

信用等级公告

联合〔2020〕381号

中国林产品有限公司：

联合信用评级有限公司通过对中国林产品有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

中国林产品有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”
中国林产品有限公司拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年三月四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

中国林产品有限公司

公开发行 2020 年公司债券（第一期）信用评级报告

本期公司债券信用等级：AA+

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过 12.00 亿元（含）

本期债券期限：3 年

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

担保方：中国林业集团有限公司

担保方式：为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

评级时间：2020 年 3 月 4 日

主要财务数据：

发行人：中国林产品有限公司

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	365.90	491.01	589.18	564.13
所有者权益（亿元）	77.85	92.40	92.78	93.40
长期债务（亿元）	105.42	124.58	118.50	120.62
全部债务（亿元）	184.79	268.69	333.99	337.41
营业收入（亿元）	484.59	634.99	880.13	148.30
净利润（亿元）	1.13	2.14	3.17	0.05
EBITDA（亿元）	12.68	19.55	31.47	--
经营性净现金流（亿元）	-36.37	-29.92	-19.49	-6.49
营业利润率（%）	3.47	4.05	4.67	4.18
净资产收益率（%）	1.88	2.52	3.42	0.05
资产负债率（%）	78.72	81.18	84.25	83.44
全部债务资本化比率（%）	70.36	74.41	78.26	78.32
流动比率（倍）	1.58	1.52	1.42	1.49
EBITDA 全部债务比	0.07	0.07	0.09	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.15	1.27	1.27	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.06	1.63	2.62	--

担保方：中国林业集团有限公司

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	504.82	801.22	1,035.64	1,064.80
所有者权益（亿元）	139.09	284.91	286.54	288.45
营业收入（亿元）	698.45	938.00	1,302.53	318.34
净利润（亿元）	2.86	3.47	3.41	0.87
经营性净现金流（亿元）	-55.63	-40.33	-33.05	-21.30
资产负债率（%）	72.45	64.44	72.33	72.91

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 除特别说明外，均指人民币；3. 2019 年 1-3 月财务数据未经审计，相关财务指标未年化；4. 本报告已将林产品公司长期应付款中的债务部分调整至长期债务指标核算；5. 本报告已将林业集团其他流动负债和长期应付款中的债务部分调整至相关债务指标核算

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中国林产品有限公司（以下简称“公司”或“林产品公司”）的评级反映了公司作为国务院国资委管理的唯一一家林业企业的主要全资子公司，在股东背景、行业地位、林地资源、经营规模和贸易网络等方面具有竞争优势。近年来，公司资产和收入规模逐年增长，盈利能力不断提升。同时，联合评级也关注到木材行业木材资源供给压力较大、竞争激烈、公司经营模式主要依靠贸易、盈利能力有待提升、经营活动现金流持续净流出、权益稳定性一般以及整体债务负担很重等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司进一步加大对森林资源的控制量、大力发展木材主业，公司综合竞争实力有望得到增强，经营情况有望保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由中国林业集团有限公司（以下简称“林业集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。林业集团作为国务院国资委管理的唯一一家林业企业，具有较高的战略地位，并在行业地位、资产规模、林地资源和经营规模等方面具有很强的竞争优势。林业集团资产规模和收入规模很大，资本实力和担保实力很强，其担保对本期公司债券的信用水平具有显著的提升作用。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司作为国务院国资委管理的唯一一家林业企业的主要全资子公司，在我国生态文明建设背景下有较好的发展前景。

2. 公司在行业地位、林地资源、经营规模

和贸易网络等方面具有竞争优势，并在新西兰北岛拥有 51.5 万亩辐射松林地。

3. 公司营业收入、净利润和资产规模均逐年增长，整体经营情况良好。

4. 担保方林业集团作为国务院国资委管理的唯一一家林业企业，在行业地位、资产规模、林地资源和经营规模等方面具有很强的竞争优势，其担保对本期公司债券的信用水平具有显著的提升作用。

关注

1. 我国木材行业进入门槛较低，竞争程度激烈，并易受自然灾害影响。同时，在我国全面停止天然林商业性采伐和国际贸易保护主义升级影响下，木材资源供给压力较大。

2. 公司经营模式以贸易为主，整体盈利水平较低，易受大宗商品市场波动影响。

3. 公司经营活动现金流呈持续净流出态势，给公司资金管理带来挑战。同时，公司可用的金融远期和币种互换工具有限，随着汇率市场的频繁波动，公司作为进口企业，存在较大的汇兑损失风险。

4. 公司少数股东权益规模大，权益稳定性较差；同时债务规模增长较快，整体债务负担很重，短期偿债压力较大。

分析师

罗 峤

电话：010-85172818

邮箱：luoq@unitedratings.com.cn

范 琴

电话：010-85172818

邮箱：fanq@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

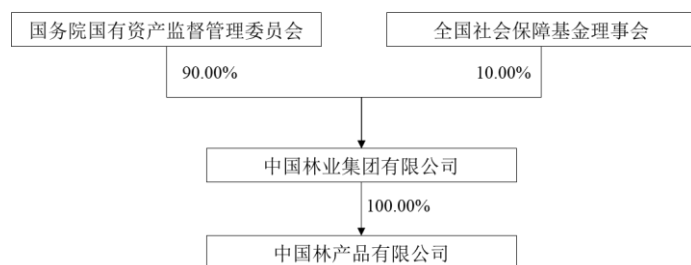
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

中国林产品有限公司（以下简称“公司”或“林产品公司”）前身为 1979 年 7 月 1 日根据国务院和国家农委批示成立的中国林产品经销公司；1984 年 8 月按照对部属公司进行改革的要求，公司改为部属的商业企业，初始注册资本 260 万元；1984 年 9 月国家工商行政管理局核准公司工商登记，成为原林业部直属的全民所有制企业。2000 年，公司与原林业部完成脱钩，并入中国林业集团有限公司（以下简称“林业集团”）。2017 年 11 月，公司更名为现名。历经多次增资和股权转让，截至 2019 年 3 月底，公司注册资本为 104,287.75 万元，林业集团持股比例为 100.00%。由于国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国资委”）对林业集团的持股比例为 90.00%¹，公司的实际控制人为国资委；公司股权结构图如下图所示：

图 1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司年报

公司经营范围：木材、木片、木制品加工与销售；林化产品及制品、煤炭（不在北京地区开展实物煤的交易、储运活动）、建筑材料、机械设备、家用电器、纺织品、服装、纸张、纸浆、铁矿粉、铁矿石、金属材料的销售；信息咨询服务；承办与上述业务有关的产品展销；进出口业务；初级农产品、焦炭销售；森林经营和管护；仓储服务。（企业依法自主选择经营项目，开展经营活动；依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。）

截至 2019 年 3 月底，公司设有综合管理部、党委办公室、财务部、资金部、战略投资部、运营管理部、审计监察部、法律事务部、促进会等 9 个职能部门，以及木材贸易一部、木材贸易二部、国内贸易一部、国内贸易二部、国际贸易一部、国际贸易二部、煤炭贸易部等 7 个业务部门；合并范围内子公司 29 家；拥有在职员工 1,232 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 589.18 亿元，负债合计 496.39 亿元，所有者权益（含少数股东权益）92.78 元，其中归属于母公司所有者权益合计 22.46 亿元。2018 年，公司实现营业总收入 882.97 亿元，净利润（含少数股东损益）3.17 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.22 亿元；经营活动产生的现金流量净额-19.49 亿元，现金及现金等价物净增加额为-0.46 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 564.13 亿元，负债合计 470.73 亿元，所有者权益（含少数股东权益）93.40 亿元，其中归属于母公司所有者权益 22.11 亿元。2019 年 1—3 月，公司实现营业总收入 149.26 亿元，净利润（含少数股东损益）0.05 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 -0.33 亿元；公司经营活动现金流量净额为-6.49 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.52 亿元。

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

公司注册地址：北京市朝阳区安苑路 20 号；法定代表人：冀宝钧。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

经中国证监会（证监许可〔2019〕1620 号文）核准，公司获准向合格投资者公开发行面值总额不超过 12.00 亿元的公司债券。本期债券名称为“中国林产品有限公司公开发行 2020 年公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），发行规模为不超过人民币 12.00 亿元（含），期限为 3 年。本期债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。本期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一起支付。本期债券采用固定利率，票面利率由公司与主承销商按照发行时网下询价簿记结果共同协商确定。

本期债券由控股股东林业集团提供全额、无条件的、不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金在扣除发行费用后拟用于偿还公司债务及补充流动资金。

三、行业分析

近年来，公司营业收入来源主要为林业行业中的木材行业，因此本报告的行业分析将围绕木材行业展开，并重点分析木材进口市场。

1. 行业概况

近年来，我国木材产量难以满足需求，对外依存度高；受天然林限采政策影响，木材进口增速加快；近年来价格整体运行平稳；木材进口市场呈现完全竞争格局。

木材具有重量轻、强重比高、弹性好、纹理色调丰富美观等优点，是国民经济中的重要原材料。木材行业上游为森林种植和森林养护行业，中游为木材贸易流通行业，下游主要包括建筑业、造纸业、出口和家具业，占比大致为 31%、29%、19%和 12%。从行业规模来看，根据中国木材与木制品流通协会信息中心统计数据，2016—2018 年，我国木材与木制品行业总产值逐年增长，分别为 2.00 万亿元、2.12 万亿元和 2.18 万亿元，年均复合增长 4.40%。我国木材行业受生态政策影响较大，周期性表现不明显。

国内木材行业方面，从供给端来看，根据国务院最新数据，截至 2015 年底，我国森林面积达 2.08 亿公顷，森林覆盖率达 21.66%，但我国仍然是一个少林缺绿的国家，且树龄和地理分布不平衡。根据国家林业和草原局规划目标，到 2020 年我国森林覆盖率有望提升至 23.04%，但仍低于 31.00%的世界平均水平。2016—2018 年，我国木材产量分别为 7,775.90 万立方米、8,398.20 万立方米和 8,432.00 万立方米，年均复合增长 4.13%。从需求端来看，随着我国社会经济发展，对木材资源消耗量也有所增加。根据中国木材与木制品流通协会统计数据，2016—2017 年，我国木材消费总量（含纸浆换算和废旧循环折算）分别为 5.58 亿立方米和 6.00 亿立方米；2018 年为近 6.00 亿立方米。根据中国木材与木制品流通协会测算，目前我国木材对外依存度近 60%，建筑、家具用优质大径木材高度依赖进口。

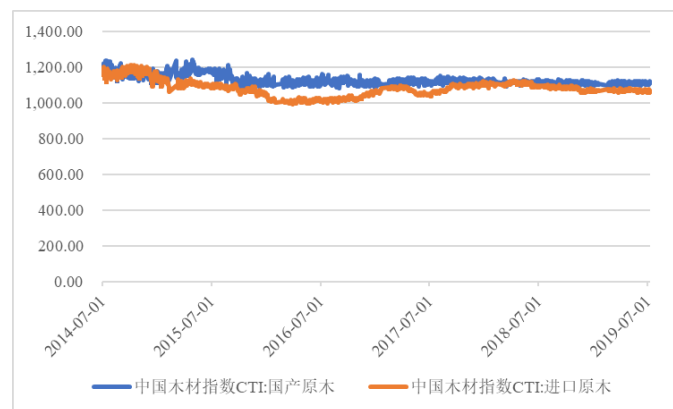
国外木材行业方面，全世界约 34%的森林被用于生产木材和非木质林产品。由于树木具有生命周期，必须到期砍伐，因此长期看，森林覆盖率高、可持续性强的林业发达国家的木材供给及出口

将呈现增长趋势。但在全球气候和环境问题日益受到关注的背景下，各国林产品的生产和贸易重点各有不同，原木及初加工产品贸易受到影响，深加工、精加工产品贸易迅速扩大。目前，全球有 86 个国家限制或禁止原木出口，国际 CITES 公约限制贸易的树种达 220 多个。从区域角度来看，欧洲、亚洲和北美洲约占世界林产品国际贸易额的 90%。

木材进出口方面，根据中国木业网统计数据，2016—2018 年，我国进口木材（原木+锯材）折成原木材积分别为 9,348 万立方米、10,850 万立方米和 11,194 万立方米，同比增速分别为 13.57%、16.10%和 3.17%；其中 2016 年和 2017 年同比增速较快主要系我国天然林限采政策影响所致，2018 年同比增速回落主要系下游房地产行业不景气所致。

木材价格方面，根据中国木材综合价格指数，2016 年以来，进口原木价格和国产原木价格整体运行平稳。2016—2018 年底，进口原木价格指数分别为 1,060.62、1,110.31 和 1,060.84；国产原木价格指数分别为 1,112.24、1,115.33 和 1,107.77。考虑到进口原木品种众多，不排除部分树种价格在此期间波幅较大。

图 2 近年来中国木材价格指数



资料来源：Wind

木材进口贸易竞争格局方面，由于我国作为世界第一大木材进口国，木材进口市场规模较大，品种较多，而且无相关准入许可资质要求，我国木材进口贸易格局呈现多主体参与、价格随行就市的完全竞争状态。根据 GTA 全球关贸数据库近年来的统计结果，有一定规模的中国进口商（以非针叶原木和针叶原木为统计口径）数量至少为 500 家。此外，由于木材属于典型的非标准化行业，每车每件差异性较大，尚无行业认可的公允价格报价平台，影响了单个企业的市场占有率测算。一般情况下，贸易商在某一树种进口贸易市场的市占率达到 20.00%~30.00%即可认为是头部企业。

2. 行业政策

近年来，对木材行业影响较大的政策主要作用于收缩供给端，客观上会加大我国木材供应缺口。

（1）集体林采伐限额制度

2014 年 5 月，国家林业局制定《关于进一步改革和完善集体林采伐管理的意见》，针对占林地总面积 60%的集体林地，提出对其不再编制和下达年度木材生产计划，并以采伐限额作为统一控制指标；进而要求各地将采伐限额层层分解至各乡镇、集体林场、相关集体林业合作组织等。

