

信用评级公告

联合〔2021〕5381号

联合资信评估股份有限公司通过对中国林产品集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国林产品集团有限公司主体长期信用等级为AA，维持“20中林01”和“20中林02”信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监

二〇二一年六月二十八日

中国林产品集团有限公司 公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
中国林产品集团有限公司	AA	稳定	AA	稳定
20 中林 01	AA	稳定	AA	稳定
20 中林 02	AA	稳定	AA	稳定

注：中国林业集团有限公司为“20 中林 01”和“20 中林 02”的担保方，为“20 中林 01”和“20 中林 02”提供全额、无条件、不可撤销的连带责任保证担保

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 中林 01	8.00 亿元	8.00 亿元	2023/03/19
20 中林 02	4.00 亿元	4.00 亿元	2023/06/05

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估有限公司一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁻	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	1
			盈利能力	4
			现金流量	2
		资本结构		3
			偿债能力	3
调整因素和理由				调整子级
股东支持				+1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

2020 年，中国林产品集团有限公司（以下简称“公司”）作为林业行业唯一的央企中国林业集团有限公司（以下简称“中林集团”）的重要全资子公司，整体经营情况良好。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司 2020 年度财务报表审计结论为非标准无保留意见、盈利能力较弱、财务费用支出较大、应收账款和预付款项对营运资金存在占用、权益结构稳定性弱、债务负担重且持续增长、短期偿债压力较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

“20 中林 01”和“20 中林 02”由中林集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。2020 年，中林集团营业收入和净利润保持增长，其担保对“20 中林 01”和“20 中林 02”的信用状况仍具有显著的积极影响。同时，联合资信也关注到中林集团债务负担重对债券偿还能力可能带来的不利影响。

未来，随着公司在建项目顺利投产，与核心客户合作进一步加深，产品结构持续完善，公司经营状况有望保持良好。

综合评估，联合资信维持公司的主体长期信用等级为 AA，维持“20 中林 01”和“20 中林 02”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

1. 公司股东背景雄厚，股东支持力度较大。公司作为国务院国有资产监督管理委员会管理的唯一林业企业中林集团的重要全资子公司，在我国生态文明建设背景下有良好的发展前景。
2. 公司整体经营情况良好。截至 2020 年底，公司资产较年初增长 31.39%；2020 年，公司实现营业收入 1114.45 亿元，同比增长 37.68%；实现利润总额 5.89 亿元，同比增长 52.00%。
3. 担保方的担保对“20 中林 01”和“20 中林 02”信用水平仍具有显著积极影响。2020 年，中林集团营业收入和净利润保持增长，其担保对“20 中林 01”和“20 中林 02”的信用水平仍具有显著积极影响。

分析师：刘丽红

李敬云

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

关注

1. **公司盈利能力较弱，财务费用等刚性支出较大。**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。2020年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为3.48%和1.48%；期间费用总额为36.15亿元，其中财务费用为20.77亿元。
2. **应收账款和预付款项对营运资金存在占用。**截至2020年底，公司应收账款和预付款项分别为204.16亿元和280.30亿元，占流动资产的比例分别为26.46%和36.32%，对营运资金存在明显占用。
3. **公司债务规模持续增长，债务负担重，短期偿债压力较大。**截至2020年底，公司全部债务较年初增长11.86%至481.87亿元，其中短期债务为348.46亿元（占72.32%）；公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为68.88%和61.63%。
4. **公司权益结构稳定性弱。**截至2020年底，公司所有者权益中归属于母公司所有者权益占比为24.92%，少数股东权益占比为75.08%。
5. **公司2020年度财务报表审计结论为非标准无保留意见。**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。
6. **中林集团债务负担重。**截至2021年3月底，中林集团全部债务804.45亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为67.39%和59.53%。

主要财务数据：

发行人——中国林产品集团有限公司

合并口径			
项目	2018年	2019年	2020年
现金类资产（亿元）	37.41	37.07	46.42
资产总额（亿元）	589.18	733.81	964.14
所有者权益（亿元）	92.78	168.26	300.04
短期债务（亿元）	215.50	244.19	348.46
长期债务（亿元）	118.50	186.58	133.40
全部债务（亿元）	333.99	430.77	481.87
营业收入（亿元）	880.13	809.47	1114.45
利润总额（亿元）	4.48	3.88	5.89
EBITDA（亿元）	31.47	26.14	29.56
经营性净现金流（亿元）	-19.49	-40.42	9.54
营业利润率（%）	4.67	4.77	3.94
净资产收益率（%）	3.42	1.89	1.48
资产负债率（%）	84.25	77.07	68.88
全部债务资本化比率（%）	78.26	71.91	61.63
流动比率（%）	141.53	160.86	145.80
经营现金流动负债比（%）	-5.42	-10.70	1.80
现金短期债务比（倍）	0.17	0.15	0.13
EBITDA 利息倍数（倍）	1.27	1.21	1.28
全部债务/EBITDA（倍）	10.61	16.48	16.30
公司本部（母公司）			
项目	2018年	2019年	2020年
资产总额（亿元）	315.50	371.28	479.20
所有者权益（亿元）	20.14	33.18	48.78
全部债务（亿元）	148.72	218.62	268.29
营业收入（亿元）	256.75	288.17	487.45
利润总额（亿元）	0.25	0.13	0.10
资产负债率（%）	93.62	91.06	89.82
全部债务资本化比率（%）	88.07	86.82	84.62
流动比率（%）	114.36	130.50	120.22
经营现金流动负债比（%）	0.64	1.16	0.39

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 数据单位除特别说明外均为人民币；3. 公司长期应付款科目中的带息债务已计入相关债务计算指标；4. 公司合并口径现金类资产已剔除受限货币资金

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

担保方——中国林业集团有限公司

合并口径				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
现金类资产（亿元）	72.22	88.25	120.74	96.20
资产总额（亿元）	1035.64	1261.09	1643.96	1677.17
所有者权益（亿元）	286.54	329.42	546.16	546.94
短期债务（亿元）	395.12	478.07	637.44	586.64
长期债务（亿元）	198.89	246.81	240.68	217.80
全部债务（亿元）	594.01	724.89	878.12	804.45
营业总收入（亿元）	1305.48	1600.25	2046.09	438.92
利润总额（亿元）	5.58	7.76	12.78	1.65
EBITDA（亿元）	36.23	43.21	49.27	--
经营性净现金流（亿元）	-33.05	-45.54	-17.04	-0.28
营业利润率（%）	4.35	4.31	3.75	3.80
净资产收益率（%）	1.19	1.73	1.77	--
资产负债率（%）	72.33	73.88	66.78	67.39
全部债务资本化比率（%）	67.46	68.75	61.65	59.53

流动比率 (%)	139.87	150.46	142.38	141.05
经营现金流负债比 (%)	-6.08	-7.01	-2.01	--
现金短期债务比 (倍)	0.18	0.18	0.19	0.16
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.29	1.36	1.48	--
全部债务/EBITDA (倍)	16.40	16.78	17.82	--

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 中林集团 2021 年 1-3 月财务数据未经审计，相关财务指标未年化；3. 数据单位除特别说明外均为人民币；4. 中林集团其他流动负债和长期应付款科目中的带息债务已计入相关债务计算指标；5. 中林集团现金类资产已剔除受限货币资金

资料来源：中林集团财务报表及公司提供资料，联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 中林 01 20 中林 02	AA ⁺	AA	稳定	2020/08/12	侯珍珍 李敬云	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法	阅读全文
20 中林 02	AA ⁺	AA	稳定	2020/04/22	罗峤 李敬云	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法	阅读全文
20 中林 01	AA ⁺	AA	稳定	2020/03/04	罗峤 范琴	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由中国林产品集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：



中国林产品集团有限公司

公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于中国林产品集团有限公司（以下简称“公司”或“林产品集团”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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 260.00 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“中林集团”）。2017 年 11 月，公司更名为“中国林产品有限公司”。2020 年 7 月，公司变更为现名。历经多次增资和股权转让，截至 2020 年底，公司注册资本为 10.43 亿元，中林集团对公司持股比例为 100.00%，为公司控股股东。中林集团对公司股权无质押。由于国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）对中林集团的持股比例为 90.00%¹，公司的实际控制人为国务院国资委；公司股权结构图见附件 1-1。

跟踪期内，公司经营范围无重大变更，组织架构发生变化，见附件 1-2。截至 2020 年底，公司纳入合并范围的子公司共 26 家，拥有在职员工 1166 人。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 964.14 亿元，所有者权益 300.04 亿元（含少数股东权益 225.28 亿元）；2020 年，公司实现营业总收入

1119.31 亿元，利润总额 5.89 亿元。

公司注册地址：北京市朝阳区安苑路 20 号；
法定代表人：刘乃铭。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1 截至 2021 年 3 月底公司存续债券概况

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
20 中林 01	8.00 亿元	8.00 亿元	2020/03/19	3 年
20 中林 02	4.00 亿元	4.00 亿元	2020/06/05	3 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%²，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%³，低于往年同

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）及国务院国资委的统一安排部署，中林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，国务院国资委将中林集团国有产权的 10.00% 划转给全国社会保障基金理事会，中林集团完成国家出资企业

产权变更登记，但截至中林集团 2020 年年度报告出具之日尚未进行工商登记

2. 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

3. 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长

期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈

利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 2017 - 2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季

度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较年初下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是

