

信用等级公告

联合〔2020〕054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2020年公司债券（第一期）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2020年公司债券（第一期）信用等级为AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年一月七日

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 2020 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

本期发行规模：不超过 50 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：2020 年 1 月 7 日

主要财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额（亿元）	1,082.26	1,692.06	2,474.56	2,595.93
所有者权益（亿元）	611.34	1,047.88	1,540.71	1,646.66
长期债务（亿元）	139.61	274.47	423.20	496.99
全部债务（亿元）	350.49	470.49	750.33	727.10
营业收入（亿元）	621.54	828.75	1,016.55	505.39
净利润（亿元）	14.75	10.65	18.04	17.31
EBITDA（亿元）	45.93	52.87	66.08	--
经营性净现金流（亿元）	2.12	10.32	142.74	-114.56
营业利润率（%）	6.71	6.30	6.93	5.86
净资产收益率（%）	3.13	1.28	1.39	1.28
资产负债率（%）	43.51	38.07	37.74	36.57
全部债务资本化比率（%）	36.44	30.99	32.75	30.63
流动比率（倍）	2.15	3.04	2.93	3.44
EBITDA 全部债务比（倍）	0.13	0.11	0.09	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.48	3.14	2.05	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.92	1.06	1.32	--

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；5. 2019 年 1—6 月数据未经审计，相关指标未年化

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很强的竞争优势，公司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。2016 年以来，公司改组成为国有资本运营公司试点企业，拥有重要的业务功能定位，侧重于持股管理和资本运作等功能，在国家政策支持、无偿接收国有股权及资产划转方面具备显著优势；受益于接收多家上市公司国有股权无偿划转，公司资产规模大幅增长，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，联合评级也关注到宏观经济增速放缓，大宗商品价格波动较大，造纸行业竞争激烈，公司传统控股经营业务盈利能力偏弱以及所有者权益稳定性较弱等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司经营结构调整完成以及多元化业务格局不断发展，公司整体经营和盈利能力有进一步提升的空间，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. 公司作为两大国有资本运营公司试点企业之一,是推进中央企业改革和布局结构调整的重要平台,承担中央企业国有资产整合和国有资本运营的重要职能,具有重要的业务功能定位。

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

5. 公司牵头发起成立中国国有企业结构调整基金份额有限公司,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。

6. 近年来公司不断调整债务结构,整体债务负担较轻,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,期间费用对利润存在明显侵蚀。

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

分析师

唐玉丽

电话: 010-85172818

邮箱: tangyl@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)

网址: www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师:



联合信用评级有限公司

一、主体概况

中国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。

经多次增资后，截至2018年底，公司实收资本为128.00亿元，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2018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2018年底，公司本部设董事会办公室、总裁办公室、人力资源部、法律事务部等15个职能部门（见附件1）；公司纳入合并范围的出资企业共153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.SH，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.SH，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2018年底，公司合并资产总额2,474.56亿元，负债合计933.85亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计1,540.71亿元，其中归属于母公司所有者权益623.28亿元。2018年，公司实现营业总收入1,016.55亿元，净利润（含少数股东损益）18.04亿元，其中归属于母公司所有者净利润7.40亿元，经营活动产生的现金流量净额142.74亿元，现金及现金等价物净增加额127.69亿元。

截至2019年6月底，公司合并资产总额2,595.93亿元，负债合计949.27亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计1,646.66亿元，其中归属于母公司所有者权益624.59亿元。2019年1—6月，公司实现营业总收入505.39亿元，净利润（含少数股东损益）17.31亿元，其中归属于母公司所有者净利润3.32亿元，经营活动产生的现金流量净额-114.56亿元，现金及现金等价物净增加额-200.11亿元。

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：

朱碧新。

二、本期公司债券概况

1. 本期债券概况

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 2020 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 50 亿元（含 50 亿元）。本期债券的期限为 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，票面利率由公司和主承销商根据发行时网下询价簿记建档结果共同协商确定。本期债券每年付息一次，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，拟用于偿还有息债务及补充营运资金。

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，但进入 2018 年，虽受贸易战、需求放缓等不利因素影响，但我国贸易行业仍总体保持平稳，稳中有进。2016 年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，下降 0.90%，其中，出口 13.8 万亿元人民币，下降 2.00%，进口 10.49 万亿元人民币，增长 0.6%，贸易顺差 3.35 万亿元人民币，下降 9.10%。以美元计价，2016 年，中国进出口总值 3.68 万亿美元，下降 6.80%，其中，出口 2.10 万亿美元，下降 7.70%，进口 1.59 万亿美元，下降 5.50%，贸易顺差 0.51 万亿美元，下降 14.10%。2017 年，中国进出口总值 27.79 万亿元人民币，同比增长 14.20%，其中，出口 15.33 万亿元人民币，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%。2018 年，中国进出口总值 30.50 万亿元，同比增长 9.7%，规模创下历史新高，其中，出口 16.42 万亿元人民币，同比增长 7.1%，进口 14.09 万亿元，同比增长 12.90%，贸易顺差收窄 18.3%。

