大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

中国林业集团有限公司

主体与2018年度第二期中期票据信用评级报告

CREDIT RATING REPORT

评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。本评级报告所依据的评级方法在大公官网（www.dagongcredit.com）公开披露。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至本期票据到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

八、本报告预测数据以发债主体提供的经营数据及财务数据为测算基础，不作为大公对发债主体未来业绩的预测。大公将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

评级报告导读

信用评级作为阻止信用无度扩张的逆周期力量是信用经济发展规律的内在要求和评级的价值所在。为了实现这一评级目标，大公对受评主体开展了尽职调查、行业比较、专家论证等工作，并依据《大公信用评级原理》，综合运用数字评级方法和数据测算模型，通过对受评主体偿债环境、财富创造能力、偿债来源与偿债能力四个方面发展走势和信用风险的分析预测，形成大公信用评级报告。

报告中，偿债环境是影响受评主体财富创造能力和偿债来源的外部环境；财富创造能力是受评主体偿债来源的根本和基石；偿债来源是债务人在偿还债务时点上保障再生产正常进行所需流动性后剩余可支配现金，可分为流动性偿债来源和清偿性偿债来源；偿债能力是基于对偿债来源偏离度的风险调整来判断一定时间内偿债来源对债务负担的安全保障程度，通过评估发债主体流动性还本付息能力、清偿性还本付息能力和盈利对利息覆盖能力，得到对存量债务偿付能力、新增债务空间以及总债务偿还能力的综合评价。

◆ 评定等级

发债主体：中国林业集团有限公司			
中期票据信用等级	**AA+**		
主体信用等级	**AA+**	**评级展望**	稳定
债项概况			
注册总额：15 亿元			
本期发债额度：基础发行金额 7.5 亿元，发行金额上限 15 亿元			
本期票据期限：3 年			
发行目的：偿还债务			
偿还方式：每年付息一次，到期一次还本			

◆ 主要观点

大公确定中国林业集团有限公司（以下简称“中林集团”或“公司”）信用等级为 AA+，评级展望为稳定，2018 年度第二期中期票据信用等级为 AA+。本次评级结果表明中林集团面临良好的偿债环境，市场竞争力很强，偿债来源较为充足，偿债能力很强。主要理由阐述如下：

1、公司总体偿债环境良好。中国供给侧结构性改革不断推进，政策支持有利于消费和产业结构升级，为公司发展提供良好的政策环境；我国森林资源缺乏，木材对外依存度较高，天然林限伐政策的实施进一步加大了木材供应缺口，有利于公司木材贸易业务快速发展。

2、公司财富创造能力不断增强。公司是我国最大的木材进口商，木材进口量连续多年保持全国第一，在全国木材供应市场居重要地位，同时公司创新形成“境外森林资源+木材进口贸易+港口物流+木材加工交易产业园区”一体化经营模式，有益于提升木材产业整体经营效益；2015 年以来，随着销售网络拓展和经营规模扩大，公司收入和利润水平同比大幅增长。

3、公司偿债来源较为充足。2015 年以来公司盈利水平逐年提升，但经营性净现金流持续大幅净流出，不利于对债务和利息的保障；公司债务收入以银行借款为主，债务融资渠道较为畅通，仍存在一定融资空间，具有一定流动性偿债来源。公司可变现资产以预付款项、应收账款和货币资金等流动资产为主，资产整体上有较强的变现能力，可对公司整体负债偿还形成一定保障。

4、公司总体偿债能力很强。公司具有一定流动性偿债来源，

清偿性偿债来源较为充足，盈利能对利息提供一定保障。

◆ 优势与风险关注

主要优势/机遇:

1、我国森林资源缺乏，木材对外依存度较高，天然林限伐政策的实施进一步加大了木材供应缺口，有利于公司木材贸易业务快速发展;

2、公司是我国最大的木材进口商，木材进口量连续多年保持全国第一，在全国木材供应市场居重要地位;

3、公司木材贸易创新形成了“境外森林资源+木材进口贸易+港口物流+木材加工交易产业园区”一体化经营模式，有益于提升木材产业整体经营效益;

4、2015年以来，随着销售网络拓展和经营规模扩大，公司收入和利润水平同比大幅增长，财富创造能力不断增强。

主要风险/挑战:

1、受贸易为主的业务模式影响，公司盈利能力总体偏弱;

2、公司应收账款、预付款项及存货规模较大且增速较快，对营运资金形成一定占用;

3、公司有息债务规模增长较快，且占总负债比重较高，短期面临一定偿债压力;

4、2015年以来，公司经营性净现金流持续为大幅净流出状态，不利于对债务和利息的保障。

◆ 展望

预计未来1~2年，随着木材贸易规模的快速发展，公司盈利能力将继续提升，偿债能力将保持稳定。综合考虑，大公对未来1~2年中林集团的信用评级展望为稳定。

◆ 主要财务数据与核心指标

（单位：人民币亿元、%）

项目	2018 年 1～3 月	2017 年	2016 年	2015 年
总资产	899.62	801.22	504.87	367.38
所有者权益	282.06	284.91	139.13	79.57
总有息债务	515.18	405.09	279.48	199.77
营业总收入	256.99	938.09	698.45	513.09
净利润	0.75	3.47	2.87	0.70
经营性净现金流	-16.61	-40.33	-55.63	-20.33
毛利率	3.44	3.84	3.71	3.28
总资产报酬率	0.70	2.74	2.95	2.63
债务资本比率	64.62	58.71	66.76	71.52
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	1.32	1.38	1.37	1.22
经营性净现金流/总负债	-2.93	-9.14	-17.02	-8.23

注：公司提供了 2015～2017 年及 2018 年 1～3 月财务报表，中天运会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2015～2017 年财务报表进行了审计，并均出具了带强调事项段的无保留意见的审计报告，强调事项为：中林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 1.76 亿元转增为国家资本金；截至 2017 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。中林集团长期投资中包括对河南鄢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 年间中林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 2017 年 12 月 31 日，中林集团尚未就以上投资项目正式履行确权手续。本报告使用的 2015～2017 年财务数据均为当期审计报告期末数；2018 年 1～3 月财务报表未经审计。2017 年，公司报表合并范围在 2016 年基础上增加 16 家，减少 6 家。

◆ 联系方式

评级小组负责人：赵　茜　　评级小组成员：刘银玲　刘健升
联系电话：+86-10-51087768　　客服电话：+ 86-4008-84-4008
传真：+86-10-84583355　　Email：dagongratings@dagongcredit.com
地址：中国北京市朝阳区霄云路 26 号鹏润大厦 A 座 29 层

大公国际资信评估有限公司

二〇一八年七月三十日

发债情况

本期票据情况

本期票据是中林集团面向银行间债券市场发行的中期票据，基础发行金额 7.5 亿元，发行金额上限 15 亿元人民币，发行期限为 3 年，票据面值 100 元，采取集中簿记建档、集中配售的方式发行，到期日按照面值兑付。本期票据采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期票据无担保。

募集资金用途

本期票据募集资金用于偿还债务。

基本经营

（一）主体概况与公司治理

公司成立于 1984 年，前身为中国林业对外工程公司，初始注册资本为 9,000 万元，其后经过数次变更，于 2007 年 1 月 31 日更名为中国林业集团公司。2017 年 11 月 9 日，根据国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）《关于中国林业集团改制有关事项的批复》（国资改革【2017】1173 号）批准，公司由全民所有制企业改制为国有独资公司，改制后公司名称变更为中国林业集团有限公司，注册资本变更为 9.70 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司注册资本 9.70 亿元，实际控制人为国务院国资委，持股比例 100%。

公司根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律、法规，制定公司章程，不断完善公司法人治理结构，制定相关的配套制度，从制度上加强和细化了公司在发展战略规划、人力资源、资金财务、安全生产、工程建设以及监督审计等方面的管理。

公司立足林业，着眼国际资源合作，维护国家生态安全、木材安全和物种安全，重点发展木材经营、种子种苗、生态旅游三个产业链，协同发展国内资源培育、林产工业、林业配套服务。未来，公司将继续加强木材经营产业链建设，包括境外森林资源合作、木材贸易、市场网络、流通渠道、物流枢纽、进口木材储备加工交易基地，以及围

绕产业链的金融服务、信息服务等；继续做强做优做大现有种子种苗、林木资源培育与开发利用、林业配套服务三大业务板块，大力推进种子种苗产业链发展，包括花卉苗木种子种苗、大田种子、蔬菜种子和园林绿化等延伸产业；大力发展生态旅游产业链，包括森林等自然资源旅游、休闲度假、森林康养等基地开发和旅游线路产品开发及其相关延伸产业发展。

（二）盈利模式

公司的主要业务板块为森林工业、农林牧渔服务业及林业。森林工业及农林牧渔服务业板块是公司收入的主要来源，2017 年占营业总收入比重分别为 60.19%和 38.64%，未来仍是公司的主要发展板块。

公司森林工业板块运营主体主要为中国林产品有限公司（以下简称“中国林产品”）和中国林产工业有限公司（以下简称“林产工业”）；农林牧渔服务业板块运营主体主要为中国林产品和中国林业物资有限公司（以下简称“林业物资”）。

（三）股权链

截至 2018 年 3 月末，公司注册资本 9.70 亿元，实际控制人为国务院国资委，持股比例 100%；公司共有 11 家二级子公司纳入合并范围。

表 1　截至 2018 年 3 月末公司纳入合并范围的二级子公司情况（单位：万元、%）

序号	企业名称	注册资本	持股比例	主营业务
1	中国林产品有限公司	104,288	100.00	林产品销售
2	中国林产工业有限公司	80,000	100.00	林化产品、人造板、纸浆生产销售
3	中国林场集团有限公司	37,000	100.00	森林资源培育与采伐
4	中林森旅控股有限公司	90,000	100.00	旅游
5	中国林业物资有限公司	18,516	100.00	林业物资供应
6	中国林木种子有限公司	19,813	100.00	林木种子销售
7	中林集团雷州林业局有限公司	1,273,627	100.00	森林培育
8	绥芬河国林木业城投资有限公司	37,213	70.00	贸易
9	中林集团张掖金象种业有限公司	6,000	100.00	种子
10	中林集团云南实业有限公司	200,000	51.00	投资与资产管理
11	中林集团云南投资有限公司	50,000	100.00	投资与资产管理

资料来源：根据公司提供资料整理

（四）信用链

截至 2018 年 3 月末，公司债务来源包括银行借款、发行债券等，总有息债务为 515.18 亿元，占总负债比重 83.42%；公司共获得银行授信 611.00 亿元，尚未使用银行授信额度 264.00 亿元。

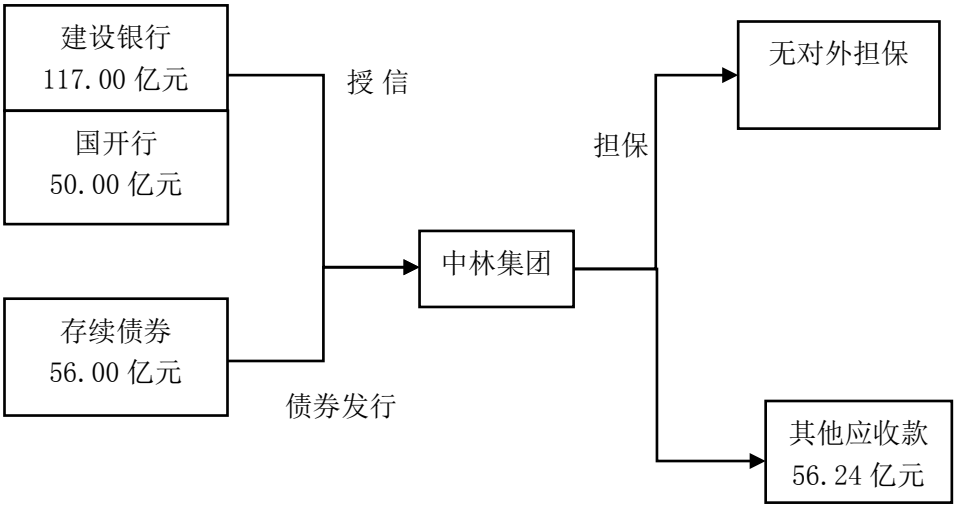


图 1　截至 2018 年 3 月末公司主要债权债务关系

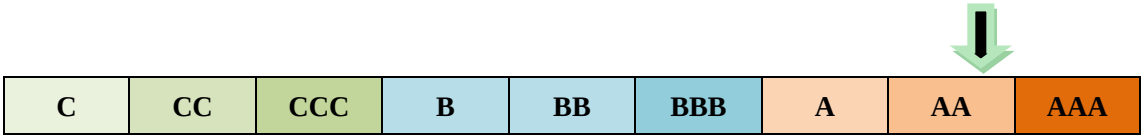
数据来源：根据公司提供资料整理

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的企业信用报告，截至 2018 年 7 月 25 日，公司本部未发生信贷违约记录，公司已结清信贷中有 21 笔关注类贷款，根据公司提供的说明，具体形成原因为：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，公司于 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政府对加蓬政府的援外优惠项目贷款 9,000 万元左右；由于援外项目贷款的特殊性质，中国进出口银行与公司历经多次调整还款时间、计息方式等；公司按照双方达成约定，按期如数归还贷款本息，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，在公司征信报告中被列入关注类贷款。截至本报告出具日，公司在公开债券市场发行的债务融资工具到期的均已按时兑付，存续的“15 林业 MTN002”、“15 林业 MTN003”、“18 中林集团 SCP001”和“18 中林集团 SCP002”尚未到还本付息日。

偿债环境

中国供给侧结构性改革不断推进，政策支持有利于消费和产业结构升级，为公司发展提供良好的政策环境；我国森林资源缺乏，木材对外依存度较高，天然林限伐政策的实施进一步加大了木材供应缺口，有利于公司木材贸易业务快速发展。

偿债环境指数：偿债环境在评级矩阵中的位置



（一）宏观政策环境

中国供给侧结构性改革不断推进，政策支持有利于消费和产业结构升级，为公司发展提供良好的政策环境。

中国供给侧结构性改革基本思路已经明确：对内坚决淘汰过剩产能为制造业升级和技术产业发展腾出空间，对外以“一带一路”战略为依托，加快全球产业链布局，拓宽经济发展空间。2017 年以来，在强调稳增长、保就业的同时，中国政府围绕“三去一降一补”在过剩产能、农业、财政、金融、国有企业混业改革等重点领域进一步提出具体要求和措施、加快改革进度，并与众多国家和国际组织就“一带一路”建设达成合作协议，在政策对接、经济走廊建设、项目合作、资金支持等方面提出多项举措，表明其改革的决心和毅力。政府政策调整空间依然充足，稳中求进的审慎态度、极强的政策执行能力将为中国经济转型和稳定政府偿债能力提供可靠保障。

