截至 2020 年 3 月末，林业集团合并资产总额为 1,286.75 亿元，较上年末增长 2.04%。其中，流动资产占 77.73%，非流动资产占 22.27%。林业集团资产仍以流动资产为主，资产结构较上年末变化不大。

### 负债及所有者权益

#### 负债

**截至 2019 年末，林业集团负债规模较上年末有所增长，以流动负债为主；整体债务负担很重，短期偿债压力较大。**

截至 2019 年末，林业集团负债总额为 931.67 亿元，较上年末增长 24.37%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占 69.75%，非流动负债占 30.25%。林业集团负债以流动负债为主，负债结构较上年末变化不大。

截至 2019 年末，林业集团流动负债为 649.79 亿元，较上年末增长 19.43%，主要系短期借款和应付票据增加所致。林业集团流动负债主要由短期借款（占 36.11%）、应付票据（占 25.27%）、应付账款（占 14.80%）、预收款项（占 7.68%）和一年内到期的非流动负债（占 8.92%）构成。

截至 2019 年末，林业集团短期借款为 234.63 亿元，较上年末增长 29.34%，主要系为了满足经营规模扩大所需流动资金；短期借款主要由保证借款（占 78.56%）和信用借款（17.98%）构成。

截至 2019 年末，林业集团应付票据为 164.21 亿元，较上年末增长 37.25%，主要系较多使用票据结算所致。

截至 2019 年末，林业集团应付账款为 96.15 亿元，较上年末增长 23.87%，与营业收入增速较一致。应付账款账龄以一年以内为主。

截至 2019 年末，林业集团预收款项为 49.89 亿元，较上年末增长 13.06%，主要系由于木材市场景气度低迷，为减少坏账风险，增加对部分客户的预收比例所致。

截至 2019 年末，林业集团一年内到期的非流动负债为 57.95 亿元，较上年末下降 9.48%。

截至 2019 年末，林业集团非流动负债为 281.87 亿元，较上年末增长 37.48%，主要系长期借款和应付债券增加所致。林业集团非流动负债主要由长期借款（占 66.54%）、应付债券（占 19.87%）和长期应付款（占 11.33%）构成。

截至 2019 年末，林业集团长期借款为 187.56 亿元，较上年末增长 17.30%，主要系建设项目资金需求增加所致；长期借款主要由抵押借款（占 11.17%）和保证借款（占 88.30%）构成。从期限分布看，2020 年到期的占 12.24%，2021 年到期的占 43.27%，2022 年到期的占 12.29%，2023 年到期的占 16.45%，2024 年及以后到期的占 15.75%，长期借款到期期限较集中于 2021 年。

截至 2019 年末，林业集团应付债券为 56.00 亿元，较上年末增长 211.11%，主要系发行“19 中林 02”“19 中林 03”“19 中林集团 MTN001”“19 中林集团 MTN002”“19 中林集团 MTN003”以及“19 中林集团 MTN004”等债券所致。

截至 2019 年末，林业集团长期应付款为 31.94 亿元，较上年末增长 46.85%，主要系长期应付融资租赁款增加所致。

截至 2019 年末，受长、短期债务均有所增加影响，林业集团全部债务为 753.30 亿元，较上年末增长 26.66%。其中，短期债务占 63.43%，长期债务占 36.57%，以短期债务为主。短期债务为 477.79 亿元，较上年末增长 20.94%，主要系短期借款和应付票据增加所致。长期债务为 275.50 亿元，较上年末增长 37.99%，主要系长期借款、应付债券和应付融资租赁款增加所致。截至 2019 年末，林业集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 73.88%、69.57% 和 45.54%，较上年末分别上升 1.55 个百分点、2.09 个百分点和 4.48 个百分点。林业集团债务负担很重，短期偿债压力较大。

如将优先股和永续债（为“18 中林集团 MTN001”和林产品集团发行的优先股和永续债）调入长期债务，截至 2019 年末，林业集团全部债务增至 799.45 亿元。其中，短期债务为 477.79 亿元（占 59.76%），长期债务为 321.66 亿元（占 40.24%）。截至 2019 年末，林业集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 77.54%、73.84% 和 53.17%，较调整前分别上升 3.66 个百分点、4.26 个百分点和 7.63 个百分点。

