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

CREDIT RATING REPORT

报告名称

中国林业集团有限公司 2021年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

目录

评定等级及主要观点

发债情况及发债主体

偿债环境

财富创造能力

偿债来源与负债平衡

偿债能力

联系电话：+86-10-67413300　客服电话：+ 86-4008-84-4008 传真：+86-10-67413555　Email: dagongratings@dagongcredit.com
地址：中国北京市海淀区西三环北路 89 号外文大厦 A 座 3 层　公司网站：www.dagongcredit.com

信用等级公告

大公报 D【2020】107-1 号

大公国际资信评估有限公司通过对中国林业集团有限公司主体及其拟发行的 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）的信用状况进行分析和评估，确定中国林业集团有限公司的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，中国林业集团有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）的信用等级为 AAA。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

评审委员会主任：

二〇二一年六月十一日

评定等级

发债主体：中国林业集团有限公司
债项信用等级：**AAA**
主体信用等级：**AAA**
评级展望：**稳定**

债项概况

发行规模：不超过 10 亿元（含 10 亿元），不设基础发行量
债券期限：5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权
偿还方式：每年付息一次，到期一次还本
发行目的：偿还公司债务

主要财务数据和指标（单位：亿元、%）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	1,677.17	1,643.96	1,261.09	1,035.64
所有者权益	546.94	546.16	329.42	286.54
总有息债务	831.17	851.12	752.18	593.96
营业总收入	438.92	2,046.09	1,600.25	1,305.48
净利润	0.58	9.68	5.68	3.41
经营性净现金流	-0.28	-17.04	-45.54	-33.05
毛利率	3.64	3.59	4.27	4.41
总资产报酬率	0.51	2.75	3.12	3.18
资产负债率	67.39	66.78	73.88	72.33
债务资本比率	60.31	60.91	69.54	67.46
EBITDA 利息保障倍数（倍）	1.32	1.48	1.36	1.31
经营性净现金流/总负债	-0.03	-1.68	-5.42	-5.22

注：公司提供了 2018～2020 年及 2021 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 2018～2019 年财务报表分别进行了审计，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2020 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：子公司中国林场集团有限公司根据《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 2020 年末，以这部分投资所形成的尚未收回的预算内造林资金尚未确权，经重新确权后将由债权投资关系转为股权投资关系。公司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 年间公司依据原国家计委、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 2020 年末，公司尚未就以上投资项目正式履行确权手续。公司 2021 年 1～3 月财务报表未经审计。

评级小组负责人：肖　尧
评级小组成员：崔爱巧　张行行
电话：010-67413300
传真：010-67413555
客服：4008-84-4008
Email：dagongratings@dagongcredit.com

主要观点

中国林业集团有限公司（以下简称“中林集团”或“公司”）主要从事森林工业、农林牧渔服务业及林业等业务。本次评级结果表明天然林限伐政策的实施有利于公司木材贸易业务快速发展，公司作为唯一一家国务院国资委直属的林业央企，在全国木材供应市场居重要地位，公司木材贸易创新形成了一体化经营模式，有益于提升木材产业整体经营效益，重庆市国家储备林项目将大幅提升公司森林储备资源体量，完善产业链布局，且对建设长江上游生态屏障具有重要意义，2018 年以来，随着销售网络拓展和经营规模扩大，公司营业总收入逐年增长；但公司业务以贸易为主，盈利能力总体偏弱，预付款项、应收账款及存货对营运资金形成较大占用，短期面临较大的偿债压力，经营性现金流持续净流出，不利于对债务和利息的保障，少数股东权益逐年增长，对所有者权益稳定性有一定影响。

优势与风险关注

主要优势/机遇：

- 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；
- 公司是我国主要的木材进口商，在全国木材供应市场居重要地位，作为唯一一家国务院国资委直属的林业央企，承担着保障国家木材安全的重要责任，且在造林抚育等项目上能获得一定的政府补助和银行贷款优惠；
- 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；
- 公司于 2019 年开始投资建设的重庆市国家储备林项目战略地位突出，未来将大幅提升公司森林储备资源体量，完善产业链布局，提升盈利能力，且该项目

作为长江上游生态走廊建设的重要组成部分，对于提升国土绿化、建设长江上游生态屏障具有重要意义；
- 2018 年以来，随着销售网络拓展和经营规模扩大，公司营业总收入逐年增长，有利于保障债务偿还能力。

主要风险/挑战：
- 公司业务以贸易为主，盈利能力总体偏弱；
- 公司预付款项、应收账款及存货规模较大且增速较快，对营运资金形成较大占用；
- 公司有息债务规模增长较快，且占总负债比重较高，短期面临较大的偿债压力；
- 2018 年以来，公司经营性现金流持续净流出，不利于对债务和利息的保障；
- 公司少数股东权益占比高且逐年增长，对所有者权益稳定性有一定影响。

展望

预计未来，林业经济稳定发展，公司作为林业行业的唯一央企，在木材供应领域仍处于重要地位，并在造林抚育等项目上继续得到政府政策支持。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。

评级模型打分表结果

本评级报告所依据的评级方法为《贸易企业信用评级方法》，版本号为 PF-MY-2020-V.2.1，该方法已在大公官网公开披露。本次主体信用等级评级模型及结果如下表所示：

评级要素（权重）	分数
要素一：偿债环境（12%）	**5.00**
（一）宏观环境	5.01
（二）行业环境	3.00
（三）区域环境	7.00
要素二：财富创造能力（58%）	**6.17**
（一）产品与服务竞争力	6.62
（二）盈利能力	5.32
要素三：偿债来源与负债平衡（30%）	**3.02**
（一）债务状况	3.18
（二）流动性偿债来源	2.68
（三）清偿性偿债来源	4.70
调整项	**0.45**
主体信用等级	**AAA**

调整项说明：政府支持上调 0.3，理由为：战略地位重要，政府支持突出。公司是林业行业唯一的央企，承担着保障国家木材安全的重要责任，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”的一体化经营模式，公司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，获得来自银行和政府的外部支持；发展战略上调 0.1，理由为：公司于 2019 年开始投资建设的重庆市国家储备林项目战略地位突出，未来将大幅提升公司森林储备资源体量，完善产业链布局，提升盈利能力；绿色因素上调 0.1，理由为：重庆市国家储备林项目规划建设国家储备林 500 万亩，对建设长江上游生态屏障具有重要意义，且项目获得较多政策支持；或有负债下调 0.05，理由为：2020 年末，公司对外担保比率为 0.36%。

注：大公对上述每个指标都设置了 1～7 分，其中 1 分代表最差情形，7 分代表最佳情形
评级模型所用的数据根据公司提供资料整理

评级历史关键信息

主体评级	债项评级	评级时间	项目组成员	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	-	2020/11/24	肖尧、刘思宇	贸易企业信用评级方法（V.2.1）	点击阅读全文
AAA/稳定	-	2020/08/10	赵亿锦、崔爱巧	贸易企业信用评级方法（V.2.1）	点击阅读全文
AA+/稳定	-	2017/06/14	赵博慧、赵茜、蒋玉琴	大公信用评级方法总论	点击阅读全文
AA/正面	-	2015/08/28	赵博慧、王倩	大公评级方法总论	未查询到相关公开披露信息
AA/稳定	-	2015/01/08	赵博慧、张翠翠	大公评级方法总论	

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、除本次评级事项构成的委托关系外，大公关联公司国新央企金融服务（北京）有限公司负责运营的中央企业企票通为评级对象提供了商业票据流通平台，国新商业保理有限公司为评级对象提供保理融资服务，服务内容不违反监管规定，不影响本次评级的客观性、独立性、公正性、审慎性。

大公评级人员与评级委托方、评级对象之间，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性、独立性、公正性、审慎性的关联关系。

二、大公及评级项目组履行了尽职调查义务以及诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正、审慎的原则。

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，评级意见未因评级对象和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的资料主要由评级对象提供或为已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由评级对象/发布方负责。大公对该部分资料的合法性、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。大公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。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至本次债券到期兑付日有效，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。

发债情况

（一）本次债券情况

本次债券面向专业投资者公开发行，发行总额不超过10亿元（含10亿元），不设基础发行量，发行期限为5年，附第3年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本次债券票面金额为100元，按面值平价发行。本次债券采用单利按年计息，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。

本次债券无担保。

（二）募集资金用途

本次债券募集资金在扣除发行费用后，拟用于偿还公司债务。

发债主体

（一）主体概况

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现名，注册资本变更为9.70亿元。2018年12月11日，财政部、人力资源社会保障部、国务院国资委下发《财政部、人力资源社会保障部、国务院国资委关于划转中国华能集团有限公司等企业部分国有资本有关问题的通知》（财资【2018】91号），要求将国务院国资委持有公司股权的10.00%一次性划转给社保基金会持有。划转后，国务院国资委持有公司90.00%股权，社保基金会持有公司10.00%股权；上述股权变更尚未进行工商登记。截至2021年3月末，公司注册资本9.70亿元，注册地为北京市朝阳区，实际控制人为国务院国资委，持股比例90.00%。

截至2021年3月末，公司共有14家二级子公司纳入合并范围。

表 1　截至 2021 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	实收资本	持股比例	主营业务
1	中林集团雷州林业局有限公司	1,273,627	100.00	森林培育
2	中林时代控股有限公司	142,962	100.00	投资与管理
3	中国林场集团有限公司	116,000	100.00	森林资源培育与采伐
4	中国林产工业有限公司	110,000	100.00	林化产品、人造板、纸浆生产销售
5	中国林产品集团有限公司	104,288	100.00	林产品销售
6	中林森旅控股有限公司	90,000	100.00	旅游
7	中林集团云南投资有限公司	50,000	100.00	投资与管理
8	中林实业控股有限公司	50,000	100.00	投资与管理
9	中林生态建设有限公司	50,000	100.00	旅游
10	中林集团商业保理有限公司	50,000	100.00	投资与管理
11	中国林业物资有限公司	18,516	100.00	林业物资供应
12	中林集团（杭州）两山文化有限公司	300	100.00	培训
13	重庆市林业投资开发有限责任公司	140,837	45.00	森林培育
14	中国林木种子集团有限公司	88,476	40.00	林木种子销售

数据来源：根据公司提供资料整理

（二）公司治理结构

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。公司设董事会、监事会、党委和经营班子等机构，已基本形成各负其责、协调运转、有效制衡的法人治理结构。

（三）征信信息

根据公司提供的由中国人民银行征信中心出具的企业信用报告，截至 2021 年 5 月 11 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业务，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，未到期的均已按时付息。

偿债环境

近几年中国经济由高速发展转向高质量发展，预计在新发展格局下我国经济中长期高质量发展走势不会改变；我国木材对外依存度较高，为保护天然林以及满足国内对木材的刚性需求，我国大力开展国家储备林建设，增加国内木材供给能力。

（一）宏观环境

近几年中国经济由高速发展转向高质量发展，经济增速不断放缓，但主要经济指标仍处于合理区间，产业结构更趋优化；2020 年，我国经济逐步克服新冠肺炎疫情带来的不利影响，主要指标恢复性增长，经济总量首次突破百万亿元，并成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体；预计在新发展格局下我国经济中长期高质量发展走势不会改变。