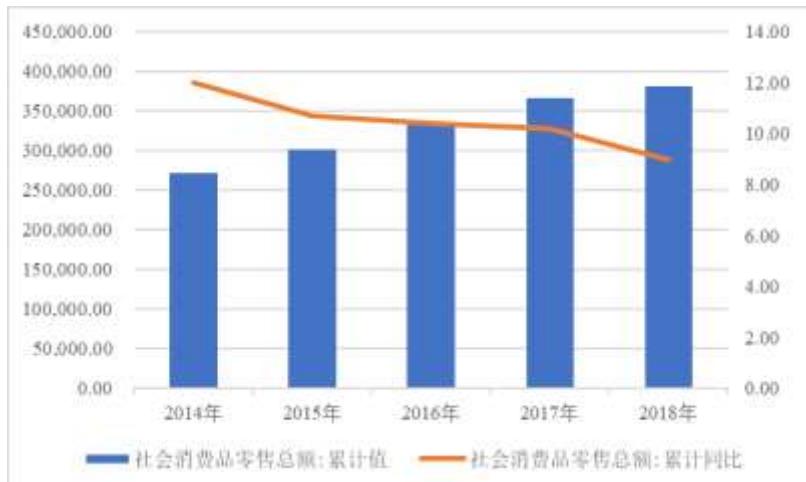
近几年中国采取了一系列措施，如保持出口退税、减税降费、优化口岸营商环境和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等，保证了中国外贸较快发展。但值得注意的是，受国际环境剧烈变化、需求增速放缓和国内成本上升等因素制约，中国的贸易环境仍不容乐观。人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，中国外贸出口增长空间受到抑制，上述因素都给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

国内贸易

近年来，中国经济规模保持不断扩大的态势，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，近年来，我国社会消费品零售总额逐年增长，增速有所下降，2018年，社会消费品零售总额380,987亿元，较上年增长9.0%，增速回落0.1个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。

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，维护市场正常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

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。

2018 年 7 月，商务部等部门又出台了《关于扩大进口促进对外贸易平衡发展意见的通知》，要求在稳定出口的同时进一步扩大进口，促进对外贸易平衡发展，推动经济高质量发展，维护自由贸易。

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。

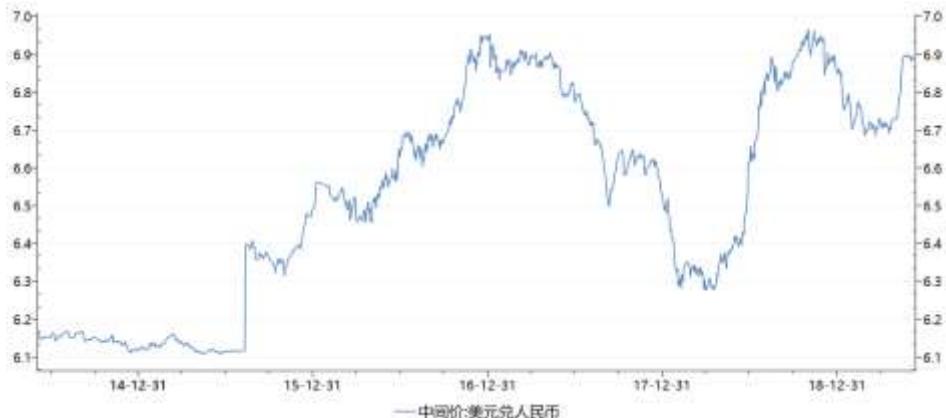
总体看，我国出台多项政策促进进口，并支持外贸，同时大力扶持自由贸易，建立自由贸易试验区。

（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（SDR¹）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。

2018 年我国外贸市场多元化取得了积极进展，在与传统贸易伙伴保持良好增长速度的同时，随着“一带一路”倡议稳步推进，2018 年我国与“一带一路”沿线国家外贸进出口 8.37 万亿元人民币，同比增长 13.3%，高出我国外贸整体增速 3.8 个百分点。对俄罗斯、沙特阿拉伯和希腊进出口分别增长 24%、23% 和 33%。

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。

¹ 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。

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

造纸行业是我国重要的基础原材料行业，产品丰富，以文化纸和包装纸为主，生产区域集中，属于资本密集型和资源依赖型产业，具有规模效益显著和污染程度高等特点。

近年来，我国宏观经济持续面临较大的下行压力，作为强周期行业，造纸行业面临着收入增速放缓、原料价格波动频繁、经营效益下滑、环保政策趋紧等多重瓶颈制约，行业发展面临较大压力。造纸业已进入结构调整、技术升级和淘汰落后产能的关键时期，部分品种出现阶段性产能过剩。但从长远发展的角度看，造纸行业面临战略转型，开启绿色、环保、品质的发展道路。行业产能向优势大型企业集中的趋势明显，大型造纸企业面临良好的发展机遇。