率，下同。

仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至2021年一季度末，M2余额227.65万亿元，同比增长9.40%，较年初增速（10.10%）有所下降。同期M1余额61.61万亿元，同比增长7.10%，较年初增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较2019年同期有所收窄。2021年一季度一般公共预算收入5.71万亿元，同比增长24.20%，是2020年以来季度数据首次转正。其中税收收入4.87万亿元，占一般公共预算收入的85.31%，同比增长24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出5.87万亿元，同比增长6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创2016年以来同期最高增速。2021年一季度一般公共预算收支缺口为1588.00亿元，缺口较2020年和2019年同期值有所收窄，可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度全国政府性基金收入1.86万亿元，同比增长47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出1.73万亿元，同比减少12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021年1-3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1-2月受春节因素影响，加上年初局部疫情影响，失业率有所上升；而3月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021年一季度，全国居民人均可支配收入9730.00元，扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%，延续了年一季度以来逐季走高的趋势，且与消

费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。**

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长**；**固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计2021年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业分析

2020 年以来,我国木材行业对外依存度仍较高,国产原木价格整体运行平稳,进口原木价格呈下降趋势。未来一段时间内,我国木材消费量将保持稳定,木材贸易行业集中度有望缓慢提升。

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

国内木材行业方面,从供给端来看,根据国家林业和草原局最新数据,截至 2020 年底,我国森林面积达 2.20 亿公顷,森林覆盖率达 23.04%。根据国家统计局数据,由于传统木材行业的产能严重过剩,国内库存较多且仍有大量木材从国外进口,导致中国木材市场供过于求,因此 2020 年中国木材产量有所下降。2020 年中国木材产量为 8727 万立方米,较 2019 年的 10046 万立方米同比下降 13.10%。但与 31.00%的世界平均森林覆盖率相比,我国仍然是一个少林缺绿的国家。我国在 2017 年全面停止天然林的商业性采伐后,木材的主要来源为人造板及进口木材,因此中国木材进口数量远大于出口数量。

从需求端来看,尽管受国内外宏观经济下行及市场有效需求减弱等因素影响,我国木材与木制品行业运行仍保持平稳态势。根据中国木材与木制品流通协会测算,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,根据中国海关数据,2020 年中国木材出口数量为 57.50 万吨,较 2019 年基本持平;2020 年中国木材进口数量为 2305.20 万吨,较 2019 年减少了 239.70 万吨。2019 年中国木材出口金额为 8.63 亿美元,进口金额为 89.04 亿美元;2020 年中国木材出口金额为 9.02 亿美元,进口金额为 80.54 亿美元。

木材价格方面,根据中国木材与木制品流通协会数据,受新冠肺炎疫情影响以及国内建筑需求尚未恢复影响,2020 年,国产原木市场价格较上年有所下降,进口针叶原木市场价格较上年上涨明显。

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

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 年底,公司注册资本为 10.43 亿元,中林集团对公司持股比例为 100.00%,为公司控股股东。中林集团对公司股权无质押。公司的实际控制人为国务院国资委。

2. 规模与竞争力

公司作为国务院国资委管理的唯一林业企业中林集团的全资子公司，在林木资源、木材进口等领域具有领先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。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，2020年，公司新购入新西兰北岛8万亩的林地70年的采伐权。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。

3. 企业信用记录

公司过往履约情况良好。根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91110000100002257E），截至2021年5月24日，公司本部无未结清关注类、不良类信贷记录；已结清信贷信息中，有27笔关注类短期借款。

截至报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，经股东任免，公司总经理、个别董事和监事发生了变动。公司主要管理制度连续，经营运作正常。

跟踪期内，根据控股股东中林集团出具的通知，公司总经理、个别董事和监事发生了变动。2021年3月，根据公司发布的《中国林产

品集团有限公司关于执行董事及总经理发生变动的公告》，李斌不再担任公司执行董事、法定代表人及党委书记职务；刘乃铭任公司执行董事、法定代表人及党委书记，不再担任总经理职务；冀宝钧任公司总经理及党委副书记。

冀宝钧先生，1974年出生，中共党员，本科学历，曾任原中国林产品公司总经理助理、原中国林产品有限公司执行董事、法定代表人、总经理和党委书记等职务，现任公司总经理及党委副书记，兼任中林集团商业保理有限公司执行董事（法定代表人）。

公司经营制度连续，管理运作良好。

八、经营分析

1. 经营概况

2020年，在产业转型和新冠肺炎疫情的双重影响下，公司采取薄利多销政策，同时通过与当地优势企业合作开拓市场渠道，公司营业收入大幅增长；受产品销售价格下降的影响，公司综合毛利率下降。

公司为林业行业唯一的中央管理企业中林集团的重要全资子公司。2020年，公司仍主要从事木材、煤炭等大宗商品的贸易业务，以及港口物流业务。近年来，公司实行“境外森林资源+木材进口贸易+港口物流”一体化经营模式，利用海外资源基地，辅之以港口物流，扩大国内市场。2020年，公司实现营业收入1114.45亿元，同比大幅增长37.68%，主要系在产业转型和新冠肺炎疫情的双重影响下，公司采取薄利多销政策，同时通过与当地优势企业合作开拓市场渠道所致；2020年，公司实现利润总额5.89亿元，同比增长52.00%，主要系公司收入增长叠加人民币升值导致的进口型企业汇兑收益增加所致。

2020年，公司主营业务收入占营业收入的比例为99.98%，主营业务仍十分突出。从主营业务收入构成来看，2020年，林业收入较上年增长35.00%至5.13亿元，主要系自产木材销量增加所致；随着公司持续开拓市场经营渠道，2020年，森林工业收入较上年增长39.99%至709.45

亿元；农林牧渔服务业收入较上年增长 33.89% 至 399.69 亿元，主要系公司在发展木材业务的过程中依托物流优势，同时拓展了煤炭、矿产、金属、化工产品业务所致。公司其他业务收入

主要为房屋租赁、咨询、代理、仓储服务、物流管理服务等，占比很小，对营业收入规模影响不大。公司各业务板块收入占营业收入的比例较上年变化不大，基本保持稳定。

表 3 2018-2020 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
林业	3.46	0.39	35.01	3.80	0.47	23.63	5.13	0.46	20.67
森林工业	517.68	58.82	4.98	506.79	62.61	5.52	709.45	63.66	4.37
农林牧渔服务业	358.15	40.69	4.15	298.53	36.88	3.51	399.69	35.86	3.26
主营业务小计	879.29	99.90	4.76	809.11	99.96	4.86	1114.27	99.98	4.05
其他业务	0.84	0.10	19.79	0.36	0.04	9.38	0.19	0.02	47.09
合计	880.13	100.00	4.77	809.47	100.00	4.86	1114.45	100.00	4.05

资料来源：公司提供

从毛利率来看，2020 年，公司林业板块毛利率较上年下降 2.96 个百分点至 20.67%，主要系自营林地购入成本以及维护成本增加所致；森林工业板块毛利率较上年下降 1.15 个百分点至 4.37%，主要系受市场行情影响原木和板材销售单价下降所致；农林牧渔服务业板块毛利率较上年下降 0.25 个百分点至 3.26%；其他业务毛利率较上年大幅提升 37.71 个百分点至 47.09%，主要系公司下属靖江国林木业有限公司转售蒸汽电费及场地出租等业务毛利较高所致。受上述因素综合影响，2020 年，公司综合毛利率由上年的 4.86% 下降至 4.05%。

2. 林业板块

2020 年，公司林业板块产销量有所增长，销售集中度仍处于较高水平。

跟踪期内，公司林业板块主要产品无变化，仍为在新西兰北岛 63.50 万亩林地生产辐射松原木产品并对外销售；经营主体无变化，仍为全资子公司中国中林集团新西兰有限公司（以下简称“新西兰公司”）及中国林产品（新西兰）有限公司；经营模式无变化，对于砍伐的木材，一部分由新西兰专业林地管理公司 PF Olsen 代为在本地销售，另一部由新西兰公司自行出口至中国、印度、韩国等亚洲市场。

2020 年，受益于公司下属新西兰公司购入了林地采伐权，同时提升了采伐量，公司自有木材的产销量有所增加，林业收入较上年增长 35.00% 至 5.13 亿元。2020 年，公司自营木材产销量均较上年增长了 32.89%；受价格较高的进口木材占比上升影响，销售单价较上年上升 1.50% 至 652.20 元/立方米。

表 4 2018-2020 年公司自营木材产销情况（单位：万立方米、元/立方米）

项目	2018 年			2019 年			2020 年		
	产量	销量	单价	产量	销量	单价	产量	销量	单价
木材	51.17	51.17	676.15	59.10	59.10	642.59	78.54	78.54	652.20

资料来源：公司提供

销售集中度方面，2020 年公司自营木材客户主要为 PF Olsen（非关联方）和 Carters Building Supplies Group Limited（非关联方）；公司林业板块销售集中度较上年变化不大，仍处

于较高水平。

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

3. 森林工业板块

2020年，公司原木购销量大幅增长，采购均价和销售均价小幅下降；板材购销量有所增长，采购均价同比上升，销售均价有所下降。2020年，公司给予下游客户账期仍较长，存在一定的资金占用。

跟踪期内，森林工业板块仍是公司的核心业务，主要为木材贸易，此外还有少量纸品贸易；运营主体仍为公司本部、上海胜握胜林业有限公司、中国林产品（新加坡）有限公司（以下简称“新加坡公司”）和新西兰公司等子公司。2020年，森林工业收入较上年上升39.99%至709.45亿元，其中木材贸易收入占森林工业板块收入的比例在95%以上。

(1) 木材采购

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

原木采购方面，2020年，受益于公司持续开拓市场经营渠道，与当地优势企业合作，公司原木采购量较上增长65.48%至7196.28万立方米；原木进口采购占比由上年的22.46%下降至13.29%。2020年，公司原木采购均价较上年下降11.95%至869.27元/立方米。