（2）我国全面停止天然林商业性采伐

2015 年 3 月，国家林业局制定天然林全面停止商业性采伐方案，并于 2017 年实现全面停止全国天然林商业性采伐。我国森林资源缺乏，木材对外依存度较高，全面停止天然林商业性采伐政策

的实施进一步扩大了木材供应缺口。

（3）产材国持续加大木材的严控政策

近年来，产材大国政府纷纷加强木材出口管理政策。我国木材进口来源地主要为俄罗斯、加拿大、美国、智利、新西兰、德国以及北欧东南亚等多个国家与地区。目前加拿大禁止原木和纸浆出口，不排除未来产材国出台的木材政策会更加严格和频繁。

3. 行业关注

（1）木材资源供给压力较大

受我国全面停止天然林商业性采伐影响，我国木材资源供给压力较大，对外依存度不断提高，木材获取成本和采购半径均有所增加。

（2）价格、汇率及燃油价格变动风险

由于我国木材行业对外依存度较高，若持续面临国际大宗商品市场价格波动、汇率波动较大等情况，将对木材行业的成本控制和生产经营造成较大影响。

（3）市场竞争风险

木材行业进入门槛较低。具体到其中的木材流通贸易行业，集中度低、竞争程度激烈、经济效益偏低，各市场主体面临激烈的市场化竞争风险。

（4）自然灾害风险

林木生长受制于自然条件。由于林木资源生长周期较长，如出现旱灾、涝灾、虫灾、火灾、台风、地震等自然灾害，会危害林木的生长，影响木材行业公司的森林资源经营和木材贸易经营。

4. 行业发展

考虑到我国城镇化进程，木材行业发展有望保持稳定。

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

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为国资委管理的唯一一家林业企业林业集团的全资子公司，在林木资源、木材进口等领域具有很高的行业地位和较强的竞争力。

贸易规模方面，按照国家“走出去”战略部署，近年来，公司加强国外森林资源开发和木材进口经营，以木材贸易为核心，同时开展煤炭、生铁等大宗商品经营。随着公司持续调整经营结构、进一步聚焦主业，木材贸易规模快速增长。2018年，公司共实现木材贸易销售量4,794.51万立方米，实现收入469.25亿元，木材经销量行业领先，市场控制力和影响力逐年提高。

林地资源方面，公司于2014年和2016年先后购买新西兰林地合计51.5万亩，主要产品为辐射松，开采年限为永久。公司将该林地上的林木计入存货科目项下消耗性生物资产，截至2018年底，账面价值约8.01亿元，自产木材年产能约为80万立方米，每年实际产量因砍伐周期因素而有波动。公司对拥有的新西兰海外林业资源已购买林业保险，涉及风险、火山灾害险、冰雹灾害险、灭火险

等。另外，为进一步扩大公司境外森林资源的占有和控制规模，保障木材进口资源，公司持有绿心集团有限公司（股票简称“绿心集团”，股票代码“0094.HK”）股权²，并于2015年7月起取得绿心集团在新西兰20万亩林木的独家包销权，该部分林木年均提供木材约50万立方米。考虑到新西兰法制健全，市场经济规则较为完善，林地自然条件优越，林木生长快，其森林主要是速生人工林，合理采伐没有环境因素的限制，公司在新西兰的资源布局对自身木材贸易的支撑和保障作用逐步显现。

2. 人员素质

公司高级管理人员均拥有丰富的行业工作背景和管理经验，对行业政策、发展趋势和公司管理驾驭能力较强。公司目前的人才结构基本适应公司发展的需求。

公司由控股股东林业集团任命了1名执行董事（总经理）和4名副总经理，共有5位高级管理人员。

公司法定代表人、执行董事兼总经理冀宝钧先生，1974年出生，本科学历，曾任中国林产品经销公司部门副经理、公司部门经理、总经理助理和副总经理，2017年11月起任公司总经理。

截至2019年3月底，公司共有员工1,232人；从学历构成看，大专及以下学历占59.01%、本科学历占35.23%、硕士及以上学历占5.76%；从岗位构成看，管理人员占55.52%、生产人员占44.48%。

3. 外部支持

近年来，公司得到了林业集团、政策性银行、各地政府给予的补贴等方面的支持，外部发展环境良好。

股东背景方面，公司为林业集团的全资子公司，也是林业集团的核心企业。林业集团业务作为国务院国资委管理的唯一一家林业企业，具有较高的战略地位，并在行业地位、资产规模、林地资源和经营规模等方面具有很强的竞争优势（见本报告“债权保护条款分析”相关分析）。林业集团多次对公司进行注资。具体包括：2014年3月，林业集团对公司增资1.00亿元；2014年12月，公司收到0.25亿元资本金补贴；2015年8月，林业集团对公司增资8.00亿元；2018年12月，林业集团对公司增资17.50亿元。整体看，控股股东林业集团从资源和资金等方面为公司提供了较多支持。

政策支持方面，国家林业局“走出去”战略加快实施，发改委、商务部等部门鼓励央企等从境外开发资源，在我国天然林禁伐的大环境下，境外林业资源的开发得到了国家各部门的支持。在公司对新西兰51.5万亩林地的收购中，国家开发银行提供了15~20年期的贷款，偿还时间及金额可根据林木成熟度有所调整；中国进出口银行等政策性银行及其他单位和部门也提供了相应支持。2016—2018年，公司分别获得政府补贴、奖励等支持资金387.35万元、1,498.92万元和1,741.88万元。公司木材经营为国家战略支持的产业，扶持资金等政府补助持续性尚可。

五、公司管理

1. 公司治理

公司为国家出资的一人有限公司，法人治理结构符合相关法律要求；但伴随公司业务发展和国有企业改革的推进，公司治理结构可能面临一定调整。

公司按照《公司法》《企业国有资产法》《企业国有资产监督管理暂行条例》等法律法规，制定和执行《中国林产品有限公司章程》等规章制度。

² 截至2018年底，公司持股占绿心集团已发行普通股比例为5.93%

根据公司章程，公司为一人有限公司，未设股东会；由林业集团根据国务院的授权指导公司开展经营活动。

公司不设董事会，设一名执行董事，由股东委派；执行董事任期三年，任期届满经股东决定可连任。

公司设总经理一名，设副总经理若干名；总理由执行董事兼任，由股东聘任和解聘。

公司不设监事会，设监事二名，一名由股东委派，一名由公司通过全体职工大会、职工代表大会等民主形式选举产生。执行董事、高级管理人员不得兼任监事。监事任期三年，任期届满可经选举连任。

2. 管理体制

公司内部管理制度较为完善，各项风险控制较为严格，但管理及权力过于集中，缺乏相互制衡的机制，可能存在一定的管理风险。

截至 2019 年 3 月底，公司内设综合管理部、党委办公室、财务部、资金部、战略投资部、运营管理部、审计监察部、法律事务部、促进会等 9 个职能部门，以及木材贸易一部、木材贸易二部、国内贸易一部、国内贸易二部、国际贸易一部、国际贸易二部、煤炭贸易部等 7 个业务部门；合并范围内包括 29 家子公司。

采购与销售管理方面，根据国家法律法规及林业集团的制度规定，公司制定了《客户管理暂行办法》《采购与销售管理办法》《贸易业务管理制度》等，以完善风险把控，并加强采购及销售的计划性、有效性和科学性。

投资决策方面，公司制定了《投资管理暂行规定》《工程建设管理暂行规定》等，对公司投资活动进行全过程统一管理，包括投资项目报批的决策管理、建设项目实施过程中的建设管理和项目投产运营后的运营管理。同时，为了加强对子公司的投资管理工作，子公司的所有投资项目均须报公司批准。

财务管理方面，公司制定了《固定资产管理制度》《货币及结算资金管理规定》《银行账户管理办法》《资产减值准备计提办法》等财务管理制度，以建立适度财务集中、集权与授权相结合的财务管理模式。

下属公司管理方面，公司按照《公司法》及其他相关法律法规，逐步建立了相对完善的下属公司管理体系；并制定了《目标责任管理办法》《境外企业管理办法》等制度，以规范对子公司和境外企业的管理。

对外担保管理方面，公司制定了《对外担保管理制度》，对外担保实行统一管理，非经公司总经理办公会审议批准，任何人无权以公司名义签署对外担保的合同、协议或其他类似的法律文件。

六、经营分析

1. 经营概况

近年来，公司营业收入逐年大幅增长，营业收入和利润主要来自木材贸易和煤炭贸易，综合毛利率逐年提升。

根据国资委给控股股东林业集团确定的三大主营业务板块，公司业务板块由林业、森林工业、农林牧渔服务业三大主营业务板块及其他业务板块构成。2016—2018 年，公司营业总收入逐年大幅增长，分别为 484.59 亿元、634.99 亿元和 882.97 亿元，年均复合增长 34.98%，主要系森林工业板

块和农林牧渔服务业板块的经营规模扩大所致。2016—2018 年，公司净利润逐年增长，分别为 1.13 亿元、2.14 亿元和 3.17 亿元，年均复合增长 67.70%，主要系综合毛利率提升所致。

2016—2018 年，公司主营业务收入占营业收入的比例分别为 99.92%、99.89%和 99.90%，主营业务十分突出。从主营业务收入构成来看，2016—2018 年，林业收入波动增长，分别为 2.42 亿元、3.84 亿元和 3.46 亿元，年均复合增长 19.57%，主要受自产木材的产销量波动影响；占营业收入的比例波动下降，分别为 0.50%、0.61%和 0.39%。2016—2018 年，森林工业收入逐年增长，分别为 273.74 亿元、393.00 亿元和 517.68 亿元，年均复合增长 37.52%，主要系整合市场资源，抢占全国市场，大力发展木材贸易所致；占营业收入的比例波动提升，分别为 56.49%、61.89%和 58.82%。2016—2018 年，农林牧渔服务业收入逐年增长，分别为 208.06 亿元、237.46 亿元和 358.15 亿元，年均复合增长 31.20%，主要系积极开展煤炭贸易业务及煤炭价格提升所致；占营业收入的比例波动下降，分别为 42.94%、37.40%和 40.69%。公司其他业务收入主要为房屋租赁、咨询、代理、仓储服务、物流管理服务，占比很小，对营业收入规模影响不大。

表 1 2016—2018 年公司营业收入情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
林业	2.42	0.50	13.77	3.84	0.61	30.31	3.46	0.39	35.01
森林工业	273.74	56.49	3.27	393.00	61.89	3.38	517.68	58.82	4.98
农林牧渔服务业	208.06	42.94	3.62	237.46	37.40	4.86	358.15	40.69	4.15
主营业务小计	484.22	99.92	3.47	634.31	99.89	4.10	879.29	99.90	4.76
其他业务	0.37	0.08	46.88	0.68	0.11	32.47	0.84	0.10	19.79
合计	484.59	100.00	3.50	634.99	100.00	4.13	880.13	100.00	4.77

资料来源：公司提供

从毛利率来看，2016—2018 年，公司林业板块毛利率逐年提升，分别为 13.77%、30.31%和 35.01%，主要系 2016 年林业板块经营主体中国林业集团新西兰有限公司（以下简称“新西兰公司”）将运输费用在成本中核算，并于 2017 年起调整至销售费用核算所致；森林工业板块毛利率逐年提升，分别为 3.27%、3.38%和 4.98%，主要系木材贸易购销价差有所提高所致；农林牧渔服务业板块毛利率波动提升，分别为 3.62%、4.86%和 4.15%，主要系受煤炭贸易购销价差波动影响所致；其他业务毛利率逐年大幅下降，分别为 46.88%、32.47%和 19.79%，主要系板块内不同细分业务结构变化所致。受上述因素综合影响，2016—2018 年，公司综合毛利率逐年提升，分别为 3.50%、4.13%和 4.77%。

2019 年 1—3 月，受 2018 年底剥离如皋港务后，如皋港务 2019 年 1 季度形成的营业收入和净利润不计入公司合并利润表影响，公司实现营业总收入 149.26 亿元，较上年同期下降 12.05%；实现净利润 0.05 亿元，较上年同期下降 88.69%。

2. 林业板块

近年来，公司林业板块产销量波动增长，但销售收入规模较小，销售集中度高。

林业板块产品全部为自产木材，主要经营主体为新西兰公司及中国林产品（新西兰）有限公司。2016—2018 年，受自产木材产销量波动影响，林业收入波动增长，分别为 2.42 亿元、3.84 亿元和 3.46 亿元，年均复合增长 19.57%。

林业板块的经营模式为在新西兰北岛 51.5 万亩林地生产木材产品并对外销售，主要产品为辐射松原木。销售模式方面，公司和新西兰专业的林地管理公司 PF Olsen 有着长期合作的经验，对于砍伐的木材，一部分由 PF OLSEN 代为销售本地，另一部由新西兰公司自行出口至中国、印度、韩国

等亚洲市场。2016—2018 年，受市场行情影响，木材销售单价有一定波动，分别为 625.06 元/立方米、611.45 元/立方米和 676.15 元/立方米。

表 2 2016—2018 年公司自营木材产销情况（单位：万立方米、元/立方米）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	产量	销量	单价	产量	销量	单价	产量	销量	单价
木材	38.65	38.65	625.06	62.84	62.84	611.45	51.17	51.17	676.15

资料来源：公司提供

销售集中度方面，2018 年公司自营木材客户主要为 PF Olsen（销售金额占比 41.94%）和 CHH Wood Products Ltd（销售金额占比 26.40%），均为非关联方；公司林业板块销售集中度高。

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

3. 森林工业板块

森林工业板块是公司的核心业务，主要为木材贸易，此外还有少量纸品贸易；运营主体为公司本部、上海胜握胜林业有限公司（以下简称“胜握胜公司”）、中国林产品（新加坡）有限公司（以下简称“新加坡公司”）和新西兰公司等子公司。2016—2018 年，森林工业收入逐年增长，分别为 273.74 亿元、393.00 亿元和 517.68 亿元，年均复合增长 37.52%；其中，木材贸易收入占森林工业收入的比例分别为 93.07%、93.59%和 96.60%，占比较高。