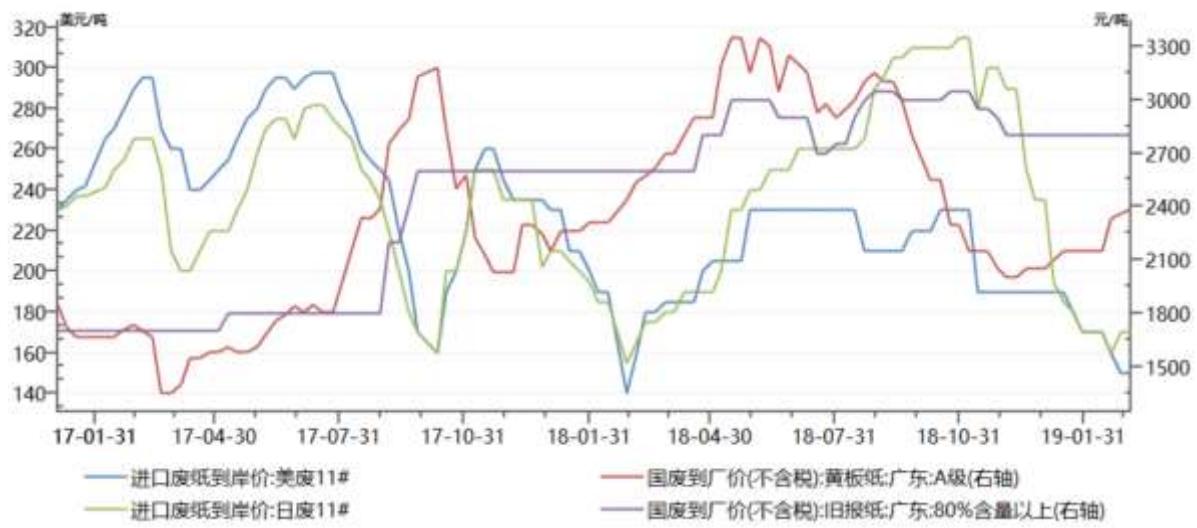
近年来，全球经济复苏缓慢，我国经济增长缓中趋稳，2018年我国 GDP 同比增长6.6%，增速较上年有所放缓，面临经济下行压力。进入2018年以后，由于受到中美贸易摩擦导致原材料价格攀升，环保压力加大以及下游需求疲软导致价格走低等因素的影响，促使行业企业盈利下滑，行业整体景气度有所下降，造纸企业利润有所下滑。2018年，我国造纸及纸制品业汇总企业单位数6,704个，亏损企业数1,045个，主营业务收入13,727.93亿元，同比增长8.3%；其中：纸浆制造业主营业务收入156.43亿元，同比增长26.16%；造纸业主营业务收入8,152.19亿元，同比增长6.9%；纸制品制造业主营业务收入5,419.3亿元，同比增长10.01%；造纸企业利润总额由2017年837.8亿元降至2018年的766.4亿元，同比下降8.5%。根据中国造纸协会发布的《中国造纸工业2018年度报告》，2009—2018年，纸及纸板生产量年均增长率2.12%，消费量年均增长率2.22%。

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。2016—2018年，我国纸浆进口量分别为2,106万吨、2,372万吨和2,479万吨，呈逐年增长趋势；我国废纸进口量分别为2,850万吨、2,572万吨和

1,703万吨，呈逐年下降趋势，主要系受“禁废令”和排污许可证等政策实施影响所致。

从国际废纸的价格走势看，2018年1—8月，受政策趋严影响，外废和国废价格呈整体上涨趋势；2018年下半年，受贸易战冲击，下游需求随之减弱，外废和国废价格均有较大幅度下降。

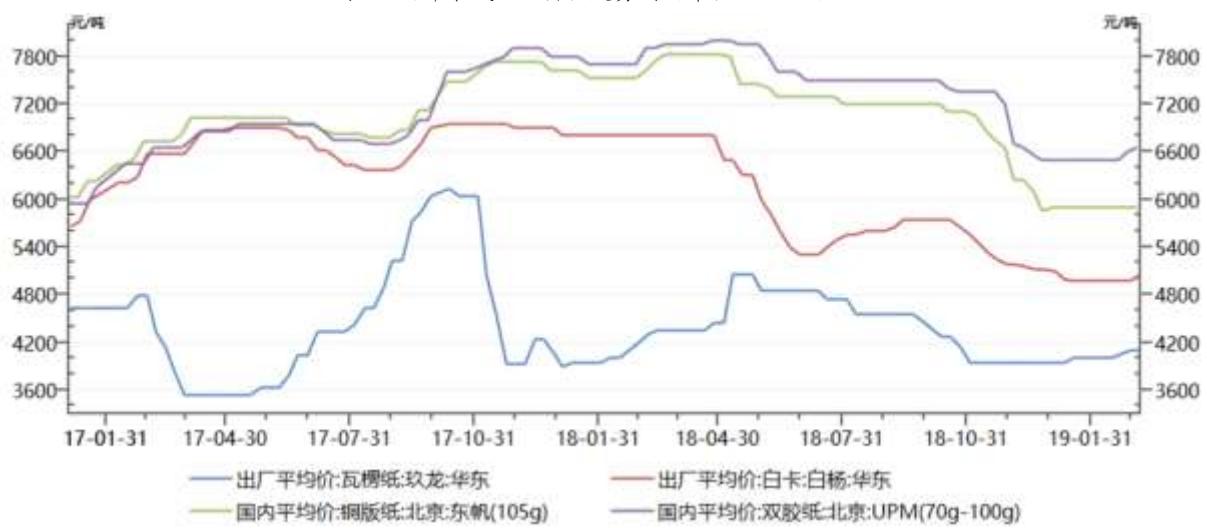
图4 近年来废纸价格走势图（单位：美元/吨、元/吨）



资料来源：Wind

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年成品纸提价以来，2018年成品纸价格有所震荡，其中2018年5月后，受下游订单萎缩等因素影响进入下滑通道，再加之终端零售不振，导致了行业需求承压，瓦楞纸价格逐渐走低，直至11月末，瓦楞原纸价格达到全年最低点。文化纸方面，受下游需求疲软影响，2018年全年文化纸价格呈下行趋势。

图5 近年来成品纸价格走势图（单位：元/吨）



资料来源：Wind

从行业竞争来看，受更严厉的环保政策的实施的影响，中小企业落后产能不断出清，行业集中度进一步提升。

总体看，2018年，受成本整体上涨、下游需求疲软以及环保压力加强等因素影响，造纸行业盈利能力整体呈减弱趋势；同时随着落后产能的不断出清，行业集中度进一步提升。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。2018年6月，国务院发布《中共中央国务院关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》，其中重点提出全面禁止洋垃圾入境，力争2020年年底前基本实现固体废物零进口。2018年8月，商务部对美废加征25%关税，美废价格推升或推升所有外废价格，国废与外废价差将缩小，拥有外废配额的企业成本优势缩小，成本端压力加大或进一步推升产品价格。

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

从行业发展趋势来看，国际、国内环境充满复杂性和不确定性，国内经济运行处在供给侧两端寻求新平衡的过程中，根据国内造纸行业生产、造纸行业原料供应等因素分析，未来几年国内造纸行业和市场总体趋势为：