板材采购方面，2020年，板材采购量较上年增长17.96%至272.90万立方米；板材进口采购占比由上年的45.61%下降至38.31%。2020年，板材采购均价较上年上升12.90%。

表5 2018-2020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	2018年	2019年	2020年
原木	产品采购量	4814.89	4348.78	7196.28
	其中：进口	1268.77	976.76	956.23
	产品采购均价	937.49	987.28	869.27
板材	产品采购量	290.30	231.34	272.90
	其中：进口	83.03	105.52	104.56
	产品采购均价	1120.31	1131.89	1277.88

资料来源：公司提供

采购集中度方面，2020年，公司木材贸易前五大供应商采购额占木材采购总额比例由上年的19.40%下降至18.69%，公司木材采购集中

度较低。

表6 2020年公司木材贸易前五大供应商情况

(单位：亿元、%)

序号	供应商名称	采购金额	占木材采购总额的比例	是否关联方
1	江苏新民洲贸易有限公司	39.72	6.01	否
2	上海华圻实业有限公司	27.41	4.15	否
3	诚通(广州)物资有限公司	20.36	3.08	否
4	江苏首佳能源有限公司	19.96	3.02	否
5	上海坤铂实业发展有限公司	16.02	2.43	否
合计		123.48	18.69	--

资料来源：公司提供

公司木材贸易的采购结算方式无重大变化，需要预付货款，并主要采用国内外信用证、TT电汇等方式结算，账期一般不超过6个月。公司与供应商的国际贸易结算以美元为主，为控制汇率风险，公司资金部设专人负责各项汇率风险管控，定期对各大银行进行调研，每日关注汇率走势及相关工具，广泛搜集市场信息，对远期汇率进行评估，进而选择远期汇率锁定业务。尽管公司在知名外资银行可取得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。2020年，公司计入财务费用的汇兑净收益为1.88亿元。考虑到目前国际贸易环境复杂多变，公司仍存在一定汇率波动风险。

(2) 木材销售

跟踪期内，公司森林工业板块主要客户仍为国内木材贸易公司；定价模式无变化，仍为成本加成法。受益于公司持续开拓市场经营渠道，与当地优势企业合作，2020年，公司原木销量较上年增长66.15%至7141.07万立方米，占同期采购量的比例总体在99%以上；原木销售均价较上年下降13.11%至914.13元/立方米。2020年，公司板材销量较上年增长40.51%；占同期采购量的比例由上年的89.44%上升至106.53%；板材销售均价较上年下降20.75%至1389.80元/立方米。

表 7 2018 - 2020 年以来公司木材贸易销售情况
(单位: 万立方米、元/立方米)

产 品	2018 年		2019 年		2020 年	
	销量	单价	销量	单价	销量	单价
原木	4794.51	971.51	4297.91	1052.11	7141.07	914.13
板材	290.04	1182.25	206.91	1753.71	290.73	1389.80

资料来源: 公司提供

销售集中度方面, 2020 年, 公司木材贸易前五大客户销售额占木材销售总额的比例由上年的 11.17% 下降至 9.59%, 公司木材销售集中度较低。

表 8 2020 年公司木材贸易前五大销售客户情况
(单位: 亿元、%)

序 号	客户名称	销售 金额	占木材销 售总额的 比例	是否关 联方
1	江苏森工国际贸易有限公司	15.19	2.19	否
2	龙岩市龙地贸易有限公司	14.79	2.13	否
3	上海繁昌供应链管理有 限公司	13.20	1.90	否
4	江苏淮湛实业发展有限 公司	11.91	1.72	否
5	上海圣太商贸有限公司	11.42	1.65	否
合计		66.50	9.59	--

注: 资料来源: 公司提供

公司木材贸易的销售结算方式无重大变化, 仍主要采用现汇、承兑汇票等方式结算, 并给予下游客户 6~9 个月的付款账期。受大宗商品市

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

4. 农林牧渔服务业板块

2020 年, 受益于公司发展木材业务过程中依托物流优势, 同时拓展其他产品业务, 公司农林牧渔服务业板块收入大幅增长。

跟踪期内, 公司农林牧渔服务业仍主要为煤炭贸易、金属及矿产品贸易等; 运营主体仍主要为公司本部, 新加坡公司、中国林业国际资源有限公司 (以下简称“中林国际”)、国林汇泰 (上海) 企业发展有限公司 (以下简称“国林汇泰”)、上海国林胜通经济发展有限公司等。2020 年, 农林牧渔服务业收入较上年增长 33.89% 至 399.69 亿元, 主要系公司在发展木材业务的过程中依托物流优势, 同时拓展了煤炭、矿产、金属、化工产品业务所致。2020 年, 公司农林牧渔服务业中各项业务收入均有不同程度的增长, 煤炭贸易、金属及矿产品贸易、港口物流和其他业务收入分别较上年增长 7.63%、36.50%、8.70% 和 125.49%。

表 9 2018 - 2020 年公司农林牧渔服务业收入情况 (单位: 亿元、%)

项目	2018 年			2019 年			2020 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	202.46	56.53	3.11	140.30	47.00	2.08	151.01	37.78	1.31
金属及矿产品贸易	100.56	28.08	3.17	121.20	40.60	4.41	165.44	41.39	4.09
港口物流	6.02	1.68	53.09	0.23	0.08	53.49	0.25	0.06	29.99
其他	49.10	13.71	4.48	36.80	12.33	5.69	82.98	20.76	5.07
合计	358.15	100.00	4.15	298.53	100.00	3.51	399.69	100.00	3.26

注: 其他包括粮油、落地建材、冷冻食品等贸易业务; 2018 年底剥离如皋港务后, 港口物流业务收入来自公司于 2018 年底并购的子公司瑞昌市华中国际木业有限公司从事港口物流业务形成的收入

资料来源: 公司提供

(1) 煤炭贸易

2020 年, 公司煤炭贸易购销量均有所增长, 价格与市场行情较一致, 上下游账期较长, 存在资金被上下游占用的情况。

跟踪期内, 公司煤炭贸易主要品种仍为动力煤、电煤和焦炭。2020 年, 煤炭贸易收入较

上年增长 7.63% 至 151.01 亿元; 毛利率较上年下降 0.77 个百分点至 1.31%; 在农林牧渔服务业板块收入中的占比下降 9.22 个百分点至 37.78%。

采购方面, 公司仍采用“以销定采”的模式。2020 年, 公司煤炭采购量较上年增长 8.79% 至

3631.79 万吨；采购均价较上年下降 0.95%至 409.48 元/吨。

表 10 2018-2020 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
2018 年	4188.74	465.38
2019 年	3338.47	413.42
2020 年	3631.79	409.48

资料来源: 公司提供

采购集中度方面, 2020 年, 公司煤炭贸易前五大供应商占煤炭采购总额比例由上年的 56.70%下降至 47.93%。公司煤炭贸易业务的采购集中度仍属较高。

表 11 2020 年公司煤炭贸易前五大供应商情况
(单位: 亿元、%)

序号	供应商名称	采购金额	采购金额占比	是否关联方
1	淮北矿业集团大榭能源化工有限公司	39.99	26.89	否
2	上海河山五矿能源有限公司	8.75	5.89	否
3	中安信(宁波)能源产业发展有限公司	8.45	5.68	否
4	江苏蓝港国际物流有限公司	7.42	4.99	否
5	开滦沧州渤海新区国际贸易有限责任公司	6.65	4.47	否
合计		71.27	47.93	--

资料来源: 公司提供

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

煤炭销售方面, 2020 年, 公司煤炭销售量较上年上升 9.61%至 3640.40 万吨, 与采购量变动较一致; 销售均价较上年下降 1.80%至 414.81 元/吨。

表 12 2018-2020 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
2018 年	4210.19	480.89
2019 年	3321.27	422.43
2020 年	3640.40	414.81

资料来源: 公司提供

销售集中度方面, 2020 年, 公司煤炭贸易前五大客户销售金额占煤炭销售总额的比例由

上年的 51.61%下降至 38.48%, 公司煤炭贸易的销售集中度仍属较高。

表 13 2020 年公司煤炭贸易前五大客户情况
(单位: 亿元、%)

序号	客户名称	销售金额	销售金额占比	是否关联方
1	福建山福国际能源有限责任公司	17.85	11.82	否
2	上海繁昌供应链管理有限公司	17.54	11.61	否
3	山煤国际能源集团日照有限公司	10.12	6.70	否
4	山煤国际能源集团山西辰天国际贸易有限公司	6.55	4.34	否
5	宁波华营能源有限公司	6.05	4.01	否
合计		58.11	38.48	--

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

2020 年, 公司金属及矿产品贸易收入大幅增长, 对公司营业收入形成有益补充。

跟踪期内, 公司金属及矿产品贸易主要品种仍为生铁, 也包含镍、镍铬、铁精粉和镍铁等。2020 年, 金属及矿产品贸易收入较上年增长 36.50%至 165.44 亿元, 毛利率略有下降; 在农林牧渔服务业板块收入中的占比为 41.39%, 较上年变化不大。

跟踪期内, 公司金属及矿产品贸易仍采取“以销定采”的业务模式, 采购及销售集中度仍然很高。结算方面, 公司与供应商主要采用电汇、远期信用证方式结算, 账期一般在 6 个月以内; 与客户主要采用现汇、银行承兑汇票等方式结算, 账期一般在 6 个月以内。

5. 在建项目

公司在建项目投入规模可控, 未来资金支出压力不大。

截至 2021 年 3 月底, 公司主要在建项目为吉林新西兰木材去皮工厂建设项目、瑞昌华中年产 80 万方成品木材项目、中国西部木材贸易港等, 计划总投资 23.06 亿元, 已完成投资 8.73 亿元,