截至 2020 年 3 月末，林业集团负债总额为 955.90 亿元，较上年末增长 2.60%。其中，流动负债占 68.09%，非流动负债占 31.91%，负债结构较上年末变化不大。截至 2020 年 3 月末，林业集团全部债务为 815.97 亿元，较上年末增长 8.32%。其中，短期债务为 516.63 亿元（占 63.31%），较上年末增长 8.13%。长期债务为 299.34 亿元（占 36.69%），较上年末增长 8.65%。截至 2020 年 3 月末，林业集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 74.29%、71.15% 和 47.50%，较上年末分别上升 0.41 个百分点、1.58 个百分点和 1.96 个百分点。林业集团债务负担较上年末进一步加重。

#### 所有者权益

**截至 2019 年末，在少数股东权益增加带动下，林业集团所有者权益有所增长。林业集团少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性较弱。**

截至 2019 年末，林业集团所有者权益合计（含少数股东权益）329.42 亿元，较上年末增长 14.96%，主要系少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 47.60%，少数股东权益占比为 52.40%；少数股东权益占比较高，林业集团权益稳定性一般。归属于母公司所有者权益为 156.80 亿元中，实收资本、其他权益工具、资本公积和未分配利润分别占 6.19%、5.42%、83.88% 和 3.66%。截至 2019 年末，林业集团其他权益工具为 8.50 亿元，为永续债“18 中林集团 MTN001”。截至 2019 年末，林业集团少数股东权益为 172.62 亿元，较上年末增长 32.41%，主要系少数股东投入以及子公司林产品集团发行优先股、永续债所致。

截至 2020 年 3 月末，林业集团所有者权益合计（含少数股东权益）330.85 亿元，较上年末增长 0.43%，所有者权益构成较上年末变化不大。

#### 盈利能力

**2019 年，林业集团营业收入较上年有所增长，费用控制能力有所提升，但期间费用对利润侵蚀仍属严重，营业利润对政府补助有一定依赖，整体盈利能力有待提升。**

2019 年，林业集团实现营业总收入 1,600.25 亿元，较上年增长 22.58%。其中营业收入 1,596.44 亿元，较上年增长 22.56%，主要系各核心业务板块经营规模扩大所致。2019 年，林业集团营业成本为 1,529.75 亿元，较上年增长 22.63%，与营业收入增速较匹配。2019 年，林业集团实现净利润 5.68 亿元，较上年增长 66.63%，主要系收入规模扩大、费用控制能力提升以及其他收益增加所致。

从期间费用看，2019 年，林业集团期间费用总额为 59.62 亿元，较上年增长 11.89%，主要系管

理费用和财务费用增加所致。从构成看，林业集团销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 22.38%、16.72%、0.45% 和 60.45%，以财务费用为主。其中，销售费用为 13.34 亿元，较上年增长 6.65%；管理费用为 9.97 亿元，较上年增长 33.97%，主要系职工薪酬增加所致；研发费用从上年的 904.99 万元增至 0.27 亿元；财务费用为 36.04 亿元，较上年增长 8.41%，主要系债务规模扩大所致。2019 年，林业集团费用收入比为 3.73%，较上年下降 0.36 个百分点，费用控制能力有所提升，但期间费用对利润侵蚀仍属严重。

2019 年，林业集团计提资产减值损失 1.91 亿元，较上年计提额 0.58 亿元大幅增加，主要系应收账款和其他应收款规模扩大所致；占营业利润的比例为 25.12%，对利润有一定影响。2019 年，林业集团实现其他收益 1.54 亿元，较上年增长 138.44%，主要系各类政府补贴增加所致；其他收益占营业利润的比例为 20.28%，营业利润对政府补助有一定依赖。

从盈利指标看，2019 年，林业集团营业利润率为 4.17%，较上年下降 0.14 个百分点，变化不大。2019 年，林业集团总资本收益率和总资产报酬率分别为 3.80% 和 3.43%，较上年分别下降 0.12 个百分点和 0.16 个百分点；净资产收益率为 1.85%，较上年上升 0.65 个百分点。整体看，林业集团整体盈利能力有待提升。

2020 年 1—3 月，林业集团实现营业收入 322.51 亿元，较上年同期增长 1.31%。2020 年 1—3 月，实现净利润-1.34 亿元，较上年同期 0.87 亿元转为亏损，主要系财务费用增加所致。