（二）产业环境

我国森林资源缺乏，木材对外依存度较高，天然林限伐政策的实施进一步扩大了木材供应缺口，有利于木材贸易业务快速发展。

根据我国森林资源定期清查制度，每五年完成一轮全国清查工作，据 2013 年第八次全国森林资源数据显示，我国森林面积 2.08 亿公顷，森林覆盖率 21.63%，远低于全球 31%的平均水平。从整体上看，我国仍然是一个林业资源缺乏的国家，国内的森林资源禀赋难以承载我国经济社会快速发展对生态和木材产品的刚性需求。近年来，为保护森林资源和生态环境，我国加大生态保护力度，逐步在全国范围内

实施天然林限伐政策，今后 10 年，国内木材采伐量将呈下降趋势，而营造林力度将加大；另一方面，我国又是木材消费大国，国内木材需求对外依存度高，天然林限伐政策的实施进一步扩大了木材供应缺口，木材进口成为满足我国木材市场供给的主要途径，有利于木材贸易业务快速发展。

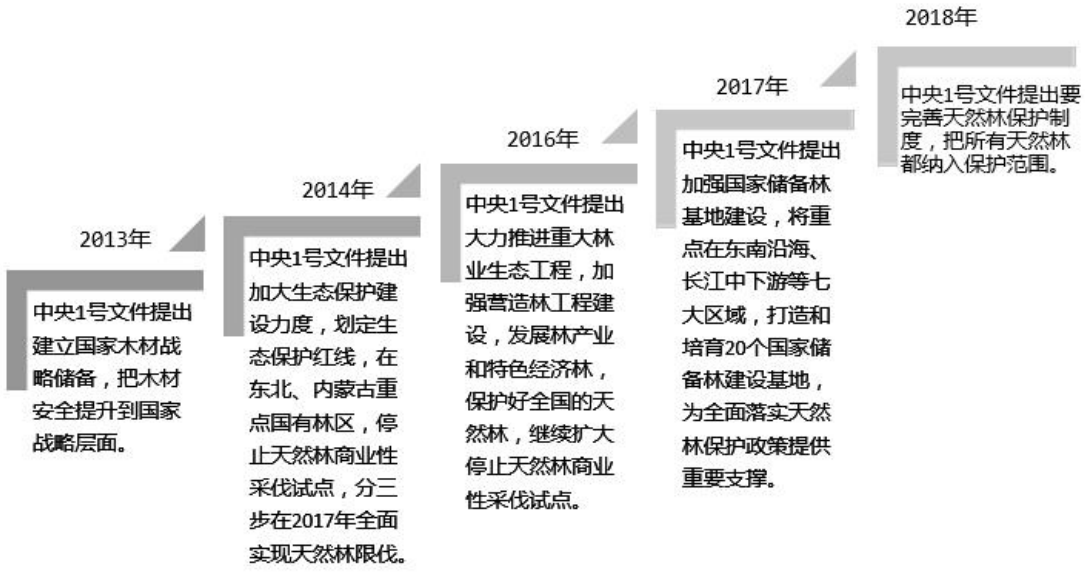


图 2　2013 年以来我国天然林限伐政策情况

数据来源：根据公开资料整理

此外，随着对外开放的不断扩大和对外经济贸易的快速发展，国内林业企业逐步扩大与林业发达国家合作开发海外森林资源，政府加快实施林业“走出去”战略为林业企业提供了发展机遇。

（三）区域环境

绥芬河地处东北亚经济圈的中心地带，具有很强的区位优势；雷州市自然条件优越，拥有南亚热带特色的农、林、牧、副、渔产业。

公司下属的绥芬河国林木业城为国务院批准的国家进口木材储备加工交易示范基地；同时，公司在雷州半岛拥有 76 万亩桉树人工林培育基地，为公司在国内最主要的自营林地。

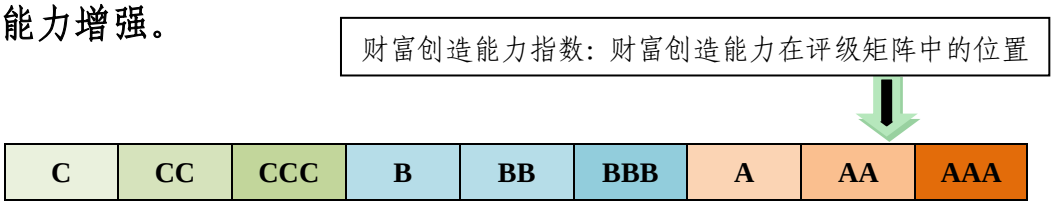
绥芬河位于黑龙江省东南部，地处东北亚经济圈的中心地带，东距俄罗斯对应口岸波格拉尼奇内 21 公里、紧邻俄罗斯远东特殊发展区自由港经济特区，高铁 2.5 小时即可到达黑龙江省会城市哈尔滨，具有很强的区位优势。域内林地面积 3.36 万公顷，蓄积量 357 万立

方米，林业资源较为丰富。2017 年，绥芬河实现地区生产总值 148.7 亿元，同比增长 7.5%；社会消费品零售总额 29.8 亿元，同比增长 9.4%。

雷州市地处雷州半岛、海南岛和北部湾的城镇群经济圈，自然条件优越，拥有南亚热带特色的农、林、牧、副、渔产业。2017 年，雷州市经济平稳发展，全市完成生产总值 298.57 亿元，同比增长 4.5%；固定资产投资 85.7 亿元，同比增长 13.0%；消费品零售总额 152.51 亿元，同比增长 6.0%。

财富创造能力

公司是我国最大的木材进口商，木材进口量连续多年保持全国第一，在全国木材供应市场居重要地位；公司创新形成了“境外森林资源+木材进口贸易+港口物流+木材加工交易产业园区”一体化经营模式，有益于提升木材产业整体经营效益；2015 年以来，随着销售网络拓展和经营规模扩大，公司收入和利润水平逐年大幅增长，财富创造能力增强。



（一）市场需求

多样化的需求和巨大的林产品市场为林业企业提供了广阔的发展前景；受我国木材总量不足和木材采伐管制政策的影响，木材进口成为满足我国木材市场需求的主要途径。

随着我国城乡居民消费层次和消费结构的不断升级，我国对林产品保持较高需求，2017 年全国林业产业总值突破 7 万亿元，林产品进出口贸易额达 1,500 亿美元，继续保持全球林产品生产、贸易、消费第一大国的地位。根据国家林业《推进生态文明建设规划纲要（2013-2020 年）》要求，到 2020 年森林覆盖率达到 23%以上，森林蓄积量达到 150 亿立方米以上，林业产业总产值达到 10 万亿元。未来森林非木质林产品消费和森林服务特别是对良好人居环境的追求将成为时尚潮流，森林生态旅游、优质果品和森林食品等需求都将呈现出跳跃式增长。多样化的需求和巨大的林产品市场为林业企业提供了广阔的发展前景。

我国是木材消费大国，但我国森林资源相对偏低造成我国木材供给能力不足，同时为保护森林资源和生态环境、减少对森林资源的砍伐和浪费，近年来我国实行了天然林限伐制度，进一步限制了国内木材供给，木材进口成为满足我国木材市场供给的主要途径。

2017 年，我国进口木材规模同比增长显著；随着国内需求的增长，原木进口价格波动上升。

2017 年，受国内全面停止天然林采伐、商品房销售面积增长以及提前完成六百万套的棚户区改造工程计划影响，我国木材及相关制品消费量增加，其中原木及锯木消费量增长显著。2017 年，我国原木及锯木进口量分别为 5,540 万立方米和 3,739 万立方米，同比分别增长 13.7%和 18.66%。从进口国家来看，2017 年我国进口原木仍主要来源于新西兰、俄罗斯、美国和加拿大等传统木材出口国。价格方面，随着国内木材需求的增长，2017 年以来进口原木价格波动上升，2018 年 5 月均价收于 189.78 美元/立方米。

我国林业产业发展水平与整个国民经济发展水平仍存在很大差距，林地生产力和资源综合利用率不高，产业产品结构不合理的状况未从根本上扭转，低层次重复，粗放型扩张现象依然存在，致使林业产业技术含量低、产品附加值低、资源利用水平低、经济效益差。此外，木材行业未设置准入制度，同时该行业资金需求不高且价格市场化程度较强、透明度较高，因此行业竞争较为激烈，产业集中度低，企业规模小而分散，缺乏具有国际竞争力的大公司大企业集团。

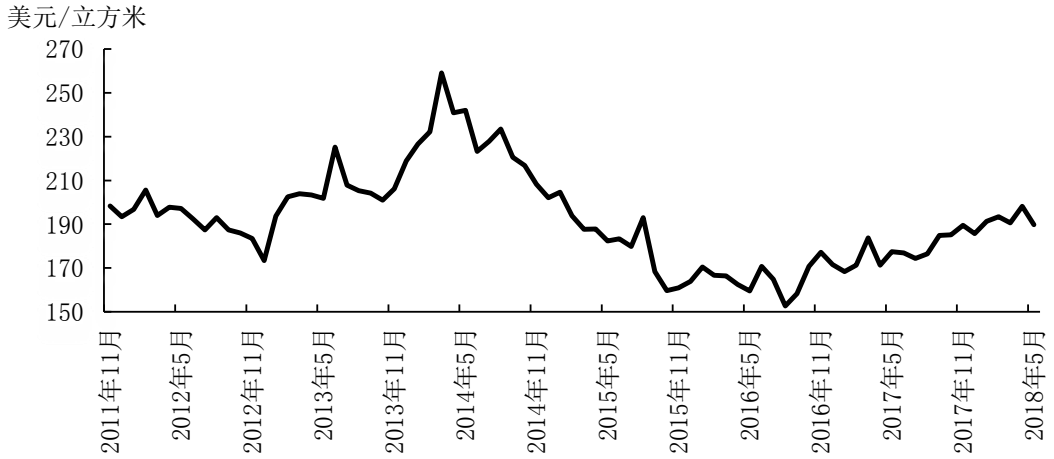


图 3　2011 年 11 月～2018 年 5 月中国原木进口平均价格走势

数据来源：Wind

（二）产品和服务竞争力

1、森林工业板块

随着天然林限伐政策的实施和国内需求的增长，我国木材进口依存度进一步提高，公司享有较大的发展空间；公司通过混合所有制改革拓展木材销售网络，同时引导内部各子公司资源共享，木材贸易规模不断增加。

森林工业板块主要指森林相关产品贸易业务，属于公司的核心业务板块，包括木材贸易、纸品贸易、橡胶贸易等业务；其他包括林化产品、食用菌、炭制品、肥料等业务。公司森林工业板块的主要经营主体为中国林产品和林产工业。

表 2　2015～2017 年及 2018 年 1～3 月公司森林工业板块盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年 1～3 月		2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	**146.96**	**100.00**	**564.61**	**100.00**	**398.98**	**100.00**	**262.65**	**100.00**
木材贸易	133.82	91.06	500.61	88.66	341.40	85.57	213.40	81.25
纸品贸易	8.68	5.90	37.37	6.62	35.82	8.98	29.34	11.17
橡胶贸易	1.17	0.80	2.81	0.50	3.17	0.79	7.74	2.95
其他	3.29	2.24	23.83	4.22	18.59	4.66	12.17	4.63
毛利润	**4.53**	**100.00**	**18.03**	**100.00**	**12.69**	**100.00**	**7.37**	**100.00**
木材贸易	4.06	89.82	15.71	87.13	10.63	83.77	5.27	71.46
纸品贸易	0.19	4.20	0.83	4.60	1.02	8.04	0.88	11.95
橡胶贸易	0.16	3.54	0.24	1.28	0.25	1.97	0.56	7.60
其他	0.11	2.43	1.26	6.99	0.79	6.23	0.66	8.98
毛利率	**3.08**		**3.19**		**3.18**		**2.81**	
木材贸易	3.03		3.14		3.11		2.47	
纸品贸易	2.19		2.22		2.85		3.00	
橡胶贸易	13.68		8.19		7.89		7.24	
其他	3.34		5.29		4.25		5.42	

数据来源：根据公司提供资料整理

2015 年以来，公司森林工业板块收入和毛利润逐年快速增长。2017 年，公司森林工业板块收入同比大幅增长 41.51%，主要是木材贸易规模扩大所致。其中，木材贸易业务收入同比增长 46.63%，在森林工业板块中占比上升至 88.66%，一方面是受近年来国家实施天然林限伐政策影响，国内木材供给量大幅缩减，同时木材下游需求较大且不断增长，导致我国对进口木材的依赖度大幅提高，公司作为国

内最大的木材贸易商，享有较大的市场发展空间；另一方面，2014 年以来公司大力发展混合所有制，与华东及东南沿海等地的木材贸易商合资成立木材销售子公司，利用合作方在当地的客户资源拓展木材销售网络，此外，公司引导内部各子公司资源共享，有助于提升公司木材业务规模。

2017 年，公司森林工业板块毛利润和毛利率同比增长，毛利润同比增长 42.08%，毛利率同比提升 0.01 个百分点，主要是受木材贸易业务毛利润及毛利率增长拉动所致。

2018 年 1～3 月，受木材贸易业务销售价量齐增影响，公司森林工业板块收入同比大幅增长 21.26%，毛利润同比大幅增长 33.33%；毛利率同比提升 0.28 个百分点。

产品 1：木材贸易

公司创新形成了“境外森林资源+木材进口贸易+港口物流+木材加工交易产业园区”一体化经营模式，有益于提升木材产业整体经营效益；公司是我国最大的木材进口商，木材进口量连续多年保持全国第一，在全国木材供应市场居重要地位。

公司木材贸易主要从国外进口木材在国内进行销售，通过以销定采的模式开展原木贸易和木片贸易，从而赚取差价。公司创新形成了“境外森林资源+木材进口贸易+港口物流+木材加工交易产业园区”一体化经营模式，利用海外资源基地扩大上游木材供应来源、通过自有港口降低木材物流成本，此外还通过运营木材加工交易产业园区扩大和稳定下游客户需求，有助于提升木材产业整体经营效益。公司木材贸易已涵盖俄罗斯、新西兰、美国、加拿大等国家和地区多材种的原木和板材。公司在新西兰、俄罗斯和北美均设有驻点子公司，负责公司在当地自有林地的管理以及当地市场的采购工作。