近几年来，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，经济增速有所放缓，但主要经济指标仍处于合理区间，产业结构更趋优化。2017～2019 年，我国国内生产总值（以下简称“GDP”）增速分别为 6.9%、6.6%和 6.1%。2020 年，面对突如其来的新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）和复杂多变的国内外环境，全国上下统筹推进疫情防控和经济社会发展各项工作，在一系列宏观调控政策作用下，我国经济运行先降后升、稳步复苏，全年经济实现正增长，并成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。根据国家统计局初步核算，2020 年我国 GDP 达到 101.60 万亿元，经济总量首次突破百万亿元大关，按可比价格计算，同比增长 2.3%。分三次产业看，2020 年，农业增加值同比增长 3.0%，粮食生产再获丰收，生猪产能快速恢复，经济“压舱石”作用稳固；规模以上工业增加值同比增长 2.8%，高技术制造业和装备制造业增长较快;服务业增加值同比增长 2.1%，以新技术为引领的现代服务业领域增势较好。2020 年，我国三次产业结构为 7.7:37.8:54.5，第三产业占比较上年提高 0.2 个百分点,产业结构更趋优化。从需求端看，2020 年，全国固定资产投资同比增长 2.9%，高技术产业和社会领域投资增长较快；社会消费品零售总额同比下降 3.9%，降幅比前三季度收窄 3.3 个百分点，在市场销售逐季恢复的同时消费升级类商品销售快速增长；货物进出口同比增长 1.9%，一般贸易和民营企业进出口占外贸总额比重上升，机电产品和防疫物资出口增长较快。

2021 年一季度，我国经济复苏进程整体稳健，一季度 GDP 同比增长高达 18.3%；环比增长 0.6%;两年平均增速 5.0%[1]，显示我国经济持续稳定恢复。分产业看，一季度，农业生产总体平稳，农业增加值同比增长 8.1%，两年平均增速 2.3%，夏粮生产基础良好，生猪产能显著恢复；工业生产保持较快增长，规模以

[1] 两年平均增速是指以 2019 年相应同期数为基数，采用几何平均的方法计算的增速。

上工业增加值同比增长24.5%，两年平均增速6.8%，产能利用率水平较高，制造业增势良好；服务业恢复性增长，服务业增加值同比增长15.6%，两年平均增速4.7%，新发展动能继续提升，“幸福产业”加速发展。从需求端看，一季度，全国固定资产投资同比增长25.6%，两年平均增速2.9%，高技术产业和社会领域投资增长较快；社会消费品零售总额同比增长33.9%，两年平均增速4.2%，网络购物保持良好发展势头，实体零售店铺经营继续回升；货物进出口同比增长29.2%，两年平均增速近10%，外贸增势良好同时贸易结构继续改善。

2021年，疫情发展变化以及外部环境的不确定性仍将对经济复苏形成一定制约，但在科学精准的宏观调控政策支持下，预计我国将能够高质量完成《政府工作报告》中设定的经济增长、就业、物价等预期目标。与此同时，世界经济正经历百年未有之大变局，我国发展仍处于重要战略机遇期，在此重要时刻，党的十九届五中全会提出加快构建以“国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进”的新发展格局，这是党中央在全面统筹国内国际两个大局基础上做出的重大部署，也将成为“十四五”期间经济转型的重要战略。这种以创新驱动发展、激发内需潜力、提升有效供给、扩大高水平对外开放为重点的中长期发展模式，同以扎实做好“六稳”工作、全面落实“六保”任务的短期跨周期模式有序结合，将共同推动我国经济的高质量发展。

（二）行业环境

我国森林资源缺乏，天然林限伐政策的实施进一步扩大了木材供需缺口，木材对外依存度较高，有利于公司木材贸易业务快速发展；为保护天然林以及满足国内对木材的刚性需求，我国大力开展国家储备林建设，增加国内木材供给能力。

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，人均森林蓄积仅为世界人均水平的1/7，我国以不到世界3%的森林蓄积支撑占全球23%的人口对木材等林产品的需求，森林资源面临巨大压力。2014年以来，我国全面停止了天然林商业性采伐，每年减少天然林木材近5,000万立方米，约占同期国内木材消费的9%，加大了木材供需缺口。

木材对外依存度较高，木材进口为当前满足我国木材需求的主要途径。近三年来，原木及锯材进口数量整体保持稳定，进口价格呈下降趋势，2018～2020年，我国原木进口数量分别为5,969万立方米、5,980万立方米和5,975万立方米，进口价格分别为1,209.49元/立方米、1,085.19元/立方米和973.32元/立方米；锯材进口数量分别为3,674万立方米、3,714万立方米和3,399万立方米，进口价格分别为1,815.00元/立方米，1,591.25元/立方米和1,562.33元/立方

米。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。天然林限伐政策以及较高的木材对外依存度有利于公司木材贸易业务快速发展。

为了保护天然林以及满足国内对木材的刚性需求，我国大力开展国家储备林建设。《国家储备林建设规划（2018-2035 年）》提出，到 2035 年规划建设国家储备林 2,000 万公顷，其中集约人工林栽培 667 万公顷，现有林改培 641 万公顷，中幼林抚育 692 万公顷，有效增加国内木材供给能力，减少进口依赖。储备林建设期按 6 年安排，第 7 年开始采伐后为建设经营期。国家储备林建设将发挥财政资金引领作用，吸引金融资本和社会资本，创新推广国家储备林投融资机制和模式。

（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；重庆储备林项目作为长江上游生态走廊建设的重要组成部分，得到国家林业和草原局、重庆市政府、国家开发银行各方面的支持。

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。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市，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。

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林地。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。2020 年，雷州市生产总值 327.36 亿元，同比增长 0.2%，其中农林牧渔业增加值 136.66 亿元，同比增长 0.7%，社会消费品零售总额 163.30 亿元，同比下降 5.6%；2021 年 1～3 月，雷州市生产总值 79.85 亿元，同比增长 12.5%，其中农林牧渔业增加值 28.94 亿元，同比增长 7.1%，社会消费品零售总额 42.98 亿元，同比增长 22.7%。

重庆位于长江上游，三峡库区腹地，生态区位非常重要，2016 年 1 月 5 日，习近平总书记考察重庆并召开推动长江经济带发展座谈会，作出“共抓大保护、不搞大开发，建设长江上游重要生态屏障，使重庆成为山清水秀美丽之地”重要指示，重庆市委、市政府高度重视，印发了《重庆市国土绿化提升行动实施方案》，提出“到 2022 年全市森林覆盖率提高到 55%左右，筑牢长江上游重要生态屏障”的工作目标。2018 年 8 月 21 日，重庆市人民政府与公司就推进重庆市国家储备

林及林业生态扶贫等林业重点领域发展签署了《战略合作协议》。2019 年 1 月 20 日，国家林业和草原局、重庆市人民政府、国家开发银行签署支持长江大保护共同推进重庆国家储备林等林业重点领域发展战略合作协议，共同推动重庆 500 万亩国家储备林建设，以实际行动贯彻落实习近平总书记长江大保护重要指示精神。重庆储备林对于提升国土绿化、建设长江上游生态屏障具有重要意义，国家林业和草原局、重庆市政府、国家开发银行也发挥各自优势支持项目建设，国家林业和草原局在林业发展规划、行业政策、重点项目计划、投融资模式创新、贷款资金使用、中央预算内投资补助、中央财政贴息等方面对国家开发银行和重庆市给予必要指导和支持。重庆市政府在林业产业投融资主体建设、市级风险准备金筹集、农村土地、林业保险、林权抵押担保、涉林资源整合等方面给予合作项目必要的政策支持。国家开发银行在融资方案、项目管理及资金管理方面给予支持，并对国家林草局推荐的重庆重点林业项目给予最优惠信贷政策，同时充分运用市场机制，通过“投贷债租证”综合金融手段，与财政、企业、商业银行、社会资本有效结合，积极引导资金流向重庆重点林业项目。

财富创造能力

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公司收入和毛利润的主要来源；2018 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均逐年增长，但因业务以贸易为主，公司毛利率偏低且逐年下降。

公司主要从事森林工业、农林牧渔服务业和林业业务。森林工业和农林牧渔服务业的业务模式均为贸易，且为公司收入和毛利润的主要来源。

2018～2020 年，公司营业总收入逐年快速增长，主要是公司近几年销售网络拓展，木材贸易规模扩大所致，此外，农林牧渔服务业和林业板块营业收入也逐年增长，增幅持续扩大；毛利润逐年增长，但增速放缓，毛利率持续下降。整体来看，公司业务以贸易为主，竞争激烈，公司毛利率偏低。

2021 年 1～3 月，由于去年同期受疫情影响，业务发展受阻导致整体基数较低，公司营业总收入和毛利润同比分别增长 35.85%和 22.91%；毛利率同比下滑 0.38 个百分点。

表 2　2018～2020 年及 2021 年 1～3 月营业总收入、毛利润及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年 1～3 月		2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业总收入[2]	**438.92**	**100.00**	**2,046.09**	**100.00**	**1,600.25**	**100.00**	**1,305.48**	**100.00**
森林工业	327.85	74.70	1,394.78	68.17	1,031.41	64.45	789.41	60.47
农林牧渔服务业	107.34	24.46	631.40	30.86	550.24	34.38	500.42	38.33
林业	2.76	0.63	15.86	0.77	13.62	0.85	11.50	0.88
其他	0.97	0.22	4.06	0.20	4.98	0.31	4.16	0.32
毛利润合计	**16.00**	**100.00**	**73.44**	**100.00**	**68.34**	**100.00**	**57.54**	**100.00**
森林工业	11.86	74.12	49.35	67.20	42.27	61.86	33.23	57.75
农林牧渔服务业	3.60	22.50	22.94	31.24	21.28	31.13	18.66	32.42
林业	0.77	4.82	2.87	3.91	2.59	3.80	2.83	4.92
其他	-0.23	-1.43	-1.73	-2.35	2.19	3.21	2.82	4.90
综合毛利率		**3.64**		**3.59**		**4.27**		**4.41**
森林工业		3.62		3.54		4.10		4.21
农林牧渔服务业		3.35		3.63		3.87		3.73
林业		27.96		18.12		19.04		24.64
其他		-23.70		-42.57		44.00		67.79

数据来源：根据公司提供资料整理

（一）森林工业板块

木材贸易为公司毛利润最主要的贡献板块，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，且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；纸品业务和橡胶业务利润微薄，对板块利润贡献程度低。

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，其中木材贸易为公司毛利润最主要的贡献板块；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集团有限公司（以下简称“中国林产品”）、中林时代控股有限公司（以下简称“中林时代”）和中国林产工业有限公司（以下简称“林产工业”）等。

