

信用等级公告

联合[2018]810 号

中国诚通控股集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对中国诚通控股集团有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的公司债券进行综合分析和评估，确定：

中国诚通控股集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

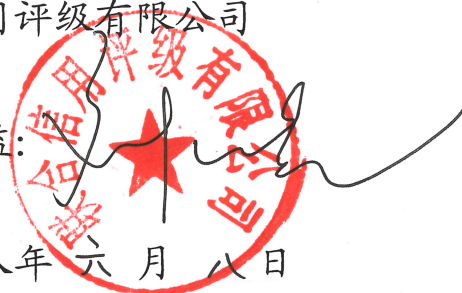
中国诚通控股集团有限公司拟公开发行的公司债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年六月八日



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>

中国诚通控股集团有限公司

公开发行 2018 年公司债券（第一期）信用评级报告

债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 30 亿元（含）

债券期限：3 年

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2018 年 6 月 8 日

主要财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	714.12	1,082.26	1,690.61
所有者权益（亿元）	330.56	611.34	1,046.25
长期债务（亿元）	119.79	139.61	274.47
全部债务（亿元）	290.75	350.49	470.49
营业总收入（亿元）	619.07	621.54	828.75
净利润（亿元）	10.84	14.75	10.65
EBITDA（亿元）	53.73	45.93	52.87
经营性净现金流（亿元）	31.89	2.12	10.32
营业利润率（%）	5.92	6.71	6.30
净资产收益率（%）	3.66	3.13	1.28
资产负债率（%）	53.71	43.51	38.11
全部债务资本化比率（%）	46.80	36.44	31.02
流动比率（倍）	1.53	2.15	3.11
EBITDA 全部债务比（倍）	0.18	0.13	0.11
EBITDA 利息倍数（倍）	3.63	3.48	3.14
EBITDA/本期发债额（倍）	1.79	1.53	1.76

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2、本报告中数据如无特别注明均为合并口径。3、此处营业收入为营业总收入。4、长期应付款已计入长期债务。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中国诚通控股集团有限公司（以下简称“中国诚通”或“公司”）的评级反映了其作为直属国务院国资委的中央企业，在业务功能定位、国家政策支持方面具备较强的竞争优势，公司控股经营的商品贸易和物流业务规模大、纸浆及纸制品业务综合实力强。2017 年，公司改组成为国有资本运营公司试点企业，侧重于持股管理和资本运作等功能，受益于接收多家上市公司国有股权无偿划转，公司资产规模有所扩大，公司曾先后接受或托管多家困难企业，具有成功的托管经验。同时，联合评级也关注到大宗商品价格波动较大，贸易业务盈利能力较差，造纸行业竞争激烈，公司传统控股经营业务盈利能力偏弱等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司改组完成，预计会给公司带来新的发展机遇，公司综合实力有望获得进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体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极低。

优势

1. 公司是国务院国资委下设的国有资本运营公司试点企业，在生产资料贸易、造纸、物流业务方面的发展均处于国内领先地位。

2. 公司拥有中国最大、分布最广的集仓储、配送、信息一体化的物流、集装箱运输和金属分销网络，并积极推进向现代物流业务转变，发展前景良好。

3. 公司牵头发起成立中国国有企业结构调整基金股份有限公司，服务于央企、支持重点行业整合和专业化重组，公司国有资本运营业务规模有望快速增长。

4. 受益于公司接收多家上市公司国有股权无偿划转，近两年，公司资产规模和权益规模大幅增加。

5. 近年来公司不断调整债务结构，整体债务负担逐年减轻，财务弹性良好。

关注

1. 公司所处贸易行业和造纸行业竞争激烈，利润率较低，同时易受宏观经济增速持续放缓、实体经济需求减弱的影响。

2. 公司传统控股经营业务盈利能力偏弱，期间费用对利润有一定侵蚀。

3. 公司应收账款和存货规模较大，存在一定的坏账和跌价风险，且对公司运营资金形成一定占用。

分析师

高 鹏

电话：010-85172818

邮箱：gaop@unitedratings.com.cn

罗 峤

电话：010-85172818

邮箱：luoq@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）

Http: //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它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：


罗岭

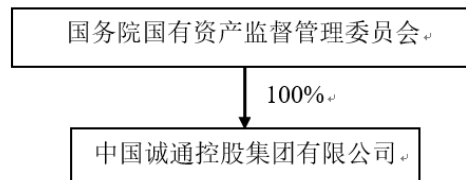
联合信用评级有限公司

一、主体概况

中国诚通控股集团有限公司（以下简称“中国诚通”或“公司”）原名中国诚通控股公司，前身为根据国经贸企【1992】372号文批准于1992年成立的中国华通物产企业集团。2005年11月，根据国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）国资改革【2005】1462号文，中国诚通控股公司获准改建为国有独资公司，并变更为现名，初始注册资本25.60亿元。公司是国务院国资委下设的资产经营试点企业，是首批中央企业建立和完善国有独资公司董事会试点企业之一。2016年2月，根据党中央、国务院关于深化国有企业改革的重要部署，经国务院国有企业改革领导小组研究决定，公司成为国有资本运营公司试点企业。

经一系列增资后，截至2017年底，公司注册资本为113.00亿元¹，国务院国资委代表国务院履行出资人职责，是公司的实际控制人，持有公司100%股份。

图1 截至2017年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围包括：资产经营管理；受托管理；兼并收购；投资管理及咨询；物流服务；进出口业务；金属材料、机电产品、化工原料及化工产品（不含危险化学品）、黑色金属矿产品、有色金属材料及矿产品、焦炭、建材、天然橡胶、木材、水泥、汽车的销售；五金交化、纺织品、服装、日用品、文化体育用品的销售；林浆纸生产、开发及利用。（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2017年底，公司总部设董事会办公室、总裁办公室、党群工作部（党委办公室、维稳信访办公室）、纪检监察室（巡视办公室）、人力资源部、法律事务部、审计部、财务管理部、战略管理部、综合管理部、资产管理部、股权管理部、资本运营部、金融管理部、国际业务部共15个职能部门（见附件1）；公司纳入合并范围的出资企业共152家。公司拥有6家上市公司，分别是：中储股份有限公司（股票代码：600787.SZ，以下简称“中储股份”）、佛山华新包装股份有限公司（股票代码：200986.SZ，以下简称“粤华包B”）、广东冠豪高新股份有限公司（股票代码：600433.SH，以下简称“冠豪高新”）、岳阳林纸股份有限公司（股票代码：600963.SH，以下简称“岳阳林纸”）、中国诚通发展集团有限公司（股票代码：00217.HK，以下简称“诚通发展”）和港中旅华贸国际物流股份有限公司（以下简称“华贸物流”，股票代码：603128.SH）。

截至2017年底，公司合并资产总额1,690.61亿元，负债合计644.36亿元，所有者权益合计1,046.25亿元，其中归属于母公司所有者权益305.56亿元。2017年，公司实现营业总收入828.75亿元，净利润10.65亿元，其中归属于母公司所有者净利润0.77亿元，经营活动产生的现金流量净额10.32亿元，现金及现金等价物净增加额-85.40亿元。

¹ 2016年12月5日，经《财政部关于下达中国诚通控股集团有限公司2016年中央国有资本经营预算重点困难企业改革脱困注资资金的通知》（财资〔2016〕91号）批准，决定下达公司2016年中央国有资本经营预算150,000万元，该项拨款作增加公司国家资本金处理。本次变动后公司实收资本为128亿，全部为国家资本金。截至目前，公司尚未办理本次增资的工商变更登记，公司将在取得国务院国资委关于修改公司章程的批复后办理相应的工商登记手续，故现工商信息仍为113亿元。

公司注册地址：北京市西城区复兴门内大街 158 号远洋大厦 12 层 1229-1282 室；法定代表人：马正武。

二、本期公司债券概况

1. 本期债券概况

2017 年 7 月 19 日，经中国证监会“证监许可【2017】1255 号”文核准，公司获准向合格投资者公开发行面值总额 95 亿元（含 95 亿元）的公司债券，将分期发行。

本期公司债券名称为“中国诚通控股集团有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），本期债券发行规模不超过 30 亿元（含 30 亿元），发行期限 3 年。本期债券为固定利率债券，采用单利按年计息，不计复利；每年付息一次，到期一次还本，本期债券按面值平价发行，票面金额 100 元。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于补充流动资金。

三、行业分析

公司传统控股经营业务为生产资料贸易、造纸、综合物流服务和资产经营管理，主要涉及商品贸易、综合物流和造纸行业，行业整体发展状况及变动对公司经营及财务具有较大影响。

1. 贸易行业

（1）行业概况

进出口贸易

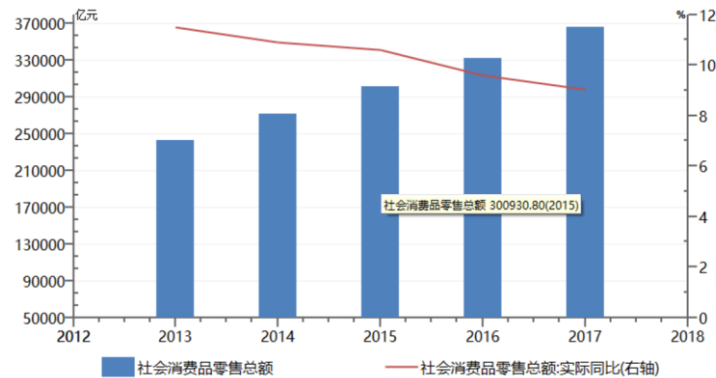
近年来，在世界经济复苏明显放缓，国内经济下行压力加大的形势下，中国外贸进出口增速明显放缓。2017 年以来，世界经济温和复苏，国内经济稳中向好，推动了我国全年外贸进出口持续增长。2017 年，中国进出口总值 27.79 万亿元，同比增长 14.20%，扭转了此前连续两年下降的局面。其中，出口 15.33 万亿人民币，同比增长 10.77%；进口 12.46 万亿元，增长 18.74%；贸易顺差 2.87 万亿元，收窄 14.2%。

近几年中国采取了一系列措施，如保持出口退税和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等，保证了中国外贸较快发展。但值得注意的是，受国际需求增速放缓和国内成本上升等因素制约，中国的贸易环境不容乐观。人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，中国外贸出口增长空间受到抑制，上述因素都给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

国内贸易

近年来，中国经济规模保持不断扩大的势态，刺激国内贸易稳步发展，但增速有所回落。根据国家统计局数据，2017 年，社会消费品零售总额 366,262 亿元，较上年增长 10.20%，增速回落 0.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 9.02%，增速回落 0.58 个百分点。

图2 社会消费品零售总额及增长率情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind

国内贸易与宏观经济息息相关，未来国内贸易的发展情况将与中国产业转型、产能优化、促进消费、加强就业等因素联动密切，连锁经营、供应链延伸、电子商务等现代流通方式的发展也将对国内贸易产生较大促进。行业的不断发展势必促使竞争更加激烈，对于贸易行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

总体看，近年来，我国国内贸易稳步增长，贸易顺差有所收窄。

（2）行业竞争

国际贸易竞争优势不断弱化

目前，我国面对东南亚等新兴市场的低成本竞争时已不具备成本优势，人民币升值不断削弱我国商品出口的竞争力，劳动力、土地等要素成本价也处于上升阶段，这会对我国外贸行业未来发展造成较大影响。其次，目前我国企业普遍存在劳动力缺口，工人工作效率较低，随意性强，人员流动性大，增加了企业的管理成本。

国内贸易环境竞争激烈，产能过剩导致价格波动幅度大

近年来，虽然国家政策支持扩大消费需求，但内需增长较之前有所放缓。另外，部分产业供过于求矛盾凸显，传统制造业产能普遍过剩，行业利润大幅下滑，中小企业普遍经营困难，对进出口增长产生一定抑制；同时，人民群众生活水平显著提高，居民消费结构不断升级，对国内贸易优化结构与布局提出了新要求；资源环境约束日趋强化，资金、土地、劳动力等要素成本上升，国内贸易加快转变发展方式的迫切性进一步增强；国际国内市场联系更加紧密，国内贸易领域的市场竞争更加激烈，维护市场秩序的任务更加艰巨；部分大宗商品较多依赖进口，受国际市场价格影响较大，市场调控难度增大。

（3）行业政策

支持外贸、促进进口、调整结构政策不断升级

2012年4月，国务院出台了《关于加强进口促进对外贸易平衡发展的指导意见》，要求在保持出口稳定增长的同时，更加重视进口，坚持进口与出口协调发展原则，优化进口结构，稳定和引导大宗商品进口，积极扩大先进技术设备、关键零部件和能源原材料进口，适度扩大消费品进口。2013年国务院发布了83号文件，推出了促进进出口稳增长、调结构的12条措施，稳定了外贸增长预期，激发了市场活力。2014年，国家在深化实施83号文件的基础上，在税收、金融、投资等方面提出更多的政策措施，如促进信息消费政策、新能源汽车补贴政策以及促进风电发展的意见等政策都将进一步增强战略性新兴产业的增长动力。2014年5月，国务院办公厅发布《关于支持外贸稳定增长的若干意见》，涉及完善人民币汇率形成机制、放开原油进口限制以扩大原油进口渠道、保持货物贸易的稳定增长、支持服务贸易的发展、同时扩大营改增范围、对服务出

口实行零关税或者免税，鼓励增加消费品进口等 16 条意见。2015 年以来，国务院先后出台了《关于加快培育外贸竞争新优势的若干意见》、《关于促进进出口稳定增长的若干意见》、《关于加快实施自由贸易区战略的若干意见》等 7 个支持外贸发展的政策文件，强调培育外贸竞争新优势、促进跨境电子商务发展、促进进出口稳定增长等支持内容。

2016 年 5 月，国务院发布《关于促进外贸回稳向好的若干意见》，从财税金融支持、巩固外贸传统竞争优势、培育外贸竞争新优势、着力优化外贸结构、进一步改善外贸环境等 5 个方面推出 14 条政策措施。

2017 年 1 月，商务部发布《对外贸易发展“十三五”规划》，明确了“十三五”时期我国外贸发展的总体思路、目标任务和保障措施。强调在完善外贸政策体系的同时，更加注重发挥产业和双向投资对外贸的促进作用，优化国内营商环境和国际发展环境，依靠创新驱动发展。

大力扶持自由贸易，建立自由贸易试验区

中国对于具有全局性影响的自由贸易协定进行大力扶持。中国已与东盟、新西兰等 6 个国家和地区签订了自贸协定，与澳大利亚等 6 个国家和地区的自贸协定也在商洽之中，具有战略意义的自贸协定以及配合战术层面的关税、产业政策将进一步拓展贸易空间，降低关税壁垒，推进外贸行业的发展。2013 年 9 月 29 日，中国（上海）自由贸易试验区正式挂牌成立；2015 年 4 月 21 日，中国（厦门）自由贸易试验区挂牌成立。根据《中国（上海）自由贸易试验区总体方案》（国发【2013】38 号）要求，自贸区按照先行先试、风险可控、分步推进、逐步完善的方式，把扩大开放与体制改革相结合，形成与国际投资、贸易通行规则相衔接的基本制度框架。2018 年 4 月 13 日，国家决定支持海南全岛建设自由贸易试验区，支持海南逐步探索、稳步推进中国特色自由贸易港建设，分步骤、分阶段建立自由贸易港政策和制度体系。