2015～2017 年，公司木材贸易量逐年快速增长；2017 年，公司木材贸易量为 5,300 万立方米，同比大幅增长 42.05%，其中进口木材量为 1,553 万立方米，占全国进口市场份额约 20%，连续多年保持全国第一。公司是我国最大的木材进口商，在全国木材供应市场居重要地位。

表 3　2015～2017 年及 2018 年 1～3 月公司木材贸易情况

产品	项目	2018 年 1～3 月	2017 年	2016 年	2015 年
木材[1]	采购量（万立方米）	1,357	5,300	3,731	2,194
	其中：进口（万立方米）	384	1,553	1,548	760
	采购均价（元/立方米）	956	915	892	949
	销售量（万立方米）	1,357	5,300	3,731	2,194
	销售均价（元/立方米）	986	945	918	973
木片	采购量（万绝干吨）	6.73	27.51	21.40	29.11
	采购均价（元/绝干吨）	969	920	925	924
	销售量（万绝干吨）	6.73	27.51	21.40	29.11
	销售均价（元/绝干吨）	995	942	949	949

数据来源：根据公司提供资料整理

公司与国外供应商主要通过邮件或传真方式签订合同，货款结算采用信用证结算；与国内供应商主要通过国内信用证和银行承兑汇票方式结算。2017 年及 2018 年 1～3 月，公司木材贸易向上游前五大供应商采购金额合计占比分别为 43.97%和 41.87%，集中度较高，但采购渠道较为稳定。

公司下游客户全部为国内客户，主要为民营企业，货款结算方式为银行承兑汇票或支票结算，销售区域主要集中在华南、华东和华北地区。2017 年及 2018 年 1～3 月，公司木材贸易下游前五大客户销售金额合计占比分别为 18.94%和 16.44%，集中度一般。

公司通过“以销定采”的业务模式控制购销风险，但是受经营环境影响，为与上下游建立稳定的合作关系并占有市场，公司近年来出现了一定的资金被上、下游占用的情况，应收账款和预付账款规模较大；公司向上游客户预付货款采购货物，账期一般不超过 6 月，并给予下游客户 6～9 个月付款账期，导致公司经营性净现金流呈现出净流出的态势。未来，随着大宗商品市场的回暖及公司市场占有率的提升，资金占用的情况将逐步好转。

产品 2：纸品贸易

公司纸品贸易包括纸浆、铜版纸、胶版纸、白卡纸等贸易业务。公司纸品贸易业务采取以销定采方式，发展策略为稳健推进普通纸浆业务，加快纸浆业务转型升级步伐，提高市场营销能力和风险控制力，积极参与国内市场销售，从而提高在国内市场的销售份额和纸浆产品

[1] 包括原木和板材。

的价格话语权。

表 4　2015～2017 年及 2018 年 1～3 月公司纸品购销情况（单位：万吨、万元/吨）

项目	2018 年 1～3 月	2017 年	2016 年	2015 年
采购量	14.77	61.42	47.59	43.33
其中：进口	6.78	28.75	30.78	28.97
采购平均价格	0.57	0.59	0.73	0.66
销售量	14.77	61.42	47.59	43.33
销售平均价格	0.59	0.61	0.75	0.68

数据来源：根据公司提供资料整理

2017 年以来，公司根据下游客户的具体需求调整纸品贸易的产品结构，产品平均价格同比有所下降，贸易规模有所增加。2017 年，公司纸品的主要供应商为 BALTIC SEA INTERNATIONAL LIMITED、HONG KONG PAPER SOURCES CO., LIMITED、恒泰迦禾贸易有限公司、DP MARKETING INTERNATIONAL LIMITED-MACAO 和香港三联林业产品有限公司等，前五大供应商合计占采购额比重为 44.22%；公司纸品的主要销售客户为 Hong kong evro-chemical ltd、BOHAI INVESTMENT CONSULTANT LTD 和恒天海龙（潍坊）新材料有限责任公司等，前五大客户合计占销售额比为 43.79%，公司纸品采销端的集中度较高。

2、农林牧渔服务业板块

公司农林牧渔服务业板块主要包括煤炭贸易、石油及石化产品贸易、矿产品贸易及港口物流业务，其他还包括林业机械、旅游业、森林消防车、证书夹、草炭土等业务。公司农林牧渔服务业板块的主要经营主体为中国林产品和林业物资，其中林业物资负责石油及石化产品板块中的成品油业务，其余板块均主要由中国林产品负责经营。

2015～2017 年，公司农林牧渔服务业收入及毛利润逐年增长，毛利率逐年有所提升；2017 年，公司农林牧渔服务业收入规模继续扩大，同比增长 24.91%，主要受煤炭贸易和石油石化产品收入增长拉动，其中石油及石化产品收入同比大幅增长 85.71%，主要是公司从东北传统业务地区向外积极拓展非林业专项成品油市场所致；毛利润同比大幅增长 40.38%，主要由煤炭贸易、矿产品贸易和其他业务贡献，其中其他业务毛利润同比增幅较大，主要是公司提质增效工作初步取得成效，同时业务供销渠道日益完善，规模及盈利能力提升所致；毛利率同比提升 0.45 个百分点，主要是公司加大国外高热、低

硫优质煤的进口比例，与国内采购的煤炭在港口进行配煤后销售，提升煤炭的品质和盈利空间所致；此外港口物流毛利率有所下降，主要是人工成本上升，此外公司通过降低船舶装卸费用及减免货物场地堆存费等措施来以提升竞争力、吸引客户所致。

表 5　2015～2017 年及 2018 年 1～3 月公司农林牧渔服务业盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年 1～3 月		2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	**108.00**	**100.00**	**362.49**	**100.00**	**290.19**	**100.00**	**245.33**	**100.00**
煤炭贸易	56.76	52.55	212.67	58.67	195.08	67.22	134.06	54.64
石油及石化产品	28.31	26.22	85.26	23.52	45.91	15.82	40.31	16.43
矿产品贸易	16.92	15.67	44.42	12.25	35.02	12.07	56.10	22.87
港口物流	1.02	0.95	4.32	1.19	3.48	1.20	2.77	1.13
其他	4.99	4.62	15.83	4.37	10.70	3.69	12.10	4.93
毛利润	**3.96**	**100.00**	**14.67**	**100.00**	**10.45**	**100.00**	**8.06**	**100.00**
煤炭贸易	2.04	51.52	6.95	47.38	5.62	53.78	3.35	41.56
石油及石化产品	0.27	6.82	0.95	6.48	0.91	8.71	0.75	9.31
矿产品贸易	0.54	13.64	2.70	18.40	1.35	12.92	1.62	20.10
港口物流	0.30	7.58	1.13	7.70	1.81	17.32	1.64	20.35
其他	0.81	20.45	2.94	20.04	0.76	7.27	0.69	8.56
毛利率		**3.67**		**4.05**		**3.60**		**3.29**
煤炭贸易		3.59		3.27		2.88		2.50
石油及石化产品		0.95		1.11		1.98		1.87
矿产品贸易		3.19		6.08		3.85		2.89
港口物流		29.41		23.16		52.01		59.43
其他		16.23		18.57		7.10		5.72

数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年 1～3 月，公司农林牧渔服务业收入同比增长 38.59%，毛利润同比增长 65.69%，仍主要受煤炭贸易及石油石化业务规模扩大影响；毛利率同比提升 0.60 个百分点，由煤炭贸易业务毛利率提升拉动。

产品 1：煤炭贸易

公司煤炭贸易主营动力煤和焦炭，公司在长期经销木材的过程中与上游供应商及下游煤矿企业客户逐步形成了较为广泛的联系。煤炭贸易大部分为内贸，公司采购煤炭，销售给国内经销商，从中赚取货物的进销差价。公司采取以销定采业务模式，具体为公司确定客户需求量并签订合同后，根据需求情况与供应商签订采购合同。

经营方面，公司将在保增长的前提下提高主业林业的占比，压缩非林业务比重。煤炭业务是公司传统业务但非主业，未来公司将根据市场环境调整煤炭业务经营结构和品种。

2015 年，公司通过从俄罗斯和澳大利亚等国进口高热、低硫的优质煤，与国内采购的煤炭在港口进行配煤后销售，可提升煤炭贸易板块的利润空间；同时，公司将焦炭出口至印度、巴基斯坦和塞浦路斯等国，开拓了焦炭出口业务。2016 年，公司充分利用港口地理优势，开展长江流域“海进江”煤炭多式联运，在拓展煤炭贸易业务的同时降低了运输成本，提升了利润空间。2017 年，公司通过提高国外高热优质煤的进口比例配煤后销售，利润空间进一步提升，同时煤炭购销量同比有所下降。

表 6　2015～2017 年及 2018 年 1～3 月公司煤炭贸易情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2018 年 1～3 月	2017 年	2016 年	2015 年
采购量	847	3,428	4,131	2,942
平均采购价格	646	600	459	444
销售量	847	3,428	4,131	2,942
平均销售价格	670	620	472	456

数据来源：根据公司提供资料整理

公司煤炭贸易经营模式为订单式经营，以加强预警、注重信息反馈等多项风险控制措施控制经营风险，提高资金使用效率。近几年公司煤炭贸易业务不断优化经营模式，将销售平台逐渐前移，在港口设立煤炭仓储场地，享有港口、物流等多项优惠，有效降低物流成本，直接面向市场中小客户和使用单位开展煤炭销售；同时与大型煤炭使用单位建立规范稳定的供销关系，对于信誉好、实力强的单位，进一步加强合作力度，对于信誉较差、实力一般的企业，逐步淘汰。

2017 年及 2018 年 1～3 月，公司煤炭贸易业务向上游前五大供应商采购金额合计占比分别为 40.34%和 38.99%，集中度较高。公司煤炭销售区域主要集中在华东、华南和东北地区，客户主要是国内五大电厂的经销公司，2017 年及 2018 年 1～3 月，公司煤炭业务前五名客户销售合计占比分别为 39.88%和 33.16%，销售集中度较高。

产品 2：石油石化产品贸易

公司经营的石油产品主要是对林业企业销售汽油、柴油、煤油，

采取“以销定采”的业务模式，赚取进销差价。公司在体制改革前就一直负责林业成品油的销售管理工作，除了保证林业生产和生活用油外，还肩负着林业区域内农业生产、森林防火、春耕生产用油，并承担着社会单位供油的责任。公司林业成品油供应目前主要集中在我国东北部地区的黑龙江省、吉林省、大兴安岭地区、内蒙古自治区东部大兴安岭等地区。

由于限伐后林区用油有所下降，近几年公司采取股份制合作，收购油库、加油站，进行市场化运作；在销售渠道上扩大了计划外市场的销售，计划实现覆盖全国林业成品油的销售网络。2016 年以来，公司逐步推进与中国石油天然气股份有限公司（以下简称“中石油”）的战略合作，合资设立中石油国林油品销售有限公司（“以下简称“国林油品”），将油品销售市场拓展至山东、上海、云南、广东等地，同时公司也积极开拓东北传统业务地区的非林业专项成品油经营。

公司石化贸易产品主要为混合芳烃，公司根据国际原油价格，预测混合芳烃价格走势来确定采购数量。在销售方面，公司主要采取两种方式，一是客户定购，付全额货款，后期公司按照所签订合同交货给客户；二是公司销售部门根据市场需求签订销售合同，锁定价格，延期交货。

表 7　2015～2017 年及 2018 年 1～3 月公司石油及石化产品贸易情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2018 年 1～3 月	2017 年	2016 年	2015 年
采购量	54.48	184.68	111.20	84.55
平均采购价格	5,149	4,565	4,047	4,678
销售量	54.48	184.68	111.20	84.55
平均销售价格	5,198	4,617	4,128	4,768

数据来源：根据公司提供资料整理

2017 年以来，公司石油及石化产品贸易量同比大幅增长，主要是开拓非林业成品油市场所致；受国际原油价格波动增长影响，石油及石化产品平均采购价格有所上升。2017 年，公司石油及石化产品贸易业务向前五大供应商采购占比为 18.44%；前五大销售客户占比为 30.80%，集中度一般，销售区域主要在华南、华东及东北地区。

产品 3：港口物流

公司港口物流业务由三级子公司如皋港务集团有限公司（以下简

称“如皋港务”）如皋港务负责经营。如皋港务是公司在2014年12月增资并购的子公司，主要从事码头与其他港口设施的运营及到港货物的装卸、堆存服务，经营的货种主要有大宗木材、煤炭、有色矿、水泥等。如皋港务拥有长江岸线3,458米、长江内港池岸线1,720米、运河岸线1,406米，拥有2个15万吨级泊位、8个5万吨级泊位、16个最高达5,000吨级的内港池泊位及配套的港口设施与堆存能力，且拥有港口土地5,098亩；下辖3个港区，分别为如皋港区、新民洲港区和宿迁港区，其中如皋港、宿迁港经营相对成熟。

如皋港位于江苏省如皋市的最南端，距长江口120公里，处于上海1.5小时经济圈。年装卸能力3,600万自然吨，吞吐量7,000万吨，一次性堆存能力达400万吨，单位泊位货物一次堆存能力在长江流域内最大。如皋港拥有2个长江流域唯一经合规审批的15万吨级煤炭专用码头，煤炭市场基本形成，同时可兼顾矿石物流；此外还拥有2个5万吨级兼靠7万吨级码头以及2000亩的配套用地。

新民洲港位于镇江、扬州交界处，地处长江北岸京杭大运河入江口下游侧，距南京长江大桥约70公里，具有海江河及水陆联运的优势。新民洲港一期建设2个5万吨级通用泊位，已于2015年完工；新民洲港二期主体工程已于2016年6月完工，2016年8月开港运营。镇江历史上即是江苏木材的转运基地，新民洲港定位为木材、粮油及石材物流中心，兼顾其他散杂货业务，6个泊位建成后，木材年吞吐量可达1,000万立方米，一次性堆存能力达到200万立方以上，成为大型木材集散基地。2017年，新民洲港完成货物吞吐量1,485.05万吨，其中木材到货量751.3万立方米，实现营业收入41.16亿元，名列全国木材进口港第7位。宿迁港区为新民洲港的附属港区，是木材转运及落地销售的载体，可有效实施水水转运及水陆转运。

我国港口行业实行特许经营制度，进入门槛较高，长江下游400公里岸线布局已经完成，今后不会再新增批准岸线。因此下游岸线属不可再生资源。长江下游港口兼有海港和内河港双重属性，辐射长三角经济圈，是长江黄金水道货物接驳的必经环节。公司通过并购如皋港务使木材经营链得到延伸，从境外资源基地组织木材进口到国内仓储物流加工，从单纯木材进口贸易到贸易与实体基地互相促进、互相