2018 年以来，公司森林工业板块收入逐年增长，毛利润逐年增长但增速放缓，毛利率呈逐年下降态势。具体来看，木材贸易板块收入和毛利润逐年增长，其中一方面是受近年来国家实施天然林限伐政策和木材刚性需求增长影响，国内木材供需缺口扩大，导致我国对进口木材的依赖度大幅提高，公司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

[2] 2018～2020 年及 2021 年 1～3 月，公司利息收入分别为 2.92 亿元、3.21 亿元、2.56 亿元和 0.73 亿元；手续费及佣金收入分别为 0.03 亿元、0.60 亿元、0.27 亿元和 0.00 元。

拓展木材销售网络，同时公司引导内部各子公司资源共享，提升公司木材业务规模，但受制于贸易业务本身的特点，公司木材贸易毛利率较低。纸品业务和橡胶业务利润微薄，对板块利润贡献程度低。

表 3　2018～2020 年及 2021 年 1～3 月公司森林工业板块盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年 1～3 月		2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	**327.85**	**100.00**	**1,394.78**	**100.00**	**1,031.41**	**100.00**	**789.41**	**100.00**
木材贸易	308.25	94.02	1,325.42	95.03	971.56	94.20	734.34	93.02
纸品贸易	15.17	4.63	46.86	3.36	39.50	3.83	35.98	4.56
橡胶贸易	-	-	0.69	0.05	0.79	0.08	5.13	0.65
其他	4.43	1.35	21.81	1.56	19.56	1.90	13.95	1.77
毛利润	**11.86**	**100.00**	**49.35**	**100.00**	**42.27**	**100.00**	**33.23**	**100.00**
木材贸易	11.13	93.87	47.46	96.17	41.43	98.00	30.84	92.81
纸品贸易	0.39	3.28	0.26	0.53	-0.51	-1.21	0.92	2.77
橡胶贸易	-	-	0.05	0.09	0.04	0.10	0.48	1.46
其他	0.34	2.85	1.59	3.22	1.32	3.12	0.99	2.97
毛利率		**3.62**		**3.54**		**4.10**		**4.21**
木材贸易		3.61		3.58		4.26		4.20
纸品贸易		2.56		0.55		-1.30		2.55
橡胶贸易		-		6.61		5.12		9.43
其他		7.65		7.28		6.75		7.08

数据来源：根据公司提供资料整理

2021 年 1～3 月，受益于木材贸易量增长，公司森林工业板块收入同比大幅增加 113.11 亿元，毛利润同比增长 33.96%，毛利率同比减少 0.50 个百分点，其中木材贸易营业收入和毛利润同比分别增长 52.07%和 32.17%，毛利率同比减少 0.55 个百分点。

产品 1：木材贸易

公司是我国主要的木材进口商，在全国木材供应市场居重要地位，作为唯一一家国务院国资委直属的林业央企，承担着保障国家木材安全的重要责任，战略地位突出；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；公司木材贸易量逐年增长，但木材贸易市场竞争激烈，盈利空间较小，2020 年木材进销差价同比大幅下降，公司目前仍处于“以量取胜”的微利模式。

公司是我国主要的木材进口商，在全国木材供应市场居重要地位，作为唯一一家国务院国资委直属的林业央企，承担着保障国家木材安全的重要责任，战略地位突出。2018～2020 年，公司木材贸易量逐年增长；原木及板材合计进口量分别为 1,902.89 万立方米、1,938.31 万立方米和 2,190.40 万立方米，占全国

进口市场份额约 20%。

公司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和板材贸易，从而赚取差价。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，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，提升木材产业整体经营效益。公司木材贸易涵盖俄罗斯、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。

表 4　2018～2020 年及 2021 年 1～3 月公司木材贸易情况

产品	项目	2021 年 1～3 月	2020 年	2019 年	2018 年
原木	采购量（万立方米）	3,366.60	13,974.41	8,786.14	6,774.93
	其中：进口（万立方米）	393.40	1,849.26	1,648.17	1,646.78
	采购均价（元/立方米）	837.14	844.39	958.18	935.00
	销售量（万立方米）	3,366.60	13,974.41	8,786.14	6,774.93
	销售均价（元/立方米）	867.52	875.22	999.15	973.91
	进销差价（元/立方米）	30.38	30.83	40.97	38.91
板材	采购量（万立方米）	184.67	892.31	581.04	537.38
	其中：进口（万立方米）	45.91	341.14	290.14	256.11
	采购均价（元/立方米）	828.13	1,098.00	1,518.92	1,303.39
	销售量（万立方米）	184.67	892.31	581.04	537.38
	销售均价（元/立方米）	876.96	1,147.04	1,612.38	1,386.80
	进销差价（元/立方米）	48.82	49.04	93.46	83.41

数据来源：根据公司提供资料整理

盈利空间较小是公司木材贸易面临的主要问题，公司目前仍处于“以量取胜”的微利模式。2018 年以来，木材进销差价波动较大，2020 年板材进销差价同比大幅减少 44.42 元/立方米，原木进销差价同比减少 10.14 元/立方米，主要为板材和原木销售均价下滑幅度较大所致。由于木材贸易市场参与者众多，竞争激烈，盈利空间压缩问题预计会长期存在；同时为与上下游建立稳定合作关系并占有市场，公司向上游客户预付不超过 6 个月的货款，同时给予下游客户 6～9 个月账期，应收账款和预付款项规模较大，存在资金被上下游占用的问题。

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。2020 年及 2021 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 10.54%和 11.86%，集中度低。

表 5　2020 年及 2021 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
2021 年 1～3 月	江苏豫协实业有限公司	11.64	3.92
	天津港保税区世泽诚国际贸易有限公司	6.32	2.13
	江苏新民洲贸易有限公司	5.93	1.99
	中安信(宁波)能源产业发展有限公司	5.85	1.97
	苏能(宁波)物产有限公司	5.49	1.85
	合 计	**35.23**	**11.86**
2020 年	江苏新民洲贸易有限公司	39.72	3.11
	上海华圻实业有限公司	27.41	2.14
	天津港保税区世泽诚国际贸易有限公司	27.28	2.13
	诚通(广州)物资有限公司	20.36	1.59
	江苏首佳能源有限公司	19.96	1.56
	合 计	**134.74**	**10.54**

数据来源：根据公司提供资料整理

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东、华南和华北地区。2020 年及 2021 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 7.99%和 10.62%，集中度低。

表 6　2020 年及 2021 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
2021 年 1～3 月	山能国际产业投资集团(海南)有限公司	7.57	2.45
	江苏淮湛实业发展有限公司	7.20	2.33
	天津名业能源进出口贸易有限公司	6.68	2.17
	杭州瑞磊能源有限公司	5.79	1.88
	上海枣矿投资控股有限公司	5.51	1.79
	合 计	**32.74**	**10.62**
2020 年	浙江新湖集团股份有限公司	27.38	2.07
	杭州瑞磊能源有限公司	22.00	1.66
	融江科技股份有限公司	19.75	1.49
	上海迦云国际贸易有限公司	18.46	1.39
	天津名业能源进出口贸易有限公司	18.26	1.38
	合 计	**105.85**	**7.99**

数据来源：根据公司提供资料整理

产品 2：纸品贸易

2018～2020 年，公司纸品贸易量逐年增长，盈利空间很小。

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的价格话语权。

表 7　2018～2020 年及 2021 年 1～3 月公司纸品购销情况（单位：万吨、万元/吨）

项目	2021 年 1～3 月	2020 年	2019 年	2018 年
采购量	29.06	104.23	73.45	56.45
采购平均价格	0.51	0.45	0.54	0.62
销售量	29.06	104.23	73.45	56.45
销售平均价格	0.52	0.45	0.54	0.64

数据来源：根据公司提供资料整理

2018～2020 年，公司纸品贸易量逐年增长，盈利空间很小。2020 年，公司纸品前五大供应商合计占采购额比重为 30.12%；公司纸品前五大客户合计占销售额比为 28.99%，公司纸品采购端和销售端的集中度一般。2021 年 1～3 月，纸品贸易规模同比大幅增长 80.83%，盈利空间保持稳定。

（二）农林牧渔服务业板块

该板块以煤炭贸易、矿产品贸易、石油及石化产品贸易和港口物流为主，2018～2020 年，板块营业收入和毛利润逐年增长。

公司农林牧渔服务业板块主要包括煤炭贸易、矿产品贸易、石油及石化产品贸易和港口物流业务，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、中林时代和中国林业物资有限公司（以下简称“林业物资”），其中林业物资负责林业系统内汽油、煤油、柴油批发。2018～2020 年，公司农林牧渔服务业收入和毛利润逐年增长，毛利率有所波动；煤炭贸易、矿产品贸易及港口物流对毛利润贡献较大。2020 年，公司农林牧渔服务业收入和毛利润同比分别增长 14.75%和 7.83%，主要是矿产品贸易板块拉动所致；板块毛利率同比减少 0.23 个百分点。2021 年 1～3 月，公司农林牧渔服务业收入同比略有增长，毛利润小幅下降，毛利率同比减少 0.38 个百分点。

表 8　2018～2020 年及 2021 年 1～3 月公司农林牧渔服务业盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年 1～3 月		2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	**107.34**	**100.00**	**631.40**	**100.00**	**550.24**	**100.00**	**500.42**	**100.00**
煤炭贸易	43.55	40.57	283.66	44.93	286.13	52.00	263.94	52.74
矿产品贸易	31.40	29.26	169.99	26.92	129.77	23.58	102.02	20.39
石油及石化产品贸易	17.77	16.56	76.54	12.12	68.97	12.53	92.69	18.52
港口物流	1.65	1.54	8.27	1.31	7.73	1.40	6.11	1.22
其他	12.96	12.07	92.94	14.72	57.64	10.48	35.65	7.12
毛利润	**3.60**	**100.00**	**22.94**	**100.00**	**21.28**	**100.00**	**18.66**	**100.00**
煤炭贸易	1.04	28.97	5.00	21.78	7.41	34.85	8.57	45.93
矿产品贸易	1.11	30.97	6.93	30.21	5.45	25.61	3.21	17.20
石油及石化产品贸易	0.33	9.21	1.01	4.42	0.87	4.10	0.96	5.14
港口物流	0.71	19.86	4.78	20.83	4.75	22.33	3.23	17.31
其他	0.40	10.98	5.22	22.76	2.79	13.10	2.69	14.42
毛利率		**3.35**		**3.63**		**3.87**		**3.73**
煤炭贸易		2.39		1.76		2.59		3.25
矿产品贸易		3.55		4.08		4.20		3.15
石油及石化产品贸易		1.86		1.33		1.27		1.03
港口物流		43.23		57.80		61.47		52.79
其他		3.05		5.62		4.84		7.54

数据来源：根据公司提供资料整理

产品 1：煤炭贸易

煤炭贸易产品主要为动力煤和焦炭，2018～2020 年，煤炭贸易规模逐年增长，进销差价逐年下降。

煤炭贸易大部分为内贸，采取“以销定采”模式，赚取进销差价。产品主要为动力煤和焦炭，公司会根据市场环境调整煤炭经营结构和品种。2018～2020 年，煤炭贸易规模逐年增长，进销差价逐年下降。2021 年 1～3 月，煤炭贸易规模同比大幅减少 674.32 万吨，进销差价同比大幅增加 8.48 元/吨，主要是煤炭贸易品种因含硫量、燃烧值不同存在差异，产品结构调整导致贸易规模、进销差价存在较大变动所致。