#### 现金流

**2019 年，林业集团经营活动现金净流出规模进一步扩大，收入实现质量尚可；投资活动现金流持续净流出，但净流出规模大幅收窄；林业集团对外融资需求较大，筹资活动现金流持续呈净流入状态。**

从经营活动来看，2019 年，在业务规模扩大带动下，林业集团经营活动现金流入量为 1,743.94 亿元，较上年增长 18.52%；经营活动现金流出量为 1,789.48 亿元，较上年增长 18.94%。受上述因素影响，2019 年，林业集团经营活动现金净流出 45.54 亿元，净流出规模较上年进一步扩大。2019 年，林业集团现金收入比为 106.09%，较上年下降 3.94 个百分点，收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2019 年，受中林租赁为控制风险，部分业务到期后未续作影响，林业集团投资活动现金流入量为 39.60 亿元，较上年下降 22.81%；投资活动现金流出量为 45.56 亿元，较上年下降 45.28%。受上述因素影响，2019 年，林业集团投资活动现金净流出 5.97 亿元，净流出规模较上年大幅收窄。

从筹资活动来看，2019 年，受营运资金需求增加和债务偿还规模上升影响，林业集团筹资活动现金流入量为 682.95 亿元，较上年增长 20.53%；筹资活动现金流出量为 613.46 亿元，较上年增长 24.32%。受上述因素影响，2019 年，林业集团筹资活动现金净流入 69.49 亿元，较上年下降 5.02%。

2020 年 1—3 月，林业集团实现经营活动现金净流出 21.37 亿元，投资活动现金净流入 6.23 亿元，筹资活动现金净流入 21.35 亿元。由于经营活动现金流持续净流出，林业集团存在较大的融资需求。

#### 偿债能力

**跟踪期内，林业集团偿债能力指标表现一般，但考虑林业集团的央企背景、战略地位、资产规模、未使用银行授信规模等因素，其整体偿债能力仍属很强。**

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，林业集团的流动比率与速动比率分别由上年末的 1.40 倍和 1.22 倍上升至 1.50 倍和 1.32 倍，流动资产对流动负债的保障程度尚可。截至 2019 年末，林业集团现金短期债务比仍为 0.30 倍，现金类资产对短期债务的保障程度一般。整体看，林业集团短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2019年，林业集团 EBITDA 为 43.21 亿元，较上年增长 19.27%。从构成看，林业集团 EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出（占 73.18%）和利润总额（占 17.96%）构成。2019 年，林业集团 EBITDA 利息倍数由上年的 1.29 倍上升至 1.36 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度一般；林业集团 EBITDA 全部债务比仍为 0.06 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度偏弱。整体看，林业集团长期债务偿债能力一般。

截至 2019 年末，林业集团无对外担保情况。

截至 2019 年末，林业集团无重大诉讼、仲裁事项。

截至 2019 年末，林业集团共获得各金融机构授信总额 910.80 亿元，尚未使用授信额度 362.70 亿元，间接融资渠道畅通。

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：911100001000016682），截至 2020 年 4 月 10 日，林业集团未结清贷款信息记录中无关注类或不良类贷款记录；已结清贷款信息记录中有 21 笔关注类贷款，主要系在中国政府与非洲加蓬共和国政府签订的《中华人民共和国和加蓬共和国政府关于中国向加蓬提供政府贴息优惠贷款的框架协议》下，林业集团于 1998 年开拓了非洲加蓬木材经营，从中国进出口银行取得中国对加蓬政府的援外优惠项目贷款；由于援外项目贷款的特殊性质，中国进出口银行与林业集团历经多次调整还款时间、计息方式等，并于 2012 年 3 月 12 日将本息全部归还完毕；受援外项目贷款不同于一般项目贷款的特殊性影响，在林业集团征信报告中被列入关注类贷款。

### 3. 担保效果评价

“20 中林 01”和“20 中林 02”待偿本金合计（12.00 亿元）占担保方林业集团资产总额的比例为 0.93%，占所有者权益总额的比例为 3.63%，占现金类资产的比例为 7.93%，整体占比低。林业集团的担保对“20 中林 01”和“20 中林 02”的到期还本付息仍具有显著的提升作用。

## 九、综合评价

跟踪期内，受剥离如皋港务等子公司影响，公司营业收入有所下降，综合毛利率小幅提升，整体经营情况稳定。受益于控股股东增资、中林广东公司并表和少数股东权益增加，2019 年，公司所有者权益规模大幅增长。同时，联合评级也关注到公司盈利能力较弱、经营性净现金流持续大规模净流出、权益结构稳定性较差、债务负担很重且短期偿债压力较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

跟踪期内，担保方林业集团营业收入和净利润保持增长，其担保对“20 中林 01”和“20 中林 02”的信用状况仍具有显著的积极影响。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为 AA，评级展望为“稳定”；同时维持“20 中林 01”和“20 中林 02”的债项信用等级为 AA+。