带动，公司正逐步构建起木材全产业链发展格局，对公司后续推进“境外森林资源+木材进口贸易+港口物流+木材加工交易产业园区”一体化经营模式有重要意义。同时，物流成本控制是木材、煤炭、矿石等大宗商品经营的关键。公路运输、铁路运输与水运成本相差较大，水路成本是铁路的 1/2、公路的 1/8。长江下游码头吞吐货物，在物流成本方面有明显优势。境外木材资源获取和煤炭业务是公司两大重要业务，公司并购如皋港务后，物流成本有所降低，有助于提升公司经济效益。

3、林业板块

公司林业板块主要包括种子种苗、木材、木片、养殖业及其他，其他业务包括种植业、青苗补偿等。公司林业板块的主要经营主体包括中国林木种子有限公司（以下简称“中林种子”）和中林集团雷州林业局有限公司（以下简称“雷州林业局”）。

表 8　2015～2017 年及 2018 年 1～3 月公司林业板块盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年 1～3 月		2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	**1.71**	**100.00**	**9.66**	**100.00**	**8.55**	**100.00**	**4.35**	**100.00**
种子种苗	0.20	11.70	3.30	34.15	4.04	47.25	1.65	37.95
木材	0.87	50.88	4.49	46.48	3.17	37.08	1.14	26.09
木片	0.05	2.92	0.40	4.14	0.43	5.03	0.46	10.68
养殖业	0.52	30.41	1.02	10.56	0.73	8.54	0.66	15.14
其他	0.07	4.09	0.44	4.55	0.18	2.11	0.44	10.14
毛利润	**0.27**	**100.00**	**2.77**	**100.00**	**2.31**	**100.00**	**0.75**	**100.00**
种子种苗	0.02	7.41	0.92	33.21	1.49	64.50	0.21	28.00
木材	0.12	44.44	1.08	38.99	0.39	16.88	-0.01	-1.33
木片	-0.04	-14.81	-0.11	-3.97	-0.09	-3.90	-0.12	-16.00
养殖业	0.10	37.04	0.45	16.25	0.38	16.45	0.35	46.67
其他	0.07	25.93	0.43	15.52	0.14	6.06	0.32	42.67
毛利率		**15.79**		**28.67**		**27.02**		**17.24**
种子种苗		10.00		27.88		36.88		12.73
木材		13.79		22.49		12.30		-0.88
木片		-80.00		-27.50		-20.93		-26.09
养殖业		19.23		44.12		52.05		53.02
其他		100.00		97.73		77.78		72.73

数据来源：根据公司提供资料整理

2015～2017 年，公司林业板块收入和毛利润持续增长，毛利率

逐年提升。2017 年，公司林业板块收入同比增长 12.98%，毛利润和毛利率同比均有所提升；其中，公司木材业务收入及利润水平大幅提升，主要是公司境外自产辐射松销量增长所致；种子种苗业务收入和毛利润同比有所下降，主要是近年玉米市场供过于求，国家出台政策要求降低“镰刀湾”地区玉米种植面积同时取消玉米收储政策，受此影响，公司种子销量和价格有所下降所致。

2018 年 1～3 月，公司林业板块收入同比增长 43.70%，一方面是公司境外自营木材树龄增加导致售价同比大幅上涨，另一方面是公司通过积极拓展有机鱼销售市场，实现有机鱼销量和单价同比大幅增长所致；毛利润同比下降 6.90%，主要受其他业务规模下降影响；毛利率同比下降 8.58 个百分点。

产品 1：种子种苗

公司种子种苗业务主要由中国林木种子有限公司和中林集团张掖金象种业有限公司经营。2015 年 6 月，公司以 7,650 万元认购 5,000 万股，参股新三板上市的、集“科研、生产、加工、销售”为一体的种子企业江苏中江种业股份有限公司（以下简称“中江种业”），截至 2018 年 3 月末，中江种业尚未纳入公司合并范围；2016 年，公司收购主营玉米种子的北京屯玉种业有限责任公司（以下简称“屯玉种业”），向农业、林业种子种苗全产业链进一步发展。种子种苗业务是公司发展规划中重点发展的业务之一，后续公司将通过整合资源发展林木种子、农业种子和园林绿化等产业。

目前公司种子种苗业务采取以销定采的经营模式，根据国内客户需求从国外进口各类种子种苗，定价方式为成本加一定利润。2017 年，公司种子购销量和销售均价同比均有所下降，主要是受国家要求降低“镰刀湾”地区玉米种植面积同时取消玉米收储政策影响，公司玉米种子销量及均价下降所致。由于种苗投入使用后，在后续一定时期内不会连续购入，因此公司每年种苗采购量、采购品种及采购均价变动较大。公司种子种苗进货采用货到付款方式，销售采用预收部分货款，发货前收全货款方式，货款回笼情况较好。2017 年公司种子业务前五大供应商占比为 15.73%，前五大销售客户占比为 12.90%，集中度不高。

表 9　2015～2017 年及 2018 年 1～3 月公司种子种苗采购及销售情况

产品	项目	2018 年 1～3 月	2017 年	2016 年	2015 年
种子	采购量（吨）	1,338	22,405	23,618	12,887
	其中：进口（吨）	162	16,251	3,520	5,072
	采购均价（元/吨）	12,320	10,138	10,284	8,741
	销售量（吨）	1,338	22,405	23,618	12,887
	销售均价（元/吨）	13,874	14,184	16,526	10,167
种苗	采购量（万株）	11	134	303	256
	其中：进口（万株）	11	114	303	256
	采购均价（元/株）	14.01	8.42	4.04	12.38
	销售量（万株）	11	134	303	256
	销售均价（元/株）	15.03	9.29	4.67	13.30

数据来源：根据公司提供资料整理

产品 2：木材

公司自主生产并销售木材产品，主要分为桉树原木以及辐射松原木木材。桉树[2]原木木材主要出产于雷州半岛 76 万亩桉树人工林培育基地；2014 年下半年和 2015 年，公司雷州林地连续遭受超强台风“威马逊”、“海鸥”等的袭击，导致林地中 90%林木受灾，目前雷州林地仍处于灾后恢复期，未来林地全面恢复周期约 4～7 年，即桉木生长周期，自产木材产量将受影响；2017 年，公司自产桉树原木约 13.89 万立方米。辐射松[3]原木木材主要出产于公司在新西兰北岛自有的两块辐射松林地，其中 2.10 万公顷林地为公司于 2016 年 2 月收购，目前两块林地开采模式均为委托林地管理公司采伐，开采年限均为永久；2017 年，公司辐射松木材产量为 46.53 万立方米。

表 10　截至 2018 年 3 月末公司拥有林地情况

所属子公司	位置	林地面积（万公顷）	产能（万立方米/年）	2017 年产量（万立方米）
中国林业集团新西兰有限公司	新西兰北岛	1.10	40.00	16.38
中国林产品新西兰有限公司	新西兰北岛	2.10	30.00	30.15
雷州林业局	广东雷州半岛	5.30	14.00	8.59
中国林场集团有限公司	广西岑溪	0.40	4.95	5.30
合计	-	**8.90**	**88.95**	**60.42**

数据来源：根据公司提供资料整理

[2] 桉树原木具有材质好、纹理直、纤维长的特性，木材基本密度 450-650kg/m^3，适宜于人造板材生产和制浆造纸。

[3] 辐射松木材具有结构均匀、收缩率平均、稳定性强、握钉力好、渗透性强等特点，极易进行防腐、干燥、固化和上色等处理，为优质软材，主要用于建筑用材，人造板原材料，以及生产纸制品及工艺品。

公司木材生产主要分为平原造林采伐及山地造林采伐两种。平原造林流程包括备耕整地、造林、追肥抚育、生产成林、采伐、打枝制裁、出材等流程环节出产木材。山地造林采伐较平原造林采伐主要差异在于流程初期需要清山炼山、挖穴施基肥。公司实施科技兴企战略，与科研院所、高等院校建立了战略合作关系，初步形成了“产、学、研”结合的科技创新体系，为林业板块发展提供有力支撑。

2017年及2018年1～3月，公司自营木材销售均价分别为585元/立方米和1,009元/立方米，其中2018年一季度木材销售均价大幅上涨，主要是公司境外自产辐射松树龄增加、价值上升所致。

公司将“走出去”开发境外森林资源确定为发展战略，着手进行更多的海外林地资源收购，未来自有林地种植达到可采伐年限将有利于公司长期木材供应来源的稳定和盈利水平的提升。

4、金融板块

公司金融业务的经营主体绥芬河国林小额贷款股份有限公司（以下简称“绥芬河国林小贷”）于2016年7月成立，注册资本15,000万元人民币，是非上市股份有限公司，主要经营业务为小额贷款、票据贴现、资产转让及代理业务。绥芬河国林小贷位于绥芬河市边境经济合作区的国林木业城园区内。绥芬河国林木业城产业园区是公司建设的国家级进口木材加工交易示范基地，园区生产、信息和服务配套设施齐全，具有明显的园区载体优势，形成了产业集群发展优势。园区内生产企业均为中小型企业，随着园区内企业逐渐发展壮大，对小额贷款资金的需求也在不断增加，公司通过在园区内设立绥芬河国林小贷，为园区内中小企业提供金融服务平台，缓解其融资难的问题，使园区成为绥芬河木材行业中小企业孵化器，支持中小企业健康发展。目前，绥芬河国林小贷的客户均为入驻国林木业城的木材加工、贸易企业。2017年，绥芬河国林小贷累计发放贷款86笔，金额13,961万元，不良贷款率为0，资产质量总体良好。

（三）盈利能力

公司主要从事森林工业、农林牧渔服务业和林业业务，森林工业板块和农林牧渔服务业板块是主要收入和利润来源；2015 年以来，随着销售网络拓展和经营规模扩大，公司营业总收入和毛利润逐年快速增长，但贸易为主的业务模式使得公司综合毛利率偏低。

公司主要从事森林工业、农林牧渔服务业和林业经营业务。森林工业和农林牧渔服务业为公司收入和利润的主要来源。2016 年 7 月，公司设立绥芬河国林小贷，新增金融业务收入。

表 11　2015～2017 年及 2018 年 1～3 月公司营业总收入、毛利润及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年 1～3 月		2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业总收入	**256.99**	**100.00**	**938.09**	**100.00**	**698.45**	**100.00**	**513.09**	**100.00**
营业收入	**256.97**	**99.99**	**938.00**	**99.99**	**698.44**	**100.00**	**513.09**	**100.00**
森林工业	146.96	57.19	564.61	60.19	398.98	57.12	262.65	51.19
农林牧渔服务业	108.00	42.02	362.49	38.64	290.19	41.55	245.33	47.81
林业	1.71	0.67	9.66	1.03	8.55	1.22	4.24	0.83
其他	0.28	0.12	1.24	0.13	0.72	0.10	0.87	0.17
金融业务收入	0.02	0.01	0.09	0.01	0.01	0.00	-	-
毛利润合计	**8.87**	**100.00**	**36.13**	**100.00**	**25.93**	**100.00**	**16.85**	**100.00**
毛利润	**8.85**	**99.77**	**36.04**	**99.75**	**25.92**	**99.96**	**16.85**	**100.00**
森林工业	4.53	51.07	18.03	49.90	12.69	48.94	7.37	43.74
农林牧渔服务业	3.96	44.64	14.67	40.60	10.45	40.30	8.06	47.83
林业	0.27	3.04	2.77	7.67	2.31	8.91	0.75	4.45
其他	0.09	1.01	0.57	1.58	0.47	1.81	0.67	3.98
金融业务毛利润	0.02	0.23	0.09	0.25	0.01	0.04	-	-
综合毛利率	**3.45**		**3.85**		**3.71**		**3.28**	
毛利率	**3.44**		**3.84**		**3.71**		**3.28**	
森林工业	3.08		3.19		3.18		2.81	
农林牧渔服务业	3.67		4.05		3.60		3.29	
林业	15.79		28.67		27.02		17.69	
其他	30.00		45.97		65.28		77.01	
金融业务毛利率	100.00		100.00		100.00		-	

数据来源：根据公司提供资料整理

2015～2017 年，公司营业总收入及毛利润逐年快速增长，毛利率逐年提升。2017 年，公司营业总收入同比增长 34.31%，其中森林工业板块收入同比大幅增长 41.51%，主要是公司近几年大力发展林业主业，木材贸易规模同比明显扩大；农林牧渔服务业板块收入同比增

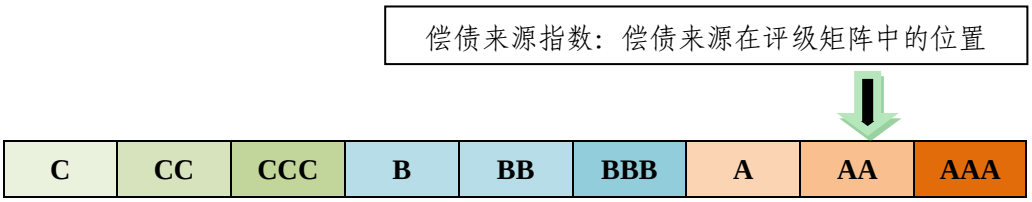
长 24.91%，主要是受煤炭贸易和石油石化产品收入增长拉动；得益于森林工业和农林牧渔服务业两大板块利润的提升，毛利润合计同比增长 39.34%，综合毛利率同比提升 0.14 个百分点。

2018 年 1～3 月，公司营业总收入为 256.99 亿元，同比增长 28.14%，毛利润合计为 8.87 亿元，同比大幅增长 41.69%，主要是木材贸易和煤炭贸易业务规模扩大所致；综合毛利率为 3.45%，同比提升 0.33 个百分点。

预计未来 1～2 年，公司主营业务将保持稳定发展，森林工业和农林牧渔服务业仍将是公司收入和利润的主要来源，公司财富创造能力将进一步增强。

偿债来源

2015 年以来公司盈利水平逐年提升，但经营性净现金流维持大幅净流出，不利于对债务和利息的保障；公司债务收入以银行借款为主，融资渠道较为畅通，仍具有一定融资空间，流动性偿债来源总体充足。可变现资产整体上有较强的变现能力，整体来看，公司偿债来源较为充足，但流动性偿债来源主要依赖银行借款等外部融资渠道，偏离度极高。