表 9　2018～2020 年及 2021 年 1～3 月公司煤炭贸易情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2021 年 1～3 月	2020 年	2019 年	2018 年
采购量	632.68	6,035.61	5,642.92	4,715.02
平均采购价格	671.92	461.70	493.92	541.60
销售量	632.68	6,035.61	5,642.92	4,715.02
平均销售价格	688.40	469.98	507.06	559.78
进销差价	16.48	8.28	13.14	18.18

数据来源：根据公司提供资料整理

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。2020 年及 2021 年 1～3 月，公司煤炭贸易业务前五大供应商采购金额占比分别为 31.28%和 22.80%，集中度一般。

表 10　2020 年及 2021 年 1～3 月公司煤炭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	占煤炭总采购额比重
2021 年 1～3 月	上海莉能实业有限公司	3.12	7.34
	陕西陕煤供应链管理有限公司	1.93	4.54
	江苏蓝港国际物流有限公司	1.77	4.16
	辽宁永利供应链管理有限公司	1.52	3.56
	牡丹江鑫汇国际贸易有限公司	1.36	3.19
	合 计	**9.69**	**22.80**
2020 年	淮北矿业集团大榭能源化工有限公司	39.99	14.35
	江苏佳途物资贸易有限公司	12.91	4.63
	江苏新民洲贸易有限公司	11.90	4.27
	江苏纪隆能源发展有限公司	11.71	4.20
	上海中鸿燃料有限公司	10.64	3.82
	合 计	**87.15**	**31.28**

数据来源：根据公司提供资料整

公司煤炭销售区域主要集中在华东、华南和东北地区，2020 年及 2021 年 1～3 月，公司煤炭业务前五名客户销售占比分别为 27.04%和 25.88%，集中度一般。

表 11　2020 年及 2021 年 1～3 月公司煤炭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	占煤炭总销售额比重
2021 年 1～3 月	镇江宝航经贸发展有限公司	2.69	6.17
	上海隽能实业有限公司	2.66	6.10
	宁波华营能源有限公司	2.49	5.73
	秦皇岛宝行物流有限公司	1.77	4.06
	上海繁昌供应链管理有限公司	1.67	3.82
	合 计	**11.27**	**25.88**
2020 年	福建山福国际能源有限责任公司	17.85	6.29
	上海繁昌供应链管理有限公司	17.54	6.18
	中企港龙能源有限公司	17.49	6.16
	镇江拓坤商贸发展有限公司	13.70	4.83
	山煤国际能源集团日照有限公司	10.12	3.57
	合 计	**76.69**	**27.04**

数据来源：根据公司提供资料整理

产品 2：矿产品贸易

矿产品贸易采取“以销定采”的业务模式，公司根据客户对矿产品品质和数量的需求来寻找货源，近年来，矿产品贸易结构不断调整，贸易量和进销差价波动较大。

公司矿产品贸易主要由中国林产品、中林时代等公司负责经营。公司矿产品贸易为两部分，一是主要经营铜及钨铁的转口贸易，二是经营生铁的内销贸易，从中赚取货物的进销差价。公司矿产品贸易采取“以销定采”的业务模式，与下游客户确定采购意向后，签订销售合同，根据客户对矿产品品质和数量的需求来寻找货源，与上游客户协商产品的品质、数量，并签订采购合同。公司矿产品贸易业务与上游供应商结算方式采取远期信用证，账期一般在 6 个月以内；下游客户结算方式主要为现汇，客户按合同总金额的 10%支付定金，余款在货到后支付，账期一般在 6 个月以内。

表 12　2018～2020 年及 2021 年 1～3 月公司矿产品贸易情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2021 年 1～3 月	2020 年	2019 年	2018 年
采购量	42.04	500.36	932.06	391.43
平均采购价格	7,205.90	3,258.85	1,333.81	2,524.34
销售量	42.04	500.36	932.06	391.43
平均销售价格	7,471.03	3,397.36	1,392.27	2,606.42
进销差价	265.14	138.51	58.46	82.08

数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年以来，公司矿产品贸易量和进销差价波动均较大，主要是各个阶段矿产品贸易结构有所调整所致。2020 年，公司矿产品贸易业务向前五大供应商采购占比为 42.09%，集中度较高；前五大销售客户占比为 29.37%，集中度一般。

产品 3：石油及石化产品贸易

2018 年以来，公司石油及石化产品贸易量及进销差价均有所波动；上下游集中度均较高。

公司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。近年来，公司逐步推进与中国石油天然气股份有限

公司的战略合作，合资设立中石油国林油品销售有限公司，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。

2018 年以来，公司石油及石化产品贸易量及进销差价均有所波动。2020 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 40.36%，前五大销售客户占比为 54.65%，集中度较高，销售区域主要在华北、华东及东北地区。

表 13　2018～2020 年及 2021 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	2021 年 1～3 月	2020 年	2019 年	2018 年
采购量	45.56	209.97	144.90	165.46
平均采购价格	3,828.61	3,596.88	4,699.16	5,544.35
销售量	45.56	209.97	144.90	165.46
平均销售价格	3,901.35	3,645.20	4,759.40	5,602.20
进销差价	72.74	48.32	60.24	57.85

数据来源：根据公司提供资料整理

产品 4：港口物流

公司港口主要包括如皋港、新民洲港、宿迁港，港口物流增厚公司收入的同时也促进了木材贸易的发展，2020 年新民洲港口木材接卸量规模较大。

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”）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（兼靠 20 万吨）、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、新民洲港、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 个长江流域唯一合规审批的 15 万吨级兼靠 20 万吨煤炭专用码头，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 万吨级码头以及 2,000 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。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，新民洲港两期工程共 6 个泊位已建成，木材年吞吐量可达 1,200 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。2020 年，新民洲港口完成木材接卸量 365.5 万立方米，同比增长 17.3%，规模较大，共完成木材装车、装船出库 468.78 万立方米。2021 年 1～3 月，新民洲港口完成木材接卸量 87.31 万立方米，同比增长 21.01%，共完成木材装车、装船出库 69.54 万立方米。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。港口物流增厚公司收入的同时也促进了木材贸易的发展，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。

（三）林业板块

2018 年以来，公司林业板块收入持续增长，毛利率逐年下降；其中木材收入逐年增长，2020 年以来，受益于木材销量增长，木材收入实现较快增长。

公司林业板块主要包括木材、种子种苗、养殖业等，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集团有限公司（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”）、中林森旅控股有限公司（以下简称“中林森旅”）等。2018～2020 年，公司林业板块收入持续增长，毛利润有所波动，毛利率逐年下降，其中木材收入逐年增长，2020 年木材业务营业收入同比增长 55.07%，毛利润同比增加 0.86 亿元，毛利率同比增加 5.58 个百分点，主要是木材销量大幅增长所致；种子种苗业务营业收入同比下降 12.95%，毛利率同比减少 12.14 个百分点，主要是种子业务销售均价降幅明显所致；养殖业、木片利润规模较小。

2021 年 1～3 月，受益于木材业务量价齐增，公司林业板块收入同比增长 27.04%，毛利润同比增加 0.31 亿元，毛利率同比大幅增加 6.76 个百分点。

表 14　2018～2020 年及 2021 年 1～3 月公司林业板块盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年 1～3 月		2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	**2.76**	**100.00**	**15.86**	**100.00**	**13.62**	**100.00**	**11.50**	**100.00**
木材	1.71	62.01	7.14	45.05	4.61	33.82	3.98	34.59
种子种苗	0.32	11.47	4.40	27.77	5.06	37.14	3.95	34.37
养殖业	0.53	19.33	1.47	9.28	1.51	11.09	1.56	13.59
木片	0.11	4.12	0.84	5.32	0.50	3.67	0.52	4.55
其他	0.08	3.08	1.99	12.58	1.95	14.29	1.48	12.90
毛利润	**0.77**	**100.00**	**2.87**	**100.00**	**2.59**	**100.00**	**2.83**	**100.00**
木材	0.49	64.00	1.70	59.34	0.84	32.48	1.05	37.22
种子种苗	0.06	8.26	0.01	0.19	0.62	23.93	0.60	21.02
养殖业	0.14	18.57	0.44	15.31	0.53	20.51	0.55	19.29
木片	0.00	0.54	0.23	8.04	-0.04	-1.51	-0.07	-2.50
其他	0.07	8.63	0.49	17.12	0.64	24.60	0.71	24.97
毛利率		**27.96**		**18.12**		**19.04**		**24.64**
木材		28.86		23.87		18.29		26.51
种子种苗		20.14		0.13		12.27		15.07
养殖业		26.85		29.88		35.22		34.98
木片		3.64		27.38		-7.85		-13.51
其他		78.49		24.66		32.77		47.70

数据来源：根据公司提供资料整理

产品 1：木材

受自然条件、林木生长周期以及市场需求影响，林地产能利用率波动较大，但近两年均保持在 80%左右；木材销售规模波动较大，2020 年受益于雷州半岛产能恢复，销量增幅较大；销售价格整体保持稳定。

公司自主生产并销售木材产品，主要分为桉树原木[3]、辐射松原木[4]、白桦和云杉。桉树原木主要出产于雷州半岛 76 万亩桉树人工林培育基地，雷州半岛曾于 2014 年下半年和 2015 年遭受超强台风的袭击，90%林木受灾，目前已基本恢复，产能为 40 万立方米。辐射松原木主要出产于公司在新西兰北岛自有的两块辐射松林地，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。2019 年，公司在俄罗斯投资设立亚欧投资控股有限公司，以其作为控股公司并购俄罗斯龙沃什木材采伐有限公司，控制其拥有的 110 万亩林地采伐权，

[3] 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/m³，适宜于人造板材生产和制浆造纸。

[4] 辐射松原木具有结构均匀、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。

树种为白桦和云杉，由于协议签订程序以及疫情影响了整体进度，2020 年未有产量，2021 年 1～3 月产量为 5.27 万立方米。

受自然条件、林木生长周期以及市场需求影响，公司林地产能利用率波动较大，2018 年产能利用率为 65.13%，2019～2020 年，产能利用率均在 80%左右。木材需求较依赖市场，2018～2020 年，木材销量分别为 76.73 万立方米、60.96 万立方米和 115.21 万立方米，波动较大，其中 2020 年木材销量同比大幅增加 54.25 万立方米，主要为雷州半岛产能恢复所致，同期，销售价格分别为 584.72 元/立方米、652.44 元/立方米和 619.99 元/立方米，整体保持稳定。