产品结构保持稳定，集中度进一步提升

随着更严厉的环保政策的实施，预计未来造纸行业生产量和需求量仍将保持稳定，行业集中度将进一步提升；环保趋严不断推高企业生产成本，特别是“禁废令”的颁布，未来具有原料供给以及产业链优势的大型纸企具备较强的竞争优势。

减排政策和管理力度加大，企业环保成本大幅提高

随着国家和地方对废水废气的排放标准不断提高，水、电等资源价格的上调，相关企业都存在潜在的环保风险和成本压力。通过征收环保税、环保督查常态化以及排污许可证制度等环保政策，生产企业在三废治理方面的投入和运行成本将进一步增加。随着淘汰落后产能的力度继续加大，有望进一步加速行业内企业分化和深度调整。

总体看，未来造纸企业将面临产品结构优化、产品创新转型、原材料成本控制和环保成本提高等多因素挑战，行业内企业分化和结构调整或将加速。

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。

2018年全国社会物流总额283.1万亿元，按可比价格计算，同比增长6.4%，增速比上年同期回落0.2个百分点。从社会物流总额的构成情况看，工业品物流总额256.8万亿元，按可比价格计算，同比增长6.2%，增速与上年同期持平；进口货物物流总额14.1万亿元，增长3.7%，增速比上年同期回落5个百分点；农产品物流总额3.9万亿元，增长3.5%，增速比上年同期回落0.4个百分点；单位与居民物品物流总额7万亿元，增长22.8%；再生资源物流总额1.3万亿元，增长15.1%；全年社会物流总需求呈趋缓趋稳的发展态势。

总体看，近年来物流行业增速整体放缓，呈现稳定发展趋势。

（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，是一个时期内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》
2018年4月	商务部、工业和信息化部、生态环境部和农业农村部等	《关于开展供应链创新与应用试点的通知》
2018年5月	国务院常务会议	《调整运输结构提高运输效率，降低实体经济物流成本》
2018年10月	国务院办公厅	《推进运输结构调整三年行动计划（2018—2020年）》

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以下几个方面：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	直接出资或管理企业	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“诚通国贸”）、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（以下简称“中国物流”）、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较强的竞争实力。

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2018年底，公司在国内拥有林地近200万亩，造纸产能近250万吨，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；珠海红塔仁恒包装股份有限公司（以下简称“红塔仁恒”）是国内白卡纸行业标准的制定者，长期占有高端白卡市场三分之一的市场份额；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。

物流服务方面，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。公司全资子公司中国储运是国家首批5A级物流企业、国内最大的仓储物流企业；截至2018年底，公司自有仓储物流设施占地面积1,305万平方米，拥有铁路专用线122条，总长度130.63公里；年运输量达到2,500万吨，仓储客户超过2万家，“中国储运”“中国物流”“华贸物流”等品牌在行业内具有较高的市场美誉度和影响力。

截至2018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。

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，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 2019 年 6 月底，公司高级管理人员包括总裁、副总裁、总会计师等共计 12 人。

公司党委书记、董事长朱碧新先生，1965 年 12 月出生，博士研究生学历，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。2019 年 7 月起担任公司党委书记、董事长。

公司党委副书记、董事兼总经理李洪凤先生，1964 年出生，研究生学历，清华大学工商管理硕士，高级政工师。历任航天部五院团委副书记、团委书记，中国航天工业总公司京区团委书记，国防科工委副局级干部，珠海振戎公司副总经理，公司党委副书记、纪委书记、董事，中国建筑科学研究院党委书记、副院长，中国建筑科学研究院有限公司党委副书记、副董事长。2019 年 7 月起任公司党委副书记、董事、总经理。

截至 2018 年底，公司本部及所出资企业共有职工 27,113 人。从学历构成来看，硕士及以上学历人员占 4.10%，本科占 25.07%，专科占 57.35%，中专及以下学历占 13.48%。

总体看，公司管理层学历层次高，行业内从业经验丰富，员工整体素质基本能够满足公司经营发展需求。

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、监事会和经理层。

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共四个专门委员会。

公司是国务院国资委首批 7 家董事会试点企业之一，截至 2018 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7名监事组成，监事会主席由国资委指定。

经理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

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，为了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。

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。

六、经营分析

1. 经营概况

公司目前正处于向国有资本运营公司改组转型阶段，主营业务包括资产经营、资本运营和控股经营的商品贸易、物流服务和纸浆及纸制品等业务。

2016—2018 年，公司传统控股经营业务收入逐年增长，分别为 619.71 亿元、823.14 亿元和 1,011.66 亿元，年均复合增长 27.77%，主要系商品贸易收入增长所致。2016—2018 年，公司利润总额逐年增长，分别为 20.27 亿元、24.85 亿元和 28.23 亿元，年均复合增长 18.01%。2016—2018 年，公司净利润波动增长，分别为 14.75 亿元、10.65 亿元和 18.04 亿元，年均复合增长 10.56%。

2016—2018 年，公司控股经营业务收入占比均在 98% 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，2016—2018 年，商品贸易业务实现收入分别为 393.20 亿元、520.48 亿元和 567.25 亿元，年均复合增长 20.11%，其中，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；2018 年，公司商品贸易板块收入较上年增长 8.99%，占营业收入的比重为 56.07%。2016—2018 年，纸浆及纸制品业务由于公司产品转型升级，收入规模逐年增长，分别为 130.96 亿元、137.51 亿元和 166.29 亿元，年均复合增长 12.68%，其收入占比分别为 21.13%、16.71% 和 16.44%。2016—2018 年，物流业务发展较为迅速，收入逐年增长，分别为 54.39 亿元、135.50 亿元和 235.18 亿元，年均复合增长 107.94%，其中 2018 年较上年增长 73.56%，主要由于（1）华贸物流于 2017 年 9 月纳入合并范围；（2）中国储运“无车承运人”平台业务量大幅增长；占比分别为 8.78%、16.46% 和 23.24%。公司其他主营业务及其他业务主要包括物业租赁、人力资源、酒店管理、固定资产出租，对公司收入贡献小。