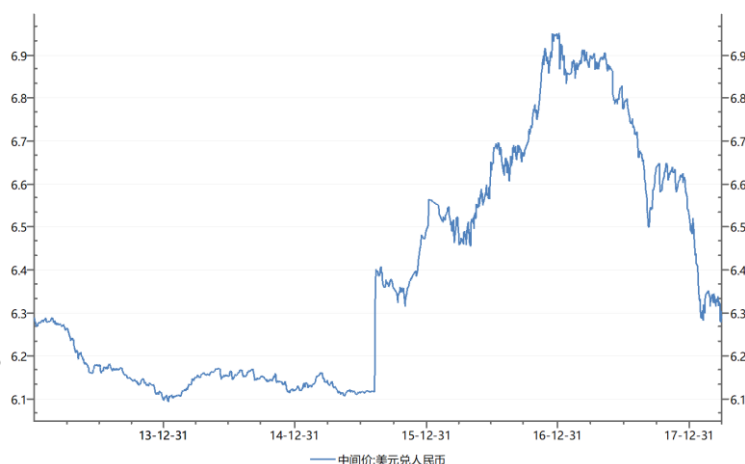
总体看，我国出台多项政策促进进口，并支持外贸，同时大力扶持自由贸易，建立自由贸易试验区。

（4）行业关注

人民币汇率风险不断加大

为推进汇率改革，促进对外贸易进一步趋于平衡，中国人民银行宣布，自 2012 年 4 月 16 日起，银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由 0.5% 扩大至 1.0%，人民币汇率波幅再增一倍，这意味着外贸企业需要更多地对人民币外汇交易进行风险管理，并采取相应的对冲，与此同时，这也可能鼓励更多的企业在外贸中使用人民币作为结算货币，来降低相应的风险。

图 3 美元兑人民币汇率走势图



资料来源：国家统计局

2013 年以来人民币兑美元加速升值，人民币对美元汇率中间价年内累计升幅将近 3%。尽管 2014 年以来，人民币出现短期贬值，但其波动幅度不大。但自 2015 年 8 月以来，随着世界经济的动荡，人民币贬值幅度巨大，如上图所示。尽管人民币贬值有利于企业增加出口收入，但对外贸企业的锁定汇率和远期结汇带来了巨大的风险。

在全球大宗商品贸易方面，以往在国际上对于大宗商品的报价都采用美元，而目前中国是全球最大的大宗商品需求国，这就造成了在中国参与大宗商品贸易时，美元直接阻碍了中国参与全球大宗商品贸易的便捷性和效率的提高，更阻碍了我国在该领域的话语权和定价权。自 2015 年 11 月，人民币正式加入 IMF 特别提款权（SDR²）货币篮子，人民币开始走向国际化，人民币作为结算货币得到广泛应用，有利于降低国内企业汇率风险，提升了人民币对大宗商品的定价能力。

未来，随着美联储逐步退出量化宽松政策，全球经济面临着新的风险，国际债券市场和外汇市场将面临冲击。在美联储停止 QE、中国经济增速整体放缓、新兴市场汇率整体走软、外贸顺差压力大、热钱涌入、利率市场化等诸多背景下，人民币双向波动性将更加明显，外贸经营企业将继续面临汇率波动风险，但随着人民币加入 SDR 货币篮子，有利于减少国内企业的汇率风险。

“一带一路”战略实施对我国商品贸易的影响

2015 年 3 月 28 日，国家发展改革委、外交部、商务部联合发布了《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》。“一带一路”战略实施后，亚欧交通网络所覆盖的范围会更广，交通便利化的目标能够得以实现，进而可以提高物流速度，大幅度降低物流成本，有利于沿线国家商品贸易往来。同时，“一带一路”战略的实施，能直接拉动我国劳务及施工机械的输出，并带动基础设施建设相关商品材料的出口，大工业出口规模将进一步扩大。此外，亚洲基础设施投资银行的设立为“一带一路”战略的实施提供了资本互通的渠道，会极大影响中国对外贸易资本项目格局，加速人民币国际化进程。

另一方面，由于“一带一路”涉及的国家众多，各国的国情和利益需求不同，即便“一带一路”战略整体符合各国利益，也不可避免地会存在分歧。中国企业与发达国家的大工业出口的相互竞争，也将会加剧对外贸易摩擦。

中美贸易争端对我国商品贸易的影响

中美贸易争端指在国际贸易中，中国与美国之间在进行贸易往来的过程中，在贸易平衡上所产生的影响。进入 2018 年，中美贸易争端不断升级，给我国商品贸易行业带来巨大影响。

不断升级的贸易冲突必然会给贸易行业带来极大的不确定性，根据世界贸易组织在 2018 年 4 月 12 日发布的《全球贸易数据与展望》，有迹象显示不断升级的贸易摩擦可能正在影响商业信心和投资决策。中国应该继续运用大幅度放宽市场准入、创造更有吸引力的投资环境、加强知识产权保护以及主动扩大进口等四大举措，应对开放和创新之路上的各种风险。

总体看，不断升级的贸易冲突必然会给贸易行业带来极大的不确定性。

（5）行业发展

中国正积极推进的自由贸易园区战略和“一带一路”建设，有望成为中国外贸新常态的方向和驱动因素。国务院办公厅公布《关于支持外贸稳定增长的若干意见》，落实工作取得积极成效，商务部、海关总署、人民银行等众多部门出台专项对外贸易政策，同时广东、江苏等 25 省、自治区、直辖市先后出台配套措施。这些政策使贸易便利化水平得以提升，不合理税费得到进一步清理，企业对外贸易成本下降，新型贸易业态发展加速。

随着贸易行业竞争日益剧烈，贸易行业的发展趋势要求贸易企业向综合服务商转型。贸易企

² SDR: 特别提款权，是国际货币基金组织根据成员国认缴的份额分配的，可用于偿还国际货币基金组织债务、弥补会员国政府之间国际收支逆差的一种账面资产。

业通过提供物流、仓储、信息等综合服务获得新的生存支点，服务链的延伸成为未来的发展趋势。在新的竞争格局下，资金实力雄厚、业务规模大、专业性强、管理水平高的公司在提供综合服务方面更具优势。

总体看，贸易企业将由简繁中间商向综合服务商转型，服务链的延伸将成为未来的发展趋势。

2. 造纸行业

(1) 行业概况

2017年，全球经济复苏缓慢，我国经济增长缓中趋稳，年度GDP同比增长6.9%，我国经济平稳向好，随着供给侧改革效应逐步显现，国民经济运行平稳，逐渐适应经济发展新常态。我国造纸行业经过几年调整，供需结构已得到改善，行业景气度有较大幅度提升。2017年，我国造纸及纸制品业实现主营业务收入15,203.00亿元，同比增长13.60%，增速较上年提高7.10个百分点，利润总额达1,028.60亿元，同比增长36.20%。从主要产品产量情况来看，我国机制纸及纸板产量为12,542.01万吨，同比增长3.10%。从区域分布情况来看，我国机制纸和纸板产量主要集中在山东、广东、浙江、江苏、河南等地区，2017年，广东省机制纸及纸板产量为2,177.74万吨，较上年增长2.36%，是全国机制纸及纸板产量最高的地区。

从上游原材料供应来看，造纸业的主要原材料是纸浆和废纸，目前，国内造纸行业原料供给对进口依赖程度较高，且价格与国际市场联动性强。2017年，我国纸浆进口量为2,372万吨，同比增长12.60%；进口金额为153.42亿美元，同比增长25.30%。2017年，我国废纸进口量为2,572万吨，同比下降9.80%；进口金额达58.75亿美元，同比增长17.80%。受“禁废令”和排污许可证等政策实施影响，2017年，废纸进口总体呈现量减价升的趋势。

从国际废纸的价格走势看，2016年以来，美废受周期旺季和美国造纸结构变化影响率先提价，进口废纸价格处于上涨态势。2017年外废价格出现大幅波动，3月份开始，价格出现下跌，4月起价格继续回升，受禁废令影响，美废、欧废和日废均出现下跌，8月起价格继续回升走高，截至2017年底，外废价格平均160美元/吨。

从国内废纸价格走势来看，2016年前三季度整体较平稳，受美废价格提升影响，四季度起国废价格随之上涨；2017年8月中旬，环保部发布的新版《进口废物管理目录》中，将未经分拣的废纸从限制进口调整为禁止进口，由于废纸进口周期大概为3个月左右，国内造纸企业基于原材料备货需求，抢占国废份额推高了价格上涨；2017年6月以来，受“禁废令”影响，国废价格出现大幅度上涨，从2016年底的1,590.00元/吨大幅上涨至2017年底的2,320.00元/吨，国废与美废、欧废、日废价格出现分化。废纸浆为箱板纸和瓦楞纸等包装用纸的主要原料，受该类纸种需求支撑的影响，国内各企业开始争夺国废份额，进一步推高国废价格。

根据中国造纸协会数据显示，2008~2017年，纸及纸板生产量年均增长率3.77%，消费量年均增长率3.59%。2017年，全国纸及纸板生产企业约2,800家，全国纸及纸板生产量11,130万吨，较上年增长2.53%；消费量10,897万吨，较上年增长4.59%，人均年消费量为78千克（13.90亿人）。

据国家统计局统计，2017年，规模以上造纸生产企业2,754家；主营业务收入9,215亿元，同比增长15.37%；工业增加值增速3.90%；产成品存货334亿元，同比增长27.78%；利润总额666亿元，同比增长55.63%；资产总计10,317亿元，同比增长4.07%；资产负债率55.91%，较上年下降1个百分点；负债总额5,768亿元，同比增长1.34%；在统计的2,754家造纸生产企业中，亏损企业有281家，占10.20%。

纸品价格方面，受益于供给侧结构性改革、环保政策加码以及造纸行业去产能加速等因素影响，2017年以来，行业内已迎来数轮提价，行业内盈利能力继续改善，集中度和景气度大幅提升。

2017年，国内主要纸品价格依旧呈上升趋势，且有较大幅度提高。具体来看，包装纸中的白卡纸出厂价由2016年底的6,400元/吨升至2018年初的7,425元/吨；文化用纸中的铜版纸价格由2016年底的5,925元/吨升至2017年底的7,625元/吨；文化用纸中的双胶纸由2016年底的6,000元/吨升至2017年底的7,700元/吨。

总体看，2017年，受益于供给侧改革成果显现、环保要求提高和需求旺盛等因素影响，国内造纸行业供需结构和收入得到明显改善，产销量小幅上涨，主要产品价格大幅上行，行业景气度较高。未来行业内资源优势明显并且满足环保要求的大型企业具备较强的竞争优势，有望获得较好的发展。

（2）行业政策

目前造纸行业进行生产所依据的法律法规及政策主要包括《中华人民共和国环境保护法》、《中华人民共和国清洁生产促进法》、《中华人民共和国循环经济促进法》、《中华人民共和国水污染防治法》、《国务院关于印发加快发展循环经济的若干意见》、《制浆造纸行业清洁生产评价指标体系》、国发【2015】17号《水污染防治行动计划》、国家发改委《产业结构调整指导目录（2011年本）》、《造纸产业发展政策》、《制浆造纸工业水污染物排放标准》（GB3544—2008）等。

2015年，工信部发布工业行业淘汰落后和过剩产能企业名单，名单中涉及造纸企业60家，多数为产能低于5万吨/年的低端造纸企业，并要求落后产能彻底拆除淘汰，不得向其他地区转移，落后产能淘汰执行力度有所加大。2015年4月，国务院印发《水污染防治行动计划》，在2016年底前，全部取缔不符合国家产业政策的小型造纸等严重污染水环境的生产项目；并要求制定造纸行业专项治理方案，实施清洁化改造，新建、改建、扩建行业建设项目实行主要污染物排放等量或减量置换。

2016年11月，国务院办公厅印发了《国务院办公厅关于印发控制污染物排放许可制实施方案的通知》（国办发【2016】81号），国家将分步实现排污许可全覆盖，率先对火电、造纸行业企业核发排污许可证。

2017年4月，环境保护部发布《国家环境保护标准“十三五”发展规划》，要求完善造纸等行业水污染物排放标准技术内容；修订污水综合排放标准，完善工业源水污染物控制指标和要求；制修印刷包装等行业大气污染物排放标准；修订一般工业固体废物贮存、处置场污染控制标准。

2017年8月，新版《进口废物管理名录》（2017）将未经分拣的废纸从限制进口调整为禁止进口。

总体看，相关行业政策为造纸行业淘汰落后和过剩产能，进行产业结构调整，促进造纸行业转型升级提供了有力支持。

（3）行业关注

原料供给对进口依赖程度较高

纸浆作为造纸工业的直接原料通常分为木浆、废纸浆及非木浆。目前国际造纸工业纸浆结构中木浆占62.6%，废纸浆占34%，非木浆占3.4%。中国造纸行业受国内森林覆盖率低，天然林资源匮乏的限制，目前形成了以废纸浆为主的纸浆消费结构。随着整个行业对木浆及木浆用木材的需求的快速增长，中国造纸行业木浆供需缺口逐步扩大，木浆及木材价格持续上涨。造纸行业资源束缚的特性决定了原材料的供应将直接影响企业的盈利和发展。

竞争加剧

我国造纸行业市场化程度高，行业竞争激烈。造纸企业的技术水平、装备水平、产品档次等总体严重趋同，企业之间竞争激烈。随着国内造纸业进一步对外开放，印尼金光集团、韩国韩松、日本王子及美国、芬兰等国的职业巨头纷纷来华投资建厂，加大对国内市场的开拓力度，国内造

纸行业的竞争将进一步加剧。

(4) 行业发展

造纸工业作为国民经济的基础原材料工业，在目前国内造纸工业人均消费纸量远低于发达国家水平的背景下，行业仍具有较好的增长空间。但是，目前造纸行业集中度仍然不高，原料依赖强、环保压力大的问题仍然存在，这将促使造纸企业继续进行大规模整合，未来行业内资源优势明显、整合能力强的大型企业有望取得竞争优势，获得较好的发展。

“十三五”期间，造纸行业将以调整为主线，包括原料的调整、资源的调整、区域发展的调整。通过调整，提高发展的质量，用先进产能代替落后产能，提高经济效益，实现行业和谐、持续、绿色发展。坚持自主创新，加快技术进步，加大国际合作，提高品牌知名度；通过调整布局、资源整合，提高产业集中度，实现企业数量减少30%。

总体看，未来中国造纸工业的发展将逐步实现以木纤维、废纸为主原料，非木纤维为辅的多元化原料结构目标，同时与环境协调发展，充分考虑纤维资源、水资源、环境容量、市场需求、交通运输等条件，形成合理的产业新布局。

3. 物流行业

(1) 行业概况

近年来，中国物流业总体规模快速增长，服务水平显著提高，发展的环境和条件不断改善。根据中国物流与采购联合会统计，2016年全国社会物流总额229.70万亿元，按可比价格计算，比上年增长6.1%，增速比上年提高0.30个百分点。从社会物流总额的构成情况看，工业品物流总额214.00万亿元，按可比价格计算，比上年增长6.00%，增速比上年回落0.10个百分点。进口货物物流总额10.50万亿元，增长7.40%，提高7.20个百分点。2016年物流运行总体平稳，物流需求结构优化，物流运行环境改善，物流企业经营有所好转。