表 15　截至 2021 年 3 月末公司拥有林地情况

位置	林地面积（万亩）	产能（万立方米/年）[5]	2020 年产量（万立方米）	2021 年 1～3 月产量（万立方米）
新西兰北岛	63.50	90.00	78.83	17.25
广东雷州半岛	76.00	40.00	42.00[6]	5.43
广西岑溪	10.50	15.29	8.72	6.78
俄罗斯	110.00	15.00	-	5.27
合计	**260.00**	**160.29**	**129.55**	**34.73**

数据来源：根据公司提供资料整理

公司积极开拓林地资源，2019 年启动的重庆市国家储备林建设项目战略地位突出，未来将大幅提升公司森林储备资源体量，完善产业链布局，提升盈利能力，且该项目作为长江上游生态走廊建设的重要组成部分，对于提升国土绿化、建设长江上游生态屏障具有重要意义。

公司积极开拓林地资源，重庆市国家储备林建设项目计划利用国家开发银行贷款 150 亿元，建设国家储备林 500 万亩，包含 350 万亩抚育改培和 150 万亩集约林人工栽培。项目战略地位突出，未来将大幅提升公司森林储备资源体量，完善产业链布局。项目是重庆落实习近平总书记“共抓大保护、不搞大开发，建设长江上游重要生态屏障，使重庆成为山清水秀美丽之地”重要指示的关键一步，作为长江上游生态走廊建设的重要组成部分，该项目对于提升国土绿化，建设长江上游生态屏障具有重要意义。重庆市林业投资开发有限责任公司（以下简称“重庆林投”）为重庆市国家储备林基地项目实施主体，公司为重庆林投的实际控制人[7]。

储备林主导产品为大径级木材，中小径级木材、薪材、茶籽等，其中大径级

[5] 年产能会根据轮伐周期变化情况变化，并非固定值。
[6] 雷州林业局自产木材产能根据湛江市林业局批复的采伐蓄积量决定，2020 年蓄积量为 50 万立方米，出材料为 0.8，因此产能为 40 万立方米，2020 年实际出材率高于 0.8，所以产量超过产能。
[7] 2019 年，公司对重庆林投增资扩股，增资扩股后重庆林投注册资本 30.00 亿元，其中公司出资 13.50 亿元，持股 45%，重庆林业局以现金及资产出资 1.50 亿元，持股 5%，其他区县以林地、林木和其他资产入股 15.00 亿元，持股 50%。截至 2021 年 4 月末，重庆林投注册资本为 30.00 亿元，公司持股比例为 45.00%，公司与奉节县林场（持股 10.00%）形成一致行动人，由公司实际控制重庆林投。

木材以杉类、松类、柏木及速生乡土阔叶树与珍贵树种木材为主，中小径级木材以桉树等树种木材为主。项目计划以国家储备林基地建设为切入点，将产业链纵向延伸至木材贸易港+产业园建设、横向拓宽至森林旅游+森林康养的中林生态产业建设，以林为载体，以木材为主线，以生态产业为核心竞争力的林业产业区域集群。项目计划分两期实施，一期计划总投入 131 亿元，其中银行贷款 100 亿元，由国家开发银行提供，期限 30 年，利率 4.9%，其中中央财政补贴 3%、地方财政补贴 1%。

根据《重庆市国家储备林基地项目（一期）建设可行性研究报告》，项目建设期 8 年，即 2019～2026 年。同时，根据项目建设需要，项目运营期初步定为 22 年，即 2027～2048 年。根据项目经济效益分析，项目总收入 577.82 亿元，总成本费用 363.57 亿元，利润总额 214.25 亿元，经营期内（22 年）年平均收入 26.26 亿元，年平均利润总额 9.74 亿元，未来将提升公司盈利能力。

截至 2021 年 4 月末，公司累计完成收储外业调查面积 132.66 万亩，落实收储面积 78 万亩，实际付款收储面积 32.15 万亩，截至 2021 年 3 月末，重庆储备林一期已投入 5.8 亿元，其中国家开发银行贷款 5.4 亿元，中林集团自有资金 0.4 亿元。公司继续组织实施林业重点工程项目，截至 2021 年 3 月末，累计完成营造林 25.3 万亩，其中人工造林 4.6 万亩、现有林改培 10 万亩、森林抚育 10.7 万亩。

此外，公司于 2020 年新增了位于黑龙江东宁市、穆棱市、宁安市和贵州独山市的四块林地，主要发展林下经济和旅游。根据企业提供的评估报告，位于黑龙江东宁市的林地面积为 6.65 万公顷，评估值 61.33 亿元，林种为用材林，到主伐年限时，平均每公顷蓄积约 271 立方米；位于黑龙江穆棱市的林地面积为 2.84 万公顷，评估值 20.24 亿元，林种为用材林；位于黑龙江宁安市的林地面积为 9.24 万公顷，评估值 100.17 亿元，林种为用材林和防护林，到主伐年限时，平均每公顷蓄积约 271 立方米；位于贵州独山市的林地面积为 1.36 万公顷，评估值 18.14 亿元，林种为用材林，总蓄积量 74.22 万立方米。

产品 2：种子种苗

2018 年以来，种子贸易量逐年增长，2020 年公司为处理库存及芽率未达标种子，进行降价销售，导致种子销售均价降幅明显；自 2019 年开始，公司种苗经营品种在乔木、灌木种苗的基础上补充了水稻秧苗及其他幼苗，导致种苗整体购销量及价格波动大。

公司种子种苗业务主要由中林种子、中林集团张掖金象种业有限公司（以下简称“中林金象种业”）和江苏中江种业股份有限公司（以下简称“中江种业”）经营。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。种子贸易量逐年增长，2020 年种子销售均价降幅明显主要是中江种业为处理库存及芽率未达标种子，进行降价销售所致；2019 年开始，公司种苗经营品种在乔木、灌木种苗的基础上补充了水稻秧苗及其他幼苗，水稻秧苗及其他幼苗数量大，均价极低，导致种苗整体购销量及价格波动大，此外，由于许可证以及疫情因素影响，2020 年没有种苗进口；2021 年 1～3 月，种苗销售量较小，主要是一季度不属于水稻秧苗销售季节所致。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。2020 年，公司种子业务前五大供应商占比为 20.92%，前五大销售客户占比为 23.46%，集中度一般。

表 16　2018～2020 年及 2021 年 1～3 月公司种子种苗采购及销售情况

产品	项目	2021 年 1～3 月	2020 年	2019 年	2018 年
种子	采购量（吨）	3,294	69,554	52,735	36,390
	其中：进口（吨）	445	9,083	8,876	6,230
	采购均价（元/吨）	7,555	6,243	7,734	8,884
	销售量（吨）	3,294	69,554	52,735	36,390
	销售均价（元/吨）	9,497	6,219	8,882	10,486
种苗	采购量（万株）	45	9,285	331	271
	其中：进口（万株）	0	0	42.62	46.90
	采购均价（元/株）	0.79	0.06	10.87	4.56
	销售量（万株）	45	9,285	331	271
	销售均价（元/株）	0.73	0.08	11.32	5.01
	销售均价（元/株）	0.73	0.08	11.32	5.01

数据来源：根据公司提供资料整理

偿债来源与负债平衡

2018 年以来，公司营业总收入和毛利润均逐年增长，毛利率逐年下降，期间费用规模较大，利润总额和净利润均逐年增长；经营性现金流持续净流出，不利于对债务和利息的保障，未来公司面临一定的资本支出压力；公司融资渠道畅通，外部融资能力强；资产规模逐年增长，以流动资产为主，预付款项、应收账款和存货规模较大且增速较快，对营运资金形成较大占用。

（一）偿债来源

1、盈利

2018 年以来，公司营业总收入和毛利润均逐年增长，毛利率逐年下降，期间费用规模较大，利润总额和净利润均逐年增长。

2018～2020 年，公司营业总收入和毛利润均逐年增长；毛利率逐年下降。

公司期间费用规模较大，其中 2019 年管理费用同比增长 33.97%，主要是公司人员规模扩大使得职工薪酬增加所致；2020 年销售费用同比增长 26.06%，主要是销售规模扩大带动运输费、仓储管理费相应增加所致，财务费用同比下降 12.89%，主要是汇兑收益由负转正所致；期间费用率逐年下降，由于公司主营业务为贸易，收入规模大，期间费用率始终处于较低水平。公司资产减值损失逐年增长，主要是坏账损失和存货跌价损失逐年增长所致；其他收益逐年增长，其中 2019 年同比增加 0.89 亿元，主要是收到工业城项目补助所致；其他非经常性损益规模均较小。同期，公司利润总额和净利润均逐年增长，其中，归属于母公司所有者的净利润占比分别为 9.22%、16.85%和 40.66%。公司总资产报酬率逐年下降，净资产收益率逐年增长。

表 17 2018～2020 年及 2021 年 1～3 月公司收入及盈利概况（单位：亿元、%）

项目	2021 年 1～3 月	2020 年	2019 年	2018 年
营业总收入	438.92	2,046.09	1,600.25	1,305.48
营业总成本[8]	422.92	1,972.65	1,531.92	1,247.94
毛利率	3.64	3.59	4.27	4.41
期间费用	14.20	59.07	59.62	53.29
销售费用	4.37	16.82	13.34	12.51
管理费用	2.56	10.52	9.97	7.44
财务费用	7.18	31.40	36.04	33.25
期间费用/营业收入	3.24	2.89	3.73	4.09
其他收益	0.05	1.82	1.54	0.65
营业利润	1.65	12.69	7.59	4.11
营业外收支净额	0.00	0.09	0.17	1.46
投资收益	-0.01	-0.10	0.11	-0.03
资产减值损失	0.00	2.27	1.91	0.58
公允价值变动收益	0.00	0.15	0.10	0.12
资产处置收益	0.00	0.85	0.61	1.01
利润总额	1.65	12.78	7.76	5.58
净利润	0.58	9.68	5.68	3.41
总资产报酬率	0.51	2.75	3.12	3.18
净资产收益率	0.11	1.77	1.73	1.19

数据来源：根据公司提供资料整理

2021 年 1～3 月，由于去年同期受疫情影响，主要业务板块盈利能力较弱，公司营业收入同比增长 35.85%；毛利润为 16.00 亿元，同比增长 22.84%；期间费用有所增长；非经常性损益规模均较小。利润总额和净利润同比均实现扭亏，归属于母公司所有者的净利润为-0.54 亿元，亏损额同比减少 1.23 亿元。

[8] 营业总成本只包含营业成本、利息支出和手续费及佣金支出。

总体而言，2018 年以来，公司营业总收入和毛利润逐年增长，毛利率逐年下降，期间费用规模较大，利润总额和净利润均逐年增长。

2、现金流

2018 年以来，公司经营性现金流持续净流出，不利于对债务和利息的保障；投资性现金流净流出规模逐年下降并于 2020 年转为净流入，公司在建项目仍需投入资金，未来面临一定的资本支出压力。

2018～2020 年，公司经营性现金流持续净流出，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，公司应收账款规模逐年大幅增长；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。2020 年净流出规模同比减少 28.50 亿元，主要是销售规模扩大、回款增加所致。