## 附件 1 中国林产品集团有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	491.01	589.18	733.81	735.42
所有者权益 (亿元)	92.40	92.78	168.26	166.50
短期债务 (亿元)	144.11	215.50	244.19	262.48
长期债务 (亿元)	124.58	118.50	141.08	168.07
全部债务 (亿元)	268.69	333.99	385.27	430.55
营业收入 (亿元)	634.99	882.97	813.42	166.17
净利润 (亿元)	2.14	3.17	3.19	-1.21
EBITDA (亿元)	19.55	31.47	26.14	--
经营性净现金流 (亿元)	-29.92	-19.49	-40.42	-19.81
应收账款周转次数 (次)	7.30	7.63	5.76	--
存货周转次数 (次)	14.48	17.44	13.56	--
总资产周转次数 (次)	1.48	1.63	1.23	0.23
现金收入比率 (%)	129.03	108.47	103.47	94.55
总资本收益率 (%)	5.37	7.06	5.05	--
总资产报酬率 (%)	4.11	5.39	3.85	--
净资产收益率 (%)	2.52	3.42	2.44	-0.72
营业利润率 (%)	4.05	4.92	4.97	5.15
费用收入比 (%)	3.63	4.57	4.40	5.31
资产负债率 (%)	81.18	84.25	77.07	77.36
全部债务资本化比率 (%)	74.41	78.26	69.60	72.11
长期债务资本化比率 (%)	57.42	56.09	45.61	50.23
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.27	1.27	1.21	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.07	0.09	0.07	--
流动比率 (倍)	1.52	1.42	1.61	1.71
速动比率 (倍)	1.35	1.27	1.44	1.53
现金短期债务比 (倍)	0.42	0.35	0.31	0.31
经营现金流动负债比率 (%)	-11.37	-5.42	-10.70	-5.59
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.63	2.62	2.18	--

注: 1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径; 部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成; 除特别说明外均指人民币; 2. 2020 年一季度财务数据未经审计, 相关指标未年化; 3. 本报告已将林产品集团长期应付款中的债务部分调整至债务核算; 4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

## 附件 2 中国林业集团有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	801.22	1,035.64	1,261.09	1,286.75
所有者权益 (亿元)	284.91	286.54	329.42	330.85
短期债务 (亿元)	256.15	395.07	477.79	516.63
长期债务 (亿元)	149.06	199.65	275.50	299.34
全部债务 (亿元)	405.20	594.72	753.30	815.97
营业收入 (亿元)	938.09	1,305.48	1,600.25	323.09
净利润 (亿元)	3.47	3.41	5.68	-1.34
EBITDA (亿元)	24.75	36.23	43.21	--
经营性净现金流 (亿元)	-40.33	-33.05	-45.54	-21.37
应收账款周转次数 (次)	9.83	9.84	9.01	--
存货周转次数 (次)	13.76	14.94	14.27	--
总资产周转次数 (次)	1.44	1.42	1.39	0.25
现金收入比率 (%)	122.71	110.02	106.09	100.36
总资本收益率 (%)	3.70	3.92	3.80	--
总资产报酬率 (%)	3.36	3.59	3.43	--
净资产收益率 (%)	1.64	1.19	1.85	-0.40
营业利润率 (%)	3.76	4.31	4.17	4.22
费用收入比 (%)	3.35	4.08	3.73	4.31
资产负债率 (%)	64.44	72.33	73.88	74.29
全部债务资本化比率 (%)	58.72	67.49	69.57	71.15
长期债务资本化比率 (%)	34.35	41.06	45.54	47.50
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.39	1.29	1.36	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.06	0.06	0.06	--
流动比率 (倍)	1.51	1.40	1.50	1.54
速动比率 (倍)	1.32	1.22	1.32	1.35
现金短期债务比 (倍)	0.39	0.30	0.30	0.29
经营现金流动负债比率 (%)	-11.15	-6.08	-7.01	-3.28

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成；除特别说明外均指人民币；2. 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；3. 本报告已将林业集团其他流动负债和长期应付款中的债务部分调整至债务核算

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本次-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年)^(1/(n-1))-1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转率	营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额) /2]
存货周转率	营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额) /2]
总资产周转率	营业收入/[ (期初总资产+期末总资产) /2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[ (期初所有者权益+期末所有者权益) /2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+研发费用+销售费用+财务费用)/营业收入×100%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
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
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
<b>本次公司债券偿还能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。