未来尚需投资 14.33 亿元。公司在建项目投入资金规模可控，公司面临的资金支出压力不大。

表 14 截至 2021 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：亿元、%）

项目名称	计划投资额	截至 2021 年 3 月底已投资额	未来投资计划			预计完工时间	资金来源
			2021 年 4-12 月	2022 年	2023 年		
中林新西兰木材去皮工厂建设项目	0.27	0.16	0.10	--	--	2021 年 12 月	自有资金
瑞昌华中年产 80 万方成品木材项目	8.93	6.22	1.81	0.90	--	2022 年 12 月	自有资金、贷款
中国西部木材贸易港	13.86	2.35	1.60	4.95	4.95	2023 年 11 月	自有资金、贷款
合计	23.06	8.73	3.51	5.86	4.95	--	--

资料来源：公司提供

6. 重大事项

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

截至 2021 年 3 月底，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（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。根据北京中同华资产评估有限公司出具的评估报告（中同华评报字〔2017〕第 1172 号）及其补充说明，标的企业重组范围内的资产于 2017 年 8 月 31 日评估价值约为 138.69 亿元。2018 年 4 月，本次资产重组方案经控股股东中林集团董事会审议通过。2019 年 1 月，重组各方在北京签订了重组框架协议。本次资产重组采用承债式重组，国林汇泰承接不超过 80 亿元债务（主要是金融债务），并实现 100%控股熔盛重工。截至 2021 年 3 月底，国林汇泰已承接债务约 51.78 亿元。目前，本次资产重组正在推进中，熔盛重工的股权及资产交割尚未完成。

7. 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，有一定可行性。

公司未来将不断巩固现有成熟业务经营规

模，坚持林产品贸易为基础，合理调整产品结构和销售网络布局，形成多层次、多形式的营销体系；将林产品加工和境外资源开发作为重点，逐步确立贸易与实业结合的主业发展优势地位。

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

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

九、财务分析

1. 财务概况

公司 2020 年度财务报表经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为带强调事项段、其他事项段或与持续经营相关的重大不确定性段的无保留意见，涉及事项是关于公司对厦门涌泉科技发展有限公司余额为 800.00 万元的长期投资，该项长期投资系公司依据原国家计委、财政部等相关文件履行国家出资人代表权力而形成的国债项目投资，因无明确的国债项目验收后的出资人管理办法，该项目投资确权工作尚未履行相关的程序。该段内容不影响已发表的审

计意见。公司财务报表按照财政部最新颁布的《企业会计准则》及相关规定编制。

从合并范围变化来看，2020年，公司新设子公司3家，并购子公司2家；2021年1—3月，公司合并范围新增1家子公司，减少1家子公司；截至2021年3月底，公司合并范围共有子公司26家。跟踪期内，公司主营业务未发生重大变化，相关会计政策连续，但引起合并范围变动的子公司规模较大，财务数据可比性一般。

截至2020年底，公司合并资产总额964.14亿元，所有者权益300.04亿元（含少数股东权益225.28亿元）；2020年，公司实现营业收入1119.31亿元，利润总额5.89亿元。

2. 资产质量

截至2020年底，公司资产总额有所增长，资产结构以流动资产为主。流动资产中现金类资产受限比例高；应收账款和预付款项占比较大，对公司营运资金形成较大占用。非流动资产中无形资产和长期应收款占比较大；公司整体资产质量良好。

截至2020年底，公司合并资产总额964.14亿元，较年初增长31.39%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占80.04%，非流动资产占19.96%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

（1）流动资产

截至2020年底，流动资产771.68亿元，较年初增长26.95%，主要系应收账款、预付款项和存货增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占11.28%）、应收账款（占26.46%）、预付款项（占36.32%）、其他应收款（占7.80%）和存货（占12.21%）构成。

截至2020年底，公司货币资金87.01亿元，较年初增长22.67%，主要系公司银行承兑汇票和信用证保证金增加所致。货币资金主要由银行存款（占26.08%）和其他货币资金（占73.92%）构成。货币资金中有49.62亿元受限货币资金，受限比例为57.03%，主要为银行承兑汇票保证金和

信用证保证金。

截至2020年底，公司应收账款账面价值204.16亿元，较年初增长41.18%，主要系收入增长所致。应收账款账龄以1年以内（占98.01%）为主，累计计提坏账1.83亿元；按欠款方归集的期末余额前五名应收账款合计金额为38.86亿元，占比为18.86%，集中度较低，未计提坏账准备。

截至2020年底，公司预付款项280.30亿元，较年初增长10.89%。预付款项账龄以1年以内（占98.98%）为主。

截至2020年底，公司其他应收款60.21亿元，较年初增长23.90%。公司其他应收款计提坏账准备0.59亿元，占比为0.97%。其中，按欠款方归集的期末余额前五名的其他应收款合计47.89亿元，占比为78.77%，集中度很高，全部为往来款，账龄分布在1年以内、1~2年和2~3年区间，未计提坏账准备。

截至2020年底，公司存货94.23亿元，较年初增长50.64%，主要系公司合并范围新增子公司拥有位于黑龙江宁安的林地上的木材所致。存货主要由库存商品（产成品，占45.25%）和消耗性生物资产（占47.46%）构成，累计计提跌价准备0.89亿元，计提比例为0.93%。

（2）非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产192.46亿元，较年初增长52.82%，主要系无形资产增加所致。公司非流动资产主要由长期应收款（占16.54%）、投资性房地产（占7.51%）和无形资产（占65.18%）构成。

截至2020年底，公司长期应收款31.84亿元，较年初下降9.39%。

截至2020年底，公司投资性房地产14.45亿元，较上年底增长17.27%，主要系新增房屋、建筑物所致。公司投资性房地产主要由房屋、建筑物（占91.70%）和土地使用权（占8.30%）构成。

截至2020年底，公司无形资产125.44亿元，较年初增长109.34%，主要系公司合并范围新增9.2万公顷位于黑龙江宁安的林地使用权所致。

该区域为天然林，目前暂不能采伐，公司与当地政府合作主要目标为发展林下经济以及森林康养项目。公司无形资产主要由林地使用权（占99.10%）构成，累计摊销0.09亿元，未计提减值准备。

截至2020年底，公司所有权受到限制的资产共77.08亿元，占总资产的比例为8.00%，占比较低。

表 15 截至 2020 年底公司所有权受到限制的资产情况
(单位: 亿元、%)

科目	期末账面价值	占总资产的比例	受限原因
货币资金	49.62	5.15	银行承兑汇票、信用证保证金
应收账款	4.86	0.50	应收账款保理融资、抵押借款
存货	7.53	0.78	国家开发银行的抵押贷款
固定资产	3.84	0.40	国家开发银行、农业银行的抵押贷款
其他	11.23	1.17	应收融资租赁款权益转让、质押融资
合计	77.08	8.00	--

资料来源：公司审计报告

3. 资本结构

(1) 所有者权益

截至 2020 年底，公司所有者权益大幅增长，少数股东权益占比很高，权益结构稳定性弱。

截至2020年底，公司所有者权益300.04亿元，较年初增长78.32%，主要系2020年公司合并范围新增子公司宁安中林林场有限公司（净资产100.21亿元，公司持股51.00%），少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为24.92%，少数股东权益占比为75.08%。在归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占13.95%、84.96%和3.03%。公司所有者权益结构稳定性弱。

(2) 负债

截至2020年底，公司负债规模有所增长，以流动负债为主。公司债务规模持续增长，整体债务负担重，短期偿债压力较大。

截至2020年底，公司负债总额664.09亿元，较年初增长17.42%，主要系流动负债增加所致。其中，

流动负债占79.70%，非流动负债占20.30%。公司负债以流动负债为主，流动负债占比上升较快。

截至2020年底，公司流动负债529.27亿元，较年初增长40.06%，主要系短期借款、应付票据、预收款项和一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占28.86%）、应付票据（占20.75%）、应付账款（占13.84%）、预收款项（占12.43%）、其他应付款（占6.18%）和一年内到期的非流动负债（占16.23%）构成。

截至2020年底，公司短期借款152.75亿元，较年初增长20.61%，主要系营运资金需求增加所致。短期借款主要由保证借款（占96.13%）构成。

截至2020年底，公司应付票据109.83亿元，较年初增长32.53%，主要系业务规模扩大采购增加，同时公司增加商业承兑汇票结算所致。

截至2020年底，公司应付账款73.24亿元，较年初增长19.82%，主要系公司业务规模扩大所致。应付账款账龄以1年以内（占96.83%）为主。

截至2020年底，公司预收款项65.81亿元，较年初增长97.74%，主要系公司预计2021年市场行情好转，增加预收所致。公司预收款项以1年以内（占94.91%）为主。

截至2020年底，公司其他应付款32.73亿元，较年初下降6.34%。公司其他应收款以集团内部往来（占71.57%）和临时周转金（占7.79%）为主，超过1年的其他应收款均未到结算期。

截至2020年底，公司一年内到期的非流动负债85.89亿元，较年初增长147.73%，主要系一年内到期的长期借款和长期应付款重分类所致。

截至2020年底，公司非流动负债134.83亿元，较年初下降28.16%，主要系长期借款和长期应付款重分类至一年内到期的非流动负债所致。公司非流动负债主要由长期借款（占70.56%）、应付债券（占8.90%）和长期应付款（占19.48%）构成。

截至 2020 年底，公司长期借款 95.14 亿元，较上年底下降 27.72%，主要系保证借款减少所致；长期借款主要由抵押借款（占 6.67%）和保

证借款（占 93.33%）构成。从期限分布看，2021 年无到期款项，2022 年到期的占 34.10%，2023 年到期的占 20.74%，2024 年及以后到期的占 45.16%，长期借款到期期限较集中，集中偿付压力一般。