2018～2020 年，投资性现金流净流出规模逐年下降并于 2020 年转为净流入，其中 2019 年投资性现金流净流出规模同比减少 26.00 亿元，主要是融资租赁项目投资款和保理融资款支出同比大幅减少所致，2020 年投资性现金流转为净流入，主要是收到的融资租赁项目投资款同比增加所致。

表 18　2018～2020 年及 2021 年 1～3 月公司现金流及偿债指标情况

项目	2021 年 1～3 月	2020 年	2019 年	2018 年
经营性净现金流（亿元）	-0.28	-17.04	-45.54	-33.05
投资性净现金流（亿元）	2.44	5.55	-5.97	-31.97
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-0.04	-0.51	-1.44	-1.20
经营性净现金流/流动负债（%）	-0.03	-2.28	-7.63	-7.30
经营性净现金流/总负债（%）	-0.03	-1.68	-5.42	-5.22

数据来源：根据公司提供资料整理

2021 年 1～3 月，公司经营性现金流净流出规模同比大幅减少 21.09 亿元，主要是收入提高回款增加所致；投资性净现金流同比减少 3.79 亿元，主要是收到的融资租赁款较去年同期减少所致。

截至 2021 年 3 月末，公司主要在建项目中宿迁一期工程已达到可使用状态，港口已投入运营，因一期工程进度较慢，因此 2021～2022 年暂无投资安排；如皋保税物流中心项目于公司并购如皋港务之前已暂停投资，目前尚无进一步投资规划，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 2021 年 4～12 月和 2022 年将分别投入 6.80 亿元和 3.26 亿元，未来面临一定的资本支出压力。

整体来看，2018 年以来，公司经营性现金流持续净流出，不利于对债务和

利息的保障；公司投资性现金流净流出规模逐年下降并于 2020 年转为净流入；公司在建项目仍需投入资金，未来面临一定的资本支出压力。

表 19　截至 2021 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	截至 2021 年 3 月末累计投资额	2021 年 4～12 月计划投资额	2022 年计划投资额
新民洲木材产业城(1,098 亩)	11.89	30.00	8.71	2.23	-
瑞昌华中年产 80 万方成品木材项目	4.36	29.84	4.28	0.29	0.10
如皋保税物流中心	3.26	100.00	1.00	无投资安排	无投资安排
好家木业三期工程项目	3.10	29.50	1.33	0.01	0.00
宿迁一期工程	2.75	100.00	1.12	无投资安排	无投资安排
环保节能改造工程	2.19	30.00	1.57	0.39	-
研发中心工程	1.08	30.00	0.96	0.01	-
中国西部木材贸易港一期项目	13.86	21.65	2.35	2.30	2.50
成都青白江铁路港木材物流基地项目	2.17	64.61	0.61	0.90	0.66
泗阳绿色家居产业园	6.07	55.50	1.97	0.67	-
合　计	**50.71**	-	**23.91**	**6.80**	**3.26**

资料来源：根据公司提供资料整理

3、债务收入

公司债务收入主要为银行借款和发行债券，可使用授信额度较大，债务融资渠道畅通，外部融资能力强。

2018～2020 年，公司筹资性现金流净流入规模逐年下降，其中 2020 年同比大幅减少 35.66 亿元，主要是偿还债务所致。2021 年 1～3 月，公司筹资性现金流转为净流出，主要是本期公司偿还债务支付的现金增加以及借款减少所致。

表 20　2018～2020 年及 2021 年 1～3 月债务融资情况分析（单位：亿元）

财务指标	2021 年 1～3 月	2020 年	2019 年	2018 年
筹资性现金流入	153.21	730.10	682.95	566.62
借款所收到的现金	122.67	599.87	480.25	445.45
筹资性现金流出	170.21	696.26	613.46	493.46
偿还债务所支付的现金	143.89	538.15	417.93	339.06
筹资性净现金流	**-17.00**	**33.83**	**69.49**	**73.17**

数据来源：根据公司提供资料整理

公司债务偿还对融资较为依赖，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的融资渠道，截至 2021 年 3 月末，主要银行授信[9]额度为

[9] 主要银行授信指 10 亿元以上的大额授信。

1,122.40 亿元，尚未使用银行授信额度 450.44 亿元，可使用授信额度较大[10]。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，债务融资渠道畅通，外部融资能力强。

整体来看，公司债务融资以银行借款和发行债券为主，渠道多样化，在资本市场上发行多类债券，并与多家银行保持良好的合作关系，外部融资能力强。

4、外部支持

公司作为林业行业唯一的央企，在造林抚育等项目上能获得一定的政府补助和银行贷款优惠，对偿债来源形成一定补充。

公司所获外部支持主要为政府补助。2018～2020 年及 2021 年 1～3 月获得的计入其他收益的政府补助分别为 0.65 亿元、1.54 亿元、1.82 亿元和 0.05 亿元。公司作为林业行业唯一的央企，在造林抚育等项目上能获得一定的政府补助；同时享受一定的税收、土地优惠，公司林木种子业务享受国家税收优惠，根据国家有关税法规定，公司销售自产的林产品免征增值税，取得的林木培育和种植所得、林产品的采集所得免征企业所得税；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。此外，银行也会给予公司相应的贷款优惠，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，包含两笔贷款，一笔贷款金额为 5,908.96 万美元，期限为 20 年，利率为 3.29%，一笔贷款金额为 4,072.00 万美元，期限为 15 年，利率为 3.09%。公司获得来自政府和银行的外部支持，对偿债来源形成一定补充。

5、可变现资产

2018 年以来，公司资产规模逐年增长，以流动资产为主，预付款项、应收账款和存货规模较大且增长速度较快，对营运资金形成较大占用，应收账款周转效率逐年下降。

2018 年以来，公司资产规模逐年增长，资产结构以流动资产为主，流动资产占总资产比重保持在 73%以上。截至 2021 年 3 月末，公司总资产 1,677.17 亿元，较 2020 年末略有增长，其中流动资产占比 73.59%。

公司流动资产主要由预付款项、应收账款、存货和货币资金等构成，2020 年末，以上四项合计在公司流动资产中占比为 93.18%。

[10] 截至 2020 年 9 月末，主要银行授信额度为 1,087.80 亿元，尚未使用银行授信额度 409.30 亿元。

表 21　2018～2020 年末及 2021 年 3 月末公司资产构成（单位：亿元、%）

项目	2021 年 3 月末		2020 年末		2019 年末		2018 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	146.19	8.72	174.82	10.63	135.75	10.76	110.53	10.67
应收账款	307.50	18.33	269.54	16.40	192.89	15.30	159.15	15.37
预付款项	506.29	30.19	488.54	29.72	435.78	34.56	313.64	30.28
存货	197.05	11.75	189.72	11.54	117.78	9.34	96.26	9.29
其他应收款	48.08	3.90	45.23	3.75	64.04	6.55	44.84	5.89
流动资产合计	**1,234.31**	**73.59**	**1,204.76**	**73.28**	**977.70**	**77.53**	**761.00**	**73.48**
投资性房地产	27.06	1.61	26.97	1.64	24.18	1.92	19.88	1.92
固定资产	60.22	3.59	60.10	3.66	59.95	4.75	62.77	6.06
无形资产	285.06	17.00	285.22	17.35	146.81	11.64	144.84	13.99
非流动资产合计	**442.86**	**26.41**	**439.20**	**26.72**	**283.39**	**22.47**	**274.65**	**26.52**
资产总计	**1,677.17**	**100.00**	**1,643.96**	**100.00**	**1,261.09**	**100.00**	**1,035.64**	**100.00**

数据来源：根据公司提供资料整理

2018～2020 年末，公司预付款项逐年增长，主要是预付保证金增加及子公司开拓市场采用预付形式采购所致，2020 年末一年以内预付款项占比 97.06%，期末共计提坏账准备 0.88 亿元，前五名欠款合计占比 9.52%，集中度低。

表 22　截至 2020 年末公司预付款项前五大情况（单位：亿元、%）

单位名称	是否为关联方	期末余额	占比
上海弘昀国际贸易有限公司	否	13.22	2.70
上海莉能实业有限公司	否	9.01	1.84
上海置言国际贸易有限公司	否	8.60	1.76
浙江全景林业开发有限公司	否	7.94	1.62
江苏豫协实业有限公司	否	7.83	1.60
合计	-	**46.60**	**9.52**

数据来源：根据公司提供资料整理

同期，应收账款逐年增长，主要是公司总体业务规模增长、合并范围扩大以及为稳定下游客户、扩大市场占有率而适当延长优质客户账期所致，2020 年末共计提坏账准备 2.82 亿元，计提比例较低，账龄在一年以内的占比 99.20%，前五名欠款方余额占比为 14.74%，集中度低。

表 23　截至 2020 年末公司应收账款前五大情况（单位：亿元、%）

单位名称	是否为关联方	期末余额	占比
苏州泛力达国际贸易有限公司	否	14.58	5.35
Three Bridge International Limtied	否	7.03	2.58
上海隽能实业有限公司	否	6.94	2.55
辽宁洛可可实业有限公司	否	5.95	2.18
上海桓冠新材料科技有限公司	否	5.66	2.08
合计	-	**40.16**	**14.74**

数据来源：根据公司提供资料整理

同期，货币资金逐年增长，主要是因销售规模扩大导致银行承兑汇票保证金、信用证保证金等受限货币资金增加以及融入资金所致，2020 年末受限货币资金合计 73.06 亿元，主要为保证金。存货主要由库存商品和消耗性生物资产构成，其中 2019 年末同比增长 22.36%，主要是木材贸易扩大，木材采购量增加所致，2020 年末同比增加 71.94 亿元，主要是公司新增位于黑龙江东宁市、穆棱市、宁安市和贵州独山市的四块林地，以林木为主的消耗性生物资产同比增加 66.76 亿元所致，期末共计提跌价准备 1.04 亿元。整体而言，预付款项、应收账款和存货规模较大且增长速度较快，对营运资金形成较大占用。

另外，2018～2020 年末，其他应收款波动较大，其中 2019 年末同比增长 42.82%，一方面，子公司国林汇泰(上海)企业发展有限公司（以下简称“国林汇泰”）于 2018 年拟采取承债方式并购江苏熔盛重工有限公司（以下简称“熔盛重工”）的相关资产，并购事项尚未完成[11]，拟并购企业尚未并表，承债款项划付体现为对拟并购企业的其他应收款，2019 年承债款项同比增加 9.07 亿元，另一方面，孙公司中林集团云南实业有限公司向第二大股东珠海富国投资有限公司（以下简称“珠海富国”）提供借款 9.80 亿元，约定在昆明大型康养旅游休闲综合项目需要时及时收回；2020 年末同比下降 29.37%，主要是为优化业务结构，公司清算注销了中林集团云南实业有限公司，因此对珠海富国的 9.80 亿元其他应收款减少所致。截至 2020 年末，其他应收款期末累计计提坏账准备 2.44 亿元，其中熔盛重工和江苏熔盛造船有限公司合计 31.83 亿元其他应收款未计提坏账准备，前五名欠款合计占比 73.39%，集中度高，存在一定的回收风险。