表 3 近年来公司营业收入情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
主营业务	611.65	98.70	6.68	815.42	99.06	5.95	1,003.43	99.19	6.59
商品贸易	393.20	63.45	1.75	520.48	63.23	1.49	567.25	56.07	1.43
纸浆及纸制品	130.96	21.13	14.98	137.51	16.71	17.85	166.29	16.44	15.58
物流业务	54.39	8.78	15.07	135.50	16.46	6.21	235.18	23.24	9.59
其他主营业务	33.10	5.34	18.73	29.65	2.66	35.64	34.70	3.43	27.54
其他业务	8.06	1.30	13.87	7.72	0.94	32.47	8.23	0.81	50.26
合计	619.71	100.00	6.78	823.14	100.00	6.21	1,011.66	100.00	6.94

注：表 3 收入为公司传统控股经营业务收入。

资料来源：公司提供

毛利率方面，2016—2018年，公司控股经营业务综合毛利率波动上升，分别为6.78%、6.21%和6.94%。其中，公司商品贸易业务毛利率逐年下降，分别为1.75%、1.49%和1.43%，毛利率水平很低。2016—2018年，纸浆及纸制品板块毛利率波动上升，分别为14.98%、17.85%和15.58%，其中2018年较上年下降2.27个百分点，主要系2018年以来纸产品下游需求低迷，盈利能力有所下降所致。2016—2018年，物流业务毛利率波动下降，分别为15.07%、6.21%和9.59%，其中2017年，物流业务毛利率较上年下降8.86个百分点，主要系公司物流业务新增“无车承运人”平台，带动配送运输业务量增长，但该业务模式盈利能力较弱，拉低了物流板块整体毛利率所致；2018年物流业务毛利率较上年提高3.38个百分点，主要系华贸物流全年纳入合并范围，其国际空运、国际海运及特种物流业务盈利能力较强，带动公司物流板块毛利率同比上升所致。

2019年1—6月，公司实现营业收入505.39亿元，较上年同期增长4.67%；实现净利润17.31亿元，较上年同期大幅增长99.54%，主要系中国国有企业结构调整基金股份有限公司（以下简称“国调基金”）持有的交易性金融资产公允价值变动收益26.47亿元所致。

总体看，公司正处于向国有资本运营公司改组转型阶段，控股经营收入主要来源为商品贸易业务，近年来，随着贸易以及物流业务规模的快速增长，公司控股经营业务收入逐年增长；公司综合毛利率水平整体变化不大。

2. 商品贸易业务

（1）业务概况

公司商品贸易业务源于原国家物资部所属流通企业担负的国民经济流通主渠道和“蓄水池”功能，历经几十年发展，已形成覆盖全国主要市场、功能完善的生产资料贸易服务网络，目前是公司控股经营的主要产业之一，近三年营业收入占比在55%以上。

公司商品贸易业务主要由子公司中国储运、诚通国贸和中国纸业等经营，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。公司商品贸易板块的盈利模式较为传统，即通过低买高卖赚取差价的方式实现盈利。近年来，为适应大宗商品市场供需形势变化和互联网等新兴技术渗透，公司积极向整合上下游形成产业链、供应链服务体系的大方向发展，着力探索转型升级，塑造具有自身特色的贸易业务模式。此外，公司也积极加快贸易业务产业链国际化布局，以诚通国贸为代表，响应“一带一路”国家战略，拓展海外业务，提升在东南亚市场的网络渗透和市场覆盖率。

2016—2018年，公司贸易业务收入逐年增长，分别为393.20亿元、520.48亿元和567.25亿元，年均复合增长20.11%；从贸易品种来看，公司贸易以钢材及有色金属贸易为主。2016—2018年，前五大贸易商品钢材、有色金属、化工材料、煤炭和贵重金属合计占贸易业务收入的比重分别为86.15%、87.12%和88.83%，占比较大。2016—2018年，公司钢材贸易收入逐年增长，年均复合增长19.62%，其中2017年较上年增长41.56%，主要系受供给侧结构性改革影响，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；2018年钢材贸易收入较上年增长1.08%。2016—2018年，公司有色金属贸易收入逐年增长，年均复合增长27.33%，其中2018年有色金属贸易收入较上年增长30.21%，主要受市场价格波动影响。

表4 近年来公司贸易业务收入情况（单位：亿元）

项目	2016年	2017年	2018年
钢材	139.52	197.50	199.64
有色金属	132.36	164.80	214.59

贵金属	15.06	18.90	11.33
煤炭	14.66	27.41	40.67
化工材料	37.15	44.84	37.65
其他	54.45	67.03	63.37
合计	393.20	520.48	567.25

资料来源：公司提供

从贸易量来看，2016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，2017年和2018年，在供给侧结构性改革的推进下，大宗商品价格回暖，公司各产品贸易量整体回升。2016—2018年，钢材贸易量波动下降，年均复合下降2.51%；贵金属和化工材料贸易量逐年快速增长，年均复合增长率分别为109.15%、65.14%，其中2018年，贵金属贸易量1,811吨，较上年大幅增加1,286吨，主要系市场需求增加所致。