截至 2020 年底，公司应付债券 12.00 亿元，系公司发行债券“20 中林 01”和“20 中林 02”所致。

截至 2020 年底，公司长期应付款 26.26 亿元，较上年下降 52.20%，主要系一年内到期的长期应付款重分类科目所致。

截至 2020 年底，公司全部债务 481.87 亿元，较年初增长 11.86%，主要系短期债务增加所致。债务结构方面，短期债务占 72.32%，长期债务占 27.68%，以短期债务为主。其中，短期债务 348.46 亿元，较年初增长 42.70%，主要系短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债增加所致；长期债务 133.40 亿元，较年初下降 28.50%，主要系一年内到期的长期借款和长期应付款重分类会计科目所致。从债务指标来看，截至 2020 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 68.88%、61.63%和 30.78%，较年初分别下降了 8.19 个百分点、10.28 个百分点和 21.80 个百分点。

如将公司发行的优先股和永续债（合计 53.55 亿元）调入长期债务，截至 2020 年底，公司全部债务增至 535.42 亿元。债务结构方面，短期债务 348.46 亿元（占 65.08%），长期债务 186.95 亿元（占 34.92%）。从债务指标看，截至 2020 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 74.43%、68.48%和 43.13%，较调整前分别上升了 5.55 个、6.85 个和 12.35 个百分点。公司债务负担很重，短期偿债压力较大。

4. 盈利能力

2020 年，公司收入和利润规模增长幅度较大，但由于公司以低毛利率的贸易业务为主，整

体盈利能力较弱，期间费用中尤以财务费用支出较大，对利润侵蚀严重。

2020 年，公司实现营业收入 1114.45 亿元，同比增长 37.68%，主要系在产业转型和新冠肺炎疫情的双重影响下，公司采取薄利多销政策，同时通过与当地优势企业合作开拓市场渠道所致；2020 年，公司实现利润总额 5.89 亿元，同比增长 52.00%，主要系公司收入增长叠加人民币升值导致的进口型企业汇兑收益增加所致。2020 年，除营业收入外，公司实现利息收入 2.65 亿元，主要为公司银行存款和各类保证金利息以及所属子公司将资金出借给中林集团产生的利息收入。

2020 年，公司费用总额为 36.15 亿元，同比增长 1.02%。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 33.94%、8.58%、0.03% 和 57.46%，以销售费用和财务费用为主。其中，销售费用为 12.27 亿元，同比增长 27.97%，主要系公司业务规模扩大所致；财务费用为 20.77 亿元，同比下降 10.13%，主要系汇兑收益增加所致。2020 年，公司期间费用率⁴为 3.24%，同比下降 1.18 个百分点。

2020 年，公司计提资产减值损失 1.80 亿元，主要系应收账款、存货和其他应收款规模扩大、相应的坏账损失和跌价损失增加所致。资产减值损失占营业利润的 30.37%，对营业利润有一定影响。

2020 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 3.94%、3.48% 和 1.48%，同比分别下降 0.83、0.65 和 0.41 个百分点。公司各盈利指标表现较弱。

5. 现金流分析

2020 年，公司经营活动现金由净流出转为净流入；投资活动现金净流出规模大幅增长，公司仍存在很大对外筹资需求。

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动现金流入 1134.21 亿元，同比增长 29.35%；经营活动现金流出 1124.67 亿元，同比增长 22.61%。2020 年，

⁴ 期间费用率=费用总额/营业收入*100%

公司经营活动现金净流入9.54亿元，同比净流出转为净流入，主要系公司加大应收款项催收力度，货款回流改善，同时公司预期2021年市场需求上升，增加预收款所致。2020年，公司现金收入比为97.49%，同比下降6.49个百分点，收入实现质量一般。

从投资活动来看，2020年，公司投资活动现金流入66.81亿元，同比增长52.86%；投资活动现金流出93.16亿元，同比增长104.13%。2020年，公司投资活动现金净流出26.35亿元，同比增长12.65倍，主要系公司下属租赁公司业务拓展，对外投资现金增加所致。

2020年，公司筹资活动前现金流量净额为-16.81亿元，净流出量有所收窄，但公司仍存在很大对外筹资需求。

从筹资活动来看，2020年，公司筹资活动现金流入493.61亿元，同比增长8.61%；筹资活动现金流出471.43亿元。2020年，公司筹资活动现金净流入22.18亿元，同比下降52.35%。

6. 偿债能力

2020年，公司长、短期偿债能力指标表现一般，但考虑到其股东背景、行业地位以及经营规模等竞争优势，公司偿债能力仍属很强。

短期偿债能力指标方面，截至2020年底，公司流动比率与速动比率分别由年初的160.86%和144.31%下降至145.80%和128.00%，流动资产对流动负债的保障程度尚可；经营现金流动负债比率为1.80%，同比提高12.50个百分点。截至2020年底，公司现金短期债务比由年初的0.15倍下降至0.13倍，现金类资产对短期债务的保障程度一般。整体看，公司短期偿债能力指标有所弱化。

长期偿债能力指标方面，2020年，公司EBITDA为29.56亿元，同比增长13.08%。从构成看，公司EBITDA主要由费用化利息支出（占77.14%）、利润总额（占19.94%）构成。2020年，公司EBITDA利息倍数由上年的1.21倍提高至1.28倍，EBITDA对利息的覆盖程度一般；公司

全部债务/EBITDA由上年的16.48倍下降至16.30倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度偏弱。整体看，公司长期偿债能力指标表现一般。

截至2021年3月底，公司对外担保余额为9.55亿元，占最近一期经审计的净资产的3.18%，担保比例较低。被担保方主要为如皋港务集团有限公司（担保余额1.70亿元）上海国林鸿港国际贸易有限公司（担保余额1.94亿元）、中林赫泽能源科技发展有限公司（担保余额2.84亿元）和宁安市向阳新区建设开发有限公司（担保余额1.94亿元）等。被担保方2020年经营持续，尚未发生历史代偿。公司或有负债风险较低。

截至2020年底，公司已获授信总额479.41亿元，未使用额度为70.03亿元。公司间接融资渠道有待扩充。

截至2020年底，公司无作为被告人且涉诉金额超过500万元的重大未决诉讼事项。

7. 母公司财务分析

截至2020年底，母公司资产以流动资产为主，应收账款和预付款项占比较高；负债结构与资产结构较匹配，以应付票据和预收款项为主，但公司本部资产负债率很高，债务负担很重；公司本部利润总额受财务费用侵蚀严重；公司本部经营活动产生的现金流量净额难以覆盖投资活动资金需求，公司本部对外融资需求较大。

截至2020年底，母公司资产总额479.20亿元，较年初增长29.07%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产420.73亿元（占87.80%），非流动资产58.47亿元（占12.20%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占11.16%）、应收账款（占28.77%）、预付款项（占40.10%）和其他应收款（占13.93%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占93.81%）构成。截至2020年底，母公司货币资金为46.94亿元。

截至2020年底，母公司负债总额430.43亿元，较年初增长27.31%。其中，流动负债349.97亿元（占81.31%），非流动负债80.45亿元（占18.69%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占

17.73%)、应付票据(占24.04%)、应付账款(占11.60%)、其他应付款(合计)(占15.41%)、预收款项(占18.89%)和一年内到期的非流动负债(占11.90%)构成;非流动负债主要由长期借款(占37.56%)、应付债券(占14.92%)和长期应付款(合计)(占47.52%)构成。截至2020年底,母公司资产负债率为89.82%,较年初下降1.24个百分点。截至2020年底,母公司全部债务268.29亿元。其中,短期债务占70.01%、长期债务占29.99%。截至2020年底,母公司全部债务资本化比率84.62%,母公司债务负担很重。

截至2020年底,母公司所有者权益为48.78亿元,较年初增长46.99%,主要系资本公积增加所致。在所有者权益中,实收资本为10.43亿元(占21.38%)、资本公积合计39.49亿元(占80.96%)、未分配利润合计-1.19亿元(占-2.43%)、盈余公积合计0.04亿元(占0.09%)。公司所有者权益结构稳定性高。

2020年,母公司营业收入为487.45亿元,财务费用为16.69亿元,利润总额为0.10亿元。同期,母公司投资收益为1.46亿元。

现金流方面,2020年,公司母公司经营活动现金流净额为1.35亿元,投资活动现金流净额为-12.66亿元,筹资活动现金流净额为8.79亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

考虑到公司股东背景、行业地位以及经营规模等因素,公司对“20中林01”和“20中林02”的偿还能力很强。

截至本报告出具日,公司由联合资信评级的存续债券余额共计12.00亿元,分别为“20中林01”(8.00亿元)和“20中林02”(4.00亿元),上述债券待偿还本金峰值出现在2023年,为12.00亿元。

截至2020年底,公司现金类资产为46.42亿元。截至报告出具日,公司本年度无剩余应到期债券;2020年,公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和EBITDA分别为1134.21亿元、9.54亿元、29.56亿元,分别为公

司存续债券待偿还本金峰值的94.52倍、0.79倍和2.46倍。

表16 公司存续债券保障情况(单位:亿元、倍)

主要指标	指标值
本年度剩余应到期债券金额	0.00
未来待偿债券本金峰值	12.00
现金类资产/本年度剩余应到期债券金额	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	94.52
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.79
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	2.46

注:1. 本年度剩余应到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额;2. 现金类资产使用最新一期财务数据(截至2020年底),已剔除受限货币资金;3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA均采用2020年度数据