（1）木材采购

近年来，公司原木采购量逐年增长，采购均价逐年上升；板材采购量逐年增长，采购均价波动下降；考虑到目前国际贸易环境，公司面临一定的汇率波动风险。

采购模式为“以销定采”。公司木材贸易的最终供应商主要为国外供应商，也会通过国内贸易商间接采购。具体流程为公司确定客户采购意向及贸易差价后，向国内外供应商统一询价、采购木材，并在国内销售。

木材采购方面，公司与国内外多家木材经营企业建立了长期、稳定的合作关系。针对国外采购，公司国外供应商已涵盖新西兰、美国、加拿大、俄罗斯等多个国家和地区，并主要通过海运将进口木材运至各个港口，运输成本由公司承担。公司木材进口采用 Cost Insurance and Freight（CIF）价格交易机制，即货价构成因素中包括成本费、从装运港至约定目的地港的通常运费和约定的保险费，由供应商为公司安排货物运输和办理货运保险，并支付保险费。

随着公司不断聚焦主业以及我国扩大禁伐范围，2016—2018 年，公司原木采购量逐年增长，分别为 2,925.51 万立方米、3,878.11 万立方米和 4,814.89 万立方米，年均复合增长 28.29%。国外采购方面，2016—2018 年，原木进口采购占比分别为 18.27%、27.80%和 26.35%，进口占比有所波动主要系公司视贸易制裁情况依靠第三方公司名义调剂进口比例所致。2016—2018 年，公司原木采购均价逐年上升，分别为 841.62 元/立方米，892.48 元/立方米和 937.49 元/立方米，年均复合增长 5.54%。

受相同因素影响，板材采购方面，2016—2018 年，板材采购量逐年大幅增长，年均复合增长 102.23%；板材进口采购占比分别为 70.26%、73.72%和 28.60%；板材采购均价波动下降，分别为 1,241.77 元/立方米，1,661.91 元/立方米和 1,120.31 元/立方米，年均复合下降 5.02%，主要系受市场行情影响所致。

表 3 2016 - 2018 年公司木材贸易采购情况 (单位: 万立方米、元/立方米)

产品	项 目	2016 年度	2017 年度	2018 年度
原木	产品采购量	2,925.51	3,878.11	4,814.89
	其中: 进口	534.63	1,078.14	1,268.77
	产品采购均价	841.62	892.48	937.49
板材	产品采购量	70.98	125.51	290.30
	其中: 进口	49.87	92.53	83.03
	产品采购均价	1,241.77	1,661.91	1,120.31

资料来源: 公司提供

采购集中度方面, 2016—2018 年, 公司木材贸易前五大供应商采购额占木材采购总额比例分别为 25.90%、19.45%和 16.37%, 集中度逐步降低, 主要系近年来公司业务发展迅速, 前五大供应商占比整体下降所致。

表 4 2016 - 2018 年公司木材贸易前五大供应商情况 (单位: 万元、%)

年度	序号	供应商名称	采购金额	占采购总额比例	是否关联方
2016	1	上海中鸿燃料有限公司	221,481.78	8.45	是
	2	上海宝宣企业发展有限公司	120,394.77	4.59	否
	3	宁波辉华国际贸易有限公司	119,387.27	4.56	否
	4	宁波鼎丰创展国际贸易有限公司	112,366.35	4.29	否
	5	上海威纳国际贸易有限公司	105,153.38	4.01	否
	合计		678,783.56	25.90	--
2017	1	上海中鸿燃料有限公司	267,279.50	7.24	是
	2	上海珞英国际贸易有限公司	119,352.21	3.23	否
	3	上海坤铂实业发展有限公司	117,115.13	3.17	否
	4	上海荣胜国际贸易有限公司	107,708.80	2.92	否
	5	如皋市丰瀛贸易有限公司	106,135.61	2.88	否
	合计		717,591.25	19.45	--
2018	1	上海中鸿燃料有限公司	285,176.19	5.86	是
	2	TPT FORESTS LIMITED	172,843.40	3.55	否
	3	上海博遥贸易有限公司	122,600.16	2.52	否
	4	浙江花园进出口有限公司	115,437.85	2.37	否
	5	上海威纳国际贸易有限公司	100,359.13	2.06	否
	合计		796,416.74	16.37	--

资料来源: 公司提供

采购结算方面, 公司需要预付货款, 主要采用国内外信用证、TT 电汇等方式结算, 账期一般不超过 6 个月。公司与供应商的国际贸易结算以美元为主, 为控制汇率风险, 公司资金部设专人负责各项汇率风险管控, 定期对各大银行进行调研, 每日关注汇率走势及相关工具, 广泛搜集市场信息, 对远期汇率进行评估, 进而选择远期汇率锁定业务。尽管公司在知名外汇银行可取得 100 个 BP 左右的结售汇优惠, 且积极与供应商协商用人民币国际信用证取代美元国际信用证, 但公司可用的金融远期和币种互换工具仍属有限。2018 年, 公司计入财务费用的汇兑净损失为 2.56 亿元; 考虑到目前国际贸易环境, 公司面临一定的汇率波动风险。

(2) 木材销售

近年来, 公司木材整体销售规模逐年增长, 受大宗商品市场环境的影响, 公司给予下游客户账期

较长，存在资金占用。

由于林业行业门槛较低，公司木材贸易业务销售客户较为分散，客户主要为国内木材贸易公司。近年来，公司大力发展木材贸易，各子公司以各港口为中心，凭借区位优势，加大辐射范围。公司营销网络遍布大部分省区，在环黄渤海、长三角地区、东南沿海、华南、西部等地区构建了近 30 个营销网点，木材进口到货合作港口（口岸）达 30 个以上，主要客户超过百家，在长三角、珠三角以及环渤海地区具有较强影响力。

公司一般采用成本基础上一定比例加价的方式进行定价。公司木材购买后一般堆集在港口，下游客户直接于港口提货，销售中的运输费用由下游客户承担；由于公司是根据下游客户的订单进行采购，木材到港后如果客户未及时提货，仓储保管等费用由客户承担。

2016—2018 年，公司原木销量逐年增长，年均复合增长 29.89%；占同期采购量的比例总体在 97% 以上；销售均价逐年上升，年均复合增长 5.88%，购销差价逐年扩大。2016—2018 年，公司板材销量逐年增长，年均复合增长 114.75%；占同期采购量的比例总体在 88% 以上；销售均价波动下降，年均复合下降 6.55%，主要受市场行情影响所致。

表 5 2016—2018 年公司木材贸易销售情况（单位：万立方米、元/立方米）

产品	2016 年度		2017 年度		2018 年度	
	销量	单价	销量	单价	销量	单价
原木	2,841.68	866.57	3,788.19	921.68	4,794.51	971.51
板材	62.89	1,353.74	116.70	1,598.62	290.04	1,182.25

资料来源：公司提供

销售集中度方面，2016—2018 年，公司木材贸易前五大客户销售额占销售总额的比例分别为 30.81%、21.68%和 10.77%，其中 2018 年销售集中度迅速下降主要系木材贸易业务规模迅速扩大所致；公司木材销售集中度一般。

表 6 2016—2018 年公司木材贸易前五大销售客户情况（单位：万元、%）

年度	序号	客户名称	销售金额	占销售总额比例	是否关联方
2016	1	如皋市丰瀛贸易有限公司	261,944.04	10.19	否
	2	绥芬河国林木业城投资有限公司	218,042.59	8.48	是
	3	江苏源港矿产能源发展有限公司	108,301.41	4.21	否
	4	如皋聚泰贸易有限公司	105,999.81	4.12	否
	5	SHUN MING INTL TRADING LTD	98,128.71	3.82	否
	合计		792,416.55	30.81	--
2017	1	江苏源港矿产能源发展有限公司	253,849.54	6.83	否
	2	如皋聚泰贸易有限公司	188,775.80	5.08	否
	3	绥芬河国林木业城投资有限公司	143,861.59	3.87	是
	4	上海博遥贸易有限公司	112,421.23	3.02	否
	5	上海中鸿燃料有限公司	106,788.58	2.87	是
	合计		805,696.74	21.68	--
2018	1	上海格益实业有限公司	136,119.84	2.70	否
	2	绥芬河国林木业城投资有限公司	120,525.47	2.39	是
	3	如皋市丰瀛贸易有限公司	98,745.68	1.96	否
	4	如皋诺泰贸易有限公司	97,543.20	1.94	否
	5	如皋聚泰贸易有限公司	89,357.23	1.77	否
	合计		469,024.97	10.77	--

资料来源：公司提供

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

4. 农林牧渔服务业板块

农林牧渔服务业主要为煤炭贸易、金属及矿产品贸易等；运营主体包括公司本部，新加坡公司、中国林业国际资源有限公司（以下简称“中林国际”）、国林汇泰（上海）企业发展有限公司（以下简称“国林汇泰”）、上海国林胜通经济发展有限公司等。2016—2018 年，农林牧渔服务业收入逐年增长，分别为 208.06 亿元、237.46 亿元和 358.15 亿元，年均复合增长 31.20%，主要系积极开展煤炭贸易业务及煤炭价格提升所致；其中，煤炭贸易和金属及矿产品贸易合计占农林牧渔服务业收入的比例分别为 86.69%、88.29%和 84.61%，占比较高。

表 7 2016—2018 年公司农林牧渔服务业收入情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
煤炭贸易	145.86	70.11	2.72	165.24	69.59	3.22	202.46	56.53	3.11
金属及矿产品贸易	34.50	16.58	3.78	44.42	18.70	6.08	100.56	28.08	3.17
港口物流	3.48	1.67	51.83	4.32	1.82	26.14	6.02	1.68	53.09
其他	24.21	11.64	1.88	23.48	9.89	10.20	49.10	13.71	4.48
合计	208.06	100.00	3.62	237.46	100.00	4.86	358.15	100.00	4.15

资料来源：公司提供

（1）煤炭贸易

近年来，公司煤炭贸易采销规模波动增长，价格与市场行情较一致，存在资金占用。

公司煤炭贸易主要品种为动力煤、电煤和焦炭。2016—2018 年，煤炭贸易收入逐年增长，分别为 145.86 亿元、165.24 亿元和 202.46 亿元，年均复合增长 17.82%；毛利率变化不大，分别为 2.72%、3.22%和 3.11%；在农林牧渔服务业板块收入中的占比保持在 56%以上。

煤炭采购

公司煤炭采购采取与木材贸易相同的“以销定采”业务模式，具体为公司确定下游煤炭经销商需求量并签订合同后，根据需求情况与上游供应商签订采购合同。

公司煤炭贸易以国内采购为主，主要向煤炭经销商以及山西、陕西等地的煤矿企业采购。基于公司的渠道积累，公司与多家大中型煤炭企业建立了长期合作关系。2016—2018 年，公司煤炭采购量波动增长，分别为 3,803.37 万吨、2,890.33 万吨和 4,188.74 万吨，年均复合增长 4.94%；采购均价波动上涨，与市场行情较一致，年均复合增长 12.13%。

表 8 2016—2018 年公司煤炭贸易采购情况（单位：万吨、元/吨）

年度	采购量	采购均价
2016 年	3,803.37	370.13
2017 年	2,890.33	540.37
2018 年	4,188.74	465.38

资料来源：公司提供

采购集中度方面，2018 年，公司煤炭贸易前五大供应商占煤炭采购总额比例为 29.43%；公司采购集中度尚可。

表 9 2018 年公司煤炭贸易前五大供应商情况（单位：万元、%）

序号	供应商名称	采购金额	采购金额占比	是否关联方
1	江苏江盛燃料物资有限公司	178,231.42	9.14	否
2	如皋沪漫贸易有限公司	125,340.36	6.43	否
3	江苏首佳能源有限公司	99,139.27	5.09	否
4	上海中鸿燃料有限公司	97,599.67	5.01	是
5	山煤国际能源集团（上海）销售有限公司	73,438.31	3.77	否
合计		573,749.02	29.43	-

资料来源：公司提供

采购结算方面，公司根据煤炭行业贸易惯例，一般需预付款项进行采购，主要采用现汇、国内信用证或承兑汇票进行结算，后两种结算方式的账期一般为 6~12 个月。

煤炭销售

近年来，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，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，并积极与大型煤炭使用单位建立规范稳定的供销关系。目前，公司煤炭贸易客户仍主要为国内大型电厂的经销公司。2016—2018 年，公司煤炭销售量与采购量变动一致，年均复合增长 9.49%；销售均价波动增长，年均复合增长 7.60%。

表 10 2016 - 2018 年公司煤炭贸易销售情况（单位：万吨、元/吨）

年度	销售量	销售均价	购销差价
2016 年	3,511.90	415.34	45.21
2017 年	2,984.44	553.68	13.31
2018 年	4,210.19	480.89	15.51

资料来源：公司提供

销售集中度方面，2018 年，公司煤炭贸易前五大客户销售金额占煤炭销售总额的比例为 27.72%；公司销售集中度尚可。

表 11 2018 年公司煤炭贸易前五大客户情况（单位：万元、%）

序号	客户名称	销售金额	销售金额占比	是否关联方
1	宁波尚朗供应链管理有限公司	207,632.77	10.26	否
2	宁波华营能源有限公司	100,777.59	4.98	否
3	江苏源港矿产能源发展有限公司	99,147.18	4.90	否
4	中企港龙能源有限公司	82,019.03	4.05	否
5	大连中煤国际贸易有限公司	71,586.81	3.54	否
合计		561,163.38	27.72	-