2017年，全国社会物流总额252.8万亿元，按可比价格计算，同比增长6.7%，增速比上年提高0.6个百分点。从社会物流总额的构成情况看，工业品物流总额234.5万亿元，按可比价格计算，比上年增长6.6%，增速比上年提高0.6个百分点；进口货物物流总额12.5万亿元，增长14.2%，增速比上年提高6.8个百分点；农产品物流总额3.7万亿元，增长2.5%，回落0.6个百分点；再生资源物流总额0.9万亿元，下降1.9%，增速回落9.4个百分点；单位与居民物品物流总额0.9万亿元，增长29.9%，增速回落12.9个百分点。数据显示，2017年，物流市场价格总体趋于改善，我国社会物流总额稳步增加，物流服务价格指数平均为49.6%，比上年下降0.3个百分点。

总体看，近年来物流行业增速整体放缓，物流费用增速回落。

(2) 行业政策

2014年6月11日，国务院常务会议讨论通过了《物流业发展中长期规划》（以下简称《中长期规划》）。《中长期规划》在对我国物流业发展现状、问题和面临形势深入分析的基础上，提出了指导思想、目标和原则。《中长期规划》提出到2020年基本建立现代物流服务体系，提升物流业标准化、信息化、智能化、集约化水平，确定了农产品物流、制造业物流与供应链管理、再生资源回收物流等12项重点工程，是今后一个时期指导我国物流业发展的纲领性文件。

表1 近年来物流行业相关的部分重要政策

时间	发布部门	政策名称
2012年2月	财政部、国家税务总局	《关于物流企业大宗商品仓储设施用地城镇土地使用税政策的通知》
2012年12月	商务部	《关于促进仓储业转型升级的指导意见》
2013年1月	国务院办公厅	《关于印发降低流通费用提高流通效率综合工作方案的通知》

2013 年 1 月	工信部	《关于推进物流信息化工作的指导意见》
2013 年 5 月	财政部、国家税务总局	《关于在全国开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点税收政策的通知》
2014 年 6 月	国务院常务会议	《物流业发展中长期规划》
2016 年 2 月	国家发改委、商务部、工信部、交通运输部等	《关于加强物流短板建设促进有效投资和居民消费的若干意见》
2017 年 3 月	质检总局等 11 部门	《关于推动物流服务质量提升工作的指导意见》
2017 年 8 月	国务院	《关于进一步推进物流降本增效促进实体经济发展的意见》

资料来源：联合评级整理

总体看，物流行业作为经济转型的重要抓手，受到国家高度重视和重点扶持，行业发展的政策环境良好。

（3）行业关注

全社会物流运行效率偏低主要体现为物流费用整体较高，并且社会物流成本偏高与物流企业盈利能力偏低相并存。

造成我国物流费用较高的原因主要有几个方面：首先，我国目前尚处于工业化中后期，我国经济产出以附加值较低的工业品为主，导致物流成本占整体经济产值的比例较高；其次，我国产业布局、资源分布和消费市场分布存在差异，导致重要的资源（如煤炭）和主要的产成品需要在全国范围内长距离大规模流动，进一步提升了物流成本；最后，我国物流市场分割严重，社会资源周转慢、环节多、费用高。

总体看，物流行业整体运行效率偏低，物流成本偏高，物流企业盈利能力偏低。

（4）行业发展

行业整体保持平稳运行

未来一段时间，中国经济保持中高速增长是物流行业平稳发展的重要前提，整体上物流行业发展环境良好。从投资来看，新型城镇化加快发展，对铁路、城市地铁和公共设施、环境治理、网络宽带等提出新的投资需求；从消费来看，由于国家实施“收入翻番”计划，以及电子商务发展、消费结构转变，国民经济对物流行业的依赖程度将逐步提升。

具体来看，钢铁、煤炭等大宗商品物流需求仍将较为疲软，增速难有明显改善，而快递速运、物流平台、一体化物流、供应链管理等高端物流业态有望保持快速增长。

行业加速转型升级

随着我国物流行业的发展，行业转型升级步伐逐步加快。主要体现在专业化服务能力增强、供应链管理更加成熟、快递速配快速发展、物流平台化等方面。

近几年我国电子商务普及速度极快，导致快递速运行业迅猛发展。2011 年以来，快递业务量增速连续始终保持在 50%以上。目前我国快递行业仍较分散，但已有“三通一达”、顺丰速运等快速成长的龙头企业出现。物流行业平台化、网络化和一体化趋势明显。未来快递行业有望与上下游进一步整合，并产生类似美国 UPS 的行业巨头。

总体看，物流行业发展环境良好，整体保持平稳运行，行业加速转型升级。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是直属于国务院国资委的中央企业，主要从事资本运营和传统控股经营业务，其中，传统控股经营业务包括生产资料贸易、造纸和综合物流服务。公司控股经营业务分布见下表。

表 2 公司控股经营业务分布

业务种类	直接出资企业	上市公司
生产资料贸易	中国物资储运集团有限公司（以下简称“中国储运”）、中国诚通金属（集团）公司（以下简称“诚通金属”）、中国诚通国际贸易有限公司（以下简称“诚通贸易”）、中国纸业投资总公司（以下简称“中国纸业”）	中储股份
造纸	中国纸业	粤华包 B、冠豪高新、岳阳林纸
综合物流	中国储运、中国物流股份有限公司、华贸物流	中储股份、华贸物流

资料来源：公司提供

生产资料贸易方面，公司依托遍布全国的物流中心，形成了物资销售和进出口代理等贸易活动与仓储、加工、配送物流业务相结合的运营模式，钢材、有色金属等产品贸易在市场上具备一定的竞争实力。

造纸方面，2010 年 9 月经国资委批准，公司成为唯一将林浆纸业务定位为主业的央企，产品涵盖文化纸、白卡纸、特种纸及木浆等众多品种。截至 2017 年底，公司在国内拥有林地近 200 万亩，造纸产能近 200 万吨，综合实力位列国内造纸行业前列，产品涵盖文化纸、白卡纸、特种纸及木浆等众多品种。公司旗下岳阳林纸是中国文化纸市场的主要生产企业，文化纸合计产能在国内文化纸市场居于前列；冠豪高新是中国特种纸行业的龙头企业，无碳复写纸和热敏纸处于行业领导地位。

综合物流方面，公司是中国陆地仓储物流龙头企业，公司拥有中国最大、分布最广的集仓储、配送、信息一体化的物流、集装箱运输和金属分销网络，并积极推进向现代物流业务转变。公司在全国各地建设了数个现代物流中心，并拥有自有仓库面积 608.26 万平方米，其中，自有库房面积 298.89 万平方米，自有料棚面积 7.65 万平方米，自有露天货场面积 301.72 万平方米。现货市场占地面积 64.40 万平方米。商品交易市场占地面积 82.54 万平方米，年交易额 880.52 亿元，基本构建了覆盖全国主要城市的仓储物流网络。

资产经营管理方面，公司是国务院国资委下设的资产经营试点企业，承担央企重组的职能。随着中央企业战略性布局和结构性调整的深入，预计将有更多的国有资产需要重新进行资源配置和处置，资产经营公司作为一种新型的公司运营模式，其发展具有较大的市场前景。公司在资产经营工作方面已经积累了较为丰富的实践经验，并且拥有一批具有专业素质的人才队伍，预计在未来中央企业的布局和结构调整中将承担重要职能。同时，公司积极争取和利用国资委提供的资金、政策等配套措施和其他相关政策支持。

资本运营方面，公司以提高国有资本运营效率为导向，服务国家战略，遵循市场规律，打造市场化运营、专业化管理的国有资本运营平台，通过股权运作、价值管理、进退流转等方式，促进国有资本合理流动和优化配置，形成适应国有资本运营功能要求的体制机制和运营模式。

总体看，公司是直属于国务院国资委的中央企业，公司在生产资料贸易、造纸、综合物流业务方面的发展均处于国内领先地位；公司在资产经营工作方面，承担央企重组的职能，积累了较为丰富的实践经验。

2. 人员素质

截至 2017 年底，公司高级管理人员包括总裁、总会计师等共计 12 人。

公司董事长兼党委书记马正武先生，1963 年 1 月出生，研究生学历，历任物资部、内贸部办公厅副处级秘书、正处级秘书；中国物资开发投资总公司副总经理、执行总经理、总经理；公司

董事、常务副总裁，2002年起担任公司董事长兼党委书记。

公司董事兼总裁朱碧新先生，1965年12月出生，博士生学历，历任中国路桥（集团）总公司党委委员、纪委书记、工会主席，中国交通建设集团有限公司党委常委、副总裁、总法律顾问，兼任中交地产有限公司董事长、绿城中国有限公司董事会联席主席，2015年起担任公司董事、总裁兼党委副书记。

截至2017年底，公司总部及其所属出资企业共有职工24,758人。从学历构成来看，硕士及以上学历人员占4.17%，本科占28.08%，大专及以下占比67.75%。

总体看，公司管理层学历层次高，行业内从业经验丰富，管理水平较高。

五、公司管理

1. 治理结构

公司是国务院国资委国有独资公司治理试点单位，依据《公司法》及其它相关法律法规，公司设有董事会、监事会和经营层。

董事会是公司经营管理的最高决策机构，董事会负责制定公司章程、经营方针、战略规划，选拔经营者、评估经营及经营者业绩，对年度计划、财务预决算方案、投融资计划、资产运营、重要人事任免等重大事项进行审议和决策。董事会下设常务委员会、战略委员会、提名与治理委员会、薪酬与考核委员会和审计委员会。

公司是国务院国资委首批7家董事会试点企业之一，截至2017年底，公司董事会由7名董事组成，其中非外部董事3人（含职工董事1人），外部董事4人（由国资委选聘）。4名外部董事有丰富的国企领导岗位工作经验或科研院所、专业协会资历，包括投资决策、资产重组、财务管理等专业经验。外部董事的进入提高了董事会的专业水平，降低了决策风险。根据国资委国有独资公司建立和完善董事会试点的要求，国资委已将考核的职权授予公司董事会。

监事会是国资委派驻企业的监督机构，代表股东对公司经营管理及公司效果进行独立的监督和评估，监事会目前由10名监事组成，其中职工监事2名。

经营层是公司经营管理的执行机构，负责执行董事会决议，实施集团发展战略；按照集团年度总体经营目标，组织实施年度经营计划，进行预算管理；调配集团资源，组织经营活动；代理集团日常经营、管理事务。包括：总裁1人、副总裁4人、总会计师1人。

公司党委按照双向进入、交叉任职的原则参与董事会和经营班子工作。

总体看，公司的法人治理结构符合国有独资公司特点，公司治理试点工作已初显成效。

2. 管理体制

公司注重内部管理，制定并落实各项管理办法。

出资企业管理方面，公司依其对所属出资企业的出资额，分别行使全资、控股、参股管理的权利。对于全资出资企业，公司实行直接领导，通过全面计划和预算管理，对各出资企业的业务经营、投融资和人力资源等进行监控，对出资企业的合并、撤销、分立以及改制等重大事项做出决策。对于控股出资企业，公司通过委派高管人员行使对控股出资企业的管理权，控股出资企业根据公司审批的发展规划，制定经营方案，其会计核算、人力资源管理等由公司统一指导、监督和检查。对于参股出资企业，公司对按照持股比例依法享有股东权利，以出资额为限对出资企业承担有限责任。

国有资本与财务管理方面，公司通过明确内部各级出资企业和管理、经营部门的职责，加强

对国有资本投入、营运和收益的监管，监控企业财务风险，提高资本经营效益。

预算管理方面，为保证经营活动的计划有序，加强成本费用支出的控制管理，分析考核公司经营过程及成果，公司制定了《全面预算管理暂行办法》，对公司的经营工作实行预算管理。预算的内容包括资产负债表预算、损益表预算、费用预算、固定资产购置预算、投资预算、资金需求和现金流量预算。

内部控制制度方面，为促进经营流程的合理化和正规化，公司逐步建立和加强了内部控制制度。内部控制涉及公司生产经营活动的控制环境、风险评估、监督决策、信息与传递以及自我检测等各个方面，其制度主要包括《内部审计管理制度》等。

风险管理方面，根据 2006 年 6 月国资委出台的《中央企业全面风险管理指引》的相关规定，公司设置了风险管理部，组织协调全面风险管理日常工作，指导、监督有关职能部门、各业务单位以及出资企业开展全面风险管理工作。

投资管理方面，为保证公司充分履行出资人职责，规范投资活动，加强投资管理，促进投资决策的科学性，提高投资收益，防范投资风险，根据《中华人民共和国公司法》、《中央企业投资监督管理暂行办法》、《中央企业投资监督管理暂行办法实施细则》等相关法律和法规的规定，以及公司现行的规章制度，公司制定了《投资管理暂行办法》，明确了公司的投资要遵循的四大原则，包括：突出主业原则、预算管理原则、收益性原则、适度分权原则。

套期保值业务管理方面，为加强公司套期保值业务管理，根据国资委《关于进一步加强中央企业金融衍生业务监管的通知》（国资发评价【2009】19 号）文件精神，结合实际工作情况，公司制订了《套期保值业务管理办法》，该办法的推出提升了公司对风险的控制能力，对高风险业务做出了详细指引。

担保业务管理方面，为加强公司对担保业务的内部控制，规范担保行为，防范担保风险，推动公司整体财务状况的改善，根据《中华人民共和国担保法》、《中华人民共和国会计法》和《内部会计控制规范——担保(试行)》等法律法规及公司董事会工作制度的相关规定，公司制定了《担保业务管理暂行办法》。所属各级出资企业均无对外担保权。

根据资本运营公司试点发展规划及内部组织机构调整，公司的战略定位为国有资本市场化运作的专业平台，通过股权运作、价值管理、有序进退等方式，促进国有资本合理流动，优化国有资本布局结构，提升国有资本配置效率，支持实体经济发展，为国家化解重大风险，实现国有资本的保值增值。

总体看，公司目前实行的管理制度能适应目前发展需要，内部管理较为完善，但在管理级次和业务链条方面仍有优化空间。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事资本运营和传统控股经营业务，其中控股经营的业务主要包括生产资料贸易、造纸和综合物流服务。

2015~2017 年，公司营业收入逐年增长，分别为 617.87 亿元、619.71 亿元和 828.75 亿元，年均复合增长 15.70%，主要系主要大宗商品价格普遍有所提高，带动商品贸易收入增长所致。2015~2017 年，公司净利润波动下降，分别为 10.84 亿元、14.75 亿元和 10.65 亿元，年均复合下降 0.88%，主要系费用波动以及资产减值损失波动所致。