资料来源:联合资信整理

十一、债券保护条款分析

“20中林01”和“20中林02”由中林集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

1. 担保人信用分析

(1) 中林集团担保概况

中林集团前身为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,中林集团完成所有制改革,由全民所有制企业变更为国有独资公司,并变更为现名。经历数次增资转股后,截至2020年底,中林集团注册资本为9.70亿元,国务院国资委对中林集团的持股比例为90.00%,全国社会保障基金理事会的持股比例为10.00%;国务院国资委为中林集团实际控制人。

截至2020年底,中林集团经营范围无重大变化;中林集团本部设有董事会办公室、财务资金部、资本运营部、战略投资部、法律事务部等职能部门。截至2020年底,中林集团合并范围有14家子公司。

截至2020年底,中林集团合并资产总额1643.96亿元,所有者权益546.16亿元(含少数股东权益385.97亿元);2020年,中林集团实现

营业总收入 2046.09 亿元，利润总额 12.78 亿元。

截至 2021 年 3 月底，中林集团合并资产总额 1677.17 亿元，所有者权益 546.94 亿元（含少数股东权益 387.73 亿元）；2021 年 1—3 月，中林集团实现营业总收入 438.92 亿元，利润总额 1.65 亿元。

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

（2）担保方经营分析

2020 年，随着大力发展木材贸易等各核心业务板块，中林集团营业收入有所增长，毛利率变化不大。

中林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。2020 年，中林集团实现营业收入 2043.27 亿元，同比增长 27.99%，主要系中林集团原木和板材、资产木材及港口物流业务收入增加所致；营业成本 1967.23 亿元，同比增长 28.60%；实现利润总额 12.78 亿元，同比增长 64.70%，主要系业务收入规模增长叠加汇兑收益增加所致。

从营业收入构成来看，随着中林集团大力发展木材贸易等各核心业务板块，2020 年，林业板块收入较上年增长 16.45%至 15.86 亿元；森林工业板块收入较上年大幅增长 35.23%至 1394.78 亿元；农林牧渔服务业板块收入较上年增长 14.75%至 631.40 亿元；其他业务收入在营业收入中占比极小，对营业收入影响不大。2020 年，中林集团各板块收入占营业收入的比例变化不大；综合毛利率为 3.72%，较上年略有下降。

表 17 中林集团营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
林业	11.50	0.88	24.64	13.62	0.85	19.04	15.86	0.78	18.12
森林工业	789.41	60.61	4.21	1031.41	64.61	4.10	1394.78	68.26	3.54
农林牧渔服务业	500.42	38.42	3.73	550.24	34.47	3.87	631.40	30.90	3.63
其他	1.21	0.09	33.43	1.17	0.07	47.03	1.23	0.06	70.75
合计	1302.53	100.00	4.23	1596.44	100.00	4.18	2043.27	100.00	3.72

资料来源：中林集团年报，联合资信整理

2021 年 1—3 月，中林集团实现营业收入 438.18 亿元，同比增长 35.87%；利润总额由净亏损转为净收益 1.65 亿元。

（3）担保方财务分析

①财务概况

中林集团提供的 2020 年度合并财务报表已经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为带强调事项段、其他事项段或与持续经营相关的重大不确定性段的无保留意见，具体事项如下：

“中林集团所属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 176175050.46 元转增为国家资本金。截至 2020 年 12 月 31 日，以这部分投资所

形成的尚未收回的预算内造林资金目前尚未确权，经重新确权后将由债权投资关系转变为股权投资关系；中林集团长期投资中包括对河南鄱陵北方花卉集团有限公司等 11 家单位长期投资 9800.00 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 2020 年 12 月 31 日，中林集团尚未就以上投资项目正式履行确权手续。本段内容不影响已发表的审计意见。”上述事项涉及的资产金额较小，对中林集团财务数据和资产质量影响较小。

中林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。2021 年一季度财务数据未经审计。

截至 2020 年底，中林集团纳入合并范围的子公司共 14 家，较年初无变化。中林集团主营

业务没有重大变化，财务数据可比性强。

截至 2020 年底，中林集团合并资产总额 1643.96 亿元，所有者权益 546.16 亿元（含少数股东权益 385.97 亿元）；2020 年，中林集团实现营业总收入 2046.09 亿元，利润总额 12.78 亿元。

截至 2021 年 3 月底，中林集团合并资产总额 1677.17 亿元，所有者权益 546.94 亿元（含少数股东权益 387.73 亿元）；2021 年 1—3 月，中林集团实现营业总收入 438.92 亿元，利润总额 1.65 亿元。

② 资产质量

截至 2020 年底，中林集团资产规模有所增长，资产结构以流动资产为主。流动资产以预付款项和应收账款为主；非流动资产以固定资产和无形资产为主，整体资产质量一般。

截至 2020 年底，中林集团合并资产总额 1643.96 亿元，较年初增长 30.36%，流动资产与非流动资产均有所增长。其中，流动资产占 73.28%，非流动资产占 26.72%。中林集团资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

截至 2020 年底，流动资产 1204.76 亿元，较年初增长 23.22%，主要系应收账款增加所致。中林集团流动资产主要由货币资金（占 14.51%）、应收账款（占 22.37%）、预付款项（占 40.55%）和存货（占 15.75%）构成。

截至 2020 年底，中林集团货币资金 174.82 亿元，较年初增长 28.78%，主要系银行承兑汇票保证金和信用证保证金增加所致。货币资金主要由银行存款（占 27.81%）和其他货币资金（占 72.19%）构成。货币资金中有 73.06 亿元受限货币资金，受限比例为 41.79%，主要为银行承兑汇票保证金和信用证保证金。中林集团货币资金受限比例高。

截至 2020 年底，中林集团应收账款账面价值 269.54 亿元，较年初增长 39.74%，主要系业务规模扩大所致。应收账款账龄以 1 年以内为主（约占 99%），账龄较短；累计计提坏账准备 2.82 亿元，计提比例为 1.03%。

截至 2020 年底，中林集团预付款项 488.54 亿元，较年初增长 12.11%，主要系随着中林集团经营规模的扩大向上游客户采购的预付款增

加所致。

截至 2020 年底，中林集团存货 189.72 亿元，较年初增长 61.08%，主要系中林集团合并范围新增大量林地资源，林木资源计入存货的消耗性生物资产科目所致。存货主要由库存商品（占 48.74%）、和消耗性生物资产（占 46.05%）构成，累计计提跌价准备 1.04 亿元，计提比例为 0.54%。

截至 2020 年底，中林集团非流动资产 439.20 亿元，较年初增长 54.98%，主要由固定资产（占 13.68%）和无形资产（占 64.94%）构成。

截至 2020 年底，中林集团固定资产 60.10 亿元，较年初增长 0.26%。固定资产主要由土地资产（占 8.82%）、房屋及建筑物（占 79.20%）和机器设备（占 9.23%）构成，累计计提折旧 14.72 亿元；固定资产成新率 81.11%，成新率较高。

截至 2020 年底，中林集团无形资产 285.22 亿元，较年初增长 94.27%，主要系中林集团新增大量林地资源，林地产权计入无形资产科目所致。中林集团无形资产主要由土地使用权（占 8.37%）和林地使用权（占 90.97%）构成，累计摊销 3.78 亿元，未计提减值准备。

截至 2020 年底，中林集团受限资产合计 132.52 亿元，占资产总额的 8.06%。受限比例较低。

截至 2021 年 3 月底，中林集团合并资产总额 1677.17 亿元，较年初增长 2.02%，资产规模与结构较年初变化不大。

③ 资本结构

截至 2020 年底，中林集团少数股东权益大幅增加，所有者权益大幅增长但所有者权益结构稳定性弱。截至 2020 年底，中林集团负债规模较年初有所增长，以流动负债为主；整体债务负担重，短期偿债压力较大。

截至 2020 年底，中林集团所有者权益 546.16 亿元，较年初增长 65.80%，主要系中林集团积极推进混合所有制改革，以央地合作形式进行林业行业整合，划入大量林地资源，少数

股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 29.33%，少数股东权益占比为 70.67%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 1.78%、24.38%、-0.05%和 1.63%。所有者权益结构稳定性弱。截至 2020 年底，中林集团其他权益工具为 8.50 亿元，为永续债“18 中林集团 MTN001”。

截至 2021 年 3 月底，中林集团所有者权益 546.94 亿元，较年初增长 0.14%，所有者权益规模及结构稳定性较年初变化不大。

截至 2020 年底，中林集团负债总额 1097.79 亿元，较年初增长 17.83%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占 77.08%，非流动负债占 22.92%。中林集团负债以流动负债为主，流动负债占比上升较快。

截至 2020 年底，中林集团流动负债 846.15 亿元，较年初增长 30.22%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致。中林集团流动负债主要由短期借款（占 32.81%）、应付票据（占 24.58%）、应付账款（占 13.66%）、预收款项（占 9.89%）和一年内到期的非流动负债（占 14.40%）构成。

截至 2020 年底，中林集团短期借款 277.66 亿元，较年初增长 18.34%，主要系为满足经营活动需求增加借款所致。短期借款以保证借款（79.71%）和信用借款（占 15.24%）为主。

截至 2020 年底，中林集团应付票据 207.97 亿元，较年初增长 26.64%，主要系为提高资金使用效率，较多使用票据结算所致。

截至 2020 年底，中林集团应付账款 115.54 亿元，较年初增长 20.17%，主要系营业成本扩大所致。应付账款账龄以 1 年以内（占 96.72%）为主。

截至 2020 年底，中林集团预收款项 83.69 亿元，较年初增长 67.75%，主要系中林集团为减少坏账风险，增加对部分客户的预收比例所致。

截至 2020 年底，中林集团一年内到期的非流动负债 121.82 亿元，较年初增长 110.22%，主要系一年内到期的长期借款、长期应付款和应付债券会计重分类所致。