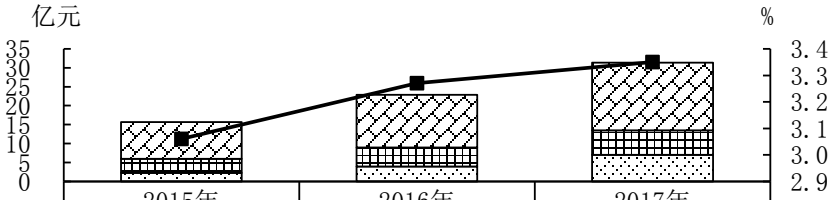
（一）盈利

2015 年以来，随着经营规模的扩大及利润空间的提升，公司盈利水平逐年提升；受有息债务规模及经营规模扩张影响，公司期间费用增长较快。

2015 年以来，公司经营规模不断扩大同时利润空间有所提升，营业总收入和毛利润持续增长，其中 2017 年，受木材和煤炭贸易经营规模扩大影响，公司利润总额和净利润分别为 4.90 亿元和 3.47 亿元，同比分别大幅增长 42.55%和 20.92%。

2015～2017 年，公司期间费用逐年上升，2017 年期间费用为 31.39 亿元，同比增长 37.33%，主要是财务费用和销售费用的增长；

其中，财务费用为 17.89 亿元，同比增长 29.15%，主要是有息债务规模扩大带来的利息支出增加；销售费用同比增长 78.13%，主要是经营规模扩大导致运输费用大幅增长；管理费用同比增长 28.18%，主要是公司人员规模扩大后，职工薪酬增加所致。公司主营业务为贸易，收入规模较大，因此期间费用占营业总收入比重较低。



	2015年	2016年	2017年
财务费用	9.76	13.86	17.89
管理费用	3.72	5.07	6.50
销售费用	2.20	3.92	6.99
期间费用率	3.06	3.27	3.35

图 4　2015～2017 年公司期间费用情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2015～2017 年，公司资产减值损失有所波动，2017 年为 0.81 亿元，同比增加 0.57 亿元，主要是坏账损失增加所致；公允价值变动收益逐年增长，2017 年为 0.45 亿元，主要由按公允价值计量的投资性房地产产生；投资收益有所波动，2017 年为 0.25 亿元，同比大幅增长，主要为权益法核算的长期股权投资收益；2017 年其他收益为 0.68 亿元，同时营业外收支净额为 0.46 亿元，同比下降 40.19%，主要是与日常经营活动相关的政府补助调至其他收益科目核算所致。同期，总资产报酬率和净资产收益率均有所波动，2017 年分别为 2.74%和 1.22%，同比均有所下降。

2018 年 1～3 月，公司利润总额和净利润分别为 1.14 亿元和 0.75 亿元，分别同比大幅增长 120.99%和 125.83%，主要受益于公司经营规模的扩大及利润空间的提升；期间费用为 7.77 亿元，同比增长 34.64%，亦主要源于销售费用及财务费用规模的增长；投资收益和其他收益分别为 0.05 亿元和 0.04 亿元，规模较小，营业外收支净额为 0.16 亿元，主要为土地补偿款；公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 0.70%和 0.27%。

（二）自由现金流

2015 年以来，公司经营性净现金流为净流出状态，不利于对债务和利息的保障；投资性净现金流规模亦维持净流出，未来公司面临一定资本支出压力。

2015～2017 年，公司经营性净现金流持续表现为较大规模的净流出状态。2017 年，公司经营性净现金流为-40.33 亿元，仍为净流出状态但流出额有所收窄；一方面，受销售规模不断扩大，以及为稳定和扩大市场占有率而适当延长下游优质客户回款账期影响，公司应收账款及应收票据规模同比大幅增长；另一方面，随着公司经营规模较快增长，所需营运资金大幅增长，同时新设的众多混合所有制子公司尚处于起步发展阶段，对上下游客户的结算条件谈判能力需逐步提高，公司为增强与供货商合作关系、锁定优惠价格，适当增加木材、煤炭等大宗商品贸易业务的预付货款规模，导致经营活动现金流流出增幅相对较大，经营性净现金流为净流出状态。2018 年 1～3 月，公司经营性净现金流为-16.61 亿元，净流出额同比有所扩大，主要是应收账款规模扩大，经营活动现金流入规模较流出规模相对较少所致。

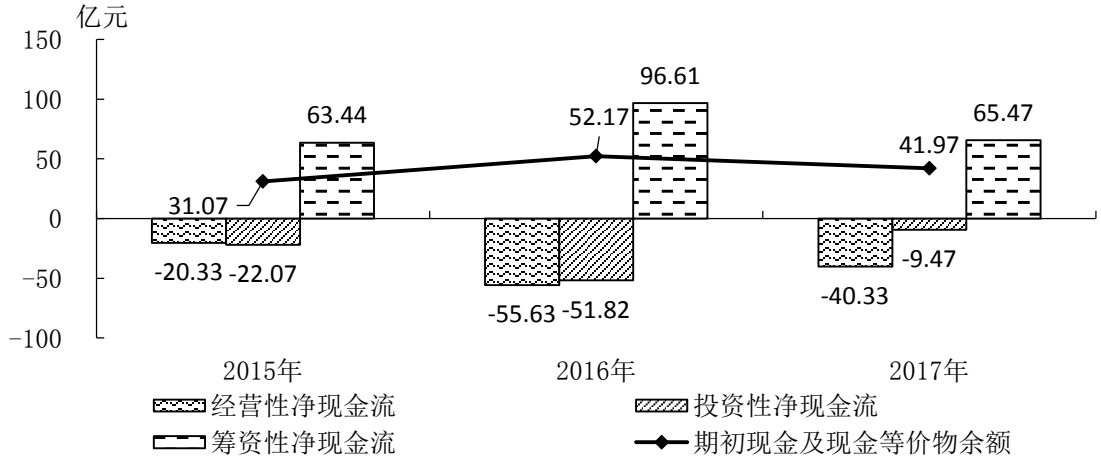


图 5　2015～2017 年公司现金流和期末现金及现金等价物余额情况

2015～2017 年，公司投资性净现金流亦维持净流出状态；2017 年，公司投资性净现金流为-9.47 亿元，净流出规模同比大幅下降，主要是公司构建固定资产等的资本支出同比有所减少所致。2018 年 1～3 月，公司投资性净现金流为-31.62 亿元，净流出额同比大幅增加，主要是对非关联方投入增加，支付的其他与投资有关的现金规模

较大所致。

表12　截至2018年3月末公司主要在建项目情况（单位：亿元、%）

项目名称	预算总投资	自筹资金比例	已完成投资	2018年计划投资额	2019年计划投资额
宿迁一期工程	2.75	100	1.12	-	-
新民洲港（二期）工程	12.90	30	12.72	-	-
保税物流中心	3.26	100	1.00	-	-
主江堤恢复工程	0.25	30	0.24	-	-
中林集团西双版纳雅德秘侬旅游度假区建设项目	19.83	30	0.99	6.00	7.00
绥芬河国林木业城园区四期项目	2.90	30	0.96	2.20	-
合　计	**41.89**	**-**	**17.04**	**8.20**	**7.00**

资料来源：根据公司提供资料整理

截至2018年3月末，公司主要在建项目为中林集团西双版纳雅德秘侬旅游度假区建设项目，总投资19.83亿元，自筹资金比例30%，剩余建设资金来自银行提供的项目贷款；公司新民洲港（二期）工程及主江堤恢复工程主体工程已基本完工，目前处于验收或竣工结算状态；宿迁一期工程已达到可使用状态，目前港口正常运营，后续将视情况决定是否追加投资；保税物流中心根据公司整体业务战略规划已暂停投资，已投资部分具备投入使用的条件。根据公司在建项目规划，预计2018～2019年将分别投入8.20亿元和7.00亿元。

（三）债务收入

公司债务收入以银行借款为主，同时债务融资渠道较为畅通。

2015～2017年，公司筹资性净现金流有所波动，2017年为65.47亿元，净流入规模同比减少31.14亿元，主要是公司赎回部分美元永续债6.70亿元以及如皋港务开展融资租赁业务所支付的现金，导致支付的其他与筹资活动有关的现金同比增加所致。2018年1～3月，筹资性净现金流为86.61亿元，净流入规模同比大幅增加，主要是公司经营规模扩大、所需营运资金增加，借款规模同比大幅增加所致。

公司债务收入主要为银行借款和发行债券，其中银行借款是最主要融资渠道。公司与多家银行之间保持良好的合作关系，截至2018年3月末，银行授信额度合计611.00亿元，尚未使用银行授信额度264.00亿元，仍具有一定融资空间。公司在债券市场上发行过多期

债券，同时海外子公司曾在新加坡债券市场发行美元永续私募债，债务融资渠道较为畅通。

表13　2015～2017年及2018年1～3月债务融资情况分析（单位：亿元）

财务指标	2018 年 1～3 月	2017 年	2016 年	2015 年
筹资性现金流入	141.94	346.10	352.58	259.83
借款所收到的现金	126.51	278.47	287.24	230.79
筹资性现金流出	55.34	280.63	255.97	196.39
偿还债务所支付的现金	45.40	219.10	220.29	188.03

数据来源：根据公司提供资料整理

（四）外部支持

公司所获外部支持主要为政府补助，2017 年公司获得的计入其他收益的政府补助为 0.68 亿元，但在偿债来源构成中占比很小，对公司偿债贡献有限。公司作为林业行业唯一的央企，在承担一定社会职能的同时，享受国家给予的一些贷款、税收及土地优惠，例如国家开发银行为公司位于新西兰的子公司提供林地专项中长期贷款及优惠利率，公司林木种子业务享受国家税收优惠，公司应国家发改委和林业局要求承建的木材产业园区享受土地先征后返等政策支持。

（五）可变现资产

2015 年末以来，公司资产规模逐年增长，以流动资产为主；公司应收账款、预付款项及存货规模较大，增长速度较快，对营运资金形成一定占用；可变现资产主要包括预付款项、应收账款和货币资金等流动资产，总体变现能力较好。

可变现资产包括货币资金和可变卖为货币资金的非货币资产，其中，货币资金是企业保障日常经营支出和短期流动性偿付的重要缓冲，是企业流动性偿债来源的重要组成部分，可变卖为货币资金的非货币资产则是在经营性现金流和债务收入作为可用偿债来源不能满足偿还债务需要时，可以转化为用于偿债的现金，是企业偿债来源的重要补充和保障。

2015～2017 年末，公司总资产逐年上升，分别为 367.38 亿元、504.87 亿元和 801.22 亿元，其中 2017 年末同比大幅增长 58.70%，主要是雷州林地评估入账及债务规模扩大所致；资产构成以流动资产为主，流动资产占比在 70%左右。2018 年 3 月末，公司总资产为 899.62

亿元。

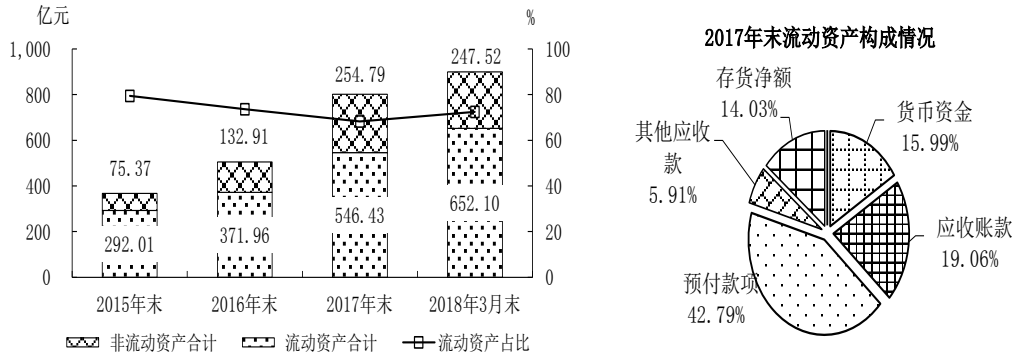


图 6　2015～2017 年末及 2018 年 3 月末公司资产构成情况

公司流动资产主要由预付款项、应收账款、货币资金、存货、其他应收款构成，2017 年末，以上五项合计在公司流动资产中占比为 91.80%。

2015～2017 年末，公司预付款项逐年上升；2017 年末，公司预付款项为 214.61 亿元，其中 97.10%集中在 1 年以内，共计提坏账准备 0.26 亿元；同比大幅增长 51.33%，一方面随公司经营规模扩大而增长，另一方面是公司为增强与供应商合作关系、锁定优惠价格而适当增加预付的原材料款项所致。

2015～2017 年末，公司应收账款逐年快速增长，2017 年末为 104.12 亿元，同比增长 22.50%，主要是由于公司总体业务规模增长同时合并范围扩大，此外为稳定下游客户、扩大市场占有率而适当延长优质客户账期共同引起的应收账款规模增长；共计提坏账准备 0.92 亿元，计提比例较低，账龄在一年以内的占比 99.11%，前五名欠款方余额占比合计为 14.57%，欠款方较为分散，公司应收账款规模较大但总体风险可控。

2015～2017 年末，公司货币资金有所波动；2017 年末货币资金为 80.19 亿元，其中银行存款 27.15 亿元，其他货币资金 53.03 亿元，受限货币资金合计 23.28 亿元，主要包括银行承兑汇票保证金 15.16 亿元和信用证保证金 7.96 亿元；货币资金同比增长 40.00%，主要源于业务发展所需的其他货币资金规模的扩大。

2015～2017 年末，公司存货规模逐年上升；2017 年末，公司存货为 70.38 亿元，共计提跌价准备 0.30 亿元，主要包括库存商品和

消耗性生物资产，同比增长17.22%，主要是公司销售规模增长较快，为保障日常销售的库存随之增加。

2015～2017年末，公司其他应收款逐年增长，主要包括内部往来款、外部往来款和个人备用金借款；2017年末为32.31亿元，已计提坏账准备1.72亿元，一年以内其他应收款规模占比为96.45%；同比大幅增长123.17%，主要是新增与上海淳栎贸易有限公司、江苏省建工集团上海物贸发展有限公司等往来款所致。

2018年3月末，公司货币资金为114.35亿元，较2017年末增长42.60%，主要是公司于2018年3月收到长期银团贷款所致；应收账款为138.60亿元，其他应收款为56.34亿元，存货为75.51亿元，随着公司经营规模的扩大继续增长；预付款项为211.53亿元，较2017年末基本持平；其他应收款为56.24亿元，较2017年末大幅增长74.08%，主要是往来款增加所致。

公司非流动资产主要由无形资产、固定资产、长期应收款、长期股权投资和投资性房地产构成，2017年末以上五项合计在公司非流动资产占比92.27%。

2015～2017年末，公司无形资产逐年增长；2017年末，无形资产为144.76亿元，同比大幅增加126.48亿元，主要是在2017年12月的公司制改制过程中，公司享受评估增值免税的优惠政策，将位于雷州半岛的76万亩林地评估入账，林地使用权评估价值为118.50亿元。