2015~2017 年，公司传统控股经营业务收入波动增长，分别为 613.02 亿元、611.65 亿元和

823.14 亿元，年均复合增长 15.88%。2015~2017 年，公司传统控股经营业务收入占比均在 93%以上，控股经营业务十分突出。

从收入构成来看，商品贸易业务始终为公司控股经营业务收入的主要构成部分，该板块主要经营钢材、有色金属、化工材料、煤炭等大宗商品，2015~2017 年，实现收入分别为 439.52 亿元、393.20 亿元和 520.48 亿元，年均复合增长 8.82%，其中，2016 年，公司商品贸易板块营业收入较上年下降 10.54%，主要系国内钢铁、煤炭产能严重过剩，终端需求不足，部分大宗商品价格持续下跌以及公司以风险管控为重点，主动退出高风险业务，清理低效无效业务，压缩业务规模所致；2017 年，公司商品贸易板块营业收入较上年增长 32.37%，主要系在供给侧结构性改革的持续推进下，大宗商品价格普遍有较大幅度上涨，大宗商品贸易销量大部分也同比有所增长所致；商品贸易业务收入占比逐年下降，三年分别为 71.70%、64.29%和 63.23%；。2015~2017 年，纸浆及纸制品业务受益于行业回暖以及公司产品转型升级影响，收入规模逐年增长，分别为 115.66 亿元、130.96 亿元和 137.51 亿元，年均复合增长 9.04%，其收入占比波动下降，三年分别为 18.87%、21.41%和 16.71%。2015~2017 年，物流业务发展较为迅速，收入逐年增长，分别为 44.89 亿元、54.39 亿元和 135.50 亿元，年均复合增长 73.74%，主要系公司无偿接收华贸物流划转所致，其收入占比逐年上升，分别为 7.32%、8.89%和 16.46%。其他业务对公司收入影响较小，主要包括租赁、包装科技与服务、人力资源业务、酒店经营管理业务等。

表 3 2015~2017 年公司控股经营业务收入情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商品贸易	439.52	71.70	1.53	393.20	64.29	1.75	520.48	63.23	1.49
纸浆及纸制品	115.66	18.87	12.98	130.96	21.41	14.98	137.51	16.71	17.85
物流业务	44.89	7.32	16.12	54.39	8.89	15.07	135.50	16.46	6.21
其他	12.95	2.11	39.23	33.10	5.41	18.73	29.65	3.60	34.81
合计	613.02	100.00	5.55	611.65	100.00	6.68	823.14	100.00	6.21

资料来源：公司提供

毛利率方面，2015~2017 年，公司控股经营业务综合毛利率波动上升，分别为 5.55%、6.68%和 6.21%。其中，公司商品贸易业务毛利率波动下降，分别为 1.53%、1.75%和 1.49%，其中 2016 年较上年上升 0.22 个百分点，主要系在 2016 年贸易板块的实体经济需求减缓、大宗商品价格持续下跌所致；2017 年较上年下降 0.26 个百分点，主要系大宗商品市场回弹，钢材和有色金属价格上升所致。2015~2017 年，受益于造纸行业回暖，纸浆及纸制品板块毛利率逐年增长，分别为 12.98%、14.98%和 17.85%。2015~2017 年，物流业务毛利率逐年下降，分别为 16.12%、15.07%和 6.21%，主要系公路运输业务营改增和成本上升加之竞争激烈综合所致。

总体看，公司营业收入主要来源为商品贸易业务，近年来，随着贸易规模的增长，公司控股经营业务收入波动增长；受业务结构调整后毛利率较低的物流业务占比大幅增长影响，公司综合毛利率水平有所下降。

2. 商品贸易业务

（1）业务概况

公司商品贸易业务涉及有色、钢材、煤炭等内容，并充分结合物流功能优势和网络布局，围绕客户需求，创新并完善采购、加工、配送、融资、信息技术服务等延伸服务能力，有效降低客户成本，不断满足市场多样化需求。公司生产资料贸易业务主要由中国储运、诚通金属、诚通贸

易和中国纸业负责经营，其中以中国储运的收入规模最为突出。

2015~2017 年，公司贸易业务收入波动增长，分别为 439.52 亿元、393.20 亿元和 520.48 亿元；从贸易品种来看，公司贸易以钢材及有色金属贸易为主，2017 年，前五大贸易商品钢材、有色金属、化工材料、煤炭和贵金属合计占贸易业务收入的比重为 87.77%，占比较大。2015~2017 年，公司钢材贸易收入波动增长，年均复合增长 11.02%，其中 2016 年钢材贸易收入出现小幅下滑，较上年下降 11.06%，主要系 2016 年钢材市场延续了 2015 年的跌势，各品种价格全线下跌所致；2017 年较上年增长 41.56%，主要系受供给侧结构改革影响，大宗商品价格普遍有较大幅度上涨，钢材贸易市场继续逐渐回暖所致。2015~2017 年，公司有色金属贸易收入波动增长，年均复合增长 6.57%，主要受市场价格波动影响。

表 4 2015~2017 年公司贸易业务收入情况（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
钢材	160.24	139.52	197.50
有色金属	145.11	132.36	164.80
贵金属	9.53	15.06	18.90
生铁炉料	15.34	14.67	22.22
煤炭	20.81	14.66	27.41
化工材料	40.22	37.15	44.84
农产品	7.81	11.25	15.03
纸浆及纸制品	9.71	10.29	13.13
其他	30.74	18.24	16.66
合计	439.52	393.20	520.48

资料来源：公司提供

从贸易量来看，2015~2017 年，受实体经济需求减弱、钢铁、煤炭等行业产能过剩以及公司压缩高风险业务战略影响，公司各产品贸易量波动较大。2015~2017 年，煤炭、纸浆及纸制品贸易量波动下降，年均复合下降分别为 20.68%和 37.45%；贵金属和生铁炉料贸易量逐年增长，年均复合增长分别为 38.42%、19.52%。

表 5 2015~2017 年公司商品贸易业务板块销售情况

项目	单位	2015 年	2016 年	2017 年
钢材	万吨	829	687	571
有色金属	万吨	79	47	60
贵金属	吨	274	414	525
食品及农产品	万吨	16	22	17
生铁炉料	万吨	259	266	370
煤炭	万吨	488	188	307
化工材料	万吨	69	66	93
纸浆及纸制品	万吨	23	24	9
其他	万吨	83	42	85

资料来源：公司提供

总体看，近年来，随着供给侧结构性改革的逐步推进，部分大宗商品价格有所回升，公司的整体贸易规模和收入呈波动上升态势，各主要贸易品种商品贸易销量有所波动。

（2）采购与销售

采购方面，由于公司的主要贸易产品是钢材、有色金属等，产品价格波动较大。公司一般是按照客户需求进行采购，即先与下游客户签订协议并收取 20% 的保证金，然后根据订单向上游采购；同时，公司坚持统进分销的策略，通过整合资源渠道、整合需求量，与供应商进行洽谈，保证对上游的议价能力。此外，公司通过期货交易进行套期保值，以现货实际需求为依据制定保值计划，以规避现货交易价格风险，追求经营效益最大化，计划列明的期货持仓量不得超出同期现货交易总量，持仓时间应当与现货交易时间相匹配。2015~2017 年，公司向前五大供应商采购商品金额合计分别为 40.86 亿元、41.73 亿元和 44.65 亿元，占采购总额比重分别为 9.27%、10.15% 和 8.53%，集中度一般。

表6 2017年公司商品贸易业务前五大供应商（单位：万元、%）

企业名称	采购金额	占采购总额比重
河北鑫达钢铁有限公司	128,038.00	2.45
江苏雨花钢铁有限公司	121,273.00	2.32
马鞍山天兴钢制品有限公司	90,838.00	1.73
上海找钢网信息科技股份有限公司	62,086.00	1.19
四川物流物资贸易有限公司	44,249.00	0.85
合计	446,484.00	8.53

资料来源：公司提供

公司的产品销售方式主要是直销和分销，一般按照一级代理、二级批发、三级零售，最后是终端客户的层次分销方式。2015~2017 年，公司向前五大客户实现销售额分别为 20.49 亿元、53.22 亿元和 53.49 亿元，占销售总额比重分别为 4.58%、12.73% 和 14.47%，集中度一般。

表7 2017年公司商品贸易业务前五大客户（单位：万元、%）

企业名称	销售金额	占销售总额比重
河北鑫达钢铁有限公司	154,379.00	4.42
陕钢集团韩城钢铁有限责任公司	133,933.00	3.10
赤峰金剑铜业有限责任公司	117,111.00	2.59
天津物产九江国际贸易有限公司	67,479.00	2.32
驰宏实业发展（上海）有限公司	62,015.00	2.04
合计	534,917.00	14.47

资料来源：公司提供

公司目前拥有全国最大的金属连锁分销网，并在全国各主要城市设立分销中心，同时拥有上海香山钢材市场、南京钢材市场、无锡建材市场等 20 多家初级原材料现货交易市场，市场年交易金额达到 1,000 多亿元，形成了以统进分销为主的一体化经营体系和将销售、加工、配送融为一体的服务体系。在现货交易市场，公司发展以初级原材料为主的商贸物流，把原来的仓库改造成交易中心，或者新建综合的交易中心，吸引商户进驻。公司充分利用遍布全国主要中心城市的便利条件和仓储运输配套服务功能完善的优势，以仓储为依托，在全国建立了包括钢材、汽车、建材、副食品等各类商品现货市场，可提供仓储、联运、加工、质押融资、信息咨询和结算等多种服务。

总体看，公司在采购方面管理规范、制度健全，对上游具有一定的议价能力，供应商集中度一般；公司销售渠道通畅，客户集中度一般。

（3）结算模式

公司的采购业务一般为货到付款，但部分业务会根据供应商资信状况预付一定货款，预付业务必须遵循业务部门调查申报、总经理审批授权、经办责任人全程负责的原则；业务部门需对供应商的资信进行调查、审核之后才可授予一定的预付额度，并由财务、物流等职能部门进行监控。

公司的销售业务原则上采取现款交易方式，但也会根据市场需求、客户资信状况进行赊销，赊销业务需要由销售部门调查申报、总经理审批授权、经办责任人全程负责。允许赊销的品种、客户需要每月由有关销售人员充分调查客户的资信情况及公司产品的市场适销程度后，提出赊销授信限额建议，并向公司提供担保人或担保物，经销售部门审核后报送总经理批准，未经批准任何人不得擅自办理赊销业务。

公司应收账款管理实行以客户信用额度为中心的管理方法，对客户设定最高赊欠额度。首先在对客户的信用水平进行调查、审核、评级以及审批后确认客户的信用等级和额度，并对信用等级和额度实施动态管理，一般一年一次，特殊情况下随时调整。财务部门负责监控公司应收账款信用管理的执行，销售部门负责具体的实施。操作过程中严格按照客户信用额度执行，密切关注经营情况、付款情况及其他情况，分析未来发展情况并评估潜在偿债风险。

总体看，公司贸易板块业务主要集中于钢铁市场和有色金属市场，目前行业内整体环境有所改善，但公司贸易业务应收账款可能存在一定回收风险。

3. 纸浆及纸制品业务

2010年9月经国资委批准，公司成为唯一拥有林浆纸生产、开发及利用主业的中央企业。目前，公司纸浆及纸制品板块业务主要依托中国纸业旗下的粤华包B、冠豪高新、岳阳林纸三家上市公司经营，产品包括涂布白板纸、文化用纸和特种纸等。

表8 公司造纸业务板块主要经营企业概况

企业简称	生产基地	主要产品	主要产品用途
粤华包B	佛山、珠海	涂布白板纸、白卡纸	电子产品、药品等包装盒；烟卡、固体食品包装、液体包装
冠豪高新	湛江	无碳复写纸、热敏纸等特种纸	传真纸、商业表格纸、税票纸、彩票纸等
岳阳林纸	岳阳等	商品浆纸、文化纸、工业包装等	报刊杂志、书籍等

资料来源：公司提供

公司引入世界领先水平的设备和技术，采用规模化的生产方式，由中国纸业统一进口采购原材料，通过中国纸业这一经营平台将造林、营林、采伐、制浆、造纸与销售结合起来，形成林、浆、纸一体化的良性循环产业链。公司通过内部控制，制定统一采购、统一销售管理的制度，实现对公司整体采购、生产和销售的统筹管理。

公司产品涵盖文化类印刷用纸、涂布白板纸、白卡纸、无碳复写纸、热敏纸、不干胶标签纸等多个品种，在国内烟卡市场、热敏纸市场和文化纸市场均位居第一，无碳复写纸市场排第二位。为进一步提高纸业核心竞争力，公司以纸浆为核心，林纸为基点，积极推进林浆纸一体化战略，控制上游资源，由横向单一方式扩张增加到对产业链的纵向延伸。截至2017年底，公司造纸产能达200万吨，溶解浆30万吨（生产商品木浆时产能40万吨）；国内控制林地近200万亩，海外林地96万公顷。2015年8月，公司收购中粮集团有限公司海外林业项目，在海外林地面积达96万公顷，完成了海外林业的初步战略布局。

公司白卡纸、涂布白板纸主要由粤华包B生产经营。近年来，由于涂布白板纸的营业利润和收入均为负增长，公司未来将不再生产该产品。截至2017年底，粤华包B白卡纸产能为54万吨/年。

公司特种纸的生产经营主要依托于冠豪高新，冠豪高新目前是国内特种纸行业的龙头企业，是国家税务总局、中国印钞造币总公司指定增值税专用发票无碳复写纸唯一供应商，也是国家邮政速递局指定的EMS特快专递专用无碳复写纸主要供应商。截至2017年底，冠豪高新特种纸产能为25.80万吨/年。

公司文化纸的生产和销售平台主要依托于岳阳林纸，岳阳林纸是国内造纸类上市公司中林纸一体化的龙头企业，且为国内造纸行业上市公司中拥有林业面积最大的公司之一，区位优势明显，技术实力雄厚，具备适应市场需求变化的转产能力。目前，岳阳林纸林业资源较为丰富，各造纸厂均配有自备浆线，木浆自给率超过60%，在资源性生产成本方面有一定的优势，但主要产品文化纸属于中低端产品，附加值较低，盈利空间有限。截至2017年底，岳阳林纸文化纸产能为111.50万吨/年。

岳阳林纸于2017年5月完成定向增发，发行新股3.55亿股，发行价格为每股6.46元。岳阳林纸收到募集资金净额22.52亿元，资金用途为收购浙江凯胜园林市政建设有限公司（简称“凯胜园林”）100%股权、补充流动资金及偿还银行贷款。收购后，岳阳林纸业务范围已拓展至园林行业，形成涵盖造纸、林业、园林等多业务板块的综合性企业，同时定向增发能够增强岳阳林纸的资金实力，优化资本结构。

2015~2017年，公司纸浆与纸制品板块向前五大供应商合计采购金额占公司纸浆与纸制品板块总采购金额的比例分别为19.20%、26.16%和20.78%，集中度较低。

表9 2015~2017年公司纸浆及纸制品业务收入情况（单位：亿元）

项目	2015年	2016年	2017年
白卡纸	28.21	25.36	27.89
特种纸	12.95	21.59	20.35
商品浆	17.69	30.16	26.93
文化纸	38.40	35.67	35.62
工业包装纸	4.46	0.99	1.79
彩色印刷	2.45	2.62	2.56
林业	0.42	0.65	5.19
造纸化工	3.48	4.51	4.02
其他	7.60	9.41	13.18
合计	115.66	130.96	137.51