资料来源：公司提供

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

(2) 金属及矿产品贸易

近年来，公司金属及矿产品贸易收入逐年增长，对公司营业收入形成有益补充。

公司金属及矿产品贸易主要品种为生铁，同时包含镍、镍铬、铁精粉和镍铁等。2016—2018 年，金属及矿产品贸易收入逐年增长，分别为 34.50 亿元、44.42 亿元和 100.56 亿元，年均复合增长 70.73%，主要系贸易规模扩大、贸易品种价格上涨所致；毛利率波动较大，分别为 3.78%、6.08%和 3.17%；其中 2017 年毛利率显著较高主要系购销差价较大所致；在农林牧渔服务业板块收入中的占比保持在 16%以上。

金属及矿产品贸易均为国内贸易或转口贸易，主要采取“以销定采”的业务模式。具体为公司与下游客户确定采购意向后，签订销售合同，根据客户要求来寻找货源，并与供应商协商后签订采购合同。公司金属及矿产品贸易购销渠道稳定，2018 年前五大供应商采购额占该板块总采购额的比例在 80%左右，采购集中度高；销售客户主要集中在江浙沪一带，2018 年前五大客户销售额占该板块总销售额的 85%左右，销售集中度高。结算方面，公司与供应商主要采用电汇、远期信用证方式结算，账期一般在 6 个月以内；与客户主要采用现汇、银行承兑汇票方式结算，账期一般在 6 个月以内。

5. 在建及拟建项目

公司主要在建项目投入资金规模一般，公司的资金支出压力一般。

截至 2019 年 3 月底，公司共有 2 个主要在建项目；计划总投资 7.45 亿元，已完成投资 3.52 亿元，未来尚需投资 3.93 亿元；2019 年和 2020 年无集中投入情况，公司面临的资金支出压力一般。

表 12 截至 2019 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	其中：自筹	贷款	已完成投资	预计投资进度	
					2019 年	2020 年
瑞昌华中年产 80 万方成品木材项目	43,565.00	13,000.00	30,565.00	24,500.00	10,000.00	9,065.00
好家木业三期工程项目	30,973.59	9,137.05	21,836.54	10,710.95	694.89	416.93
合计	74,538.59	22,137.05	52,401.54	35,210.95	10,694.89	9,481.93

资料来源：公司提供

6. 经营效率

近年来，公司经营效率尚可，但受划转如皋港务影响较大。

2016—2018 年，公司存货周转次数波动上升，分别为 14.69 次、14.48 次和 17.43 次，主要系公司于 2018 年 12 月 31 日划转如皋港务全部股权，如皋港务 2018 年的收入和成本归公司并表，2018 年底的资产和负债不并表所致。2016—2018 年，应收账款周转次数较为稳定，分别为 6.97 次、7.30 次和 7.60 次；总资产周转次数较为稳定，分别为 1.57 次、1.48 次和 1.63 次。受划转如皋港务影响，2018 年的应收账款周转次数和总资产周转次数均较上年有所上升。

7. 经营关注

(1) 利润来源较为单一且存在资金占用

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

（2）主营业务盈利水平较低

相比其他行业，林业贸易进入门槛较低，供应商及客户资源较为分散，整体利润率较低。2016—2018 年，尽管毛利率有所提升，但仍维持在 4% 上下，主营业务盈利水平较低。伴随宏观经济增速放缓，公司面临主营业务盈利水平较低的风险。

（3）木材、煤炭等大宗商品价格波动较大，市场不确定性较大

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

（4）国际贸易存在较大的汇兑损失风险

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

（5）海外经营风险较大

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

8. 重大事项

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

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

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

9. 未来发展

公司根据外部环境和发展需要，制定了紧密围绕木材贸易主业的战略发展规划，较为可行。

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

在巩固现有成熟业务，优化经营结构方面，公司将在做好木材、煤炭、浆纸等各项经营业务的同时，继续加强木材贸易主业的发展。将经营网络辐射至国内主要的木材交易地区，巩固国内市场，并大力开拓印度、巴基斯坦等国外木材市场，真正做到充分利用国内国外两种资源、两个市场。另外，公司将加强上下游资金占用的清理工作，采取有效措施催收清欠、降低应收账款数额和库存规

模，确保资金占用规模降至合理水平。

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

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016—2018 年度合并财务报表均由中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并均由其出具了带强调事项段的无保留审计意见。该强调事项段是关于公司对厦门涌泉科技发展有限公司余额为 800.00 万元的长期投资，该项长期投资系公司依据原国家计委、财政部等相关文件履行国家出资人代表权力而形成的国债项目投资，因无明确的国债项目验收后的出资人管理办法，该项目投资确权工作尚未履行相关的程序。该段内容不影响已发表的审计意见。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》和各项有关规定编制。2019 年一季度财务报表未经审计。

合并范围变化方面，公司 2016 年纳入合并范围的子公司共 21 家，2017 年纳入合并范围的子公司共 25 家，2018 年纳入合并范围的子公司共 28 家。截至 2019 年 3 月底，公司纳入合并范围的子公司共 29 家。考虑到公司合并范围的变动对资产和利润规模等影响不大，主营业务未发生变化，财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 589.18 亿元，负债合计 496.39 亿元，所有者权益（含少数股东权益）92.78 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 22.46 亿元。2018 年，公司实现营业总收入 882.97 亿元，净利润（含少数股东损益）3.17 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.22 亿元；经营活动产生的现金流量净额-19.49 亿元，现金及现金等价物净增加额为-0.46 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 564.13 亿元，负债合计 470.73 亿元，所有者权益（含少数股东权益）93.40 亿元，其中归属于母公司所有者权益 22.11 亿元。2019 年 1—3 月，公司实现营业总收入 149.26 亿元，净利润（含少数股东损益）0.05 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 -0.33 亿元；公司经营活动现金流量净额为-6.49 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.52 亿元。

2. 资产质量

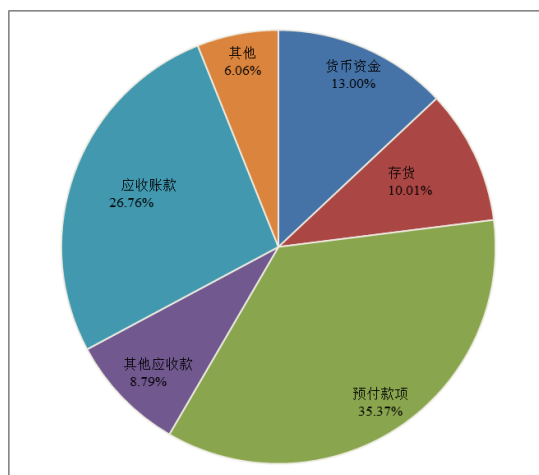
近年来，公司资产规模逐年快速增长，资产结构以流动资产为主，其中流动资产以应收账款和预付款项为主，对公司运营资金形成一定占用；非流动资产以长期应收款、投资性房地产和固定资产为主，整体资产质量一般。

2016—2018 年，得益于业务规模的不断扩大，公司资产规模逐年增长，年均复合增长 26.89%。截至 2018 年底，公司资产总额 589.18 亿元，较年初增长 19.99%，主要系流动资产增加所致；其中流动资产占 86.42%，非流动资产占 13.58%，资产结构以流动资产为主。

（1）流动资产

2016—2018 年，公司流动资产规模逐年增长，年均复合增长 37.90%，主要系货币资金、应收账款、预付款项和其他应收款增长所致。截至 2018 年底，公司流动资产合计 509.17 亿元，较年初增长 27.51%，由货币资金（占 13.00%）、应收账款（占 26.76%）、预付款项（占 35.37%）、其他应收款（占 8.79%）和存货（占 10.01%）构成。

图 3 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司货币资金逐年增长，年均复合增长 44.46%。截至 2018 年底，公司货币资金 66.19 亿元，较年初增长 60.37%，主要系贸易规模扩大以及借款增加等因素所致；货币资金主要由银行存款（占 70.17%）和其他货币资金（占 29.82%）构成，其余为少量库存现金；货币资金中，使用受限部分占 56.56%，主要系银行承兑汇票保证金和信用证保证金，公司货币资金受限比例高。

2016—2018 年，公司应收账款逐年增长，年均复合增长 35.62%。截至 2018 年底，公司应收账款账面价值 136.28 亿元，较年初增长 44.42%，主要系贸易规模扩大所致。截至 2018 年底，公司按账龄法计提坏账准备的应收账款余额 130.34 亿元，账龄在一年以内的占其账面余额的 98.84%，账龄较短；公司应收账款共计提坏账准备 0.52 亿元，坏账准备计提比例很低。截至 2018 年底，按照欠款方归集的期末余额前五名的应收账款占比 21.92%，集中度一般。

2016—2018 年，公司预付款项逐年增长，年均复合增长 34.59%。截至 2018 年底，公司预付款项账面价值 180.08 亿元，较年初增长 18.60%，主要系贸易规模扩大，以及为保证销售需求，需要通过预付账款达到控货目的所致。截至 2018 年底，公司预付款项累计计提坏账准备 0.22 亿元；从预付款项余额的账龄看，1 年以内（含）的占 94.73%，账龄较短；预付款项期末余额前五名占 35.26%，集中度较高。

2016—2018 年，公司其他应收款逐年增长，年均复合增长 114.78%。截至 2017 年底，公司其他应收款账面价值为 26.23 亿元，较年初增长 170.37%，主要系 2017 年林业集团批准公司设立国林汇泰用于购买港口，但由于到 2017 年底港口项目仍未交割，公司为避免资金浪费，将购买资金返回林业集团，引起其他应收款的增加。截至 2018 年底，公司其他应收款 44.75 亿元，较年初增长 70.62%，主要系新增对江苏熔盛造船有限公司和熔盛重工 17.26 亿元应收款项所致；按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款余额为 31.65 亿元，其中 1 年以内的占 99.84%，账龄较短；其他应收款累计计提坏账准备 0.28 亿元，计提比例很低；其他应收款余额前五名欠款方占比为 63.43%，集中度较高。

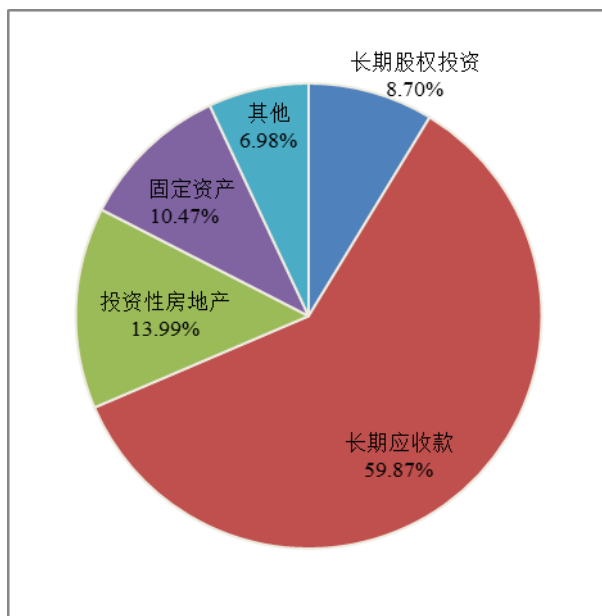
2016—2018 年，公司存货逐年增长，年均复合增长 14.80%。截至 2018 年底，公司存货账面价值 50.99 亿元，较年初增长 13.54%，主要系伴随公司业务扩大，库存商品规模相应增长所致；公司存货主要由库存商品（占 78.61%）和消耗性生物资产（占 15.71%）构成。截至 2018 年底，公司共计提存货跌价准备 0.02 亿元，计提比例很低。

（2）非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产逐年下降，年均复合下降 9.72%，主要系固定资产和无形资产

减少所致。截至 2018 年底，公司非流动资产合计 80.01 亿元，较年初下降 12.73%；主要由长期应收款（占 59.87%）、长期股权投资（占 8.70%）、投资性房地产（占 13.99%）和固定资产（占 10.47%）构成。

图 4 截至 2018 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

公司下属子公司 2016 年起开展融资租赁及保理业务，长期应收款主要包括应收融资租赁、保理款项和对林业集团的长期应收款等。2016—2018 年，公司长期应收款波动增长，年均复合增长 23.18%。截至 2017 年底，公司长期应收款 16.55 亿元，较年初下降 47.58%，主要系部分长期应收款转入一年内到期的非流动资产所致。截至 2018 年底，公司长期应收款 47.90 亿元，较上年增长 189.44%，主要系子公司中林国际 2018 年银团贷款融资后，按贷款合同约定转给林业集团所致。

2016—2018 年，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长 15.69%。截至 2018 年底，公司长期股权投资 6.96 亿元，较年初增长 27.52%，主要系新增对上海国林鸿港国际贸易有限公司（以下简称“国林鸿港”）的长期股权投资 1.50 亿元所致；长期股权投资主要为对上海中鸿燃料有限公司（1.40 亿元）、国林鸿港（1.50 亿元）和中林建投集团有限公司（2.26 亿元）的股权投资。

2016 年起，公司对投资性房地产的后续计量方法全部由成本模式变更为公允价值模式。2016—2018 年，公司投资性房地产逐年增长，年均复合增长 68.16%。截至 2017 年底，公司投资性房地产 4.29 亿元，较年初增长 8.45%；截至 2018 年底，公司投资性房地产 11.19 亿元，较年初增长 160.74%，主要系公司自用房地产及建筑物转入投资性房地产 5.36 亿元所致。

2016—2018 年，公司固定资产波动下降，年均复合下降 73.53%。截至 2017 年底，公司固定资产账面价值 31.64 亿元，较年初增长 0.93%。截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 8.37 亿元，较年初减少 23.26 亿元，主要系公司根据林业集团要求，于 2018 年 12 月 31 日无偿划转原子公司如皋港务股权至中林时代控股有限公司所致；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 67.27%）、土地资产（占 16.87%）和机器设备（占 13.13%）构成；累计计提折旧 1.72 亿元，未计提减值准备，固定资产成新率 82.94%，成新率较高。