2015～2017年末，公司固定资产逐年增长；2017年末，固定资产为46.57亿元，同比增长9.62%，主要包括房屋建筑物、机器设备等。

2015～2017年末，公司长期应收款有所波动，长期应收款主要为深圳市中林融资租赁有限公司自2016年以来开展融资租赁和保理业务产生的长期应收本金，资金来源主要为母公司资金支持、自筹以及注册资本金，2017年末为16.55亿元，同比大幅下降47.58%，主要是部分调至一年内到期的非流动资产所致。

2015～2017年末，公司长期股权投资有所波动；2017年末，公司长期股权投资为14.17亿元，同比变动不大，主要包括对福人集团

有限责任公司及中林建投集团有限公司等联营企业的股权投资。

2015～2017年末，公司投资性房地产逐年增长；2017年末，公司投资性房地产为13.05亿元，同比增长24.71%，主要是绥芬河国林木业城投资有限公司三期项目竣工，对出租房产及土地纳入投资性房地产核算导致增加1.89亿元。

2018年3月末，公司固定资产为57.11亿元，较2017年末增长22.64%，主要是新民洲二期工程竣工转为固定资产所致；长期应收款为4.42亿元，较2017年末大幅下降73.30亿元，主要原因为部分调至一年内到期的非流动资产；长期股权投资为18.31亿元，较2017年末增长29.20%，主要是2018年一季度屯玉种业由子公司变为联营公司，改为权益法核算所致；公司在建工程为3.68亿元，较2017年末大幅下降67.76%，主要是新民洲二期工程竣工转为固定资产等所致；其他主要科目变化均不大。

截至2017年末[4]，公司可变现资产价值为453.22亿元，清偿性偿债来源较为充足，可变现资产主要包括预付款项、应收账款和货币资金等流动资产，总体变现能力较好。

截至2018年3月末，公司受限资产合计75.25亿元，其中受限货币资金20.42亿元，主要为银行承兑汇票保证金、信用证保证金等，抵质押资产账面价值合计54.83亿元，主要为土地、厂房、设备和林木等；公司受限资产占总资产比重为8.36%，占净资产比重26.68%。

2015～2017年，公司应收账款周转天数分别为35.22天、38.02天和36.29天，存货周转天数分别为24.17天、27.03天和26.03天均有所波动。2018年1～3月，公司应收账款及存货周转天数分别为42.51天和26.46天。

公司偿债来源总体较为充足，但经营性净现金流大幅流出，流动性偿债来源主要依赖银行借款等外部融资渠道，偿债来源偏离度高。

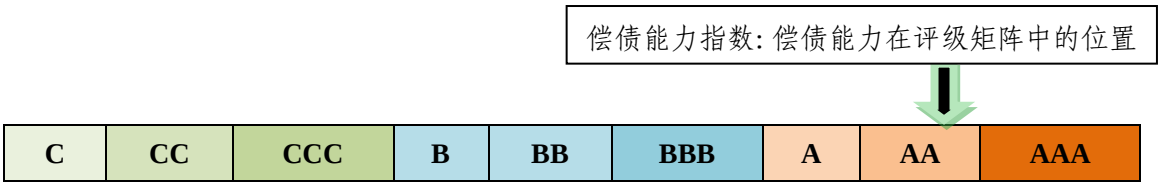
综上所述，2017年公司盈利水平大幅提升，但经营性净现金流大幅流出，不利于对债务和利息的保障；公司债务收入以银行借款为主，债务融资渠道较为畅通，仍存在一定融资空间，具有一定流动性偿债来源。公司清偿性偿债来源为可变现资产，以预付款项、应收账

[4] 可变现资产未经专业评估。

款和货币资金等流动资产为主，资产整体上有较强的变现能力，可对公司整体负债偿还形成一定保障。整体来看，公司偿债来源总体较为充足，但经营性净现金流大幅流出，流动性偿债来源主要依赖银行借款等外部融资渠道，偿债来源偏离度高，为 171.01。

偿债能力

公司有息债务规模增长较快，且占总负债比重较高，短期面临一定偿债压力；2017 年末以来，随着雷州林地评估入账，公司所有者权益大幅增加，资产负债率水平有所下降，资本结构有所改善；总体来看，公司具有一定流动性偿债来源，清偿性偿债来源较为充足，盈利能对利息提供一定保障；预计未来 1～2 年，随着木材贸易规模的快速发展，公司盈利能力将继续增强；公司总体偿债能力很强。



（一）存量债务分析

公司有息债务规模增长较快，且占总负债比重较高，短期面临一定偿债压力；2017 年末以来，随着雷州林地评估入账，公司所有者权益大幅增加，资产负债率水平有所下降，资本结构有所改善。

2015 年末以来，公司总负债逐年上升，其中 2017 年末及 2018 年 3 月末，公司负债分别为 516.31 亿元和 617.56 亿元，流动负债占比分别为 70.08%和 65.35%，负债结构以流动负债为主。2017 年末以来，随着雷州林地评估入账，公司所有者权益大幅增加，资产负债率水平有所下降。

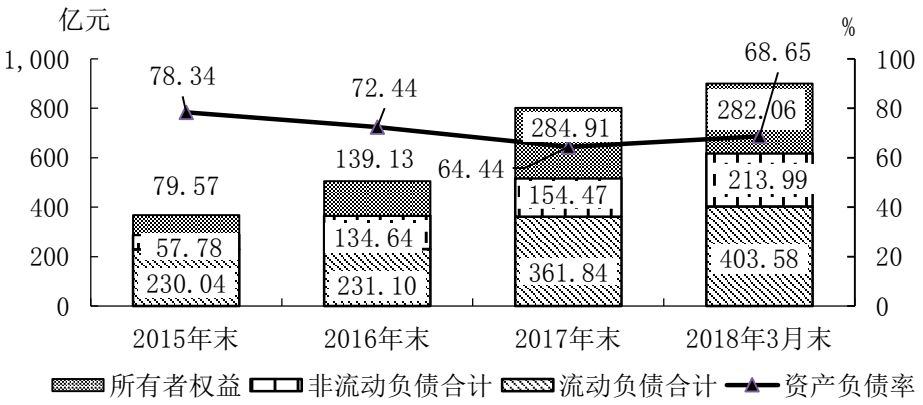


图 7　2015～2017 年末及 2018 年 3 月末公司资本结构情况

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、预收款项、应付账款、其他流动负债和一年内到期的非流动负债组成，2017 年末，以上六项合计在流动负债中占比为 96.82%。

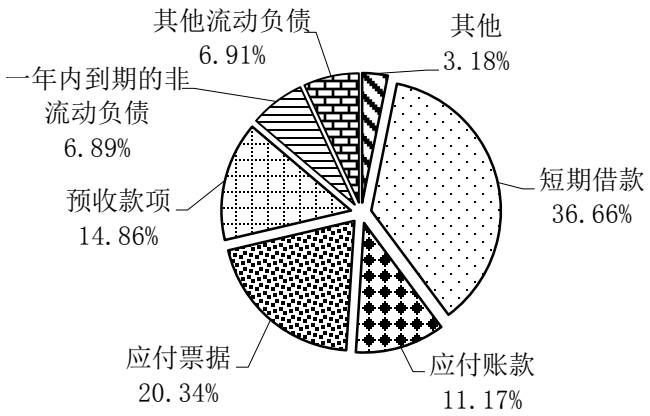


图 8　2017 年末公司流动负债构成情况

2015～2017 年，公司短期借款规模逐年上升；2017 年末短期借款为 132.64 亿元，其中保证借款 102.52 亿元，信用借款 23.81 亿元；同比增长 23.75%，主要是公司经营规模扩大后所需营运资金增加所致。同期，应付票据有所波动，2017 年末为 73.58 亿元，同比大幅增长 96.44%，主要是公司增加银行承兑汇票的使用所致。预收款项有所波动，2017 年末为 53.76 亿元，同比大幅增长 78.48%，主要受公司贸易规模扩大同时话语权有所提升影响。应付账款逐年增长，2017 年末为 40.42 亿元，同比基本持平，其中一年以内应付账款占比 95.35%。其他流动负债逐年增长，2017 年末为 25.00 亿元，主要为公司于 2017 年发行的三期超短融及一期短融。一年内到期的非流

动负债逐年增长，2017年末为24.92亿元，同比大幅增长，主要是新增一年内到期的长期借款，同时5亿元的“15林业MTN001”由应付债券科目转入所致。

2018年3月末，公司短期借款为158.16亿元，应付票据为91.40亿元，继续随公司经营规模扩大而增长；预收款项为43.64亿元，较2017年末下降18.83%，因公司对下游客户陆续发出货物后，相应预收款项结转收入所致；其他流动负债和一年内到期的非流动负债分别为28.00亿元和28.46亿元，较2017年末分别增长12.00%和14.21%；应付账款规模基本持平。

公司非流动负债主要由长期借款、长期应付款和应付债券构成，2017年末以上三项合计在公司非流动负债中占比93.49%。

2015～2017年，公司长期借款逐年快速增长，2017年末为121.72亿元，同比增长27.74%，主要包括保证借款91.33亿元、抵押借款25.92亿元、信用借款3.97亿元及质押借款0.50亿元，其中保证借款利率区间为4.275%～9.8%。同期，长期应付款亦逐年增长，2017年末为16.39亿元，变动不大，主要为融资租赁款项。应付债券大幅波动，其中2017年末为10.95亿元，同比下降31.24%，主要是5亿元的“15林业MTN001”转入一年内到期的非流动负债所致。

2018年3月末，公司长期借款为179.81亿元，较2017年末增长47.72%，主要是公司开展了40亿港币境外银团贷款，用于偿还即将到期债务所致；长期应付款为18.51亿元，较2017年末增长12.94%；应付债券较2017年末基本持平。

公司有息债务规模增长较快，且占总负债比重较高，短期面临一定偿债压力。

随着公司经营规模不断扩大，有息债务规模随之快速增长，2015～2017年末及2018年3月末，公司总有息债务规模[5]分别为199.77亿元、279.48亿元、405.09亿元和515.18亿元，2018年3月末总有息负债占总负债比重为83.42%，占比较高。

[5] 公司短期有息债务中应付票据均不计息，2015～2017年末以及2018年3月末，公司应付票据分别为38.64亿元、37.46亿元、73.58亿元和91.40亿元

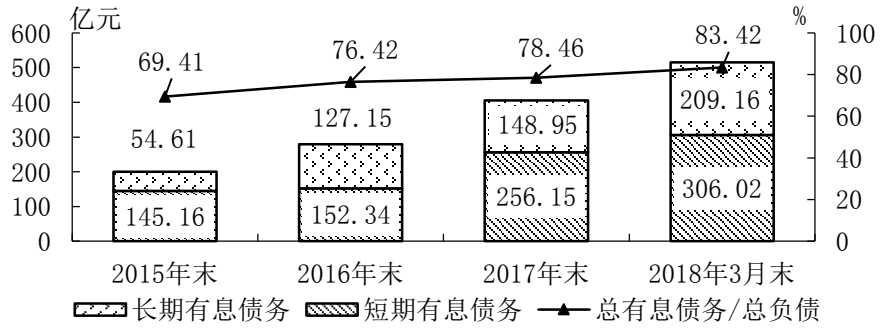


图 9　2015～2017 年末及 2018 年 3 月末公司存量债务结构

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2018 年 3 月末，公司短期有息债务规模为 306.02 亿元，规模较大，占总有息债务的比重为 59.40%，短期内面临一定偿债压力；公司短期有息债务主要集中在 2018 年第二、第三季度；长期有息债务主要集中在未来 1～3 年。

表14　截至2018年3月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1 年	(1,2]年	(2,3]年	(3,4]年	(4,5]年	>5 年	合计
金额	306.02	61.94	52.85	17.10	38.98	38.74	**515.18**
占比	59.40	12.02	10.26	3.32	7.57	7.52	**100.00**

资料来源：根据公司提供资料整理

截至 2018 年 3 月末，公司无对外担保。

2017 年末，受雷州林地评估入账影响，归属于母公司所有者权益大幅增加，推动所有者权益同比大幅增长，公司资本结构有所改善。

2015～2017 年末，公司所有者权益逐年上升。2017 年公司所有者权益为 284.91 亿元，同比大幅增长 104.78%，其中归属于母公司所有者权益和少数股东权益分别为 168.60 亿元和 116.31 亿元，同比分别增长 296.24%和 20.43%；公司实收资本为 9.70 亿元，资本公积为 131.53 亿元，同比大幅增加 126.98 亿元，主要是公司在 2017 年底的公司制改制过程中享受资产评估增值免税政策，同时雷州半岛 76 万亩林地及 10 宗划拨的土地使用权等账外无形资产权证较为清晰，公司将其评估入账，致使所有者权益增加 123.27 亿元；未分配利润为 6.47 亿元，主要因分配现金股利而略有减少。2018 年 3 月末，公司所有者权益结构变动很小。

（二）偿债能力分析

公司具有一定流动性偿债来源，清偿性偿债来源较为充足，同时盈利能对利息提供一定保障；预计未来 1～2 年，随着木材贸易规模的快速发展，公司盈利能力将继续增强；公司总体偿债能力很强。

大公将公司的偿债来源分为流动性偿债来源和清偿性偿债来源。流动性偿债来源主要包括经营性净现金流、期初现金及现金等价物、融资收入以及外部支持。清偿性偿债来源为可变现资产。

公司流动性偿债来源以融资收入和期初现金及现金等价物为主。公司融资收入主要为银行借款，截至 2018 年 3 月末，银行授信 611.00 亿元，尚未使用银行授信额度 264.00 亿元；2017 年公司现金及现金等价物期初余额为 41.97 亿元，但经营性净现金流大幅流出，为-40.33 亿元，对流动性偿债来源产生较大不利影响。综合流动性偿债来源和流动性消耗分析，公司 2017 年流动性来源对流动性消耗的覆盖倍数为 1.04。

公司清偿性偿债来源主要为可变现资产，公司可变现资产以预付款项、应收账款和货币资金等流动资产为主，资产整体上有较强的变现能力。2017 年，公司可变现资产对于当前负债的覆盖率为 0.88 倍。2017 年，公司 EBITDA 利息保障倍数为 1.38，能对利息提供一定保障。

表 15　2017～2018 年公司三个平衡关系（单位：倍）

三个平衡关系	2017 年	2018 年 F
流动性还本付息能力	1.04	1.07
清偿性还本付息能力	0.88	0.73
盈利对利息覆盖能力	1.38	1.44