资料来源：公司提供

2015~2017年，公司纸浆及纸制品板块收入逐年增长，分别为115.66亿元、130.96亿元和137.51亿元，年均复合增长9.04%。从收入结构看，文化纸、白卡纸和商品浆为该板块收入主要来源，2015~2017年，其合计分别占该业务板块收入的72.89%、69.63%和65.77%，占比较大。

表10 2015~2017年公司造纸板块生产经营情况（单位：万吨）

指标	2015年	2016年	2017年
生产量	177	191	199
白卡纸	48	47	45
特种纸	12	16	23
商品浆	20	28	41
文化纸	86	100	87
工业包装纸	11	0	3

销售量	175	196	197
白卡纸	46	49	47
特种纸	12	16	23
商品浆	21	28	36
文化纸	86	101	88
工业包装纸	10	2	3

资料来源：公司提供

从产销量来看，2015~2017 年，公司纸浆及纸制品板块产销量合计逐年增长，年均复合增长分别为 6.03%和 6.10%，其中 2016 年公司纸浆及纸制品板块产销量合计分别为 191 万吨和 196 万吨，主要系 2016 年造纸行业景气度回升所致；2017 年分别为 199 万吨和 197 万吨，较上年基本持平；公司实行以销定产的原则，且推行“去库存化”策略，2015~2017 年，公司纸浆与纸制品板块主要产品产销率分别为 98.87%、102.62%和 98.99%，处于较高水平。

近年来，公司不断调整产品结构，淘汰低端产品及毛利率较低的品种，增加高端产品比重。2015~2017 年，白卡纸产销量基本保持平稳；工业包装纸产销量大幅下降，主要系公司包装纸产品技术水平一般，产品质量和成本没有竞争优势，主动缩减产量所致；文化纸产销量有所波动，其中 2016 年，文化纸产量和销量分别较上年增长 16.28%和 17.44%，主要系当年订单增加所致；2015~2017 年，特种纸和商品浆产销量均逐年增长，主要是公司主动迎合市场需求，改善产品结构带动产销量增长。

2015~2017 年，公司纸浆与纸制品板块向前五大客户合计销售额分别占公司纸品总销售额的比例为 15.21%、8.00%和 9.89%，占比较低。

从采购与销售结算方式来看，公司制浆所需原木，一部分来源于自身经营的林业供应，另一部分国内无法生产的高端纸品生产用浆，需依赖于进口，付款条件为款到发货，主要以银行承兑汇票和进口信用证的结算方式进行采购。纸制品销售过程中，现金约占 20%，银行承兑汇票约占 70%，销售平均账期为 90~120 天左右。

总体看，近年来，公司造纸板块已经形成了林、浆、纸一体化的完整产业链，纸品结构有所优化，白卡纸和特种纸在细分市场处于龙头地位，其他纸品均是完全市场化、充分竞争的产品，整体竞争优势一般，受益于造纸行业回暖，公司纸浆及纸制品板块收入有所增长。

4. 物流业务

物流业务是公司的核心业务，也是公司的传统优势产业。该业务板块主要由中国储运及中国物流股份有限公司（以下简称“中国物流”）经营。2017 年，中国物流实现营业收入 29.22 亿元，利润总额 1.21 亿元。

中国储运是国内最大的仓储企业，也是全国最大的综合物流提供商之一。目前公司物流业务涵盖了仓储、运输、配送、国际代理、现货市场租赁、集装箱多式联运、仓单质押等多种业务模式。

公司综合物流业务的盈利模式是公司通过提供基础物流服务，收取仓储、运输配送、装卸、集装箱、货运代理以及提供供应链金融等商务配套服务获得收入，公司凭借自身的规模优势，近年来通过提升运营效率控制成本，该部分业务毛利率较高，是公司的主要利润来源之一。

2015~2017 年，公司综合物流业务收入逐年增长，年均复合增长 73.74%，其中 2017 年实现收入 135.50 亿元，较上年大幅增长 180.69%，主要系公司无偿接收华贸物流股权划转、纳入合并报表所致。收入构成方面，仓储业务、装卸业务、运输配送、国际货运代理等传统物流模式是公

司物流业务板块收入和利润的主要来源，2017 年这四个子业务在公司物流板块的营业收入中占比分别为 8.66%、6.42%、54.06%和 20.82%。2015~2017 年，国际货运代理业务呈波动增长趋势，其中 2016 年，国际货运代理量较上年下降 69.02%，主要系部分钢厂停产减产导致港口到货量减少，原料采购模式逐步改为港口现货采购，加之受经济下行影响，其化工、有色金属代理量下降所致；2017 年，受益于公司无偿接收华贸物流股权划转，国际货运代理量较上年增长 81.92%。2015~2017 年，公司运输配送业务收入逐年增长，年均复合增长 151.07%，主要系合并范围扩大所致。现货市场和集装箱业务受钢铁行业低迷以及港口政策、成本高企等因素影响，近年来逐年下降，2017 年分别实现收入 2.09 亿元和 2.47 亿元。

表 11 2015~2017 年公司物流业务收入情况（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
仓储业务	8.88	9.86	11.74
装卸业务	8.16	7.21	8.70
运输配送业务	11.62	26.59	73.25
国际货运代理业务	8.62	5.10	28.21
集装箱业务	2.95	2.62	2.47
现货市场业务	3.31	2.12	2.09
加工业务	0.12	0.09	0.10
动产监管业务	0.80	0.55	0.42
其他物流业务	0.43	0.25	8.51
合计	44.89	54.39	135.50

资料来源：公司提供

从物流业务量来看，2015~2017 年，公司物流业务累计实现吞吐量逐年增长，三年分别为 0.47 亿吨、0.48 亿吨和 0.54 亿吨；累计完成运输量逐年增长，分别为 0.21 亿吨、0.25 亿吨和 1.04 亿吨，其中 2017 年较上年增加 0.79 亿吨，主要系公司通过投资建设物流电商平台，电子物流业务大幅增长所致；公司累计完成国际货运代理量波动下降，三年分别为 0.21 亿吨、0.09 亿吨和 0.17 亿吨，其中 2016 年国际货运代理量较上年下降 0.12 亿吨，主要系部分钢厂停产减产导致港口到货量减少，原料采购模式转为港口现货采购所致；2017 年较上年增长 0.08 亿吨，主要系公司无偿接收华贸物流股权划转并纳入合并报表所致。

表 12 2015~2017 年公司物流业务情况（单位：亿吨）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
物流业务吞吐量	0.47	0.48	0.54
运输量	0.21	0.25	1.04
国际货运代理量	0.21	0.09	0.17

资料来源：公司提供

从结算方式来看，国内运输配送业务中，市场客户结算方式为现金或银行转账，不支持各类票据；部分长协客户为了维护关系，可以接受部分银行承兑汇票，但金额占比不大，不接受商业承兑汇票，基本以电汇方式收取款项。

长期协议运输合同每自然年续签一次，合同中对运输货物的数量、运价、结算方式等条款作出了较为具体的约定：运价由基准运价和效率联动调整价组成，年度内基准运价不变，联动调整价根据实际装卸时间或油价变动确定，货主在公司完成运输任务并开具正式发票后付款结算，结算方式为现金或银行转账，不支持各类票据，长期合同的签署能确保公司每年获得较为稳定的运

费收入。

（1）仓储与配送业务

公司在全国主要中心城市和交通枢纽地区建设了数个现代物流中心，这些物流中心拥有连接各主要城市的铁路专用线、集装箱运输通道以及自备列车、各类载重车辆，可为客户提供全天候、全方位、全过程的配送服务。截至 2017 年底，公司在全国各地建设了数个现代物流中心，并拥有自有仓库面积 608.26 万平方米，其中，自有库房面积 298.89 万平方米，自有料棚面积 7.65 万平方米，自有露天货场面积 301.72 万平方米。现货市场占地面积 64.40 万平方米。商品交易市场占地面积 82.54 万平方米，年交易额 880.52 亿元，基本构建了覆盖全国主要城市的仓储物流网络。

公司在上海、天津、青岛、石家庄等地的物流中心和仓库是当地的标准物流园区或示范库，是上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所、全国棉花交易市场的指定交割仓库。

凭借丰富的从业经验以及良好的市场信誉，公司已经建立起庞大的客户资源和品牌优势，与国内外多家大型企业建立了物流合作关系。公司仓储物流业务主要客户包括了国内知名生产企业和大型经销企业，如海尔、美的、苏宁、雀巢、伊利、可口可乐、中铁、五矿、中石油、中化、神华、中钢、宝钢、武钢、包钢、一汽等。

（2）货代及运输业务

公司在全国主要中心城市和港口设有货代公司，形成覆盖国内、辐射海外的全球运输网络，开展包括租船订仓、报关报险、保险、港口中转、接运、集装箱拼装、拆箱、分拨等服务。目前还开发了俄罗斯经满洲里直达常州的陆路口岸进口转关国际货运业务，在重庆、常州等地拥有海关监管车队和堆场。

运输方面，公司已形成以铁路、公路运输为主，多种运输方式并存的物流网络，具有城市间铁路、公路干线、水运等的独特优势，网络遍及全国，拥有 120 余条铁路专用线，7 条连接南北的集装箱运输干线，多条城际公路运输专线。公司拥有大型物件运输的最高资质，先后参与完成了首都机场扩建工程、长江三峡工程、黄河小浪底水利枢纽工程等几十个国家重点工程。

公司所属出资企业中国物流与铁路部门建立了战略合作关系，目前是铁路系统外最大的铁路集装箱运输代理企业，车皮调动具有一定优势，并在部分地区享有运价下浮 12~16% 的优惠条件，在重庆、成都、常州、武汉、贵州等地处于相对垄断地位。

公路运输方面，公司形成了以成都、北京、南京、沈阳等为中心向全国各地集中配送服务体系，公司拥有大件运输、冷藏运输、集装箱运输、普通货运等各类运输车辆，由于运输盈利水平较低，近年来公司逐渐将普通货物运输外包给其他运输公司经营。

总体看，公司物流业务中运输配送、国际货运代理已经成为公司物流收入的主要贡献者；同时，附加值较高的现货市场等业务不断发展，为公司盈利能力提供了一定支撑。在国家产业政策向好的趋势下，物流业务具有较好的前景和持续发展能力。但物流服务主业对土地、资金等资源具有一定的依赖性，同时公司信息化和网络化运营程度不高，影响了该业务核心竞争力的提升。2017 年，受益于公司无偿接收华贸物流，公司物流板块业务规模有较快增长。

5. 资产经营

（1）资产经营工作背景

2005 年 6 月，国务院国有资产监督管理委员会以国资厅改革【2005】116 号文件确定公司为国有资产经营公司试点单位，搭建国有资产重组和资本运作的平台，推进中央企业战略性重组和结构调整。公司是作为直接与国资委对接的资产经营试点企业。国有资产经营公司作为政府投资主体、政府出资人代表和政府授权的重大项目管理机构，承担了政府在改革过程中存量资本的运

作和增量资本的管理工作。资产经营公司的优势是可以随着国家产业政策和国民经济发展的需要选择前景看好的企业进行跨行业、跨地区的投资，同时清理退出“小、散、差”企业，及时投入、适时退出，以实现国有资本收益的最大化。

（2）资产经营工作情况

根据国资厅改革【2005】116号的要求，公司对试点期间移交的企业或资产，单独建帐，独立核算。相关资产或企业不纳入公司的合并报表，实现了资产经营和产业经营分离，减少了公司的资产经营风险。同时，公司按照市场原则和有关规定对移交的企业或资产进行处置。资产处置过程中的历史债务偿付主要通过资产变现或业务和债务重组解决，人员费用化支出符合相关政策的可获得国有资本经营预算支持，公司自身无义务承担额外费用。

作为直接与国资委对接的资产经营试点平台，公司总部负责战略分析、制定资产经营总体工作目标、提出企业重组工作计划、编制资产经营预算和组织指导重组有关工作，下属二级公司负责项目的具体实施。

公司专门从事资产经营的二级公司和目前托管的企业包括：中国诚通资产经营管理公司（原中国资产经营管理公司、中国新元资产管理公司、新华通投资发展公司合并成立）、诚通人力资源有限公司等。

总体看，公司在资产经营工作方面已经积累了一定的实践经验，并且拥有一支具有专业素质的人才队伍，预计公司在未来中央企业的布局 and 结构调整中将发挥重要作用。同时，联合评级也关注到资产经营项目资金需求大、资产处置环节复杂、盈利能力不稳定，该业务发展对政策的依赖性强，具有一定不确定性。

6. 经营效率

2015~2017年，受公司合并范围扩大影响，公司存货及资产规模均呈增长趋势，使得存货周转次数以及总资产周转次数均呈不同程度下降趋势。2015~2017年，公司应收账款周转率分别为10.74次、10.28次和12.02次，应收账款周转率波动上升；存货周转率分别为5.67次、4.56次和4.98次，存货周转率波动下降，但降幅较小；总资产周转率分别为0.89次、0.69次和0.60次，总资产周转率逐年下降。

总体看，近年来，公司经营效率指标均出现不同程度下降，但仍处于较高水平，公司总体经营效率较高。

7. 重大事项

（1）公司改组为国有资本运营公司试点企业

2016年2月，根据党中央、国务院关于深化国有企业改革的重要部署，经国务院国有企业改革领导小组研究决定，公司成为国有资本运营公司试点企业。

变更主业范围

公司主营业务范围由“资产经营管理，综合物流服务，生产资料贸易，林浆纸的生产、开发及利用等”调整为“持股管理、资产管理、资本运作、金融服务、股权投资、委托投资、发起设立基金及基金管理公司、金融企业债权收购及处置等”。

资本运作核心

资本运作的核心是围绕“资金、资产、资本（股权）”三个不同形态之间的转化与循环，建立与之相适应的功能。

①持股管理

公司将通过分类持股平台，分别持有上市、非上市、债转股以及退出类等国有股权，同时根据研究结论、公司章程约定和不同持股比例，依法行使股东权利。

②资本运作

公司将以市场化方式运作上市公司股权等高流动性的国有资本，围绕国有资本保值增值，进行价值管理。同时，公司将对接多层次资本市场，实施和参与不同类型企业的改制和上市，实现国有资产证券化。

③资产经营

公司将承担国有企业结构性调整任务，服务供给侧结构性改革，在化解过剩产能、推进僵尸企业退出等工作中发挥积极作用，保障人员平稳安置分流。公司将对承接困难企业实施救助和重组再生任务，对非主业、存续、低效无效资产实施重组整合，完成有效资产的剥离及无效资产的退出。公司将承接央企债务重组、金融企业债权收购和处置，党政机关和国有企事业单位培训疗养机构改革资产接收和处置，党政机关和事业单位所属脱钩企业、养老服务业整合，困难企业阶段性托管等交办业务。

总体看，改组后公司的主业为开展资本运作，更加注重国有资本的结构调整和价值增值，同时会重组整合和剥离部分原有业务，加大对关系国家安全、国计民生和国民经济命脉的重要行业和领域的资本投入。联合评级将持续关注公司的改组情况，动态分析改组国有资本运营公司对公司经营情况、盈利水平以及偿债能力的影响。