截至 2018 年底，公司受限资产账面价值为 58.73 亿元，占总资产的比例为 9.97%，受限比例一般。

表 13 截至 2018 年底公司受限资产情况 (单位: 万元、%)

受限资产	账面价值	占资产总额比例
货币资金	374,374.30	6.35
应收票据及应收账款	16,794.51	0.29
存货	80,149.29	1.36
固定资产	43,548.78	0.74
无形资产	9.72	0.00
其他	72,377.29	1.23
合计	587,253.89	9.97

资料来源: 公司审计报告

截至 2019 年 3 月底, 公司合并资产总额 564.13 亿元, 较年初变化不大, 其中流动资产占 87.53%, 非流动资产占 12.47%, 公司资产仍以流动资产为主。

3. 负债及所有者权益

(1) 负债

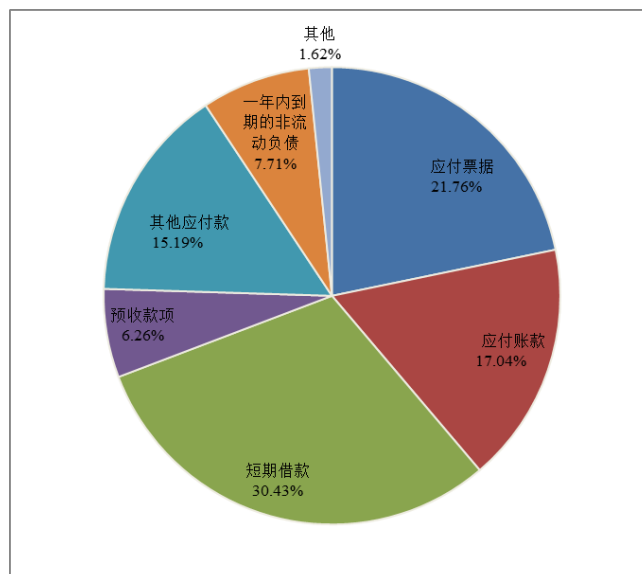
近年来, 公司负债规模持续增长, 以流动负债为主, 整体债务负担很重, 存在短期偿债压力。

2016—2018 年, 公司负债规模逐年增长, 年均复合增长 31.28%。截至 2018 年底, 公司负债总额 496.39 亿元, 较年初增长 24.53%, 主要系流动负债增加所致; 其中流动负债占 72.47%, 非流动负债占 27.53%, 负债结构以流动负债为主。

流动负债

2016—2018 年, 公司流动负债逐年增长, 年均复合增长 45.70%。截至 2018 年底, 公司流动负债 359.76 亿元, 较年初增长 36.72%, 主要系短期借款、应付票据、应付账款以及其他应付款增加所致; 流动负债主要由短期借款 (占 30.43%)、应付票据 (占 21.76%)、应付账款 (占 17.04%)、预收账款 (占 6.26%)、其他应付款 (占 15.19%) 和一年内到期的非流动负债 (占 7.71%) 构成。

图 5 截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源: 公司审计报告

2016—2018 年, 公司短期借款逐年增长, 年均复合增长 40.47%。截至 2018 年底, 公司短期借款

109.47 亿元，较年初增长 28.74%，主要系业务规模扩大，融资需求增加所致；短期借款主要由保证借款（占 95.03%）构成。

2016—2018 年，公司应付票据逐年增长，年均复合增长 96.89%。截至 2018 年底，公司应付票据 78.30 亿元，较年初增加 39.12 亿元，主要系贸易规模扩大、票据结算增加所致；应付票据中银行承兑汇票占 98.31%。

2016—2018 年，公司应付账款波动增长，年均复合增长 38.91%。截至 2017 年底，公司应付账款 31.37 亿元，较年初下降 1.24%。截至 2018 年底，公司应付账款 61.29 亿元，较年初增加 29.92 亿元，主要系贸易规模扩大所致。

2016—2018 年，公司预收款项波动增长，年均复合增长 1.18%。截至 2017 年底，公司预收账款 41.37 亿元，较年初增长 88.18%，主要系经营规模扩大，对下游客户预收货款及保证金增加所致。截至 2018 年底，公司预收账款 22.51 亿元，较年初下降 45.59%，主要系一方面如皋港务股权划转导致预收账款减少，另一方面公司对长期合作客户收取的预收账款比例降低所致。

2016—2018 年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长 25.23%。截至 2018 年底，公司其他应付款 54.63 亿元，较年初增长 23.96%，主要系临时周转金增加 11.41 亿元所致；其他应付款主要由集团内部往来（占 70.64%）和临时周转金（占 25.08%）构成。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债逐年增长，年均复合增长 174.14%。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 27.73 亿元，较年初增长 39.34%，主要系一年内到期的长期借款转入所致；一年内到期的非流动负债主要由一年内到期的长期借款（占 97.52%）构成。

非流动负债

2016—2018 年，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长 7.35%。截至 2018 年底，公司非流动负债合计 136.64 亿元，较年初增长 0.85%；非流动负债主要由长期借款（占 86.06%）和长期应付款（占 13.11%）构成。

2016—2018 年，公司长期借款逐年增长，年均复合增长 19.98%。截至 2018 年底，公司长期借款 117.59 亿元，较年初增长 17.17%，主要系经营规模扩大，融资需求增加所致；长期借款主要由保证借款（占 84.87%）和信用借款（占 8.18%）构成。长期借款中，公司须在 2020 年偿还 23.22 亿元，2021 年偿还 53.40 亿元，其余分布在 2022 年及以后；2020—2021 年存在一定集中偿还压力。

公司长期应付款主要为融资租赁款和林业集团借款。2016—2018 年，公司长期应付款波动下降，年均复合下降 11.40%。截至 2017 年底，公司长期应付款 23.28 亿元，较年初增长 2.03%，主要为融资租赁款和林业集团借款。截至 2018 年底，公司长期应付款 17.91 亿元，较年初下降 23.06%，主要系偿还融资租赁款所致。

全部债务方面，2016—2018 年，公司全部债务逐年增长，年均复合增长 34.44%。截至 2018 年底，公司全部债务合计 333.99 亿元，较年初增长 24.31%，主要系短期债务增加所致，其中短期债务占 64.52%，长期债务占 35.48%；债务结构以短期债务为主，存在短期偿债压力。2016—2018 年，公司资产负债率逐年上升，分别为 78.72%、81.18%和 84.25%；全部债务资本化比率逐年上升，分别为 70.36%、74.41%和 78.26%；长期债务资本化比率较为稳定，分别为 57.52%、57.42%和 56.09%，债务负担很重。

截至 2019 年 3 月底，公司负债 470.73 亿元，较年初下降 5.17%，主要系流动负债减少所致；其中流动负债 331.82 亿元（占 70.49%），非流动负债 138.90 亿元（占 29.51%），债务结构仍以流动负债为主。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 337.41 亿元，较年初变化不大；其中短期债务 216.79 亿元（占 64.25%），长期债务 120.62 亿元（占 35.75%），仍以短期债务为主，债务结构仍有待改

善；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 83.44%、78.32%和 56.36%，均较年初变化不大。

（3）所有者权益

近年来，公司所有者权益逐年增长，少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性一般。

2016—2018 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 9.17%，主要系少数股东权益增加所致。截至 2018 年底，公司所有者权益合计 92.78 亿元，较年初变化不大。从权益结构来看，归属于母公司所有者权益占所有者权益的 24.21%，少数股东权益占所有者权益的 75.79%；公司少数股东权益规模大，主要系公司逐步开展混合所有制改革所致。在归属于母公司所有者权益中，以实收资本、其他权益工具、资本公积和未分配利润为主，占比分别为 46.43%、22.26%、24.42%和 8.17%；其中，其他权益工具为“中国林产品公司 2016 年度第一期债权融资计划”，该融资计划发行总额 5.00 亿元，存续期内每年付息一次，公司可自行选择递延支付利息。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 93.40 亿元，较年初变化不大；归属于母公司的所有者权益为 22.11 亿元，规模与构成均较年初变化不大。

4. 盈利能力

近年来，得益于经营规模扩大，公司营业收入持续增长，期间费用对利润侵蚀严重，利润对政府补助依赖程度一般；整体盈利能力有所提升。

得益于经营规模扩大，2016—2018 年，公司营业收入逐年增长，分别为 484.59 亿元、634.99 亿元和 880.13 亿元，年均复合增长 34.77%；在木材和煤炭贸易业务毛利率提升的影响下，营业利润逐年增长，分别为 1.21 亿元、2.94 亿元和 3.06 亿元，年均复合增长 58.85%；在以上因素带动下，叠加 2018 年收到如皋港务少数股东支付的利润补偿款 1.31 亿元并计入营业外收入，公司净利润分别为 1.13 亿元、2.14 亿元和 3.17 亿元，年均复合增长 67.70%。

期间费用方面，2016—2018 年，公司期间费用逐年增长，年均复合增长 60.28%。2018 年，公司期间费用中财务费用占比较高，为 67.97%。2018 年，公司财务费用 27.43 亿元，较上年增长 75.53%，主要系债务规模扩大，利息支出增加所致。2016—2018 年，公司费用收入比分别为 3.24%、3.63%和 4.58%，呈逐年上升趋势，期间费用对利润侵蚀严重，费用控制能力有待加强。

2016—2018 年，公司营业外收入分别为 0.08 亿元、0.10 亿元和 1.48 亿元，其中 2018 年金额较大主要系收到如皋港务少数股东支付的利润补偿款 1.31 亿元所致；占同期利润总额的比例分别为 6.29%、3.17%和 33.00%（去掉如皋港务少数股东支付的利润补偿款后为 3.74%）。2017—2018 年，公司其他收益分别为 0.15 亿元和 0.17 亿元，占同期利润总额的比例分别为 4.96%和 3.89%，公司利润总额对政府补助依赖程度一般。

从盈利指标来看，由于木材贸易、煤炭贸易等主营业务盈利能力有所提高，以及收到如皋港务少数股东支付的利润补偿款，公司各项盈利指标均逐年上升。2016—2018 年，公司营业利润率逐年上升，分别为 3.47%、4.05%和 4.67%；总资本收益率逐年上升，分别为 5.33%、5.37%和 7.06%；净资产收益率逐年上升，分别为 1.88%、2.52%和 3.42%；整体看，公司盈利能力有所提升。

2019 年 1—3 月，受 2018 年底剥离如皋港务后，如皋港务 2019 年 1 季度形成的营业收入和净利润不计入公司合并利润表影响，公司实现营业总收入 149.26 亿元，较上年同期下降 12.05%；实现净利润 0.05 亿元，较上年同期下降 88.69%。

5. 现金流

近年来，公司经营活动现金流呈持续净流出状态，但净流出规模有所下降，收入实现质量有所下降；投资活动现金流持续净流出；公司存在较大的对外融资需求。

从经营活动看，2016—2018 年，公司经营活动现金流入逐年增长，分别为 622.31 亿元、828.55 亿元和 970.84 亿元，年均复合增长 24.90%，主要系贸易规模扩大所致。2016—2018 年，公司经营活动现金流出逐年增长，分别为 658.68 亿元、858.47 亿元和 990.33 亿元，年均复合增长 22.62%。受上述因素影响，2016—2018 年，经营活动产生的现金流呈持续净流出状态，净流出规模分别为 36.37 亿元、29.92 亿元和 19.49 亿元，净流出规模逐年下降。从收入实现质量来看，2016—2018 年，公司现金收入比分别为 123.70%、129.03%和 108.82%，收入实现质量有所下降。

从投资活动看，2016—2018 年，公司投资活动现金流入逐年增长，分别为 62.00 万元、18.04 亿元和 51.15 亿元；其中 2017 年较上年增加 18.03 亿元，主要系收回融资租赁以及保理业务投资所致；2018 年较上年增加 33.11 亿元，主要系收到林业集团的往来款，以及收回融资租赁以及保理业务投资所致。2016—2018 年，公司投资活动的现金流出波动增长，分别为 51.16 亿元、26.85 亿元和 108.86 亿元，年均复合增长 45.87%；其中 2017 年较上年减少 24.31 亿元，主要系新民洲港等在建工程转固、投资支出减少；2018 年较上年增加 82.01 亿元，主要系开展融资租赁、保理业务的支出增加所致。受上述因素影响，2016—2018 年，投资活动产生的现金流呈持续净流出状态，净流出规模分别为 51.15 亿元、8.81 亿元和 57.71 亿元；公司存在较大的融资需求。

从筹资活动看，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入逐年增长，分别为 260.01 亿元、247.80 亿元和 427.18 亿元，年均复合增长 28.18%。2016—2018 年，林产品公司筹资活动现金流出逐年增长，分别为 181.04 亿元、201.30 亿元和 350.17 亿元，年均复合增长 39.08%。受上述因素影响，2016—2018 年，筹资活动产生的现金流呈持续净流入状态，净流入规模分别为 78.97 亿元、46.50 亿元和 77.01 亿元。

2019 年 1—3 月，公司经营活动现金流净流出 6.49 亿元；投资活动现金流净流入 2.44 亿元；筹资活动现金流净流入 9.89 亿元。

6. 偿债能力

近年来，公司偿债能力指标表现一般，但考虑到其股东背景、行业地位、经营规模以及间接融资渠道，公司偿债能力仍属很强。

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司流动比率和速动比率均有所下降，流动比率分别为 1.58 倍、1.52 倍和 1.42 倍，速动比率分别为 1.35 倍、1.35 倍和 1.27 倍。2016—2018 年，公司现金短期债务比逐年下降，分别为 0.47 倍、0.42 倍和 0.35 倍，公司现金类资产对短期债务的覆盖能力一般。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司 EBITDA 逐年增长，分别为 12.68 亿元、19.55 亿元和 31.47 亿元，年均复合增长 57.52%，主要系计入财务费用的利息支出增长所致。2018 年，公司 EBITDA 主要由利润总额（占 14.25%）、计入财务费用的利息支出（占 78.32%）、折旧（占 4.47%）和摊销（占 2.96%）构成。2016—2018 年，EBITDA 利息保障倍数分别为 1.15 倍、1.27 倍和 1.27 倍，EBITDA 全部债务比分别为 0.07 倍、0.07 倍和 0.09 倍，公司 EBITDA 对利息保障能力和对全部债务保障能力一般。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2019 年 3 月底，公司不存在对林业集团合并范围外的企业进行担保的情况。