表5 近年来公司商品贸易业务板块销售情况

项目	单位	2016年	2017年	2018年
钢材	万吨	687	571	653
有色金属	万吨	47	60	90
贵金属	吨	414	525	1,811
煤炭	万吨	188	307	549
化工材料	万吨	66	93	180

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逐年上升态势，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。

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。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，分析未来发展趋势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，受宏观经济形势影响显著，盈利能力较低。考虑到公司作为大型钢贸企业，拥有覆盖全国的金属分销网络，依托物流业务的既有资源和渠道，通过积极推进仓储、配送、加工、运输、仓单质押等现代物流业务，形成一体化的物流及贸易业务，有利于公司减少竞争压力，并增强在行业内整体竞争力。

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，产品包括涂布白卡纸、文化用纸和特种纸等。

表6 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2018年底，公司造纸产能约200万吨，商品浆40万吨（生产溶解浆时产能30万吨），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。

公司白卡纸主要由粤华包生产经营。截至2018年底，粤华包白卡纸产能约54.00万吨。公司白卡纸产品包括烟草包装专用涂布白卡纸、液体包装与食品包装系列白卡纸、高档社会白卡纸等主

要品种；其中烟草白卡纸为主导产品，在国内香烟包装领域中占有主导地位，代表着中国涂布白卡纸品质的最高水平。粤华包子公司红塔仁恒曾获中国国际纸张、纸制品金牌奖，国家科技进步一等奖。由红塔仁恒自主研发、拥有国家发明专利技术的彩色纤维防伪涂布白卡纸、本色纤维防伪涂布白卡纸已成功运用于多品牌香烟包装，做到了包装原材料源头防伪。

公司特种纸的生产经营主要依托于冠豪高新，其特种纸产能约为25.80万吨。目前冠豪高新是国内特种纸行业的龙头企业，三大主营产品包括无碳纸、热敏纸、不干胶标签材料。公司的无碳复写纸广泛应用于税务、邮政、银行、商业等各行各业，自1996年至今被国家税务总局、中国印钞造币总公司选定为增值税专用发票专用无碳复写纸唯一供应产品，并中标2013年至2015年国家税务总局增值税普通发票用纸专用防伪无碳纸项目，自2000年至今被国家邮政速递局选定为EMS特快专递专用无碳复写纸主要供应产品；热敏纸广泛用于票据、标签、传真、收银及ATM用纸，其中公司自主研发的三防特种热敏纸应用于中国体育彩票、中国福利彩票、民航登机卡及铁路列车票等高端产品；不干胶标签材料广泛应用于物流、医药、日化、食品、酒类等行业的可变信息标签、防伪标签及基础标签，质量达到国先进水平。

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2018年底，岳阳林纸文化纸产能为96.84万吨/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。收购完成后，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。

2016—2018年，由于公司产品转型升级，纸浆及纸制品业务收入规模逐年增长，分别为130.96亿元、137.51亿元和166.29亿元，年均复合增长12.68%，其收入占比分别为21.13%、16.71%和16.44%。

表 7 公司纸浆及纸制品业务产量情况（单位：万吨）

序号	生产企业	主要产品	2018年产量
1	冠豪高新	特种纸	23.26
2	红塔仁恒	白卡纸	26.04
3	珠海华丰		25.26
-	粤华包 B 小计		51.30
4	岳阳林纸	文化纸	96.84
5	骏泰科技	溶解浆	28.55
-	泰格林纸合计		151.01
合计			225.57

资料来源：公司提供

从产量来看，2018年，公司纸浆及纸制品业务总产量225.57万吨，其中冠豪高新特种纸产量23.26万吨，粤华包B白卡纸产量共计51.30万吨，岳阳林纸文化纸产量共计96.84万吨，湖南骏泰新材料科技有限公司（以下简称“骏泰科技”）溶解浆产量共计28.55万吨。

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；受造纸行业回暖及原材料价格上涨影响，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、中国物流股份有限公司（以下简称“中国物流”）和华贸物流具体经营。

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，具有 60 余年的专业物流经营管理经验，在行业内具有较高的影响力。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。

2016—2018 年，公司综合物流业务收入逐年快速增长，年均复合增长 107.94%，其中 2017 年实现收入 135.50 亿元，较上年大幅增加 81.11 亿元，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；2018 年实现收入 235.18 亿元，较上年增长 73.56%，主要由于（1）中储股份控股子公司中储智运打造了中国最大的“无车承运人”平台—中储智运电商平台，平台货运量快速增长带动收入同比大幅提升 39.89 亿元；（2）华贸物流于 2017 年 9 月份纳入合并范围贡献收入 29.45 亿元。

从物流业务量来看，受益于中储智运电商平台业务增长，2016—2018 年，公司物流业务累计实现吞吐量逐年增长，分别为 4,764 万吨、5,444 万吨和 5,651 万吨。2016—2018 年，由于投资建设物流电商平台，电子物流业务大幅增长，其中公司累计完成运输量逐年增长，分别为 2,519 万吨、10,369 万吨和 14,564 万吨，其中 2017 年较上年增长 3.12 倍；2018 年较上年增长 40.46%。2016—2018 年，公司累计完成国际货运代理量波动增长，分别为 863 万吨、1,654 万吨和 1,275 万吨，其中 2017 年较上年增长 91.66%，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 8 近年来公司物流业务情况（单位：万吨）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
吞吐量	4,764	5,444	5,651
运输量	2,519	10,369	14,564
国际货运代理量	863	1,654	1,275
加工量	49	58	52
仓储期末库存量	226	236	264

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、结算方式等条款做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。

近年来，公司大力实施传统仓储业务转型升级，坚定执行大客户战略，积极推动供应链管理、智慧物流（“互联网+物流”）、冷链物流、医药物流、项目物流、厂内物流、城市标准配送和物流贸易等新型高端、高附加值业务，实现了从传统仓储物流服务向现代综合物流服务的转型。综合物流业务的盈利模式是通过提供基础物流服务，收取仓储、运输配送、装卸、集装箱、货运代理以及供应链金融等商务配套服务获得收入。