（2）上市公司国有股权无偿划转

作为国有资本运营公司试点之一，为优化资本结构，并经国务院国资委批准，公司下属北京诚通金控投资有限公司（下称“诚通金控³”）陆续接收了上市公司的部分国有股权无偿划转，主要包括中国远洋（股票代码：601919.SH）3.00%股份、中远海科（股票代码：002401.SZ）4.00%股份、宝钢股份（股票代码：600019.SH）2.45%股份及中材节能（股票代码：603126.SH）4.99%股份。2017年，诚通金控根据国资委的批复接受中国中材集团有限公司（以下简称“中材集团”）、新兴际华集团有限公司（以下简称“际华集团”）、中国建材集团有限公司（以下简称“建材集团”）、中国能源建设集团有限公司（以下简称“能源建设集团”）、中国煤炭科工集团（以下简称“中国煤炭”）、华侨城集团将中材节能 30,463,950 股 A 股股份、际华集团 186,644,250 股 A 股股份、新兴铸管 83,209,852 股 A 股股份、中国建材 80,985,394 股内资股股份、中国能建 522,354,897 股内资股股份、天地科技 361,712,669 股股份、华侨城 265,864,078 股 A 股份无偿划转，中国大唐集团公司将桂冠电力 223,870,000.00 股 A 股股份无偿划转给诚通资本运营有限公司（以下简称“诚通资本”）。

未来，公司可能会继续接收上市央企的股权划转，公司将积极发挥股东作用、实现国有资本保值增值。

（3）牵头成立中国国有企业结构调整基金股份有限公司

2016年9月26日，受国务院国资委委托，诚通集团与中国邮政储蓄银行、招商局集团、兵器工业集团、中国石化、神华集团、中国移动、中国中车集团、中交集团和金融街集团，共同发起设立中国国有企业结构调整基金股份有限公司，基金总规模为人民币 3,500 亿元，首期募集资金为人民币 1,310 亿元，目前已到位 655 亿元，公司出资 60 亿元，持股 22.90%，纳入合并范围。

³ 北京诚通金控投资有限公司于 2015 年 11 月 27 日注册成立，注册资本 10 万元（认缴），诚通集团持有其 100% 的股权。诚通金控是公司根据中央企业结构调整和改组资本运营公司要求搭设的资本平台公司之一，自 2016 年 8 月份开始纳入公司财务报表合并范围。

该基金将立足和服务于央企，支持国有骨干企业优化产业布局、加快转型升级、提升国际化经营能力，支持重点行业国有企业实行业整合和专业化重组，协助国有企业实现结构调整和转型升级，重点支持央企行业整合、专业化重组、产能调整、国际并购等项目，提高产业集中度，提升资本配置效率。实现中央企业战略定位更加明确、资本配置更趋合理、发展质量明显提升的总体目标。

（4）全面托管中国铁路物资（集团）总公司

2016年4月29日，国资委宣布，由诚通集团对中国铁路物资（集团）总公司（以下简称“中国铁物”）实施托管，以进一步促进中国铁物的改革脱困和转型发展工作。

截至2017年底，中国铁物合并口径的资产总额为536.25亿元，所有者权益为34.86亿元；2017年，中国铁物实现合并口径的营业收入613.25亿元，利润总额5.42亿元，净利润13.97万元，经营活动产生的现金流量净额18.61亿元。

中国铁物有息债务及债务重组情况

截至2017年底，中国铁物有息债务（包括长期借款、短期借款、应付债券和一年内到期的非流动负债）余额合计235.1亿元。其中，银行有息债务余额145.8亿元，资产证券化融资余额1.8亿元，银行间市场私募债券余额85.00亿元，其他有息债务2.5亿元。

根据2016年4月5日中国银行业监督管理委员会及国务院国资委主持召开的中国铁物与主要债权人沟通会精神，中国铁物与银行债权人委员会、私募债持有人依法合规推进了各项债务重组工作，并于2017年1月正式落实签署债务重组框架协议，纳入重组范围的债务包括银行债务以及银行间市场私募债券，其中私募债券重组协议的达成是国内私募债券重组的首例，对维护债券市场健康发展具有重要意义。

8. 经营关注

（1）钢材和有色金属价格受宏观经济影响大

公司目前主要贸易产品为钢材和有色金属，其价格易受宏观经济和市场供求情况影响。近年来，随着钢铁行业深入推进供给侧结构性改革，去产能工作取得明显成效，市场环境得以改善，钢材价格有显著提升；但公司钢材和有色金属等贸易业务受价格波动影响，行业内行业内竞争激烈且环保压力加大等不利因素仍会对公司经营业务造成不利影响。

（2）纸浆及纸制品原材料供应易受影响

公司目前纸浆及纸制品业务所需木浆、废纸等原材料主要来自于自给以及国外进口，且进口比重较大，对国外木浆依赖性较强。公司纸浆及纸制品业务主要原材料易受到贸易摩擦、市场供求等外部因素的影响。需持续关注国际市场木浆原材料价格波动对公司纸浆及纸制品业务产生的影响。

（3）公司改组国有资本运营公司试点企业

公司改组为国有资本运营公司试点企业，对中央企业非主业资产及不良资产市场化、专业化动作和处置过程中的人员费用化支出和历史债务偿付主要依靠资产变现和国资委拨款资金，资产经营业务难度较大、处置环节复杂，盈利能力不高，可孵化优良资产较少；且该业务发展对政策的依赖性强，具有一定的不确定性。需持续关注公司未来在对其他企业进行资产处置和资产托管时公司所承担的经营、管理与财务风险。

9. 未来发展

公司的发展愿景是成为具有国际一流竞争力和影响力的金控、投资财团。

（1）资本运营业务

公司改组成为资本运营公司，未来要在充分发挥资产经营的政策性功能和承担国资委交办的任务的基础上，完善和利用资产经营功能，加强资本运营和策略性投资市值管理，增加投资收益；以“管资本”为主完善国有资产管理体制，从体制上的上下级管理关系调整为资本纽带关系，形成新的生产关系。同时，以“市场化”为改革的方向，寻找国有资本市场化运营和国有资本优化配置的新模式，并充分发挥党组织在国有资本运营试点工作中的政治核心作用。随着资本运营公司试点建设工作的稳步推进，预计未来股权运作、金融服务、资产管理业务的利润贡献将会大幅增加。

（2）贸易业务

对于传统的贸易业务，为稳定其发展，公司将完成内部资源整合，改变简单粗放和单纯依靠资金推动的贸易模式，开展以物流服务为支持、以控货为保证的贸易业务，有选择地向上游资源产业扩张，将生产资料贸易和加工服务相结合，提高附加值。同时，加速退出传统的钢贸模式，创新业务模式，既体现服务价值，开拓市场需求新型贸易业务，发挥品牌优势和综合物流服务功能，发展物流贸易，加大贸易与仓储、加工、运输配送等物流业务的融合，提升服务价值，增强在供应链上的话语权，又要加大贸易板块重组整合，资源向优势企业集中，逐步形成专业化贸易平台。

（3）造纸业务

未来公司将致力于谋求有质量的扩张，以增强若干细分市场的优势。公司将加强对造纸板块原材料的控制能力，进行原浆纸的探索，在国内不具备原木浆原料供给的现状下，努力寻求国际上的合作、并购。

造纸板块的整合，产业再造将贯穿公司造纸业务的未来发展，集中精力发展高技术附加值、环保的高端产品将成为主流。管理上建立统一的采购中心、结算中心、营销中心、工艺技术研发中，将使公司运营同工厂生产相分离，可以达到更好的资源配置效率，降低生产成本，提高公司产业竞争力。

（4）物流业务

公司物流业务正逐步由仓储物流型向综合物流型升级，同时公司充分利用现有丰富物流资源开展并不断扩大现货市场、加工等高毛利率的物流创新业务，预计随着未来仓库更新升级、业务结构优化以及信息化程度的提高，公司物流业务收入会较快增长，毛利率有望进一步提升。

总体看，公司未来将聚焦国有资本运营公司改组，充分发挥结构调整基金的作用，这将为公司带来新的收入和利润增长点，但全新的业务模式也给公司经营带来新的挑战，并对公司管理水平提出更高的要求。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2015~2017 年度合并财务报表均已经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，三年出具的均为标准无保留审计意见。公司经审计的财务报表按照财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》及后续经修订的会计准则及相关规定编制。会计政策变更上，2017 年 4 月 28 日，财政部发布了《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》，公司对于准则实行日存在的持有待售的非流动资产、处置组和终止经营，采用未来适用法处理；2017 年 5 月 10 日，财政部对《企业会计准则第 16 号——政府补助》进行了修订，公司对 2017

年1月1日存在的政府补助采用未来适用法处理，对2017年1月1日至准则施行日之间新增的政府补助根据修订后准则进行调整；2017年12月25日财政部发布财会[2017]30号《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》，针对2017年施行的《企业会计准则第42号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》和《企业会计准则第16号——政府补助》的相关规定，对一般企业财务报表格式进行了修订，新增了“其他收益”、“资产处置收益”、“（一）持续经营净利润”和“（二）终止经营净利润”等报表项目，并对营业外收支的核算范围进行了调整，公司均按照修改后的会计政策编制财务报告，对财务数据连续性影响较小。

合并范围方面，2017年公司新纳入合并范围的出资企业14家，不再纳入合并范围的出资企业4家，截至2017年底，公司纳入合并报表范围的出资企业合计152家，尽管公司纳入合并范围的出资企业数量每年均有变化，但新纳入合并范围和不再纳入合并范围的出资企业规模均不大，故财务数据可比性较强。

截至2017年底，公司合并资产总额1,690.61亿元，负债合计644.36亿元，所有者权益合计1,046.25亿元，其中归属于母公司所有者权益305.56亿元。2017年，公司实现营业总收入828.75亿元，净利润10.65亿元，其中归属于母公司所有者净利润0.77亿元，经营活动产生的现金流量净额10.32亿元，现金及现金等价物净增加额-85.40亿元。

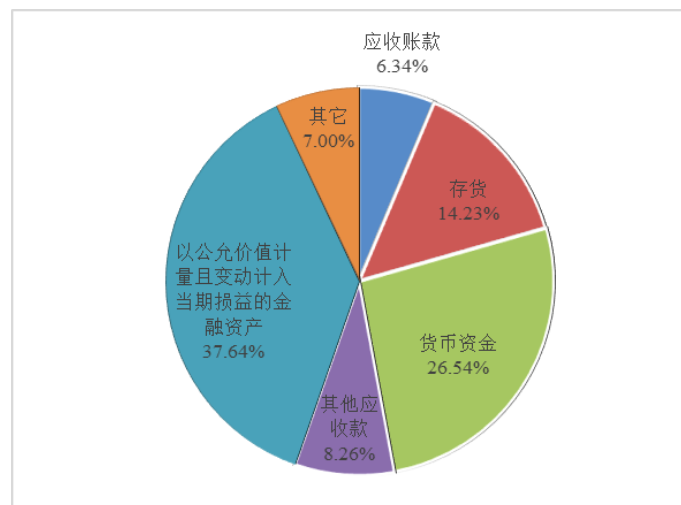
2. 资产质量

2015~2017年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长53.86%，流动资产和非流动资产规模均有所增加；截至2017年底，公司资产规模为1,690.61亿元，其中流动资产占比63.60%，非流动资产占比36.40%，以流动资产为主。

（1）流动资产

2015~2017年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长68.34%，主要系以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产大幅增长所致。截至2017年底，公司流动资产合计1,075.23亿元，以货币资金（占比26.54%）、以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产（占比37.64%）、应收账款（占比6.34%）、其他应收款（占比8.26%）和存货（占比14.23%）为主。

图4 截至2017年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017年，公司货币资金规模波动增长，年均复合增长52.32%。截至2016年底，公司货币资金总额为349.19亿元，较年初大幅增长183.92%，主要系公司新设结构调整基金所致。截至2017

年底，公司货币资金总额为285.33亿元，较年初下降18.29%，主要系公司投资国调基金签约项目所致。公司货币资金主要由银行存款（占比95.12%）和其他货币资金（占比4.72%）构成；其他货币资金主要为银行开具保函的保证金和承兑汇票保证金。截至2017年底，公司货币资金中受限金额为50.89亿元，受限资金占期末货币资金的17.84%，占比一般。

2015~2017年，公司以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产逐年增长。截至2017年底，公司以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产404.76亿元，较年初增加396.87亿元，主要系下属子公司结构调整基金开展对外投资项目，购买上市公司股票、银行理财产品等，公司持有的金融资产账面价值快速增加所致。

2015~2017年，公司应收账款逐年增长，年均复合增长15.37%。截至2017年底，公司应收账款净额为68.14亿元，较年初增长27.60%，主要系合并范围扩大所致，采用账龄分析法的应收账款占比90.51%，从账龄上看1年以内的占比为84.42%，1至2年的占比为5.67%，其余账龄为2年以上；公司应收账款坏账准备11.37亿元，计提坏账准备占应收账款的比例为14.30%。截至2017年底，公司应收账款前五名欠款单位欠款总额占应收账款余额的比例为10.72%（如下表所示），集中度一般。

表 13 截至 2017 年底公司应收账款前五名欠款情况（单位：万元、%）

单位名称	期末余额	占应收账款期末余额比例
河北鑫达钢铁有限公司	54,322.15	6.83
武汉航科物流有限公司	9,634.34	1.21
宜兴市园林绿化管理局	7,309.50	0.92
天津钢铁集团有限公司	7,035.67	0.88
郑州新发展基础设施建设有限公司	6,969.26	0.88
合计	85,270.93	10.72

资料来源：公司审计报告

公司其他应收款主要为往来款项以及应收股权和债权转让款、土地补偿款等。2015~2017 年，公司其他应收款净额逐年增长，年均复合增长 28.90%。截至 2017 年底，公司其他应收款 88.76 亿元，较年初增长 40.99%，主要系中国物资储运总公司本期土地收储及政府补助款增加 17.61 亿元所致。截至 2017 年底，公司其他应收款中采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账面总额 39.88 亿元，其中 1 年以内的占比 77.35%、1~2 年期的占 1.66%、2~3 年期的占 2.77%、3 年以上的占 18.22%，账龄分布较相对集中，以短期为主。截至 2017 年底，共计提其他应收款坏账准备 22.84 亿元，占其他应收款账面总额 20.46%。截至 2017 年底，公司其他应收款前五名余额占其他应收款合计的 37.99%，集中度较高，但多为与关联方的往来款与保证金。公司其他应收款欠款方多为国有资本公司，回收风险较小，但对公司资金形成一定占用。

表 14 截至 2017 年底公司其他应收款金额前五名单位情况（单位：万元、%）

单位名称	款项性质	是否为关联方	金额	占比
天津中储恒丰置业有限公司	暂借款	是	157,384.49	14.10
永州市国土局	土地处置款、拆迁补偿款	否	89,500.00	8.02
郑州管城商都新区管理委员会	保证金、代垫土地整理款	是	74,000.00	6.63
沅江纸业有限责任公司	借款、往来款	是	60,463.13	5.42
北京聚鑫博锐经贸有限责任公司	往来款	否	42,570.00	3.81
合计	--	--	423,917.61	37.99