截至 2020 年底，中林集团非流动负债 251.64 亿元，较年初下降 10.73%。中林集团非流动负债主要由长期借款（占 68.38%）、应付债券（占 18.28%）和长期应付款（占 10.29%）构成。

截至 2020 年底，中林集团长期借款 172.08 亿元，较年初下降 8.26%；长期借款主要由抵押借款（占 18.35%）、保证借款（占 74.56%）和信用借款（占 7.10%）构成。

截至 2020 年底，中林集团应付债券 46.00 亿元，较年初下降 17.86%；长期应付款 25.89 亿元，较年初下降 18.93%。

截至 2020 年底，中林集团全部债务 878.12 亿元，较年初增长 21.14%，主要系短期债务增加所致。债务结构方面，短期债务占 72.59%，长期债务占 27.41%，以短期债务为主。其中，短期债务 637.44 亿元，较年初增长 33.34%，主要系短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债增加所致；长期债务 240.68 亿元，较年初下降 2.48%。从债务指标来看，截至 2020 年底，中林集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 66.78%、61.65%和 30.59%，较年初分别下降了 7.10 个、7.10 个和 12.24 个百分点。中林集团债务负担重，短期偿债压力较大。

如将优先股和永续债（“18 中林集团 MTN001”和林产品集团发行的优先股和永续债）调入长期债务，截至 2020 年底，中林集团全部债务增至 940.17 亿元。债务结构方面，短期债务 637.44 亿元（占 67.80%），长期债务 302.73 亿元（占 32.20%）。从债务指标看，截至 2020 年底，中林集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 70.55%、66.01%和 38.47%，较调整前分别上升了 3.77 个、4.36 个和 7.89 个百分点。

截至 2021 年 3 月底，中林集团负债规模和结构较年初变化不大。截至 2021 年 3 月底，中林集团全部债务 804.45 亿元，较年初下降 8.39%。债务结构方面，短期债务占 72.93%，长期债务占 27.07%，以短期债务为主，其中，短期债务 586.64 亿元，较年初下降 7.97%；长期债务 217.80 亿元，

较年初下降 9.51%。从债务指标来看，截至 2021 年 3 月底，中林集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 67.39%、59.53%和 28.48%，较年初分别提高 0.61 个百分点、下降 2.13 个百分点和下降 2.11 个百分点。

④盈利能力

2020 年，中林集团收入和利润规模同比有所增长，费用控制能力有所提升，但期间费用对利润侵蚀仍属严重，整体盈利能力有待提升。

2020 年，中林集团实现营业收入 2043.27 亿元，同比增长 27.99%，主要系中林集团原木和板材、资产木材及港口物流业务收入增加所致；营业成本 1967.23 亿元，同比增长 28.60%；实现利润总额 12.78 亿元，同比增长 64.70%，主要系业务收入规模增长叠加汇兑收益增加所致。

2020 年，中林集团期间费用总额为 59.07 亿元，同比下降 0.93%。从构成看，中林集团销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 28.48%、17.82%、0.55%和 53.15%，以销售费用、管理费用和财务费用为主。其中，销售费用为 16.82 亿元，同比增长 26.06%，主要系运输费增加所致；管理费用为 10.52 亿元，同比增长 5.59%；研发费用为 0.33 亿元，同比增长 21.60%；财务费用为 31.40 亿元，同比下降 12.89%，主要系汇兑收益增加所致。2020 年，中林集团期间费用率为 2.89%，同比下降 0.84 个百分点。中林集团期间费用规模大，对整体利润侵蚀仍属严重。

2020 年，中林集团计提资产减值损失 2.27 亿元，主要为计提应收账款坏账准备和存货跌价损失；占营业利润的比例为 17.88%，对利润有一定影响。2020 年，中林集团实现其他收益 1.82 亿元，主要为各类政府补贴；其他收益占营业利润的比例为 14.33%，营业利润对政府补助有一定依赖。

2020 年，中林集团总资产收益率为 2.95%，同比下降 0.59 个百分点；净资产收益率为 1.77%，同比提高 0.05 个百分点。中林集团整体盈利能力有待提升。

2021 年 1—3 月，中林集团实现营业收入

438.18 亿元，同比增长 35.87%；利润总额由净亏损转为净收益 1.65 亿元。

⑤现金流分析

2020 年，中林集团经营活动现金净流出规模大幅收窄，收入实现质量尚可；投资活动现金流同比净流出转为净流入；由于经营活动现金流持续净流出，中林集团对外融资需求较大。

从经营活动来看，2020 年，中林集团经营活动现金流入 2173.94 亿元；经营活动现金流出 2190.98 亿元，同比增长 22.44%。2020 年，中林集团经营活动现金净流出 17.04 亿元，净流出规模大幅收窄，主要系公司提高回款效率所致。2020 年，中林集团现金收入比为 101.88%，同比下降 4.21 个百分点，收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2020 年，中林集团投资活动现金流入 57.11 亿元，同比增长 44.22%；投资活动现金流出 51.56 亿元，同比增长 13.16%。2020 年，中林集团投资活动现金净流入 5.55 亿元，同比由净流出转为净流入，主要系下属融资租赁公司回款增加所致。

2020 年，中林集团筹资活动前现金流量净流出 11.49 亿元，净流出规模同比下降 77.69%。中林集团仍存在一定融资压力。

从筹资活动来看，2020 年，中林集团筹资活动现金流入 730.10 亿元，同比增长 6.90%；筹资活动现金流出 696.26 亿元，同比增长 13.50%。2020 年，中林集团筹资活动现金净流入 33.83 亿元，同比下降 51.31%，主要系吸收投资收到的现金减少及偿还债务支付的现金增加所致。

2021 年 1—3 月，中林集团实现经营活动现金净流出 0.28 亿元，投资活动现金净流入 2.44 亿元，筹资活动现金净流出 17.00 亿元。由于经营活动现金流持续净流出，中林集团存在较大的融资需求。

⑥偿债能力

2020 年，中林集团偿债能力指标表现一般，但考虑中林集团的央企背景、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。

截至 2020 年底，中林集团流动比率与速动比率分别由年初的 150.46%和 132.34%分别下降至 142.38%和下降至 119.96%，流动资产对流动负债的保障程度尚可。2020 年，中林集团经营现金流动负债比率为-2.01%，同比提高 4.99 个百分点。中林集团经营活动现金净流入对流动负债不具备偿还能力。截至 2020 年底，中林集团现金短期债务比由年初的 0.18 倍提高至 0.19 倍，现金类资产对短期债务的保障程度一般。整体看，中林集团短期偿债能力一般。

2020 年，中林集团 EBITDA 为 49.27 亿元，同比增长 14.04%。从构成看，中林集团 EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出（占 65.67%）和利润总额（占 25.93%）构成。2020 年，中林集团 EBITDA 利息倍数由上年的 1.36 倍提高至 1.48 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度一般；中林集团全部债务/EBITDA 由上年的 16.78 倍上升至 17.82 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度偏弱。整体看，中林集团长期债务偿债能力一般。

截至 2020 年底，中林集团对外担保余额为 1.94 亿元，占净资产总额的比例为 0.36%。

截至 2020 年底，中林集团无重大诉讼、仲裁事项。

截至 2020 年底，中林集团共获得各金融机构授信总额 1123.40 亿元，尚未使用授信额度 430.35 亿元，间接融资渠道畅通。

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：911100001000016682），截至 2021 年 3 月 9 日，中林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，中林集团于 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政府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，中国进出口银行与中林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，在中林集团

征信报告中被列入关注类贷款。截至 2021 年 6 月 10 日，联合资信未发现中林集团被列入全国失信被执行人名单。

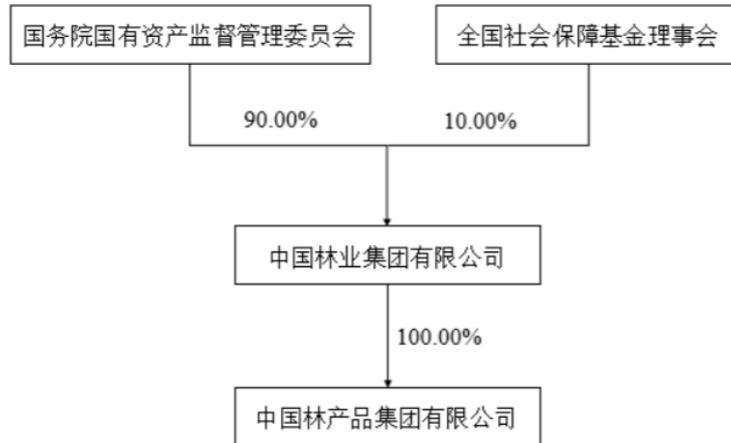
2. 担保效果评价

从担保效果来看，以 2020 年底中林集团财务数据测算，“20 中林 01”和“20 中林 02”待偿本金（12.00 亿元）占中林集团资产总额的 0.73%，占所有者权益总额的 2.20%，占比较低。中林集团的担保对“20 中林 01”和“20 中林 02”的信用水平仍有显著积极影响。