截至 2019 年 3 月底，除子公司胜握胜公司作为原告存在涉诉金额为 0.36 亿元的合同纠纷案件

外，无其他重大未决诉讼、仲裁事项。

截至 2019 年 3 月底，公司获得国内银行综合授信额度 317.05 亿元，其中未使用授信额度 50.17 亿元，公司间接融资渠道较畅通。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10110105019023505），截至 2019 年 5 月 28 日，公司已结清贷款信息记录中有 27 笔关注类贷款和 2 笔关注类信用证；未结清贷款信息记录中无关注类或不良类贷款记录。

7. 公司本部财务概况

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

截至 2018 年底，公司本部资产总额 315.50 亿元；其中流动资产 266.71 亿元，主要为货币资金（34.01 亿元）、应收票据及应收账款（74.61 亿元）、预付款项（107.93 亿元）和其他应收款（39.40 亿元）；非流动资产 48.79 亿元，主要为长期股权投资（48.10 亿元）。

截至 2018 年底，公司本部负债合计 295.36 亿元，其中流动负债 233.22 亿元，非流动负债 62.14 亿元；流动负债以短期借款（28.45 亿元）、应付票据及应付账款（86.09 亿元）、其他应付款（82.72 亿元）和一年内到期的非流动负债（20.30 亿元）为主；非流动负债包括长期借款（45.14 亿元）和长期应付款（17.00 亿元）。截至 2018 年底，公司本部资产负债率为 93.62%，处于较高水平，后续须严格控制并预防可能出现的财务风险。

截至 2018 年底，公司本部所有者权益合计 20.14 亿元，主要包括实收资本 10.43 亿元，其他权益工具（永续债）5.00 亿元，资本公积 5.24 亿元。

2018 年，公司本部营业收入 256.75 亿元，营业成本 246.93 亿元，财务费用 11.19 亿元，投资收益 1.24 亿元，营业外收入 1.32 亿元，并实现利润总额 0.25 亿元。

2018 年，公司本部经营活动现金流入量和流出量分别为 317.91 亿元和 316.41 亿元，经营活动现金流量净额为 1.50 亿元；公司投资活动现金流量净额为-6.97 亿元；公司筹资活动现金流入量和流出量分别为 110.33 亿元和 103.83 亿元，筹资活动现金流量净额为 6.50 亿元。

八、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券发行对目前负债的影响

截至 2019 年 3 月底，公司债务总额为 337.41 亿元，本期债券拟发行规模为不超过 12.00 亿元，本期债券的发行额度对公司目前的债务规模影响一般。

以 2019 年 3 月底的财务数据为基础，假设募集资金净额为 12.00 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率将分别为 58.68%、78.91%和 83.79%，分别较发行前上升了 2.32 个百分点、0.59 个百分点和 0.34 个百分点，债务负担进一步加重。考虑到部分募集资金拟用于偿还现有债务，公司实际债务负担将低于上述预测值。

2. 本期债券偿还能力分析

以 2018 年的财务数据为基础，公司 2018 年的 EBITDA 为 31.47 亿元，为本期债券总发行额度（12.00 亿元）的 2.62 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度尚可。公司 2018 年经营活动产生的现金流入量为 970.84 亿元，为本期债券总发行额度（12.00 亿元）的 80.90 倍，公司经营活动现金流入量较大，对本期债券覆盖程度较高。公司 2018 年的经营活动现金净流出 19.49 亿元，经营活动现金流量净额无法覆盖本期债券。

综合以上分析，并考虑到公司股东背景、行业地位、经营规模以及间接融资渠道等因素，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

九、债权保护条款分析

1. 担保条款

根据林业集团与公司签署的《担保协议》和林业集团出具的《担保函》，林业集团为公司本期发行的不超过 12 亿元债券的还本付息提供全额、无条件、不可撤销的连带责任保证担保。林业集团提供保证的范围包括本期债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用。林业集团对本期债券承担保证责任的期间为本期债券的发行首日至到期日后六个月止。债券持有人在此期间内未要求担保人承担担保责任的，担保人免除保证责任。

2. 担保人信用分析

（1）林业集团概况

林业集团前身为 1983 年经国务院批准，由原林业部出资成立的中国林业对外工程公司。2017 年，林业集团完成所有制改革，由全民所有制企业变更为国有独资公司，并变更为现名。经历数次增资转股后，截至 2019 年 3 月底，林业集团注册资本为 9.70 亿元，国资委对林业集团的持股比例为 90.00%，全国社会保障基金理事会的持股比例为 10.00%；国资委为林业集团实际控制人。

林业集团经营范围：承包森林行业境外工程及境内国际招标工程；上述境外工程所需的设备、材料出口；对外派遣实施上述境外工程所需的劳务人员；开展对外劳务合作业务，向境外派遣森林行业的劳务人员；承担本行业的对外经济援助项目；自营和代理各类商品及技术的进出口业务（国家限定公司经营或禁止进出口的商品及技术除外）；经营进料加工和“三来一补”业务；经营转口贸易和对销贸易；钢材进口；举办境内对外经济技术展览会；承包国内园林、绿化和土木建筑工程；木材、竹木制品、花卉草木、畜产品、日用工艺品、建材、装饰材料、香料、服装、轻工产品、陶瓷品的销售；自有设备的租赁；与主兼营业务有关的咨询服务、信息服务。（企业依法自主选择经营项目，开展经营活动；依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。）

截至 2018 年底，林业集团合并资产总额为 1,035.64 亿元，负债合计 749.10 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 286.54 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 156.18 亿元。2018 年，林业集团实现营业收入 1,302.53 亿元，净利润（含少数股东损益）3.41 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.31 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 -33.05 亿元，现金及现金等价物净增加额为 6.11 亿元。

截至 2019 年 3 月底，林业集团资产总额 1,064.80 亿元，负债合计 776.36 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 288.45 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 156.42 亿元。2019 年 1—3 月，

林业集团实现营业收入 318.34 亿元，净利润（含少数股东损益）0.87 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计 0.25 亿元；经营活动现金流量净额为-21.30 亿元，现金及现金等价物净增加额为 2.06 亿元。

林业集团注册地址：北京市朝阳区麦子店街 37 号 15 层；法定代表人：宋权礼。

（2）经营分析

近年来，得益于森林工业与农林牧渔服务业两大业务板块的发展，林业集团营业收入逐年增长，毛利率小幅提升。

林业集团主营业务为林业及相关产品贸易，是林业行业唯一由国务院国资委管理的集营林造林、林产品加工和贸易于一体的大型综合性林业企业。2016—2018 年，林业集团营业收入逐年增长，分别为 698.45 亿元、938.00 亿元和 1,302.53 亿元，年均复合增长 36.56%，主要系核心业务板块经营规模扩大所致。2016—2018 年，林业集团净利润波动增长，分别为 2.86 亿元、3.47 亿元和 3.41 亿元，年均复合增长 9.24%。

2016—2018 年，林业集团主营业务收入占营业收入的比例分别为 99.89%、99.87%和 99.91%，主营业务十分突出。从营业收入构成来看，森林工业和农林牧渔服务业板块占营业收入比例较大，2016—2018 年，上述两大业务收入之和占营业收入的比例分别达到 99.68%、98.83%和 99.03%。从各板块收入变动情况来看，2016—2018 年，森林工业板块收入逐年增长，分别为 398.98 亿元、564.61 亿元和 789.41 亿元；占营业收入的比例逐年上升，分别为 57.13%、60.19%和 60.61%，主要系林业集团近年来大力发展木材贸易和纸品贸易、开发橡胶业务所致。2016—2018 年，农林牧渔服务业板块收入逐年增长，分别为 290.19 亿元、362.49 亿元和 500.42 亿元；占营业收入的比例逐年下降，分别为 41.55%、38.64%和 38.42%，主要是由于林业集团重点发展木材及相关产品的贸易，导致森林工业板块增长速度快于农林牧渔服务业板块增长速度。2016—2018 年，林业板块收入逐年增长，分别为 8.55 亿元、9.66 亿元和 11.50 亿元，占营业收入的比例较为稳定，分别为 1.22%、1.03%和 0.88%。2016—2018 年，其他营业收入包括租赁收入、仓储及运输、代理、劳务、服务收入等带来的收入，占营业收入的比例分别为 0.10%、0.13%和 0.09%，对营业收入影响不大。

表 14 2016—2018 年林业集团营业收入情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
林业	8.55	1.22	27.05	9.66	1.03	28.67	11.50	0.88	24.64
森林工业	398.98	57.13	3.18	564.61	60.19	3.19	789.41	60.61	4.21
农林牧渔服务业	290.19	41.55	3.60	362.49	38.64	4.05	500.42	38.42	3.73
其他	0.72	0.10	65.29	1.24	0.13	45.95	1.21	0.09	33.43
合计	698.44	100.00	3.71	938.00	100.00	3.84	1,302.53	100.00	4.23

资料来源：林业集团提供

2019 年 1—3 月，林业集团实现营业收入 318.37 亿元，较上年增长 23.88%，主要系林业集团持续扩大木材贸易规模以及原木销售单价上涨所致；实现净利润 0.87 亿元，较上年增长 16.11%，主要系贸易规模扩大、主营业务毛利率提升所致。

（3）财务分析

林业集团提供的 2016—2018 年度合并财务报表均由中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并均由其出具了带强调事项的无保留意见的审计报告。2019 年一季度林业集团财务报表未经审计。2016—2018 年度审计报告强调事项为同一内容，具体强调事项如下：

“林业集团所属子公司中国林场总公司根据《国家发改委、财政部关于将中国林业集团有限公司中央财政委托贷款转为国家资本金的批复》（发改投资〔2010〕920号）要求，将中央财政委托贷款 176,175,050.46 元转增为国家资本金。截至 2016 年 12 月 31 日/2017 年 12 月 31 日/2018 年 12 月 31 日，以这部分投资所形成的尚未收回的预算内造林资金目前尚未确权，经重新确权后将由债权投资关系转变为股权投资关系；林业集团长期投资中包括对河南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 2016 年 12 月 31 日/2017 年 12 月 31 日/2018 年 12 月 31 日，林业集团尚未就以上投资项目正式履行确权手续。本段内容不影响已发表的审计意见。”由于上述投资是林业集团与各省林业厅（局）及地（市）林业局签订的联营造林项目，属于国有资产不同占有单位之间发生的经济关系，在确权过程中存在资产损失的可能性极小。2016—2018 年，上述事项计入林业集团总资产均为 17,617.51 万元、净资产均为 17,617.51 万元，并对总负债、收入、净利润等无影响。林业集团正在对上述投资进行确权工作。整体看，2016—2018 年审计报告强调事项涉及的资产金额较小，对林业集团财务数据和资产质量影响较小。

林业集团财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》和各项有关规定编制。从合并范围来看，林业集团 2016 年纳入合并范围的子公司共 70 家，2017 年纳入合并范围的一级子公司共 83 家，2018 年纳入合并范围的子公司共 109 家。考虑到合并范围变化未涉及林业集团主营业务变化，财务数据的可比性尚可。

截至 2018 年底，林业集团合并资产总额为 1,035.64 亿元，负债合计 749.10 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 286.54 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 156.18 亿元。2018 年，林业集团实现营业收入 1,302.53 亿元，净利润（含少数股东损益）3.41 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.31 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 -33.05 亿元，现金及现金等价物净增加额为 6.11 亿元。

截至 2019 年 3 月底，林业集团资产总额 1,064.80 亿元，负债合计 776.36 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 288.45 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 156.42 亿元。2019 年 1—3 月，林业集团实现营业收入 318.34 亿元，净利润（含少数股东损益）0.87 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计 0.25 亿元；经营活动现金流量净额为 -21.30 亿元，现金及现金等价物净增加额为 2.06 亿元。

资产质量

近年来，林业集团资产规模逐年大幅增长，资产结构以流动资产为主；其中流动资产以预付款项和应收账款为主；非流动资产以固定资产和无形资产为主，整体资产质量一般。

2016—2018 年，林业集团资产规模逐年大幅增长，年均复合增长 43.23%。截至 2018 年底，林业集团资产总额为 1,035.64 亿元，较年初增长 29.26%，其中流动资产占 73.48%，非流动资产占 26.52%，以流动资产为主。

流动资产

2016—2018 年，林业集团流动资产规模逐年增长，年均复合增长 43.04%，主要系流动资产增加所致。截至 2017 年底，林业集团流动资产 761.00 亿元，较年初增长 39.27%，以货币资金（占 14.52%）、应收账款（占 20.91%）、预付款项（占 41.21%）、其他应收款（占 5.88%）和存货（占 12.65%）为主。

2016—2018 年，林业集团货币资金逐年增长，年均复合增长 38.92%，主要系新增借款较多所致。截至 2018 年底，林业集团货币资金为 110.53 亿元，较年初增长 37.85%；主要为银行存款（占 45.32%）

和其他货币资金（占 54.68%）；货币资金受限金额为 47.52 亿元，主要为银行承兑汇票保证金和信用证保证金；货币资金受限金额占货币资金比例为 42.99%，受限比例高。

2016—2018 年，林业集团应收账款逐年增长，年均复合增长 40.73%，主要系合并范围扩大、业务规模扩大以及大宗商品整体市场不景气所致。截至 2018 年底，林业集团应收账款 159.15 亿元，较年初增长 52.85%；共计提应收账款坏账准备 1.20 亿元，计提比例为 0.75%；一年内账龄的应收账款账面余额 152.48 亿元，占应收账款账龄组合余额的 95.09%，账龄较短。