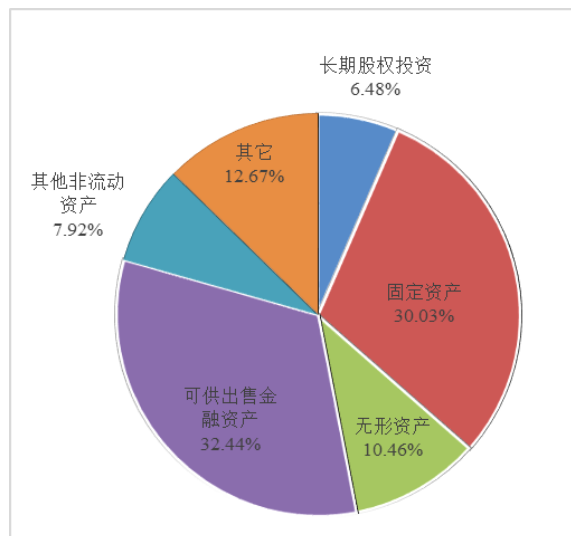
资料来源：公司审计报告

2015~2017年，公司存货规模逐年增长，年均复合增长26.04%。截至2017年底，公司存货152.96亿元，较年初增长2.63%，存货主要由公司林业资产，诚通房地产投资有限公司（以下简称“诚通房地产”）开发产品、土地储备，中国储运开发成本、劳务成本，中国纸业在途物资、委托加工物资等构成。截至2017年底，公司存货中的消耗性生物资产占比23.79%，库存商品（产成品）占比20.53%，中国储运等公司所属出资企业的开发成本占比36.45%。截至2017年底，公司共计提存货跌价准备4.72亿元，计提比例为2.99%。截至2017年底，公司受限存货账面价值为50.98亿元，占期末存货余额的33.33%，占比较高，主要为诚通房地产因借款抵押的50.22亿元土地使用权、土地及建筑物。

（2）非流动资产

2015~2017年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长35.60%，主要系可供出售金融资产、长期股权投资增加所致。截至2017年底，公司非流动资产合计615.38亿元，较年初增长54.44%，以可供出售金融资产（占比32.44%）、长期股权投资（占比6.48%）、固定资产（占比30.03%）、无形资产（占比10.46%）和其他非流动资产（占比7.92%）为主。

图5 截至2017年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

公司可供出售金融资产主要为公司总部及各子公司所持有的股票。2015~2017年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长187.11%，主要系公司加大了对可供出售金融资产的投资规模所致。截至2016年底，公司可供出售金融资产余额为80.61亿元，较年初大幅增长232.87%，主要系所属出资企业诚通金控根据国资委的批复接受武汉钢铁集团公司（以下简称“武钢集团”）、宝钢集团有限公司（以下简称“宝钢集团”）、中国远洋运输（集团）总公司（以下简称“中远集团”）和上海船舶运输科学研究所（以下简称“上海船研所”）无偿划入的武钢股份247,297,606股A股股份、宝钢股份403,439,717股A股股份、中国远洋306,488,200股A股股份和中海科技12,129,600股股份所致。截至2017年底，公司可供出售金融资产余额为199.61亿元，较年初大幅增长147.64%，主要系诚通金控根据国资委的批复接受中材集团、际华集团、建材集团、能源建设集团、中国煤炭、华侨城集团将中材节能30,463,950股A股股份、际华集团186,644,250股A股股份、新兴铸管83,209,852股A股股份、中国建材80,985,394股内资股股份、中国能建522,354,897股内资股股份、天地科技361,712,669股股份、华侨城265,864,078股A股份无偿划转给诚通金控，中国大唐集团公司将桂冠电力223,870,000.00股A股股份无偿划转给诚通资本所

致。

2015~2017年，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长130.59%。截至2017年底，公司长期股权投资为39.87亿元，较年初增加30.73亿元，主要系对联营企业投资增加所致。

公司固定资产构成以房屋建筑物、机器设备和土地资产为主。2015~2017年，公司固定资产波动增长，年均复合增长1.54%。截至2017年底，公司固定资产账面价值184.82亿元，较年初增长5.90%；其中，固定资产主要由房屋建筑物（占比43.63%）、机器设备（占比48.44%）和土地资产（占比4.94%）构成，累计计提折旧107.34亿元，计提比例为36.24%，公司固定资产成新率为62.39%，成新率一般。截至2017年底，公司固定资产中受限资产价值合计14.15亿元，受限资产占期末固定资产余额7.66%，资产受限比例不高。

公司无形资产主要包括土地使用权、林地开采权、商标权和非专利技术等。2015~2017年，公司无形资产逐年增长，年均复合增长21.08%。截至2017年底，公司无形资产账面价值64.35亿元，较年初增长9.33%，主要系公司土地使用权的增加所致。截至2017年底，公司无形资产主要为土地使用权（占比85.01%），林地开采权（占比9.69%）。截至2017年底，公司无形资产中受限资产价值合计1.43亿元，受限资产占期末无形资产余额2.22%，受限比例不高。

公司其他非流动资产主要包括预付物流基地项目款、预付土地款、预付工程款等。2015~2017年，公司其他非流动资产波动增长，年均复合增长77.48%。截至2017年底，公司其他非流动资产为48.77亿元，较年初增加40.74亿元，主要系公司组建的结构调整基金分别对中国中钢集团有限公司、中国一重集团有限公司委托贷款20亿元所致。

截至2017年底，公司资产受限共计136.40亿元，占资产总额的8.07%，受限资产占比较低。

表 16 截至 2017 年底公司使用资产受限情况（单位：万元）

科目	账面价值	受限类型及用途
货币资金	508,919.42	保证金及用于担保的定期存款
应收票据	63,972.65	质押
存货	509,794.62	查封
固定资产	192,810.88	产权
无形资产	63,052.34	产权、担保、抵押
其他流动资产	100.00	结构性存款
在建工程	23,355.90	建筑物为抵押物
合计	1,364,005.81	--

资料来源：公司审计报告

总体看，近年来公司处于调结构时期，资产规模稳步增长，2017年，受益于接受多家上市公司国有股权划转，资产规模实现较大增长。公司资产以流动资产为主，流动资产中货币资金与存货规模和可供出售金融资产规模较大；非流动资产以固定资产与可供出售的金融资产为主；公司受限资产占不大；整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

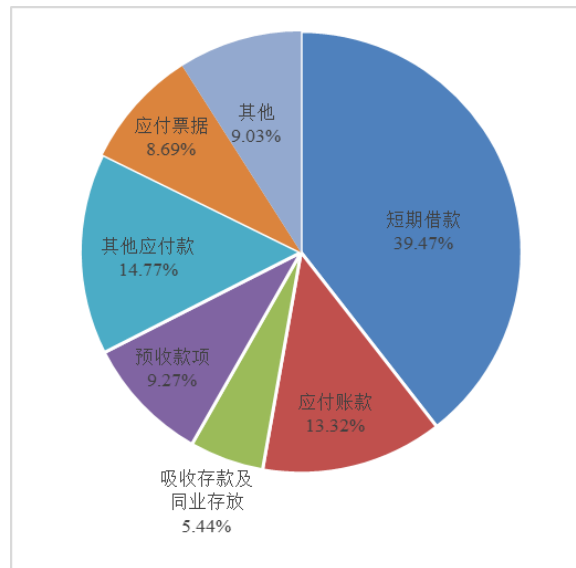
2015~2017年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长29.61%。公司负债以流动负债为主，截至2017年底，公司负债合计644.36亿元，其中流动负债占比53.63%，非流动负债占比46.37%。

（1）流动负债

2015~2017年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长17.90%。截至2017年底，公司流动负债合计345.54亿元，较年初增长8.47%，主要系其他应付款和短期借款增长所致。公司流动负债以

短期借款（占比39.47%）、吸收存款及同业存放（占比5.44%）、应付票据（占比8.69%）、应付账款（占比13.32%）、预收款项（占比9.27%）和其他应付款（占比14.77%）为主。

图6 截至2017年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017年，公司短期借款逐年增长，年均复合增长22.47%。截至2017年底，公司短期借款136.39亿元，较年初增长37.96%，主要系公司新增金融业务板块，融资需求增加，增加借款所致，其中，质押借款、抵押借款、保证借款和信用借款占比分别为21.46%、0.53%、47.72%和29.96%。

2015~2017年，公司吸收存款及同业存放波动增长，年均复合增长41.82%。截至2017年底，公司吸收存款及同业存放18.79亿元，较年初增长299.06%，主要系北京聚鑫博锐经贸有限责任公司增加吸收存款及同业存放18.31亿元所致。

2015~2017年，公司应付票据逐年下降，年均复合下降2.48%。截至2017年底，公司应付票据余额30.04亿元，较年初下降2.20%。截至2017年底，公司应付票据主要由银行承兑汇票（占90.23%）以及国内信用证（占6.33%）组成。

2015~2017年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长22.11%。截至2017年底，公司应付账款46.04亿元，较年初增长13.73%，主要系一年以内的应付采购款增加所致。截至2017年底，从应付账款账龄来看，1年以内的占比85.63%，其余为1年以上款项；公司1年以上应付款主要为贸易购货款。

公司预收款项主要为预收客户货款。2015~2017年，公司预收款项逐年增长，年均复合增长37.11%。截至2017年底，公司预收款项为32.04亿元，较年初增长27.81%，主要系合并范围扩大所致。从账龄上看，截至2017年底，公司预收款项中账龄在1年以内的占比92.60%，1年以上的占比7.40%。

公司其他应付款主要由借款、关联方往来款以及保证金、押金构成。2015~2017年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长65.13%。截至2017年底，公司其他应付款为51.04亿元，较年初增长115.45%，主要系诚通地产收购的南京泛悦房地产开发有限公司与原股东南国置业有限公司借款10.85亿元所致。

(2) 非流动负债

2015~2017年，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长48.80%。截至2017年底，公司非流动负债合计298.82亿元，较年初增长96.13%，主要系应付债券大幅增加所致。截至2017年底，公司非流动负债主要以长期借款（占比25.80%）和应付债券（占比63.77%）为主。

2015~2017年，公司长期借款逐年增长，年均复合增长88.52%。截至2017年底，公司长期借款合计77.10亿元，较年初增长111.35%，主要系公司合并范围扩大，融资需求增加所致；长期借款的还款期限主要集中在2019年和2020年，其中，2019年到期的偿还金额为8.80亿元，2020年到期的偿还金额为53.40亿元，公司于2020年偿付的借款最为集中，存在一定的集中偿付压力；从借款类型来看，公司长期借款主要由信用借款（占比74.21%）、保证借款（占比12.91%）、国家开发银行专项贷款（占比2.51%）与抵押借款（占比10.37%）构成。

2015~2017年，公司应付债券合计金额逐年增长，年均复合增长42.05%。截至2017年底，公司应付债券合计190.55亿元，较年初增长90.83%，主要为公司与其所属出资企业各阶段发行的中期票据与公司债券，其发行概况如下表所示，公司应付债券对公司短期构成的资金偿付压力不大。

表18 截至2017年底公司应付债券概况（单位：万元）

债券简称	发行日期	发行金额	债券期限	2017年期末余额
13诚通MTN1	2013/3/6	180,000.00	7 年期	179,928.00
16诚通MTN001	2016/10/11	150,000.00	3 年期	150,037.50
16诚通MTN002	2016/10/20	300,000.00	3 年期	299,625.00
17 诚通 MTN001	2017/9/13	250,000.00	5 年期	220,000.00
17诚通MTN002	2017/9/20	250,000.00	3 年期	217,500.00
17诚通MTN003	2017/10/19	150,000.00	3 年期	130,726.42
17诚通MTN004	2017/12/15	100,000.00	3 年期	73,000.00
15华包MTN001	2015/7/31	20,000.00	3 年期	19,983.43
12中储债	2012/8/13	160,000.00	7 年期	159,651.20
16中储发展PPN001	2016/3/4	100,000.00	3 年期	49,897.95
16中储发展PPN002	2016/1/8	50,000.00	3 年期	99,771.47
12岳纸01	2013/5/31	85,000.00	5 年期	41,631.25
S规则美元债	2017/8/1	5 亿美元	5 年期	325,336.80
减：一年内到期部分年末余额				61,614.68
合计	--	--	--	1,905,474.33

资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司全部债务逐年增长，分别为 290.75 亿元、350.49 亿元和 470.49 亿元，年均复合增长 27.21%，主要系长期债务增长所致。截至 2017 年底，公司全部债务为 470.49 亿元，较年初增长 34.24%，主要系应付债券增加所致；其中短期债务和长期债务分别占比 41.66%和 58.34%，以长期债务为主。从债务指标来看，2015~2017 年，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均呈下降态势，其中资产负债率逐年下降，分别为 53.71%、43.51%和 38.11%；全部债务资本化比率逐年下降，分别为 46.80%、36.44%和 31.02%；长期债务资本化比率波动下降，分别为 26.60%、18.59%和 20.78%，公司整体债务负担较轻。

总体看，公司负债规模逐年增长，以流动负债为主；受公司接受新转入较大规模股权以及债务结构调整影响，公司全部债务规模呈逐年增长趋势，公司债务以长期债务为主，整体债务负担有所下降，且处于较低水平。

（3）所有者权益

2015~2017年，受益于公司被确立为国有资本运营公司试点，接受多家上市公司国有股权无偿划转，公司所有者权益年逐年增长，年均复合增长77.91%。截至2017年底，公司所有者权益为1,046.25亿元，较年初大幅增长71.14%，其中归属于母公司所有者权益为305.56亿元，较年初增长33.16%，归属于母公司所有者权益占所有者权益的29.20%。从权益结构来看，归属于母公司所有者权益中股本占41.89%，资本公积占45.20%，未分配利润占12.83%。

截至2017年底，公司股本合计128.00亿元，较年初无变化；资本公积138.10亿元，较年初增长79.42%，主要系根据国务院国资委安排接收多家上市公司国有股权无偿划转所致；未分配利润合计39.21亿元，较年初增长25.28%，主要系公司净利润增加所致。公司少数股东权益占比较高，公司权益稳定性有待提高。

总体看，近年来，受益于公司被确立为国有资本运营公司试点，接受多家上市公司国有股权无偿划转，公司所有者权益逐年增长，少数股东权益占比较大，权益结构的稳定性有待提高。

4. 盈利能力

公司目前的营业收入主要来自商品贸易业务、纸浆及纸制品业务以及综合物流业务。2015~2017年，随着公司业务规模扩张，公司实现营业收入呈逐年增长趋势，分别为617.87亿元、619.71亿元和828.75亿元，年均复合增长15.70%。2015~2017年，公司营业成本波动增长，分别为581.11亿元、577.72亿元和772.11亿元，年均复合增长15.27%。2015~2017年，公司净利润波动下降，年均复合下降0.88%；2017年，公司实现净利润10.65亿元，较上年下降27.83%，主要系费用以及资产减值损失增长所致。

期间费用方面，2015~2017年，公司期间费用波动增长，年均复合增长9.51%，2017年公司期间费用合计50.81亿元，较上年增长27.04%，主要系公司管理费用有所上升所致，其中销售费用占比31.53%，管理费用占比59.80%，财务费用占比28.60%。2015~2017年，公司销售费用分别为9.53亿元、10.29亿元和13.36亿元，年均复合增长18.42%，2017年，公司销售费用较上年增长29.79%，主要系人工成本增加所致；2015~2017年，公司管理费用分别为20.48亿元、20.09亿元和25.33亿元，呈波动增长趋势，年均复合增长11.23%，2017年，公司管理费用较上年增长26.10%，主要系人工成本增加所致；2015~2017年，公司财务费用分别为12.36亿元、9.61亿元和12.12亿元，呈波动下降趋势，年均复合下降0.99%，2017年，公司财务费用较上年增长26.06%，主要系公司当期偿付的利息支出增加所致。2015~2017年，公司费用收入比分别为6.84%、6.43%和6.13%，呈逐年下降趋势，期间费用对公司利润有一定侵蚀，公司费用控制能力尚可。