（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 2018 年底，公司拥有直属大型仓库 62 家，包括 9 个期货交割库，加盟仓库 100 多家，仓储客户稳定在 20,000 家左右，仓储总占地总面积 1,300 万平方米，其中自有仓库面积 506 万平方米，年吞吐能力超过 6,500 万吨，现货市场面积超过 72 万平方米，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，运输网络遍布全国。长期以来，公司与铁路系统合作，成为铁路集装箱第二堆场。公司自有铁路专用线 85 条，铁路专用线长度 84,104 米，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。中国物流作为公司的全资子公司，是铁路系统外国内最大的铁路集装箱货运代理企业，运输网络遍及全国，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。

（3）现货市场业务

公司在全国设有多家现货交易市场，充分利用遍布全国主要中心城市交通便利和仓储运输配套服务功能完善的优势，以仓储为依托，集商流、物流、信息流、资金流于一体，在全国建立了

包括钢材、汽车、建材、木材、副食品等各类商品现货市场，提供仓储、联运、中转、质检、信息咨询和结算等多种服务。

（4）铁路集装箱运输及代理

公司承担着铁路集装箱“第二货场”职能，拥有铁路专用线以及铁路战略装车点、技术直达和“五定班列”线路等稀缺资源，是铁路系统外最大的集装箱运营企业。在重庆、成都、常州、武汉等内陆重点城市建有大型集装箱中转站，开展集装箱“五定班列”、集装箱技术直达、集装箱包量运输、集装箱拼箱、门到门、门到站、站到门等业务，开展国际班列延伸服务，不断拓展特种集装箱运输、同质化运输等新业态。

（5）供应链金融

供应链金融是由传统物流模式延伸出来的新的物流金融产品。其模式是第三方物流企业在为客户提供服务过程中，客户企业凭借物流企业开具的仓单、入库单等有效凭证向银行申请贷款的一种融资担保方式，银行根据商品的价值向客户提供一定比例的贷款，物流企业向客户企业提供物流服务的同时向银行提供商品代理监管服务。公司及其下属子公司协助银行提供质押融资监管服务，客户凭货物仓单向银行申请质押贷款，公司负责监控货物及交割。公司是国内开创最早、规模最大的质押监管企业，目前与四大国有商业银行等二十余家金融机构建立了“总对总”合作关系，是国内管理最严、制度最全、发展最快的领先物流企业之一。

公司供应链金融业务包括动产质押、代理采购、物流贸易等多种模式，辐射全国，为解决中小企业“融资难”问题发挥了重要作用，物品覆盖了黑色金属、有色金属、建材、家电、煤炭、轮胎、医药、油料、化工、矿石、汽车整车和汽车合格证、酒类、粮棉、纸品等。

总体看，公司针对宏观经济环境和市场需求变化积极调整，重点拓展生活资料物流市场；通过大力实施产业链的延伸，创新业务模式，增加高端、高附加值业务的比重，基本实现了从传统仓储物流服务向现代综合物流服务的经营模式升级性转型。在国家产业政策向好的趋势下，公司物流业务具有较好的前景和持续发展能力。

5. 资产经营

2005年6月13日，国务院国资委以国资厅改革〔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，按照市场化原则，运用专业化手段，推进中央企业战略性重组和结构调整。

截至2018年底，公司完成了包括对中国寰岛（集团）公司、中国唱片集团有限公司、哈尔滨电气集团有限公司阿继项目的划转及托管，对中国国际企业合作公司、中国包装有限责任公司、欧洲商业开发投资管理中心、中商企业集团公司、中冶纸业集团有限公司的接收，对中国康利实业公司项目历史遗留问题的解决，对华诚投资管理有限公司的托管以及对重组普天集团下属8户企业的接收。

总体看，近年来，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和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. 资本运营

2016年2月，经国务院国有企业改革领导小组研究决定，公司被确定为两大中央企业国有资本运营公司试点之一。公司围绕国有资本运营公司试点功能定位，积极探索市场化运作路径，深

化体制机制改革，试体制、试机制、试模式，提升资本运营能力，推动产业集聚和转型升级，优化国有资本布局结构，促进国有资本合理流动，实现保值增值。

(1) 牵头成立国调基金

2016年9月26日，受国务院国资委委托，公司作为主发起人，联合中国邮政储蓄银行、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等9家企业，共同发起设立国调基金，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，截至2018年底，首期募集资金已到位988.26亿元，公司出资300亿元，实缴比例30.36%。公司作为实际控制人，将其纳入合并范围。截至2018年底，国调基金资产总额981.09亿元，所有者权益977.72亿元；2018年，国调基金实现营业收入9.10亿元，利润总额2.57亿元。

国调基金采用股份有限公司的组织形式，建立规范的法人治理结构。设股东大会、董事会和监事会，审议和决定基金的重大事项，并对基金的经营进行监督。国务院国资委成立基金协调领导小组，指导基金开展工作，督促落实国家战略，协调有关事宜。基金的募集、投资、投后管理及退出将委托全资子公司诚通基金管理有限公司负责。

国调基金主要立足和服务于央企，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。截至2018年底，国调基金累计已投决项目66个，投决金额957亿元；实现项目交割56笔，交割金额652亿元。所投项目中，投入到国有企业的比重达到86%，涉及超过30家中央企业，基金对关系国家安全和国民经济命脉的重要行业和重点央企国企给予了重要支持。