2016—2018 年，林业集团预付款项逐年增长，年均复合增长 48.71%。截至 2018 年底，林业集团预付款项 313.64 亿元，较年初增长 46.14%，主要系合并范围扩大、业务体量增加以及为锁定优惠价格，增加预付货款所致。

2016—2018 年，林业集团其他应收款逐年增长，年均复合增长 75.87%。截至 2017 年底，林业集团其他应收款 32.31 亿元，较年初增长 123.17%，主要系子公司国林汇泰借款给上海永晟财富投资管理有限公司、深圳中天置信投资有限公司、上海骥畅贸易有限公司等往来款所致。截至 2018 年底，林业集团其他应收款 44.77 亿元，较年初增长 38.59%，主要系林产品公司新增对江苏熔盛造船有限公司和江苏熔盛重工有限公司 17.26 亿元应收款项所致。

2016—2018 年，林业集团存货逐年增长，年均复合增长 26.63%。截至 2018 年底，林业集团存货账面价值为 96.26 亿元，较年初增长 36.78%，主要系为下阶段销售储备的木材、焦炭、种子种苗、纸浆等库存商品（产成品）增加所致。截至 2018 年底，林业集团存货主要由库存商品（占 80.77%）和消耗性生产物资（占 13.17%）等构成。截至 2018 年底，林业集团存货跌价准备为 0.11 亿元，计提比例 0.12%，主要为对库存商品计提的跌价准备。

非流动资产

2016—2018 年，林业集团非流动资产逐年增长，年均复合增长 43.78%。截至 2018 年底，林业集团非流动资产合计 274.65 亿元，较年初增长 7.79%；主要由长期应收款（占 5.86%）、长期股权投资（占 5.99%）、投资性房地产（占 7.24%）、固定资产（占 22.85%）和无形资产（占 56.74%）等构成。

2016—2018 年，林业集团长期应收款逐年下降，年均复合下降 28.60%。截至 2017 年底，林业集团长期应收款为 16.55 亿元，较年初下降 47.58%，主要系下属子公司深圳市中林融资租赁有限公司（以下简称“中林租赁”）对外开展融资租赁及保理业务放出款项减少所致。截至 2018 年，林业集团长期应收款为 16.09 亿元，较年初变化不大。

2016—2018 年，林业集团长期股权投资波动增长，年均复合增长 5.18%。截至 2017 年底，林业集团长期股权投资为 14.17 亿元，较年初下降 4.71%。截至 2018 年底，林业集团长期股权投资为 16.46 亿元，较年初增长 16.10%，主要系对北京屯玉种业有限责任公司丧失控制权、由成本法改成权益法核算所致。

2016—2018 年，林业集团投资性房地产逐年增长，年均复合增长 37.86%。截至 2018 年底，林业集团投资性房地产为 19.88 亿元，较年初增长 52.39%，主要系自用房地产转入所致。

2016—2018 年，林业集团固定资产逐年增长，年均复合增长 21.56%。截至 2018 年底，林业集团固定资产账面价值 62.77 亿元，较年初增长 34.79%，主要系新民洲二期工程以及好家木业三期等项目竣工转固所致；林业集团固定资产主要由房屋建筑物（占 79.64%）、土地资产（占 8.45%）和机器设备（占 10.10%）构成。截至 2018 年底，林业集团对固定资产累计计提折旧 11.28 亿元，固定资产成新率为 84.77%，成新率较高。

2016—2018 年，林业集团无形资产逐年增长，年均复合增长 1.81 倍。截至 2017 年底，林业集

团无形资产账面价值合计 144.76 亿元，较年初增长 6.92 倍，主要系 2017 年雷州林业局的林地使用权评估入帐所致。截至 2018 年底，林业集团无形资产账面价值合计 144.84 亿元，较年初变化不大；无形资产主要由土地使用权（占 17.59%）和林地使用权（占 81.93%）构成。

截至 2018 年底，林业集团受限资产账面价值为 99.50 亿元，占总资产的比例为 9.61%，受限比例较低。

截至 2019 年 3 月底，林业集团资产总额 1,064.80 亿元，较年初增长 2.82%；流动资产占 75.08%，非流动资产占 24.92%，流动资产占比进一步上升，整体资产结构变化不大。

负债及所有者权益

负债

近年来，林业集团的负债规模持续增长，以流动负债为主，整体债务负担很重，短期偿债压力较大。

2016—2018 年，林业集团负债规模逐年增长，年均复合增长 43.12%。截至 2018 年底，林业集团负债总额为 749.10 亿元，较年初增长 45.09%，主要系流动负债增长所致；其中流动负债占比 72.63%，非流动负债占比 27.37%，以流动负债为主。

2016—2018 年，林业集团流动负债逐年增长，年均复合增长 53.44%。截至 2018 年底，林业集团流动负债合计 544.07 亿元，较年初增长 50.36%，主要系短期借款、应付票据、应付账款和一年内到期的非流动负债等增加所致。林业集团流动负债主要由短期借款（占 33.34%）、应付票据（占 21.99%）、应付账款（占 14.27%）、预收款项（占 8.11%）、一年内到期的非流动负债（占 11.77%）和其他流动负债（占 5.52%）构成。

2016—2018 年，林业集团短期借款逐年增长，年均复合增长 30.09%。截至 2018 年底，林业集团短期借款 181.40 亿元，较年初增长 36.76%，主要系经营规模扩大导致对流动资金的需求增加所致；林业集团短期借款以保证借款（占 82.74%）和信用借款（占 13.42%）为主。

2016—2018 年，林业集团应付票据逐年增长，年均复合增长 78.72%。截至 2018 年底，林业集团应付票据合计 119.65 亿元，较年初增长 62.60%，主要系林业集团结算方式变化，增加商业承兑汇票及银行承兑汇票的使用加大资金周转率所致。林业集团应付票据以银行承兑汇票（占 98.48%）为主。

2016—2018 年，林业集团应付账款逐年增长，年均复合增长 40.49%。截至 2018 年底，应付账款合计 77.62 亿元，较年初增长 92.02%，主要系业务规模扩大以及供应商账期延长所致。

2016—2018 年，林业集团预收款项波动增长，年均复合增长 21.04%。截至 2017 年底，预收款项 53.76 亿元，较年初增长 78.48%，主要系新增预收客户货款较多所致。截至 2018 年底，预收款项 44.13 亿元，较年初下降 17.91%，主要系对长期合作客户的预收比例下降所致。

2016—2018 年，林业集团一年内到期的非流动负债逐年大幅增长，年均复合增长 3.17 倍。截至 2018 年底，林业集团一年内到期的非流动负债为 64.02 亿元，较年初增长 1.57 倍，主要系一年内到期的长期借款和长期应付款增加所致。

林业集团其他流动负债主要为应付短期债券。2016—2018 年，林业集团其他流动负债逐年大幅增长，年均复合增长 1.74 倍。截至 2018 年底，林业集团其他流动负债 30.01 亿元，较年初增长 20.20%，主要系发行超短融所致。

2016—2018 年，林业集团非流动负债逐年增长，年均复合增长 23.40%，主要系长期借款增加所致。截至 2018 年底，林业集团非流动负债 205.03 亿元，较年初增长 32.73%，主要由长期借款（占 77.99%）、应付债券（占 8.78%）和长期应付款（占 10.61%）构成。

2016—2018 年，林业集团长期借款逐年增长，年均复合增长 29.54%。截至 2019 年底，林业集团长期借款为 159.90 亿元，较年初增长 31.37%，主要系业务发展需要增加银行借款所致。

2016—2018 年，林业集团应付债券波动增长，年均复合增长 6.34%。截至 2017 年底，林业集团应付债券 10.95 亿元，较年初下降 31.24%，主要系“15 林业 MTN001”转入一年内到期的非流动负债所致。截至 2018 年底，林业集团应付债券 18.00 亿元，较年初增长 64.46%，主要系发行“18 中林集团 MTN002”所致。

2016—2018 年，林业集团长期应付款逐年增长，年均复合增长 16.84%。截至 2017 年底，林业集团长期应付款 16.39 亿元，较年初增长 2.86%。截至 2018 年底，林业集团长期应付款 21.75 亿元，较年初增长 32.71%，主要系子公司如皋港务集团有限公司为补充流动资金增加融资租赁借款所致。

全部债务方面，2016—2018 年，林业集团全部债务逐年增长，年均复合增长 45.45%。截至 2018 年底，林业集团全部债务为 594.72 亿元，较年初增长 46.77%，主要系短期债务增加所致；其中，短期债务 395.07 亿元（占 66.43%），长期债务 199.65 亿元（占 33.57%），以短期债务为主；2016—2018 年，林业集团资产负债率有所波动，分别为 72.45%、64.44%和 72.33%；全部债务资本化比率波动上升，分别为 66.90%、58.72%和 67.49%；长期债务资本化比率波动下降，分别为 48.08%、34.35%和 41.06%，债务负担很重。

截至2019年3月底，林业集团负债合计776.36亿元，较年初增长3.64%；其中流动负债557.88亿元（占71.86%），非流动负债218.48亿元（占28.14%），负债结构较年初变化不大。截至2019年3月底，林业集团全部债务620.26亿元，较年初增长4.29%；其中，短期债务408.32亿元（占65.83%），长期债务211.95亿元（占34.17%）。截至2019年3月底，林业集团资产负债率为72.91%，较年初上升0.58个百分点；长期债务资本化比率为42.36%，较年初上升1.29个百分点；全部债务资本化比率为68.26%，较年初上升0.77个百分点，债务负担较年初进一步加重。

所有者权益

近年来，林业集团所有者权益逐年增长，少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性一般。

2016—2018 年，林业集团所有者权益逐年增长，年均复合增长 43.53%。截至 2017 年底，林业集团所有者权益合计 284.91 亿元，较年初增长 104.85%，主要系林业集团根据国资委要求进行改制，子公司雷州林业局拥有的雷州半岛 76.06 亩林地评估入账，导致资本公积大幅增加所致。截至 2018 年底，林业集团所有者权益合计 286.54 亿元，较年初变化不大；其中归属于母公司所有者权益为 156.18 亿元，占 54.50%，少数股东权益 130.36 亿元，占 45.50%；少数股东权益占比较大主要系林业集团下属多家非全资子公司的规模较大。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 6.21%、其他权益工具（永续债）占 5.44%、资本公积占 84.17%、未分配利润占 3.56%。林业集团所有者权益中少数股东权益占比较高，权益结构稳定性一般。

截至2019年3月底，林业集团所有者权益288.45亿元，较年初变化很小；其中归属于母公司所有者权益156.42亿元，规模与结构较年初变化很小。

盈利能力

近年来，林业集团营业收入持续增长，期间费用对利润侵蚀严重，利润总额对政府依赖程度较高，整体盈利能力有待提升。

受益于经营规模扩大，2016—2018 年，林业集团营业收入逐年增长，年均复合增长 36.56%；2018 年，林业集团实现营业收入 1,302.53 亿元，较上年增长 38.86%。2016—2018 年，林业集团营业利润波动增长，分别为 2.65 亿元、4.44 亿元和 4.11 亿元，年均复合增长 24.55%；林业集团净利润波动增长，分别为 2.86 亿元、3.47 亿元和 3.41 亿元，年均复合增长 9.24%。

期间费用方面，2016—2018 年，林业集团期间费用逐年增长，年均复合增长 51.71%，2018 年林业集团期间费用合计 53.29 亿元，较上年增长 69.79%，其中销售费用、管理费用（含研发费用）和财务费用的占比分别为 23.48%、14.13%和 62.39%，以财务费用为主。2016—2018 年，林业集团销售费用逐年增长，年均复合增长 78.57%，2018 年销售费用为 12.51 亿元，较上年增长 79.02%，主要系业务规模扩大，运输费、装卸费和仓储报关费成本上升所致。2016—2018 年，林业集团管理费用逐年增长，年均复合增长 21.84%，2018 年管理费用为 7.53 亿元，较上年增长 15.81%，主要系合并范围扩大以及人工成本上升所致。2016—2018 年，林业集团财务费用逐年增长，年均复合增长 54.91%，2018 年财务费用为 33.25 亿元，较上年增长 85.80%，主要系债务规模增加所致。2016—2018 年，林业集团费用收入比分别为 3.27%、3.35%和 4.09%，呈持续上升趋势，期间费用对利润侵蚀严重。

2016—2018 年，林业集团营业外收入分别为 1.22 亿元、0.54 亿元和 1.58 亿元，占同期利润总额的比例分别为 35.56%、11.00%和 28.40%；其中 2017 年大幅下降，主要系受会计政策变动影响，政府补助计入其他收益所致；2017—2018 年，林业集团其他收益分别为 0.68 亿元和 0.65 亿元，占同期利润总额的比例分别为 13.85%和 11.57%，林业集团利润总额对政府补助有一定依赖。

从盈利指标来看，受森林工业板块和农林牧渔板块毛利率有所提升影响，2016—2018 年，林业集团营业利润率逐年上升，分别为 2.99%、3.75%和 4.13%；总资本收益率波动下降，分别为 4.08%、3.70%和 3.92%；净资产收益率持续下降，分别为 2.57%、1.64%和 1.19%；整体看，林业集团整体盈利能力有待提升。

2019 年 1—3 月，林业集团实现营业收入 318.37 亿元，较上年增长 23.88%，主要系林业集团持续扩大木材贸易规模以及原木销售单价上涨所致；实现净利润 0.87 亿元，较上年增长 16.11%，主要系贸易规模扩大、主营业务毛利率提升所致。