[11] 截至 2021 年 3 月末，熔盛重工债务重组工作进展为：金融债务方面，完成处置债务本金 126 亿元，占比 78%，国林汇泰已落实承债 51.78 亿元，占 80 亿元总承债规模的 65%；供应商债务方面，合计债务金额 20.49 亿元，已完成处置的债务金额为 12.78 亿元，还需处置的债务金额为 7.71 亿元；长江岸线清理方面，所有长江岸线以及码头船坞等水工建筑已通过长江水利委员会的审查验收，实现全部合法化。

表 24　截至 2020 年末公司其他应收款前五大情况（单位：亿元、%）

单位名称	是否为关联方	期末余额	占比
江苏熔盛重工有限公司	否	22.78	47.95
江苏熔盛造船有限公司	否	9.05	19.04
广东华林化工有限公司	否	1.86	3.91
宁波中荣恒基贸易有限公司	否	0.65	1.37
俄罗斯远东阿穆尔有限责任公司	否	0.53	1.12
合计	-	**34.87**	**73.39**

数据来源：根据公司提供资料整理

2021 年 3 月末，公司流动资产为 1,234.31 亿元，较 2020 年末有所增长，其中应收账款为 307.50 亿元，较 2020 年末增长 14.08%，前五名欠款合计占比 12.83%，集中度低；货币资金为 146.19 亿元，较 2020 年末下降 16.38%；其他应收款为 48.08 亿元，较 2020 年末小幅增长；流动资产其他主要科目较 2020 年末均变化不大。

公司非流动资产主要由无形资产、固定资产、投资性房地产等构成。2018～2020 年末，公司无形资产逐年增长，其中 2020 年末同比大幅增加 138.40 亿元，主要是公司新增位于黑龙江东宁市、穆棱市、宁安市和贵州独山市的四块林地，使得林地使用权同比增加 133.14 亿元所致；固定资产有所波动；投资性房地产逐年增长，其中 2019 年末同比增长 21.63%，主要是自用房地产或存货转入 3.58 亿元所致。2021 年 3 月末，非流动资产为 442.86 亿元，较 2020 年末略有增长，非流动资产主要科目较 2020 年末均变化不大。

资产周转率方面，2018～2020 年，公司应收账款周转天数分别为 36.38 天、39.69 天和 40.68 天，存货周转天数分别为 24.04 天、25.15 天和 28.06 天，周转效率均逐年小幅下降。2021 年 1～3 月，公司应收账款周转天数和存货周转天数分别为 59.16 天和 41.15 天。

截至 2021 年 3 月末，公司受限资产 116.70 亿元，其中受限货币资金 58.72 亿元，主要是银行承兑汇票保证金及信用保证金；固定资产、无形资产和存货受限金额分别为 23.53 亿元、7.82 亿元和 7.63 亿元，主要是抵押借款形成；应收账款受限金额 4.87 亿元，主要是应收账款保理融资；应收票据受限金额 1.00 亿元，主要是保理融资，受限资产占总资产比重 6.96%，占净资产比重 21.34%，资产受限规模适中。

（二）债务及资本结构

2018 年以来，公司负债规模逐年增长，以流动负债为主；有息债务规模大，公司面临较大的偿债压力。

2018 年以来，公司负债规模逐年增长，债务结构以流动负债为主，流动负债占比均保持在 69%以上。截至 2021 年 3 月末，负债总额为 1,130.23 亿元，较

2020 年末略有增长，其中流动负债占比 77.43%。

表 25　2018～2020 年末及 2021 年 3 月末公司负债情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年 3 月末		2020 年末		2019 年末		2018 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	290.23	25.68	277.66	25.29	234.63	25.18	181.40	24.22
应付账款	135.68	12.00	115.54	10.53	96.15	10.32	77.62	10.36
应付票据	202.50	17.92	207.97	18.94	164.21	17.63	119.65	15.97
预收款项	0.17	0.01	83.69	7.62	49.89	5.36	44.13	5.89
一年内到期的非流动负债	93.91	8.31	121.82	11.10	57.95	6.22	64.02	8.55
流动负债合计	**875.10**	**77.43**	**846.15**	**77.08**	**649.79**	**69.75**	**544.07**	**72.63**
长期借款	167.80	14.85	172.08	15.68	187.56	20.13	159.90	21.35
应付债券	50.00	4.42	46.00	4.19	56.00	6.01	18.00	2.40
长期应付款	27.59	2.44	26.72	2.43	32.51	3.49	21.92	2.93
非流动负债合计	**255.14**	**22.57**	**251.64**	**22.92**	**281.87**	**30.25**	**205.03**	**27.37**
负债总额	**1,130.23**	**100.00**	**1,097.79**	**100.00**	**931.67**	**100.00**	**749.10**	**100.00**
短期有息债务[12]	589.64	52.17	610.44	55.61	477.79	51.28	395.07	52.74
长期有息债务	241.53	21.37	240.68	21.92	274.39	29.45	198.89	26.55
总有息债务	**831.17**	**73.54**	**851.12**	**77.53**	**752.18**	**80.73**	**593.96**	**79.29**
资产负债率		**67.39**		**66.78**		**73.88**		**72.33**

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、一年内到期的非流动负债和预收款项等构成。2018～2020 年末，公司短期借款逐年增长，主要是公司经营规模扩大后所需营运资金增加所致，其中 2020 年末短期借款主要由保证借款 221.31 亿元、信用借款 42.33 亿元、抵押借款 7.75 亿元和质押借款 6.28 亿元构成；应付票据逐年增长，主要是销售规模增加使得公司增加银行承兑汇票的使用所致；应付账款逐年增长，主要是业务规模快速增长以及公司加强与供应商的谈判力度，积极获取采购支付账期上的优惠条件所致，2020 年末一年以内应付账款占比 96.72%。

同期，一年内到期的非流动负债波动较大，其中 2020 年末同比大幅增加 63.87 亿元，主要是长期借款、应付债券转入所致；预收款项逐年增长，其中 2020 年末同比大幅增加 33.80 亿元，主要是销售规模扩大带动预收货款增加所致。

2021 年 3 月末，公司流动负债为 875.10 亿元，较 2020 年末略有增长，一年内到期的非流动负债为 93.91 亿元，较 2020 年末下降 22.91%，主要是长期借款到期所致；公司执行新收入准则，将部分预收款项调整至合同负债科目，2021

[12] 有息债务包含应付票据，应付票据不付息。

年 3 月末合同负债为 103.10 亿元；其他流动负债为 13.98 亿元，较 2020 年末增加 9.10 亿元，主要是执行新收入准则后，将预收款项的增值税计入该科目所致。流动负债其他主要科目较 2020 年末均变化不大。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款等构成。2018～2020 年末，公司长期借款有所波动，其中 2020 年末长期借款由保证借款 128.30 亿元、抵押借款 31.57 亿元和信用借款 12.21 亿元构成；应付债券波动较大，其中 2019 年末同比大幅增加 38.00 亿元，主要是发行 6.00 亿元“19 中林 02”、4.00 亿元“19 中林集团 MTN003”、5.00 亿元“19 中林集团 MTN002”、8.00 亿元“19 中林集团 MTN001”、10.00 亿元“19 中林 03”和 5.00 亿元长江经济带资产支持专项计划所致；长期应付款有所波动，主要为融资租赁款项。2021 年 3 月末，公司非流动负债为 255.14 亿元，较 2020 年末略有增长，非流动负债主要科目较 2020 年末均变化不大。

公司有息债务规模大且增长较快，占总负债比重高；短期有息负债占比高，公司面临较大的短期集中偿债压力。

2018 年以来，公司有息债务规模大且增长较快，占总负债的比重高。截至 2021 年 3 月末，公司总有息债务为 831.17 亿元，占总负债比重 73.54%，短期有息债务占比为 70.94%，有息债务期限结构集中，公司面临较大的短期集中偿债压力。

表 26　截至 2021 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	＞5 年	合计
金额	589.64	116.18	52.73	72.63	**831.17**
占比	70.94	13.98	6.34	8.74	**100.00**

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2021 年 3 月末，公司无重大未决诉讼，对外担保规模较小，或有风险较小。

或有负债方面，截至 2021 年 3 月末，公司无重大未决诉讼事项；对外担保金额为 1.94 亿元，为 2020 年新纳入合并范围的子公司宁安市同城生态旅游发展有限公司为宁安市向阳新区建设开发有限公司（以下简称“向阳建设”）的城中村改造贷款提供担保，向阳建设的主营业务为土地收储、整理、一级开发及城市基础设施建设等，截至 2021 年 3 月末，控股股东和实际控制人为宁安市国有资产管理委员会办公室，持股 79.16%。2020 年，向阳建设的营业收入 0 元，净利润 1.00 万元，经营性净现金流-1,951.72 万元；2021 年 1～3 月，营业收入 0 元，净利润-7.17 万元，经营性净现金流-14.98 万元。向阳建设利润依赖政府补助，2020 年及 2021 年 1～3 月，获得的政府补助分别为 19.28 万元及 4.57 万元。

截至 2021 年 3 月末，向阳建设总资产 6.85 万元，总负债 5.79 万元，资产负债率 84.55%。截至 2021 年 3 月末，公司担保比率为 0.35%。整体来看，公司对外担保规模较小，或有风险较小。

2018 年以来，公司所有者权益逐年增长；少数股东权益占比高且逐年增长，对所有者权益稳定性有一定影响。

2018～2020 年末，公司所有者权益分别为 286.54 亿元、329.42 亿元和 546.16 亿元，逐年增长，其中 2020 年末同比大幅增加 216.74 亿元，主要是少数股东权益大幅增加所致；实收资本始终为 9.70 亿元；资本公积分别为 131.45 亿元、131.52 亿元和 133.13 亿元，逐年小幅增长；专项储备分别为 0.04 亿元、0.06 亿元和 0.07 亿元，逐年增加；未分配利润分别为 5.56 亿元、5.74 亿元和 8.92 亿元，逐年增加；少数股东权益分别为 130.36 亿元、172.62 亿元和 385.97 亿元，逐年大幅增长，其中 2019 年末同比增长 32.41%，主要是公司积极推进混合所有制，借助林业行业整合机会，积极引进外部战略投资者资金，增加合并报表少数股东权益 31.73 亿元以及发行及归还永续债、优先股因素使得少数股东权益增加 7.91 亿元所致，2020 年末同比增加 213.35 亿元，主要是公司进行林地拓展，新设及并购非全资子公司，少数股东以林地评估值入股，林地为位于黑龙江东宁市、穆棱市、宁安市及贵州独山市的四块林地，评估值合计 199.88 亿元，此外，公司发行及归还永续债、优先股因素导致少数股东权益增加 15.89 亿元；少数股东权益占所有者权益比例分别为 45.50%、52.40%和 70.67%，占比高且逐年增长，对所有者权益稳定性有一定影响。2021 年 3 月末，所有者权益为 546.94 亿元，较 2020 年末略有增长，其中少数股东权益为 387.73 亿元。