数据来源：公司提供、大公测算

公司具有一定流动性偿债来源，同时清偿性偿债来源较为充足，盈利能对利息提供一定保障。2018 年 3 月末，公司资产负债率为 68.65%，未使用银行授信为 264.00 亿元，未来仍具有一定新增债务空间。预计未来 1～2 年，随着木材贸易规模的快速发展，公司盈利能力将继续提升。总体来看，公司总体偿债能力很强。

结论

公司偿还债务的能力很强，本期票据到期不能偿付的风险很小，

抗风险能力很强。公司是我国最大的木材进口商，在全国木材供应市场居重要地位，同时创新形成了“境外森林资源+木材进口贸易+港口物流+木材加工交易产业园区”一体化经营模式，有益于提升木材产业整体经营效益，2015 年以来随着销售网络拓展和经营规模扩大，公司财富创造能力不断增强。但同时，受贸易为主的业务模式影响，公司盈利能力偏弱；公司应收账款、预付款项及存货规模较大，对营运资金形成一定占用；有息债务规模增长较快，短期面临一定偿债压力；2015 年以来经营性净现金流持续为大幅净流出状态。总体来看，公司具有一定流动性偿债来源，同时清偿性偿债来源较为充足，盈利能对利息提供一定保障。

预计未来 1～2 年，随着木材贸易规模的快速发展，公司盈利能力将继续提升，偿债能力将保持稳定。因此，大公对中林集团的评级展望为稳定。

跟踪评级安排

自评级报告出具之日起，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对中国林业集团有限公司（以下简称“发债主体”）进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容:

1）跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本期票据存续期内，在每年发债主体发布年度报告后 3 个月内出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下 1 个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

2）跟踪评级程序安排

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

大公的跟踪评级报告和评级结果将对发债主体、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

3）如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至发债主体提供所需评级资料。

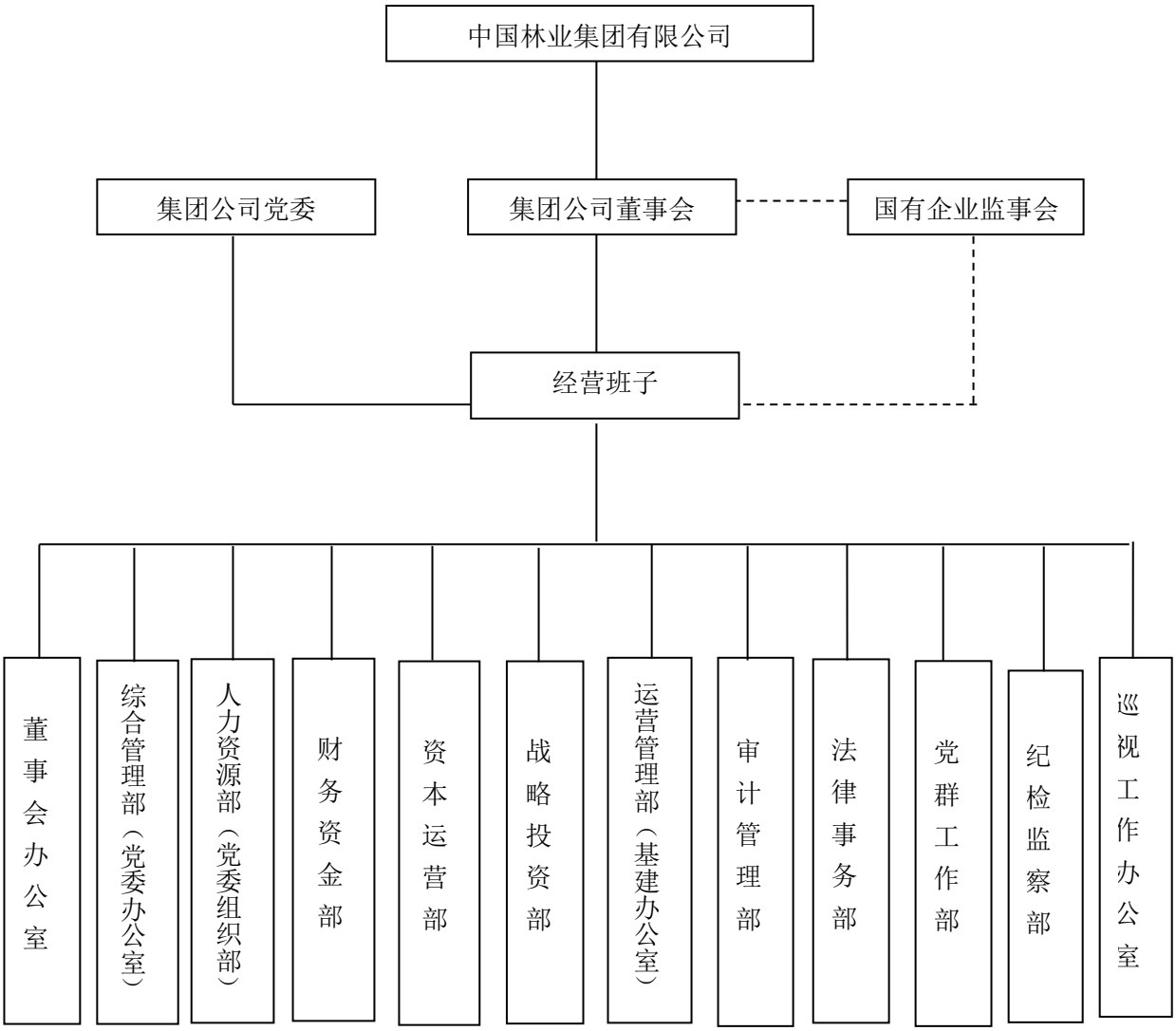
附件 1

报告中相关概念

概念	含义
偿债环境	偿债环境是指影响发债主体偿还债务能力的外部环境。
信用供给	信用供给是指一国中央政府为满足本国发展需要对宏观信用资源的供给能力。
信用关系	信用关系是由债权人与债务人构成的借贷关系。
财富创造能力	财富创造能力是指债务人的盈利能力，它是偿还债务的源泉和基石。
偿债来源	偿债来源是指债务主体在偿还债务时点上保障各项事务正常进行所需流动性后剩余可支配资金。
偿债来源安全度	偿债来源安全度通过确定偿债来源与财富创造能力的偏离度来判断。偿债来源偏离度是指债务主体的可用偿债来源与以财富创造能力为基础形成的偿债来源之间的距离，偏离度越小，说明债务主体的偿债来源与财富创造能力的距离越小，偿债来源可靠性越强。
偿债能力	偿债能力是指债务主体在评级有效期内的最大安全负债数量区间，分为总债务偿付能力、存量债务偿付能力、新增债务偿付能力。
清偿性还本付息能力	清偿性还本付息能力是指债务人丧失可持续经营能力时的债务偿还能力，是时期偿债来源与负债的平衡。
流动性还本付息能力	流动性还本付息能力是指债务人维持可持续经营能力的债务偿还能力，是时点偿债来源与负债的平衡。
盈利对利息的覆盖能力	盈利对利息的覆盖能力是指债务人新创造价值对全部债务利息的偿还能力。

附件 2

截至 2018 年 3 月末中林集团组织结构图



附件 3

中林集团相关数据表格

2017 年及 2018 年 1～3 月森林工业板块经营主体主要财务指标（单位：亿元、%）

公司名称	年份	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	净利润	经营性净现金流
中国林产品	2018 年 1～3 月	569.53	83.78	169.71	0.43	-15.39
	2017 年	491.01	81.18	634.99	2.14	-29.92
林产工业	2018 年 1～3 月	86.01	77.29	35.96	0.17	2.25
	2017 年	71.28	72.59	124.51	0.46	0.43

2017 年及 2018 年 1～3 月公司木材贸易业务前五大供应商情况（单位：亿元、%）

时期	供应商名称	采购金额	占木材总采购额比重
2018 年 1～3 月	ZHI LIGHT CO., LIMITED	13.31	10.26
	PACIFIC FOREST PRODUCTS NZ LTD	12.12	9.34
	TPT FORESTS LIMITED	10.60	8.17
	宁波辉华国际贸易有限公司	10.40	8.02
	上海威纳国际贸易有限公司	7.90	6.09
	合 计	**54.33**	**41.87**
2017 年	ZHI LIGHT CO., LIMITED	66.56	13.73
	PACIFIC FOREST PRODUCTS NZ LTD	55.46	11.44
	TPT FORESTS LIMITED	34.48	7.11
	宁波辉华国际贸易有限公司	29.11	6.00
	上海威纳国际贸易有限公司	27.58	5.69
	合 计	**213.19**	**43.97**

2017 年及 2018 年 1～3 月公司木材贸易业务前五大销售客户情况（单位：亿元、%）

时期	客户名称	销售金额	占木材总销售额比重
2018 年 1～3 月	宝塔盛华商贸集团有限公司	10.20	7.62
	江苏源港矿产能源发展有限公司	4.46	3.33
	上海格益实业有限公司	3.82	2.86
	上海博遥贸易有限公司	3.54	2.64
	如皋聚泰贸易有限公司	3.33	2.49
	合 计	**25.35**	**18.94**
2017 年	江苏源港矿产能源发展有限公司	25.38	5.07
	宝塔盛华商贸集团有限公司	16.18	3.23
	上海迦云国际贸易有限公司	14.50	2.90
	上海博遥贸易有限公司	12.06	2.41
	上海银涵实业有限公司	7.67	1.53
	合 计	**75.79**	**15.14**

附件 3-1

中林集团相关数据表格

2017 年公司纸品板块前五大供应商情况（单位：亿元、%）

供应商名称	采购金额	占纸品总采购额比重
BALTIC SEA INTERNATIONAL LIMITED	10.57	28.92
HONG KONG PAPER SOURCES CO., LIMITED	1.99	5.46
恒泰迦禾贸易有限公司	1.71	4.68
DP MARKETING INTERNATIONAL LIMITED-MACAO	1.04	2.83
香港三联林业产品有限公司	0.85	2.33
合 计	**16.16**	**44.22**

2017 年公司纸品板块前五大销售客户情况（单位：亿元、%）

客户名称	销售金额	占纸品总销售额比重
Hong kong evro-chemical ltd	10.60	28.36
BOHAI INVESTMENT CONSULTANT LTD	3.03	8.12
恒天海龙（潍坊）新材料有限责任公司	1.77	4.75
杭州西格玛贸易有限公司	0.50	1.33
GREENCELL CO.,LIMITED	0.46	1.23
合 计	**16.36**	**43.79**

2017 年及 2018 年 1～3 月林业物资主要财务指标（单位：亿元、%）

时期	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	净利润	经营性净现金流
2018 年 1～3 月	14.58	44.13	20.47	0.02	-1.91
2017 年	11.75	30.89	56.78	0.02	-0.23

2017 年及 2018 年 1～3 月公司煤炭前五大供应商情况（单位：亿元、%）

时期	供应商名称	采购金额	占煤炭总采购额比重
2018 年 1～3 月	浙江捷贸通电子商务有限公司	4.91	8.98
	江苏江盛燃料物资有限公司	4.69	8.57
	天元矿业有限责任公司	4.56	8.33
	如皋沪漫贸易有限公司	3.60	6.58
	宁波华营能源有限公司	3.57	6.52
	合计	**21.33**	**38.99**
2017 年	江苏江盛燃料物资有限公司	28.80	14.00
	如皋沪漫贸易有限公司	17.74	8.62
	江苏首佳能源有限公司	16.23	7.89
	NEOCOSMICHONGKONGCO.,LIMITED	12.21	5.94
	宁波中荣恒基贸易有限公司	8.01	3.89
	合计	**82.99**	**40.34**

附件 3-2

中林集团相关数据表格

2017 年及 2018 年 1～3 月公司煤炭前五大销售客户情况（单位：亿元、%）

时期	客户名称	销售金额	占煤炭总销售额比重
2018 年 1～3 月	宁波尚朗供应链管理有限公司	4.86	8.57
	天元矿业有限责任公司	4.56	8.03
	宁波华营能源有限公司	3.57	6.29
	如皋聚泰贸易有限公司	3.22	5.67
	江苏源港矿产能源发展有限公司	2.61	4.59
	合计	**18.82**	**33.16**
2017 年	如皋诺泰贸易有限公司	22.48	10.57
	天元矿业有限责任公司	17.92	8.43
	上海坤礼商贸有限公司	18.07	8.49
	南通先锋能源有限公司	14.28	6.71
	宁波华营能源有限公司	12.08	5.68
	合计	**84.82**	**39.88**

2017 年公司石油及石化产品贸易前五大供应商情况（单位：亿元、%）

供应商名称	采购金额	占该业务总采购额比重
坤源能源（湖北）有限公司	4.02	4.77
上海华仨石油化工有限公司	3.94	4.67
上海建友石化产品有限公司	3.03	3.59
增城市金泰丰燃油有限公司	2.54	3.01
福建裕华石油化工有限公司	2.01	2.39
合 计	**15.55**	**18.44**

2017 年公司石油及石化产品贸易前五大销售客户情况（单位：亿元、%）

客户名称	销售金额	占该业务总销售额比重
中海油山东销售有限公司	7.68	9.01
中海油广东销售有限公司	9.31	10.92
中海油汕头销售有限公司	3.33	3.91
利津森化化工有限公司	3.42	4.02
中海油销售江苏有限公司	2.52	2.95
合 计	**26.26**	**30.80**

2017 年及 2018 年 1～3 月如皋港务财务情况（单位：亿元、%）

时期	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	净利润	经营性净现金流
2018 年 1～3 月	109.24	78.14	38.26	0.14	0.79
2017 年	106.85	77.79	160.95	0.46	-0.85

附件 3-3

中林集团相关数据表格

2017 年及 2018 年 1～3 月公司林业板块经营主体主要财务指标（单位：亿元、%）

公司名称	年份	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	净利润	经营性净现金流
中林种子	2018 年 1～3 月	9.21	74.04	1.84	-0.01	0.44
	2017 年	14.99	62.60	11.76	0.14	-1.13
雷州林业局	2018 年 1～3 月	131.88	3.27	1.79	-0.08	-1.08
	2017 年	130.72	2.45	11.12	0.086	-0.61

2017 年公司种子业务前五大供应商情况（单位：亿元、%）

供应商名称	采购金额	占种子总采购额比重
Sakata Seed Corporation	0.12	5.28
DLF Seeds A/S	0.10	4.27
DLF International Seeds	0.06	2.74
Ball Horticultural Company	0.05	2.59
固始县天丰科技种业有限公司	0.02	0.84
合 计	**0.36**	**15.73**