现金流

近年来，林业集团经营活动现金净流出规模有所缩减，收入实现质量较好；投资活动现金流持续净流出，对外融资需求较大。

从经营活动看，2016—2018 年，林业集团经营活动现金流入逐年增长，分别为 879.53 亿元、1,188.39 亿元和 1,471.48 亿元，年均复合增长 29.35%，主要系业务规模扩大所致。2016—2018 年，林业集团经营活动现金流出逐年增长，分别为 935.16 亿元、1,228.72 亿元和 1,504.53 亿元，年均复合增长 26.84%。受上述因素影响，2016—2018 年，经营活动产生的现金流量净额持续净流出，净流出规模有所缩减，分别为-55.63 亿元、-40.33 亿元和-33.05 亿元。从收入实现质量来看，近三年林业集团现金收入比分别为 118.41%、122.73%和 110.27%，收入实现质量较好。

从投资活动看，受子公司中林租赁对外开展融资租赁及保理业务影响，2016—2018 年，林业集团投资活动现金流入逐年增长，分别为 3.55 亿元、19.82 亿元和 51.30 亿元，年均复合增长 2.80 倍。2016—2018 年，林业集团投资活动的现金流出波动增长，分别为 55.37 亿元、29.29 亿元和 83.27 亿元，年均复合增长 22.63%。受上述因素影响，2016—2018 年，林业集团投资活动现金流量净额分别为-51.82 亿元、-9.47 亿元和-31.97 亿元，呈持续净流出状态，林业集团经营活动现金流不能满足其投资需求，存在较大融资需求。

从筹资活动看，2016—2018 年，受银行借款及直接债务融资力度加大影响，林业集团筹资活动现金流入波动增长，分别为 352.58 亿元、346.10 亿元和 566.62 亿元，年均复合增长 26.77%。2016—2018 年，受偿还债务及利息影响，林业集团筹资活动现金流出逐年增长，分别为 255.97 亿元、280.63 亿元和 493.46 亿元，年均复合增长 38.84%。受上述因素影响，2016—2018 年，林业集团筹资活动现金流量净额分别为 96.61 亿元、65.47 亿元和 73.17 亿元。

2019年1—3月，林业集团经营活动产生的现金流量净额为-21.30亿元；投资活动产生的现金流量净额为0.47亿元；筹资活动产生的现金流量净额为23.32亿元。

偿债能力

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

从短期偿债能力指标看，2016—2018年，林业集团流动比率和速动比率逐年下降，流动比率分别为1.61倍、1.51倍和1.40倍，速动比率分别为1.35倍、1.32倍和1.22倍。2016—2018年，林业集团现金短期债务比逐年下降，分别为0.43倍、0.39倍和0.30倍，林业集团现金类资产对短期债务的覆盖能力一般；林业集团经营活动现金流持续净流出，无法覆盖流动负债，短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2016—2018年，林业集团EBITDA逐年增长，分别为17.01亿元、24.75亿元和36.23亿元，年均复合增长45.94%，主要系计入财务费用的利息支出增加所致。2018年，林业集团EBITDA由计入财务费用的利息支出（占75.64%）、利润总额（占15.40%）、折旧（占5.61%）和摊销（占3.35%）构成。2016—2018年，EBITDA利息保障倍数分别为1.37倍、1.39倍和1.29倍，EBITDA全部债务比均为0.06倍，林业集团EBITDA对利息保障能力和对全部债务保障能力一般，林业集团长期偿债能力一般。

截至2019年3月底，林业集团无对外担保事项；1,000万元以上未决诉讼事项共6起，均为原告，或有负债风险较小。

截至2019年3月底，林业集团共获得银行授信额度759.80亿元，尚未使用授信额度251.20亿元，间接融资渠道畅通。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1011010101525190Z），截至2019年5月28日，林业集团未结清贷款信息记录中无关注类或不良类贷款记录；已结清贷款信息记录中有21笔关注类贷款，主要系在中国政府与非洲加蓬共和国政府签订的《中华人民共和国和加蓬共和国政府关于中国向加蓬提供政府贴息优惠贷款的框架协议》下，林业集团于1998年开拓了非洲加蓬木材经营，从中国进出口银行取得中国对加蓬政府的援外优惠项目贷款；由于援外项目贷款的特殊性质，中国进出口银行与林业集团历经多次调整还款时间、计息方式等，并于2012年3月12日将本息全部归还完毕；受援外项目贷款不同于一般项目贷款的特殊性影响，在林业集团征信报告中被列入关注类贷款。

3. 担保效果评价

林业集团资产规模和收入规模很大，资本实力和担保实力很强，其担保对于本期公司债券的到期还本付息具有显著的提升作用。

以2019年3月底财务数据测算（假设本期发行规模为12.00亿元），本期债券发行规模占担保方林业集团资产总额的1.13%和所有者权益总额的4.16%，占比较小。2018年，林业集团EBITDA对本期债券的覆盖倍数为3.02倍，林业集团的EBITDA能够较好地覆盖本期债券。2018年，林业集团的经营活动现金流为负，无法覆盖本期债券。

十、综合评价

公司作为国务院国资委管理的唯一一家林业企业的主要全资子公司，在股东背景、行业地位、林地资源、经营规模和贸易网络等方面具有竞争优势。近年来，公司资产和收入规模逐年增长，盈

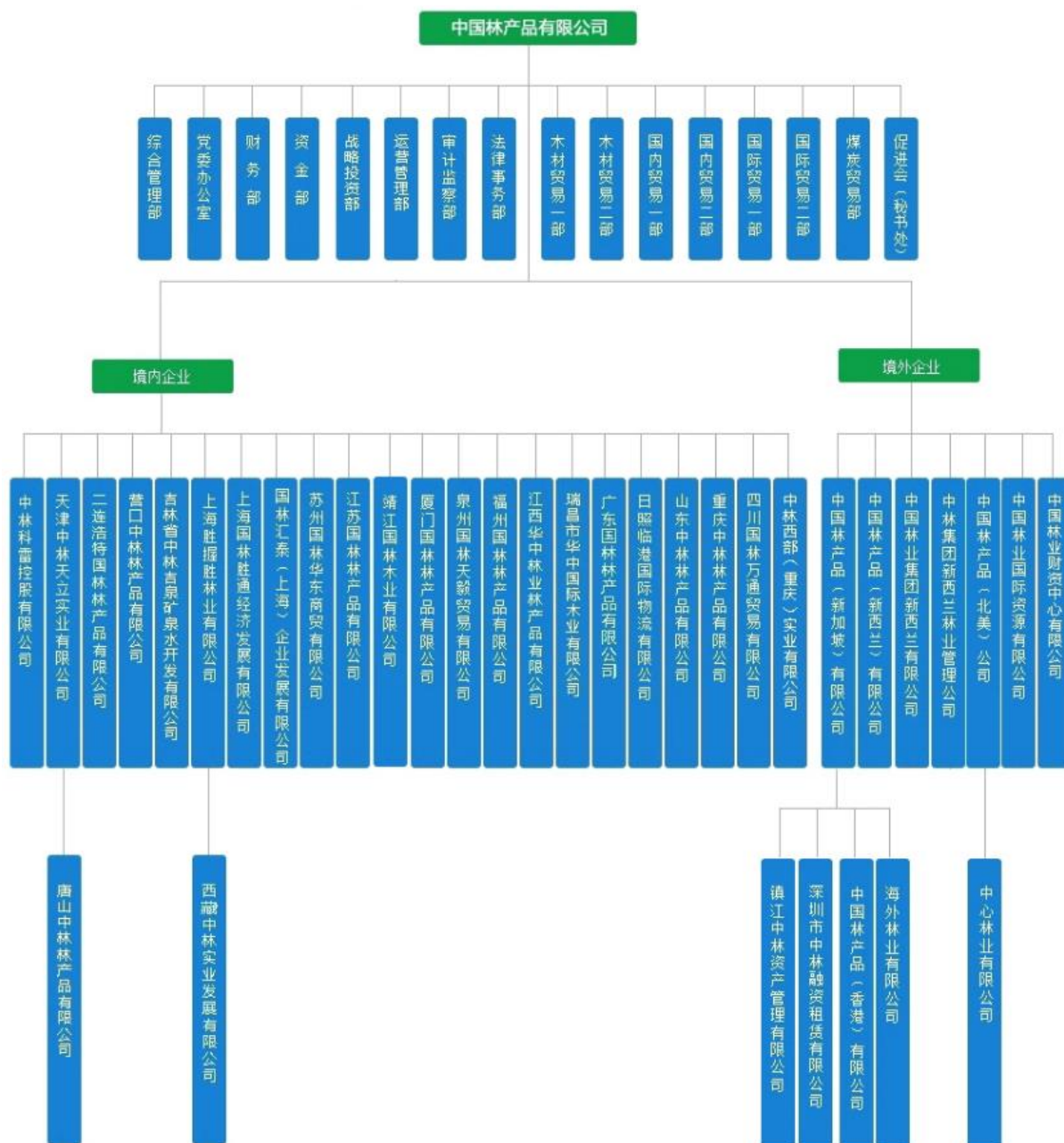
利能力不断提升。同时，联合评级也关注到木材行业木材资源供给压力较大、竞争激烈、公司经营模式主要依靠贸易、盈利能力有待提升、经营活动现金流持续净流出、权益稳定性一般以及整体债务负担很重等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司进一步加大对森林资源的控制量、大力发展木材主业，公司综合竞争实力有望得到增强，经营情况有望保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由林业集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。林业集团作为国务院国资委管理的唯一一家林业企业，具有较高的战略地位，并在行业地位、资产规模、林地资源和经营规模等方面具有很强的竞争优势。林业集团资产规模和收入规模很大，资本实力和担保实力很强，其担保对本期公司债券的信用水平具有显著的提升作用。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 截至 2019 年 3 月底中国林产品有限公司 组织结构图



附件 2 中国林产品有限公司 主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	365.90	491.01	589.18	564.13
所有者权益（亿元）	77.85	92.40	92.78	93.40
短期债务（亿元）	79.37	144.11	215.50	216.79
长期债务（亿元）	105.42	124.58	118.50	120.62
全部债务（亿元）	184.79	268.69	333.99	337.41
营业收入（亿元）	484.59	634.99	880.13	148.30
净利润（亿元）	1.13	2.14	3.17	0.05
EBITDA（亿元）	12.68	19.55	31.47	--
经营性净现金流（亿元）	-36.37	-29.92	-19.49	-6.49
应收账款周转次数（次）	6.97	7.30	7.60	--
存货周转次数（次）	14.69	14.48	17.43	--
总资产周转次数（次）	1.57	1.48	1.63	0.26
现金收入比率（%）	123.70	129.03	108.82	114.07
总资产收益率（%）	5.33	5.37	7.06	--
总资产报酬率（%）	3.67	4.11	5.39	--
净资产收益率（%）	1.88	2.52	3.42	0.05
营业利润率（%）	3.47	4.05	4.67	4.18
费用收入比（%）	3.24	3.63	4.58	4.47
资产负债率（%）	78.72	81.18	84.25	83.44
全部债务资本化比率（%）	70.36	74.41	78.26	78.32
长期债务资本化比率（%）	57.52	57.42	56.09	56.36
EBITDA 利息倍数（倍）	1.15	1.27	1.27	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.07	0.07	0.09	--
流动比率（倍）	1.58	1.52	1.42	1.49
速动比率（倍）	1.35	1.35	1.27	1.33
现金短期债务比（倍）	0.47	0.42	0.35	0.26
经营现金流动负债比率（%）	-21.46	-11.37	-5.42	-1.96
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.06	1.63	2.62	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 除特别说明外，均指人民币；3. 2019 年 1-3 月财务数据未经审计，相关财务指标未年化；4. 本报告已将林产品公司长期应付款中的债务部分调整至长期债务指标核算

附件 3 中国林业集团有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	504.82	801.22	1,035.64	1,064.80
所有者权益（亿元）	139.09	284.91	286.54	288.45
短期债务（亿元）	152.34	256.15	395.07	408.32
长期债务（亿元）	128.77	149.06	199.65	211.95
全部债务（亿元）	281.11	405.20	594.72	620.26
营业收入（亿元）	698.45	938.00	1,302.53	318.34
净利润（亿元）	2.86	3.47	3.41	0.87
EBITDA（亿元）	17.01	24.75	36.23	--
经营性净现金流（亿元）	-55.63	-40.33	-33.05	-21.30
应收账款周转次数（次）	9.37	8.86	8.81	--
存货周转次数（次）	13.23	13.76	14.93	--
总资产周转次数（次）	1.59	1.44	1.42	0.30
现金收入比率（%）	118.41	122.73	110.27	105.33
总资本收益率（%）	4.08	3.70	3.92	--
总资产报酬率（%）	3.40	3.36	3.59	--
净资产收益率（%）	2.57	1.64	1.19	0.30
营业利润率（%）	2.99	3.75	4.13	3.73
费用收入比（%）	3.27	3.35	4.09	3.44
资产负债率（%）	72.45	64.44	72.33	72.91
全部债务资本化比率（%）	66.90	58.72	67.49	68.26
长期债务资本化比率（%）	48.08	34.35	41.06	42.36
EBITDA 利息倍数（倍）	1.37	1.39	1.29	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.06	0.06	--
流动比率（倍）	1.61	1.51	1.40	1.43
速动比率（倍）	1.35	1.32	1.22	1.24
现金短期债务比（倍）	0.43	0.39	0.30	0.24
经营现金流动负债比率（%）	-24.07	-11.15	-6.08	-3.82
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.42	2.06	3.02	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 除特别说明外，均指人民币；3. 2019 年 1-3 月财务数据未经审计，相关财务指标未年化；4. 本报告林业集团其他流动负债和长期应付款中的债务部分调整至相关债务指标核算

附件 4 有关计算指标的计算公式

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

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

长期债务=长期借款+应付债券

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级

联合信用评级有限公司关于 中国林产品有限公司 公开发行 2020 年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年中国林产品有限公司年报公告后的两个月内，且不难于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

中国林产品有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。中国林产品有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注中国林产品有限公司的相关状况，如发现中国林产品有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如中国林产品有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整发信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至中国林产品有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送中国林产品有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇二〇年三月四日