2018～2020 年，公司盈利对利息保障程度较好；可使用授信额度较大，对负债保障程度较好，经营性现金流持续净流出，不利于对债务和利息的保障；资产负债率较高，债务负担较重。

2018 年以来，公司营业总收入、毛利润和净利润均逐年增长，EBITDA 对利息的保障倍数分别为 1.31 倍、1.36 倍和 1.48 倍，盈利对利息保障程度较好。

公司流动性偿债来源以融资收入为主。公司融资收入主要为银行借款，截至 2021 年 3 月末，主要银行授信额度为 1,122.40 亿元，尚未使用银行授信额度 450.44 亿元，可使用授信额度较大；2018～2020 年末，公司流动比率分别为 1.40 倍、1.50 倍和 1.42 倍，速动比率分别为 1.22 倍、1.32 倍和 1.20 倍，流动资产和速动资产对流动负债的保障程度较好；2018～2020 年，经营性净现金流利息保障倍数分别为-1.20 倍、-1.44 倍和-0.51 倍，经营性净现金流持续为负，不利于对债务和利息的保障。

公司清偿性偿债来源主要包括预付款项、应收票据、应收账款、无形资产等，

2018～2020 年末，公司资产负债率分别为 72.33%、73.88%和 66.78%，债务资本比率分别为 67.46%、69.54%和 60.91%，债务负担较重。

偿债能力

综合来看，公司的抗风险能力极强，偿债能力极强。本次债券到期不能偿付的风险极低。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；公司在全国木材供应市场居重要地位，作为唯一一家国务院国资委直属的林业央企，承担着保障国家木材安全的重要责任，战略地位突出；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；重庆市国家储备林项目将大幅提升公司森林储备资源体量，完善产业链布局，提升公司盈利能力，同时对长江上游生态屏障建设具有重要意义；2018 年以来，随着销售网络拓展和经营规模扩大，公司营业总收入逐年增长。但公司业务以贸易为主，盈利能力总体偏弱；预付款项、应收账款及存货规模较大，对营运资金形成较大占用；有息债务规模增长较快，短期面临较大的偿债压力；经营性现金流持续净流出，不利于对债务和利息的保障；少数股东权益逐年增长，对所有者权益稳定性有一定影响。

预计未来 1～2 年，公司作为林业行业的唯一央企，在木材供应领域仍处于重要地位，并在造林抚育等项目上继续获得政府政策支持，主营业务将保持稳定发展。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：大公将在本次债券存续期内，在每年发债主体发布年度报告后两个月内，且不晚于发债主体每一会计年度结束之日起六个月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

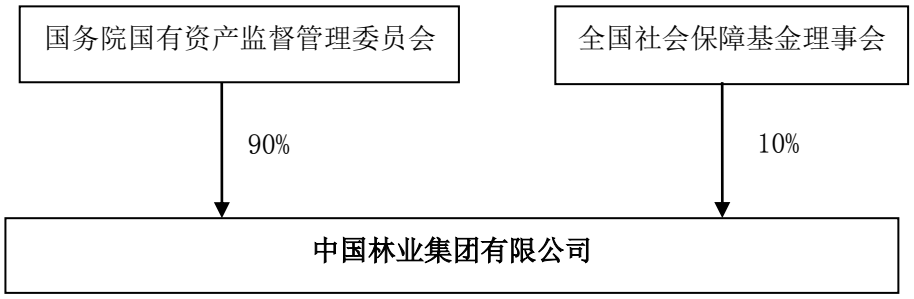
跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会上会评审、出具评级报告、公告等程序进行。

大公的定期和不定期跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

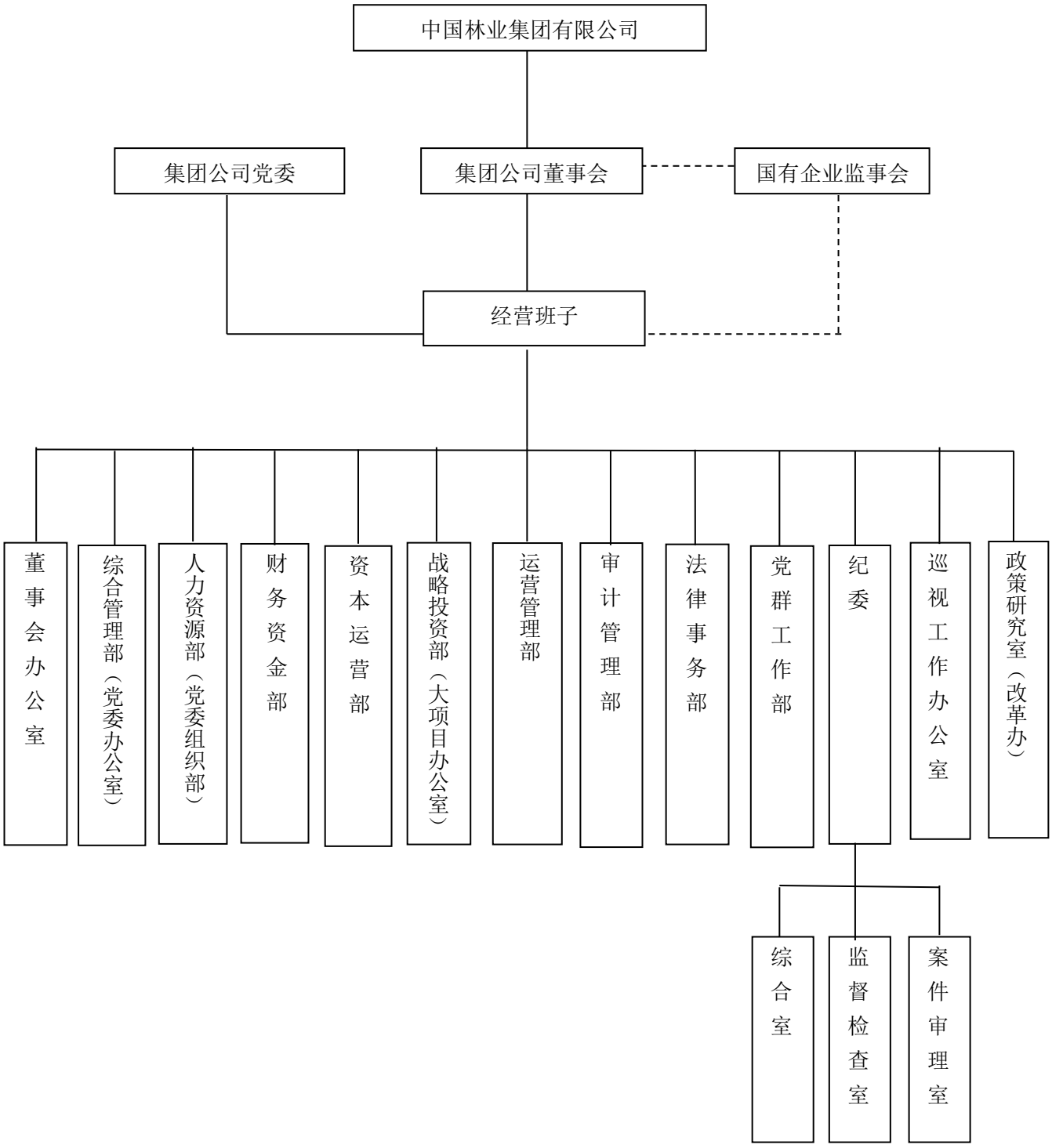
3）如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布评级报告所公布的信用等级暂时失效直至发债主体提供所需评级资料。

附件 1　公司治理

1-1　截至本报告出具日中国林业集团有限公司股权结构图



1-2 截至 2021 年 3 月末中国林业集团有限公司组织结构图



附件 2　中国林业集团有限公司主要财务指标

（单位：亿元）

项目	2021 年 1～3 月（未经审计）	2020 年	2019 年	2018 年
货币资金	146.19	174.82	135.75	110.53
应收账款	307.50	269.54	192.89	159.15
预付款项	506.29	488.54	435.78	313.64
存货	197.05	189.72	117.78	96.26
其他应收款	48.08	45.23	64.04	44.84
无形资产	285.06	285.22	146.81	144.84
固定资产	60.22	60.10	59.95	62.77
投资性房地产	27.06	26.97	24.18	19.88
总资产	1,677.17	1,643.96	1,261.09	1,035.64
短期有息债务	589.64	610.44	477.79	395.07
总有息债务	831.17	851.12	752.18	593.96
负债合计	1,130.23	1,097.79	931.67	749.10
所有者权益合计	546.94	546.16	329.42	286.54
营业总收入	438.92	2,046.09	1,600.25	1,305.48
其他收益	0.05	1.82	1.54	0.65
资产减值损失	0.00	2.27	1.91	0.58
净利润	0.58	9.68	5.68	3.41
经营活动产生的现金流量净额	-0.28	-17.04	-45.54	-33.05
投资活动产生的现金流量净额	2.44	5.55	-5.97	-31.97
筹资活动产生的现金流量净额	-17.00	33.83	69.49	73.17
毛利率（%）	3.64	3.59	4.27	4.41
营业利润率（%）	0.38	0.62	0.48	0.32
总资产报酬率（%）	0.51	2.75	3.12	3.18
净资产收益率（%）	0.11	1.77	1.73	1.19
资产负债率（%）	67.39	66.78	73.88	72.33
债务资本比率（%）	60.31	60.91	69.54	67.46
流动比率（倍）	1.41	1.42	1.50	1.40
速动比率（倍）	1.19	1.20	1.32	1.22
存货周转天数（天）	41.15	28.06	25.15	24.04
应收账款周转天数（天）	59.26	40.74	39.69	36.38
经营性净现金流/流动负债（%）	-0.03	-2.28	-7.63	-7.30
经营性净现金流/总负债（%）	-0.03	-1.68	-5.42	-5.22
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-0.04	-0.51	-1.44	-1.20
EBIT 利息保障倍数（倍）	1.20	1.35	1.24	1.20
EBITDA 利息保障倍数（倍）	1.32	1.48	1.36	1.31
现金回笼率（%）	102.98	102.02	106.34	110.27
担保比率（%）	0.35	0.36	0.00	0.00

附件 3　各项指标的计算公式

1. 毛利率（%）＝（1－营业总成本[13]/营业总收入）× 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[14]＝ 360 /（营业成本/年初末平均存货）
17. 应收账款周转天数[15]＝ 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. 扣非净利润= 净利润-公允价值变动收益-投资收益-汇兑收益-资产处置收益-其他

[13] 营业总成本只包含营业成本、利息支出和手续费及佣金支出。
[14] 一季度取 90 天。
[15] 一季度取 90 天。

收益-（营业外收入-营业外支出）

23. 可变现资产= 总资产-在建工程-开发支出-商誉-长期待摊费用-递延所得税资产

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）

27. 长期资产适合率（%）＝（所有者权益＋非流动负债）/非流动资产×100%

附件 4 信用等级符号和定义

4-1 一般主体评级信用等级符号及定义

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，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，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，信用等级下调的可能性较大。

注：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。

4-2 中长期债项信用等级符号及定义

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。

注：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。