十二、结论

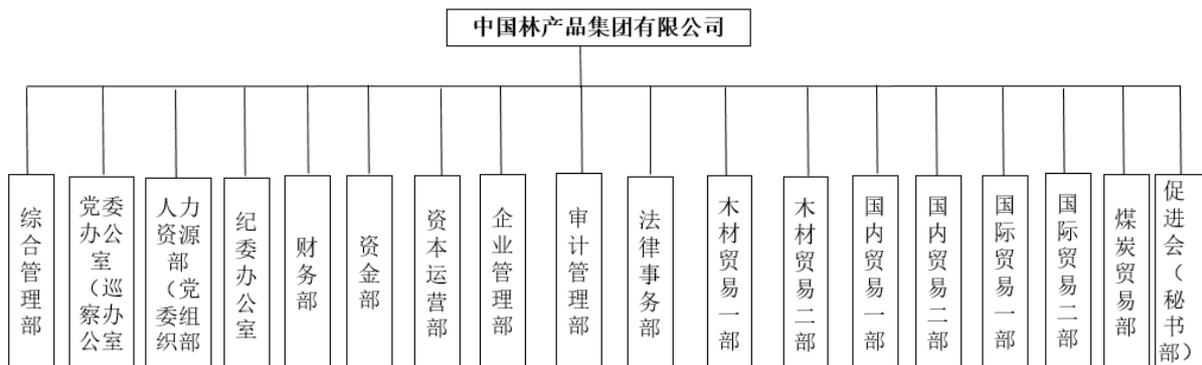
综合评估，联合资信维持公司的主体长期信用等级为 AA，维持“20 中林 01”和“20 中林 02”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年底公司主要子公司情况

序号	企业名称	主要经营地	业务性质	实收资本 (万元)	持股比例 (%)	取得方式
1	中国林业财资中心有限公司	香港特别行政区	其他金融	50.31	100.00	投资设立
2	福州国林林产品有限公司	福建省福州市	贸易	50000.00	40.00	投资设立
3	广东国林林产品有限公司	广东省广州市	贸易	9100.00	60.00	投资设立
4	国林汇泰(上海)企业发展有限公司	上海市	港口物流	200000.00	35.00	投资设立
5	江苏国林林产品有限公司	江苏省盐城市	贸易	20000.00	60.00	投资设立
6	中林(广东)林业发展有限公司	广东省广州市	贸易	30000.00	41.00	投资设立
7	天津中林天立实业有限公司	天津市	贸易	23000.00	57.00	投资设立
8	镇江中林林业有限公司	江苏省镇江市	贸易	20000.00	50.00	投资设立
9	营口中林林产品有限公司	辽宁省营口市	贸易	2089.04	100.00	投资设立
10	瑞昌市华中国际木业有限公司	江西省九江市	产业园区	50970.52	70.00	非同一控制下企业合并
11	中国林产品(新加坡)有限公司	新加坡	贸易	99929.53	100.00	投资设立
12	四川国林万通贸易有限公司	四川省成都市	贸易	30000.00	51.00	投资设立
13	苏州国林华东商贸有限公司	江苏省太仓市	贸易	20000.00	100.00	投资设立
14	厦门国林林产品有限公司	福建省厦门市	贸易	22000.00	51.00	投资设立
15	中国林业国际资源有限公司	香港特别行政区	贸易	6.21	100.00	投资设立
16	重庆中林林产品有限公司	重庆市	贸易	50000.00	51.00	投资设立
17	中国林产品(香港)有限公司	香港特别行政区	贸易	6489.23	100.00	投资设立
18	中林大家居运营管理有限公司	江西省九江市	贸易	5000.00	60.00	投资设立
19	靖江国林木业有限公司	江苏省靖江市	生产加工及贸易	35555.56	55.00	非同一控制下企业合并
20	山东中林林产品有限公司	山东省青岛市	贸易	30000.00	55.00	投资设立
21	上海国林胜通经济发展有限公司	上海市	贸易	44700.00	51.00	投资设立
22	上海胜握胜林业有限公司	上海市	贸易	66856.74	100.00	投资设立
23	中国林产品(北美)公司	加拿大温哥华市	贸易	1092.89	70.00	投资设立
24	宁安中林林场有限公司	黑龙江省牡丹江市	贸易	2800.00	51.00	投资设立
25	泉州国林林产品有限责任公司	福建省泉州市	贸易	20000.00	51.00	投资设立
26	中林科雷控股有限公司	北京市	贸易	5000.00	51.00	投资设立

资料来源: 公司审计报告, 联合资信整理

附件 2-1 公司主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	37.41	37.07	46.42
资产总额 (亿元)	589.18	733.81	964.14
所有者权益 (亿元)	92.78	168.26	300.04
短期债务 (亿元)	215.50	244.19	348.46
长期债务 (亿元)	118.50	186.58	133.40
全部债务 (亿元)	333.99	430.77	481.87
营业收入 (亿元)	880.13	809.47	1114.45
利润总额 (亿元)	4.48	3.88	5.89
EBITDA (亿元)	31.47	26.14	29.56
经营性净现金流 (亿元)	-19.49	-40.42	9.54
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	6.80	5.52	6.17
存货周转次数 (次)	17.48	13.57	13.64
总资产周转次数 (次)	1.63	1.22	1.31
现金收入比 (%)	108.82	103.98	97.49
营业利润率 (%)	4.67	4.77	3.94
总资本收益率 (%)	6.52	4.14	3.48
净资产收益率 (%)	3.42	1.89	1.48
长期债务资本化比率 (%)	56.09	52.58	30.78
全部债务资本化比率 (%)	78.26	71.91	61.63
资产负债率 (%)	84.25	77.07	68.88
流动比率 (%)	141.53	160.86	145.80
速动比率 (%)	127.36	144.31	128.00
经营现金流动负债比 (%)	-5.42	-10.70	1.80
现金短期债务比 (倍)	0.17	0.15	0.13
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.27	1.21	1.28
全部债务/EBITDA (倍)	10.61	16.48	16.30

注: 1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异, 这些差异是由于四舍五入造成的; 2. 数据单位除特别说明外均为人民币; 3. 公司长期应付款科目中的带息债务已计入相关债务计算指标; 4. 公司合并口径现金类资产已剔除受限货币资金
资料来源: 公司财务报告及提供资料, 联合资信整理

附件 2-2 公司主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	41.35	37.44	54.95
资产总额 (亿元)	315.50	371.28	479.20
所有者权益 (亿元)	20.14	33.18	48.78
短期债务 (亿元)	103.58	127.43	187.84
长期债务 (亿元)	45.14	91.19	80.45
全部债务 (亿元)	148.72	218.62	268.29
营业收入 (亿元)	256.75	288.17	487.45
利润总额 (亿元)	0.25	0.13	0.10
EBITDA (亿元)	--	--	--
经营性净现金流 (亿元)	1.50	2.87	1.35
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	3.85	3.90	4.82
存货周转次数 (次)	19.77	18.82	26.98
总资产周转次数 (次)	0.92	0.84	1.15
现金收入比 (%)	118.08	107.98	98.11
营业利润率 (%)	3.70	4.61	3.47
总资本收益率 (%)	--	--	--
净资产收益率 (%)	1.91	1.28	0.38
长期债务资本化比率 (%)	69.15	73.32	62.26
全部债务资本化比率 (%)	88.07	86.82	84.62
资产负债率 (%)	93.62	91.06	89.82
流动比率 (%)	114.36	130.50	120.22
速动比率 (%)	109.84	122.94	115.59
经营现金流动负债比 (%)	0.64	1.16	0.39
现金短期债务比 (倍)	0.40	0.29	0.29
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--
全部债务/EBITDA (倍)	--	--	--

注: 1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异, 这些差异是由于四舍五入造成的; 2. 数据单位除特别说明外均为人民币; 3. 长期应付款科目中的带息债务已计入相关债务计算指标

资料来源: 公司财务报告及提供资料, 联合资信整理

附件 2-3 中林集团主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	72.22	88.25	120.74	96.20
资产总额 (亿元)	1035.64	1261.09	1643.96	1677.17
所有者权益 (亿元)	286.54	329.42	546.16	546.94
短期债务 (亿元)	395.12	478.07	637.44	586.64
长期债务 (亿元)	198.89	246.81	240.68	217.80
全部债务 (亿元)	594.01	724.89	878.12	804.45
营业总收入 (亿元)	1305.48	1600.25	2046.09	438.92
利润总额 (亿元)	5.58	7.76	12.78	1.65
EBITDA (亿元)	36.23	43.21	49.27	--
经营性净现金流 (亿元)	-33.05	-45.54	-17.04	-0.28
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	8.90	8.69	8.38	--
存货周转次数 (次)	14.97	14.29	12.79	--
总资产周转次数 (次)	1.42	1.39	1.41	--
现金收入比 (%)	110.02	106.09	101.88	102.81
营业利润率 (%)	4.35	4.31	3.75	3.80
总资本收益率 (%)	3.50	3.54	2.95	--
净资产收益率 (%)	1.19	1.73	1.77	--
长期债务资本化比率 (%)	40.97	42.83	30.59	28.48
全部债务资本化比率 (%)	67.46	68.75	61.65	59.53
资产负债率 (%)	72.33	73.88	66.78	67.39
流动比率 (%)	139.87	150.46	142.38	141.05
速动比率 (%)	122.18	132.34	119.96	118.53
经营现金流动负债比 (%)	-6.08	-7.01	-2.01	--
现金短期债务比 (倍)	0.18	0.18	0.19	0.16
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.29	1.36	1.48	--
全部债务/EBITDA (倍)	16.40	16.78	17.82	--

注: 1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异, 这些差异是由于四舍五入造成的; 2. 中林集团 2021 年 1-3 月财务数据未经审计, 相关财务指标未年化; 3. 数据单位除特别说明外均为人民币; 4. 中林集团其他流动负债和长期应付款科目中的带息债务已计入相关债务计算指标; 5. 中林集团现金类资产已剔除受限货币资金
资料来源: 中林集团财务报表及公司提供资料, 联合资信整理

附件 3-1 公司主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率= [(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) - 1] × 100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。