2017 年公司种子业务前五大销售客户情况（单位：亿元、%）

客户名称	销售金额	占种子总销售额比重
郑州华丰草业科技有限公司	0.14	4.28
北京晟英唐花卉园艺有限公司	0.13	4.09
坂田种苗（苏州）有限公司	0.05	1.64
北京报春禾生态科技有限公司	0.07	2.20
NH TRADING. CO.,LTD	0.02	0.69
合 计	**0.41**	**12.90**

2017 年末公司应收账款前五名情况（单位：亿元、%）

客户名称	款项性质	账面余额	占比	账龄	坏账准备
上海译华商贸有限公司	货款	4.03	3.83	1年以内	0.00
YUEYANG INTERNATIONAL CO.LTD	货款	4.00	3.81	1年以内	0.00
中企港龙能源有限公司	货款	2.54	2.42	1年以内	0.00
上海慧能物资有限公司	货款	2.39	2.27	1年以内	0.00
SICHUAN ENERGY INVESTMENT (HONG KONG) HOLDINGS LIMITED	货款	2.36	2.24	1年以内	0.00
合 计	-	**15.31**	**14.57**	-	**0.00**

附件 3-4

中林集团相关数据表格

2017 年末公司其他应收款前五名情况（单位：亿元、%）

客户名称	款项性质	账面余额	占比	账龄	坏账准备
上海永晟财富投资管理有限公司	往来款	5.80	17.04	1年以内	0.00
深圳中天置信投资有限公司	往来款	4.00	11.75	1年以内	0.00
上海骥畅贸易有限公司	往来款	2.91	8.57	1年以内	0.00
广东华林化工有限公司	往来款	2.02	5.92	1年以内、1～3年	0.00
三亚尚风亚洲经贸有限公司	往来款	1.58	4.64	1年以内	0.00
合 计	-	**16.31**	**47.92**	-	**0.00**

2017 年末公司预付款项前五名情况（单位：亿元、%）

客户名称	账面余额	占比	坏账准备
上海弘昀国际贸易有限公司	8.49	3.95	0.00
穆棱经济开发区基础设施建设投资有限公司	7.92	3.69	0.00
嘉兴利昌成国际贸易有限公司	6.58	3.06	0.00
上海威纳国际贸易有限公司	5.23	2.43	0.00
北京华亿金水贸易有限公司	4.98	2.32	0.00
合 计	**33.20**	**15.45**	**0.00**

附件4

中林集团（合并）主要财务指标

（单位：万元）

资产类				
项目	2018年1～3月	2017年	2016年	2015年
货币资金	1,143,487	801,867	572,762	615,689
应收票据	189,776	209,408	79,173	28,831
应收账款	1,386,022	1,041,244	849,964	625,164
其他应收款	562,397	323,068	144,761	91,087
预付款项	2,115,291	2,146,149	1,418,155	1,114,658
存货	755,074	703,759	600,359	409,449
流动资产合计	6,521,046	5,464,337	3,719,612	2,920,112
长期股权投资	183,130	141,737	149,194	133,506
投资性房地产	129,154	130,455	104,607	6,807
固定资产	571,124	465,705	424,825	241,127
在建工程	36,763	114,030	83,688	172,204
无形资产	1,440,158	1,447,649	182,843	167,629
长期应收款	44,180	165,486	315,683	0
非流动资产合计	2,475,154	2,547,884	1,329,064	753,733
总资产	8,996,200	8,012,221	5,048,676	3,673,846
占资产总额比（%）				
货币资金	12.71	10.01	11.34	16.76
应收票据	2.11	2.61	1.57	0.78
应收账款	15.41	13.00	16.84	17.02
其他应收款	6.25	4.03	2.87	2.48
预付款项	23.51	26.79	28.09	30.34
存货	8.39	8.78	11.89	11.14
流动资产合计	72.49	68.20	73.68	79.48
长期股权投资	2.04	1.77	2.96	3.63
投资性房地产	1.44	1.63	2.07	0.19
固定资产	6.35	5.81	8.41	6.56
在建工程	0.41	1.42	1.66	4.69
无形资产	16.01	18.07	3.62	4.56
长期应收款	0.49	2.07	6.25	0.00
非流动资产合计	27.51	31.80	26.32	20.52
负债类				
短期借款	1,581,629	1,326,414	1,071,879	1,025,392
应付票据	913,956	735,826	374,579	386,417
应付账款	416,988	404,245	393,309	341,953
预收款项	436,380	537,613	301,211	398,103
其他应付款	74,726	71,545	66,409	89,202
流动负债合计	4,035,753	3,618,384	2,310,993	2,300,410

附件 4-1

中林集团（合并）主要财务指标

（单位：万元）

负债类				
项目	2018 年 1～3 月	2017 年	2016 年	2015 年
长期借款	1,798,108	1,217,219	952,918	406,422
应付债券	109,525	109,452	159,172	79,520
长期应付款	185,099	163,897	159,334	60,123
非流动负债合计	2,139,882	1,544,712	1,346,383	577,756
负债合计	6,175,635	5,163,096	3,657,375	2,878,166
占负债总额比（%）				
短期借款	25.61	25.69	29.31	35.63
应付票据	14.80	14.25	10.24	13.43
应付账款	6.75	7.83	10.75	11.88
预收款项	7.07	10.41	8.24	13.83
其他应付款	1.21	1.39	1.82	3.10
流动负债合计	65.35	70.08	63.19	79.93
长期借款	29.12	23.58	26.05	14.12
应付债券	1.77	2.12	4.35	2.76
长期应付款	3.00	3.17	4.36	2.09
非流动负债合计	34.65	29.92	36.81	20.07
权益类				
实收资本	97,000	97,000	91,641	91,641
其他权益工具	200,000	200,000	200,000	200,000
资本公积	1,314,825	1,315,344	45,510	63,466
盈余公积	250	250	250	250
未分配利润	68,830	64,666	75,257	10,553
归属于母公司所有者权益	1,684,986	1,685,998	425,500	368,200
少数股东权益	1,135,579	1,163,128	965,801	427,480
所有者权益合计	2,820,565	2,849,126	1,391,301	795,680
损益类				
营业总收入	2,569,918	9,380,906	6,984,539	5,130,859
营业收入	2,569,684	9,380,038	6,984,398	5,130,859
营业成本	2,481,175	9,019,627	6,725,172	4,962,358
营业税金及附加	2,273	8,730	2,520	2,142
销售费用	17,585	69,891	39,237	21,976
管理费用	15,295	65,019	50,725	37,206
财务费用	44,847	178,940	138,553	97,588
资产减值损失	-44	8,107	2,362	6,750
投资收益	532	2,450	556	5,061
其他收益	445	6,791	0	0
营业利润	9,763	44,411	26,667	7,978

附件 4-2

中林集团（合并）主要财务指标

（单位：万元）

损益类				
项目	2018 年 1～3 月	2017 年	2016 年	2015 年
营业外收支净额	1,610	4,624	7,730	6,248
利润总额	11,372	49,035	34,397	14,226
所得税费用	3,879	14,299	5,670	7,244
净利润	7,493	34,736	28,728	6,981
其中：归属于母公司所有者的净利润	4,164	9,907	17,119	3,488
少数股东损益	3,329	24,829	11,609	3,493
占营业总收入比（%）				
营业收入	99.99	99.99	100.00	100.00
营业成本	96.55	96.15	96.29	96.72
营业税金及附加	0.09	0.09	0.04	0.04
销售费用	0.68	0.75	0.56	0.43
管理费用	0.60	0.69	0.73	0.73
财务费用	1.75	1.91	1.98	1.90
资产减值损失	0.00	0.09	0.03	0.13
投资收益	0.02	0.03	0.01	0.10
其他收益	0.02	0.07	0.00	0.00
营业利润	0.38	0.47	0.38	0.16
营业外收支净额	0.06	0.05	0.11	0.12
利润总额	0.44	0.52	0.49	0.28
所得税费用	0.15	0.15	0.08	0.14
净利润	0.29	0.37	0.41	0.14
其中：归属于母公司所有者的净利润	0.16	0.11	0.25	0.07
少数股东损益	0.13	0.26	0.17	0.07
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	-166,128	-403,309	-556,335	-203,323
投资活动产生的现金流量净额	-316,247	-94,724	-518,204	-220,682
筹资活动产生的现金流量净额	866,078	654,711	966,070	634,421

附件 4-3

中林集团（合并）主要财务指标

（单位：万元）

主要财务指标				
项目	2018 年 1～3 月	2017 年	2016 年	2015 年
EBIT	63,120	219,520	149,080	96,771
EBITDA	70,638	247,488	170,219	111,093
总有息债务	5,151,787	4,050,938	2,794,826	1,997,715
毛利率（%）	3.44	3.84	3.71	3.28
营业利润率（%）	0.38	0.47	0.38	0.16
总资产报酬率（%）	0.70	2.74	2.95	2.63
净资产收益率（%）	0.27	1.22	2.06	0.88
资产负债率（%）	68.65	64.44	72.44	78.34
债务资本比率（%）	64.62	58.71	66.76	71.52
长期资产适合率（%）	200.41	172.45	205.99	182.22
流动比率（倍）	1.62	1.51	1.61	1.27
速动比率（倍）	1.43	1.32	1.35	1.09
保守速动比率（倍）	0.33	0.28	0.28	0.28
存货周转天数（天）	26.46	26.03	27.03	24.17
应收账款周转天数（天）	42.51	36.29	38.02	35.22
经营性净现金流/流动负债（%）	-4.34	-13.60	-24.13	-9.99
经营性净现金流/总负债（%）	-2.93	-9.14	-17.02	-8.23
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-3.11	-2.26	-4.47	-2.24
EBIT 利息保障倍数（倍）	1.18	1.23	1.20	1.07
EBITDA 利息保障倍数（倍）	1.32	1.38	1.37	1.22
现金比率（%）	28.34	22.16	24.79	26.78
现金回笼率（%）	99.14	122.73	118.42	104.01
担保比率（%）	0.00	0.14	1.90	4.88

附件 5

中林集团（本部）主要财务指标

（单位：万元）

资产类				
项目	2018 年 1～3 月	2017 年	2016 年	2015 年
货币资金	347,895	20,246	26,559	55,295
其他应收款	566,701	560,190	405,666	291,829
流动资产合计	922,416	590,351	432,917	347,365
长期股权投资	1,550,505	1,550,505	269,048	219,048
固定资产	15,980	16,103	16,552	16,993
非流动资产合计	1,647,447	1,647,601	392,749	316,360
总资产	**2,569,863**	**2,237,952**	**825,666**	**663,725**
负债类				
短期借款	205,000	195,000	280,000	242,000
其他应付款	130,728	130,705	140,348	18,084
其他流动负债	280,000	250,000	40,000	39,840
流动负债合计	676,809	634,794	461,778	299,927
长期借款	39,700	39,700	0	0
应付债券	30,000	30,000	80,000	79,520
长期应付款	289,257	0	0	0
非流动负债合计	358,957	69,700	80,000	79,520
负债合计	1,035,766	704,494	541,778	379,447
权益类				
实收资本	97,000	97,000	91,641	91,641
资本公积	1,257,475	1,257,475	6,047	6,047
盈余公积	250	250	250	250
未分配利润	-20,627	-21,267	-14,050	-13,659
所有者权益	97,000	97,000	91,641	91,641
损益类				
营业收入	2	9	2	2
管理费用	1,065	4,869	3,619	3,276
财务费用	-1,705	-7,422	-8,240	1,515
投资收益	0	14,727	6,406	4,832
营业利润	639	14,609	0	0
利润总额	639	14,579	11,040	-316
净利润	639	14,579	11,040	-316
现金流量表				
经营活动产生的现金流量净额	1,952	-41,676	-242	-61,190
投资活动产生的现金流量净额	2,074	-19,777	-44,582	-109,752
筹资活动产生的现金流量净额	323,623	55,141	16,088	223,444

附件 6

各项指标的计算公式

1. 毛利率（%）＝（1－营业成本/营业收入）× 100%
2. EBIT ＝ 利润总额＋计入财务费用的利息支出
3. EBITDA ＝ EBIT＋折旧＋摊销（无形资产摊销＋长期待摊费用摊销）
4. EBITDA 利润率（%）＝ EBITDA/营业收入×100%
5. 总资产报酬率（%）＝ EBIT/年末资产总额×100%
6. 净资产收益率（%）＝净利润/年末净资产×100%
7. 现金回笼率（%）＝销售商品及提供劳务收到的现金/营业收入×100%
8. 资产负债率（%）＝ 负债总额/资产总额×100%
9. 债务资本比率（%）＝ 总有息债务/（总有息债务＋所有者权益）×100%
10. 总有息债务 ＝ 短期有息债务＋长期有息债务
11. 短期有息债务 ＝ 短期借款＋应付票据+其他流动负债（应付短期债券）＋ 一年内到期的非流动负债＋其他应付款（付息项）
12. 长期有息债务＝ 长期借款＋应付债券+长期应付款（付息项）
13. 担保比率（%）＝担保余额/所有者权益×100%
14. 经营性净现金流/流动负债（%）＝ 经营性现金流量净额/[（期初流动负债＋期末流动负债）/2]×100%
15. 经营性净现金流/总负债（%）＝经营性现金流量净额/[（期初负债总额＋期末负债总额）/2] ×100%
16. 存货周转天数[6]＝ 360 /（营业成本/年初末平均存货）
17. 应收账款周转天数[7]＝ 360 /(营业收入/年初末平均应收账款）
18. 流动比率＝流动资产/流动负债
19. 速动比率＝（流动资产-存货）/ 流动负债
20. 保守速动比率＝（货币资金＋应收票据＋交易性金融资产）/ 流动负债
21. 现金比率（%）＝（货币资金＋交易性金融资产）/ 流动负债×100%
22. 流动性来源 ＝ 期初现金及现金等价物余额+未使用授信额度+外部支持+经营活动

[6] 一季度取 90 天。
[7] 一季度取 90 天。

产生的现金流量净额

23. 流动性损耗 ＝ 购买固定资产、无形资产和其他长期资产的支出+到期债务本金和利息+股利+或有负债（确定的支出项）+其他确定的收购支出

24. EBIT 利息保障倍数（倍）＝ EBIT/利息支出 ＝ EBIT /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

25. EBITDA 利息保障倍数（倍）＝ EBITDA/利息支出 ＝ EBITDA /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

26. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）＝ 经营性现金流量净额/利息支出＝ 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

附件 7

主体及中期票据信用等级符号和定义

信用等级		定义
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，有较高违约风险。
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。
展望	正面	存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。
	稳定	信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。
	负面	存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

注：大公中期票据及主体信用等级符号和定义相同；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。