2015~2017年，公司投资收益分别为6.49亿元、4.61亿元和7.95亿元，占同期营业利润的比例为-94.36%、280.16%和31.24%，所占比例较大，是公司营业利润的主要来源之一；公司2016年所获投资收益主要来自公司减持东兴证券和中金工时股票获得的4.23亿元投资收益；公司2017年所获投资收益主要来自公司参与成立的结构调整基金持有的以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产当期确认的投资收益4.66亿元以及子公司持有的上市公司股票分红收益2.07亿元。

公司所获得的营业外收入主要由各级政府补助和补偿构成，2015~2017年，公司营业外收入分别为22.97亿元、19.81亿元和2.36亿元，分别是同期利润总额的151.01%、97.70%和9.51%；公司2017年营业外收入较上年下降88.06%，主要系公司获得的政府补助计入其他收益所致。2017年，公司新增其他收益8.58亿元，主要为公司获得的各类政府补助。

从盈利指标看，2015~2017年，公司营业利润率分别为5.92%、6.71%和6.30%，呈波动上升趋势；公司总资本收益率分别为4.03%、3.55%和1.99%，总资产报酬率分别为4.12%、3.57%和2.80%，

净资产收益率分别为3.66%、3.13%和1.28%，总体呈下降趋势，各盈利指标处于较低水平。

总体看，近年来，公司营业收入呈逐年增长趋势，期间费用控制能力尚可，投资收益对公司利润贡献较大，持续性一般，公司控股经营业务盈利能力有待提升。未来随着公司调整经营结构周期的结束以及多元化业务格局的不断发展，公司整体经营和盈利能力有望获得提升。

5. 现金流

从经营活动看，2015~2017年，公司经营活动现金流入波动增长，分别为780.77亿元、747.81亿元和935.60亿元，年均复合增长9.47%，主要系公司销售商品收到的现金波动和客户存款和同业存放款项增加所致。2015~2017年，经营活动现金流出波动上升，分别为748.89亿元、745.69亿元和925.28亿元，年均复合增长11.15%。受上述因素影响，2015~2017年，经营活动产生的现金流量净额31.89亿元、2.12亿元和10.32亿元。从收入实现质量来看，近三年，公司现金收入比分别为107.05%、102.69%和103.77%，收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2015~2017年，公司投资活动产生的现金流入波动下降，分别为44.02亿元、29.82亿元和41.94亿元，年均复合下降2.39%；2016年，公司投资活动现金流入较上年下降32.26%，主要系公司收回投资收到的现金减少所致；2017年，公司投资活动现金流入较上年增长40.65%，主要系2017年接受华贸物流划转以及下属子公司佛山华新包装邮箱公司收到一笔与投资有关的长期应收款项所致。2015~2017年，公司投资活动现金流出逐年增长，分别为46.34亿元、78.57亿元和563.65亿元，年均复合增长248.78%；2017年，公司投资活动现金流出较上年增加485.08亿元，主要系公司进行股权投资和收购子公司支付的现金较多所致。受上述因素影响，2015~2017年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-2.31亿元、-48.75亿元和-521.71亿元。

从筹资活动来看，2015~2017年，公司筹资活动产生的现金流入逐年增长，分别为326.81亿元、531.28亿元和748.60亿元，年均复合增长51.35%；2017年，公司筹资活动现金流入较上年增长40.91%，主要系公司借款增长所致。2015~2017年，公司筹资活动产生的现金流出波动增长，分别为318.14亿元、275.16亿元和322.52亿元，年均复合增长0.69%。受上述因素影响，2015~2017年，公司筹资活动现金流量净额为8.67亿元、256.12亿元和426.08亿元。

总体看，近年来，受公司业务规模扩大影响，公司经营活动现金流入规模较大，经营获现能力尚可，但无法满足自身的投资活动需要，公司存在较大的对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，受公司近几年流动资产增加影响，2015~2017年，公司流动比率分别为1.53倍、2.15倍和3.11倍，速动比率分别为1.14倍、1.68倍和2.67倍，均逐年上升。2015~2017年，公司现金短期债务比分别为0.80倍、1.78倍和3.66倍，公司现金类资产对短期债务的覆盖能力尚可。公司整体流动性较好，短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2015~2017年，公司EBITDA波动下降，分别为53.73亿元、45.93亿元和52.87亿元，年均复合下降0.81%；2017年，公司EBITDA为52.87亿元，较上年增长15.10%，主要系公司利息支出和利润总额增加所致。公司EBITDA由折旧（占23.07%）、摊销（占3.46%）、计入财务费用的利息支出（占26.46%）和利润总额（占47.00%）构成。公司EBITDA利息倍数分别为3.63倍、3.48倍和3.14倍，公司利息的保障程度较高；公司EBITDA全部债务比分别为0.18倍、0.13倍和0.11倍，EBITDA对全部债务的保障能力较弱。整体看，公司长期偿债能力尚可。

截至2017年底，公司分别对中商企业集团公司、华运物流实业公司、重庆华西科伦食品包装有限公司、浙江同信园林建设股份有限公司和南京电建中储房地产有限公司共计担保9.02亿元，

占当期净资产比例为0.86%，占比较低。

截至2017年底，公司重大未决诉讼（争议金额5,000.00万元以上）金额为5.94亿元（见下表），占2017年底净资产比重为0.57%，公司或有负债风险较小。

表19 截至2017年底公司重大未决诉讼情况（单位：万元）

序号	申请执行人	被执行人	案由	涉诉金额	目前进展
1	中国物资储运集团有限公司	河北中钢钢铁有限公司、刘如宝	合同纠纷	13,855.73	审理过程中
2	中国诚通金属（集团）公司	广州市宏都房地产有限公司；上海旦和实业有限公司、上海韦铭工贸有限公司、上海车钢实业有限公司（第三人）	抵押合同纠纷	16,037.62	一审判决撤销，发回一审法院重审中
3	华夏银行股份有限公司无锡分行	中国物资储运集团有限公司无锡物流中心	合同纠纷	6,998.55	诉讼中止
4	民生银行股份有限公司	北京中储物流有限公司、郑州瑞阳粮食有限公司	合同纠纷	7,822.00	一审中
5	孙乔	中国物资储运集团有限公司、中国物资储运集团有限公司大连分公司	合同纠纷	9,100.00	被告一审败诉，并上诉，二审审理过程中
6	中铁物资天津公司	中储发展股份有限公司	合同纠纷	5,600.00	发回重审后二审中
	合计	--	--	59,413.90	--

资料来源：公司法律意见书

根据中国人民银行企业基本信用信息报告显示（机构信用代码：G10110106010377405），截至2018年5月30日，公司无未结清不良信贷信息。公司近三年在征信系统无违约记录。

公司与各大银行、融资租赁公司等金融机构建立了良好的长期合作伙伴关系，截至2017年底，公司及所属出资企业已获银行授信额度712.00亿元，已使用授信额度285.00亿元，尚未使用授信额度427.00亿元；同时，公司拥有多家上市公司，公司整体融资渠道较为通畅。

总体看，公司目前债务负担较轻，未来随着公司调整经营结构周期的结束以及多元化业务格局的不断发展，公司整体经营和盈利能力有进一步提升的空间，考虑到公司作为国务院国资委下设的国有资产经营公司，承担央企重组的职能，整体偿债能力极强。

八、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券的发行对目前债务的影响

截至2017年底，公司全部债务总额为470.49亿元，本期拟发行规模不超过30亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发行额度对公司债务规模有一定影响。

以2017年底财务数据为基础，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，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39.19%、32.36%和22.54%，分别较发行前上升1.08个百分点、1.34个百分点和1.76个百分点，公司整体债务负担将有所加重，但仍处于较低水平。考虑到本期债券募集资金中部分资金将用于补充流动资金，实际债务负担将低于预测值。

2. 本期公司债偿债能力分析

以2017年的财务数据为基础，2017年，公司EBITDA为52.87亿元，为本期债券发行额度（30亿元）的1.76倍，EBITDA对本期债券的覆盖程度较高。2017年，公司经营活动产生的现金流入935.60亿元，为本期债券发行额度（30亿元）的31.19倍，公司经营活动现金流入规模较大，对本期债券覆盖程度很高。

综合以上分析，考虑到公司作为国内运输、仓储及造纸行业的龙头企业，物流、仓储能力较强，品牌影响力大，具备较强的综合竞争力；公司目前仍处于调结构时期，未来负债比率有望进一步降低，随着公司调整经营结构周期的结束以及多元化业务格局的不断发展，公司整体经营和盈利能力有进一步提升的空间。联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

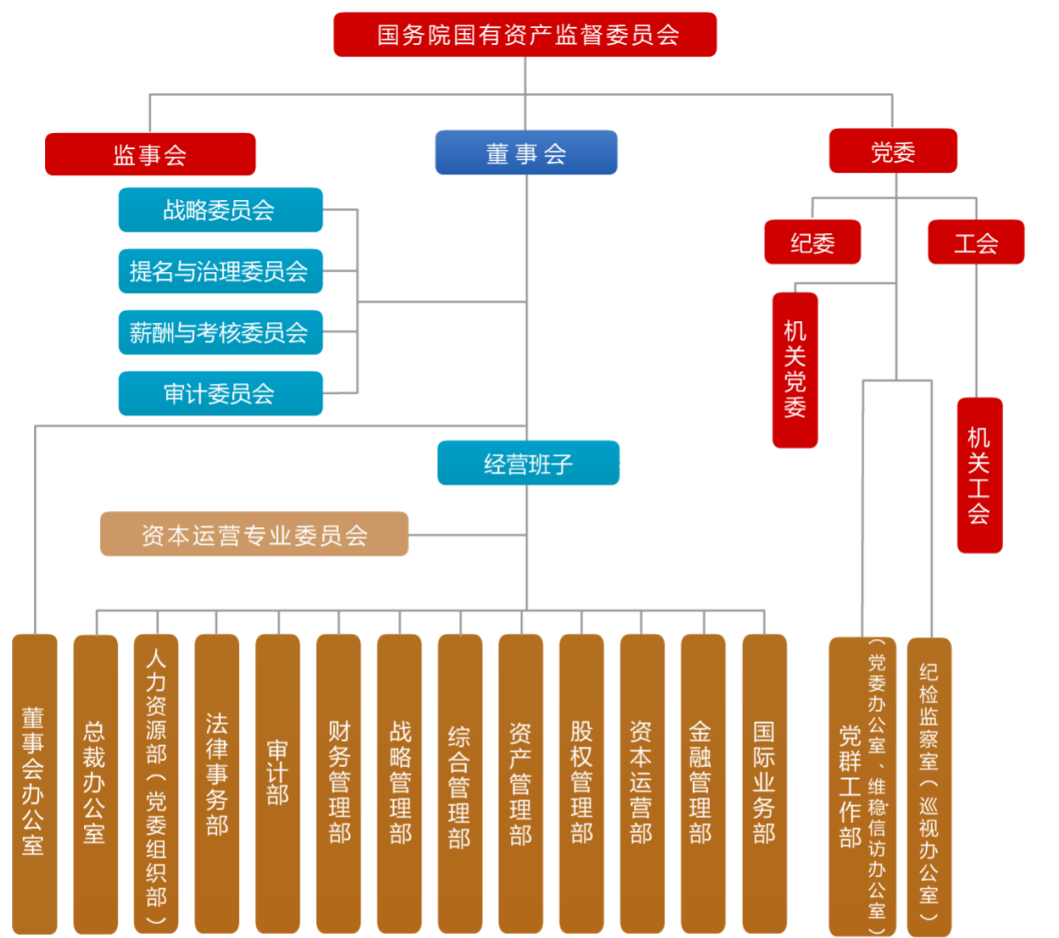
九、综合评价

公司其作为直属于国务院国资委的中央企业，在业务功能定位、国家政策支持方面具备较强的竞争优势，公司控股经营的商品贸易、物流业务规模大、纸浆及纸制品业务综合实力强。2017年，公司改组成为国有资本运营公司试点企业，侧重于持股管理和资本运作等功能，受益于接收多家上市公司国有股权无偿划转，公司合并范围有所扩大，公司曾先后接受或托管多家困难企业，具有成功的托管经验。同时，联合评级也关注到大宗商品价格波动较大，贸易业务盈利能力较差，造纸行业竞争激烈，公司传统控股经营业务盈利能力偏弱等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司改组完成，预计会给公司带来新的发展机遇，公司综合实力有望获得进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体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极低。

附件 1 中国诚通控股集团有限公司 组织结构图



附件 2 中国诚通控股集团有限公司 主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	714.12	1,082.26	1,690.61
所有者权益（亿元）	330.56	611.34	1,046.25
短期债务（亿元）	170.96	210.88	196.02
长期债务（亿元）	119.79	139.61	274.47
全部债务（亿元）	290.75	350.49	470.49
营业总收入（亿元）	619.07	621.54	828.75
净利润（亿元）	10.84	14.75	10.65
EBITDA（亿元）	53.73	45.93	52.87
经营性净现金流（亿元）	31.89	2.12	10.32
应收账款周转次数（次）	10.74	10.28	12.02
存货周转次数（次）	5.67	4.56	4.98
总资产周转次数（次）	0.89	0.69	0.60
现金收入比率（%）	107.05	102.69	103.77
总资本收益率（%）	4.03	3.35	1.99
总资产报酬率（%）	4.12	3.57	2.80
净资产收益率（%）	3.66	3.13	1.28
营业利润率（%）	5.92	6.71	6.30
费用收入比（%）	6.84	6.43	6.13
资产负债率（%）	53.71	43.51	38.11
全部债务资本化比率（%）	46.80	36.44	31.02
长期债务资本化比率（%）	26.60	18.59	20.78
EBITDA 利息倍数（倍）	3.63	3.48	3.14
EBITDA 全部债务比（倍）	0.18	0.13	0.11
流动比率（倍）	1.53	2.15	3.11
速动比率（倍）	1.14	1.68	2.67
现金短期债务比（倍）	0.80	1.78	3.66
经营现金流动负债比率（%）	12.83	0.66	2.99
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.79	1.53	1.76

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2、本报告中数据如无特别说明均为合并口径。3、此处营业收入为营业总收入。4、长期应付款已计入长期债务。

附件 3 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	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
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	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 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)
本期债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期债券到期偿还额
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 / 本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期债券到期偿还额

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

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

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 中国诚通控股集团有限公司 公开发行 2018 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，在每年中国诚通控股集团有限公司年报公告后的两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。

中国诚通控股集团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。中国诚通控股集团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诚通控股集团有限公司的相关状况，如发现中国诚通控股集团有限公司或本次（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。

如中国诚通控股集团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信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至中国诚通控股集团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诚通控股集团有限公司、监管部门等。