未来，公司将进一步发挥国有资本运营平台作用，努力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。

(2) 上市公司国有股份无偿划转

作为中央企业国有资本运营公司试点，为优化资本结构，并经国务院国资委批准，2016年以来，公司下属北京诚通金控投资有限公司（下称“诚通金控”²）陆续接收了一些上市公司的国有股权无偿划转，截至2018年底，公司共接收了21家央企上市公司股权，总市值509.35亿元（按划入市值计算），计入可供出售金融资产。截至2018年底，诚通金控资产总额424.78亿元，所有者权益423.60亿元；2018年，诚通金控实现利润总额6.57亿元，净利润6.56亿元。

表9 公司接收的上市公司国有股权无偿划转

证券名称	股票代码	无偿划转股权比例(%)	是否完成过户手续
中远海控	601919.SH	3.00	是
中远海科	002401.SZ	4.00	是
宝钢股份	600019.SH	2.95	是
武钢股份（宝钢股份）	600005.SH	2.45	是
中材节能	603126.SH	4.99	是
中国能源建设	03996.HK	1.74	是
中国建材	03323.HK	0.96	是
桂冠电力	600236.SH	3.70	是
华贸物流	603128.SH	4.22	是
际华集团	601718.SH	4.25	是

²北京诚通金控投资有限公司于2015年11月27日注册成立，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。

新兴铸管	000778.SZ	2.09	是
华侨城 A	000069.SZ	3.24	是
中国交建	601800.SH	1.97	是
中国石油	601857.SH	0.53	是
中国中车	601766.SH	1.30	是
中国铁建	601186.SH	2.30	是
中国中铁	601390.SH	1.86	是
中国石化	600028.SH	1.03	是
中国电建	601699.SH	3.09	是
中国化学	601117.SH	1.85	是
天地科技	600582.SH	8.74	是

资料来源：公司提供

公司积极探索上市公司股权盘活运作，在国务院国资委指导下，牵头制定中证央企结构调整指数及 ETF（交易型开放式指数基金）方案，与证监会、交易所、中证指数有限公司等多方沟通，实现基金成功上市发行交易，将进一步实现存量国有资本有效盘活；调整对所出资企业行使股东权利方式，通过派出董事、监事等方式依法履职，通过送达《管理建议函》《风险提示函》等市场化方式发挥积极股东作用，推行资本收益理念，启动实施所出资企业利润分配和收取。

总体看，公司已陆续接受上市央企的股权划转，同时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。联合评级将持续关注国调基金运作情况，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。

7. 经营效率

2016—2018 年，公司应收账款周转率分别为 10.28 次、12.02 次和 13.05 次，应收账款周转率逐年上升；存货周转率分别为 4.56 次、5.01 次和 5.53 次，存货周转率逐年上升；总资产周转率分别为 0.69 次、0.60 次和 0.49 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波动，但仍处于较高水平，公司总体经营效率较高。

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。

9. 未来发展

2019 年，公司的重点工作主要从以下几方面展开：

第一，持续深化资本运营公司改革试点，推动试点工作全面提速；第二，充分发挥资本运营平台功能，切实承担国家赋予的使命；第三，全面提升经营质量和管控能力，搭建新的增长平台；第四，加大改革创新力度，积极推动所出资企业转型升级。

总体看，公司未来继续聚焦国有资本运营公司改革发展，充分发挥国有资本专业运作平台作用，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 2016—2018 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 2019 年半年度财务报表未经审计。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，公司按照财政部于 2018 年 6 月 15 日发布了《财政部关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号）以及《关于 2018 年度一般企业财务报表格式有关问题的解读》，对一般企业财务报表格式进行了修订，除执行新金融工具准则以及新收入准则产生的列报变化之外，公司在资产负债表中，将“应收票据”和“应收账款”重分类至新增的“应收票据和应收账款”中；将“应收利息”、“应收股利”重分类至“其他应收款”中；将“固定资产清理”重分类至“固定资产”中；将“工程物资”重分类至“在建工程”中；将“应付票据”和“应付账款”重分类至新增的“应付票据和应付账款”中；将“应付利息”、“应付股利”重分类至“其他应付款”中；将“专项应付款”重分类至“长期应付款”中；在利润表中，将“管理费用”项下的“研发费用”单独分拆出来。在财务费用项目下分拆“利息费用”和“利息收入”明细项目，公司进行追溯调整，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，2016 年，公司新纳入合并范围的企业 36 家（其中投资新设 31 家，股权收购 5 家），因清算注销等原因减少合并 11 家；2017 年，公司新纳入合并范围的企业共 14 家，其中包括无偿划入的华贸物流，不再纳入合并范围的 4 家；2018 年，公司新纳入合并范围的企业共 12 家，其中包括托管期结束纳入合并范围的沅江纸业有限公司（以下简称“沅江纸业”），不再纳入合并范围的 9 家。截至 2018 年底，公司纳入合并范围的子企业共 153 家。合并范围的变化对公司财务数据可比性有一定影响。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 2,474.56 亿元，负债合计 933.85 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 1,540.71 亿元，其中归属于母公司所有者权益 623.28 亿元。2018 年，公司实现营业收入 1,016.55 亿元，净利润（含少数股东损益）18.04 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 7.40 亿元，经营活动产生的现金流量净额 142.74 亿元，现金及现金等价物净增加额 127.69 亿元。

截至 2019 年 6 月底，公司合并资产总额 2,595.93 亿元，负债合计 949.27 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 1,646.66 亿元，其中归属于母公司所有者权益 624.59 亿元。2019 年 1—6 月，公司实现营业收入 505.39 亿元，净利润（含少数股东损益）17.31 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 3.32 亿元，经营活动产生的现金流量净额 -114.56 亿元，现金及现金等价物净增加额 -200.11 亿元。

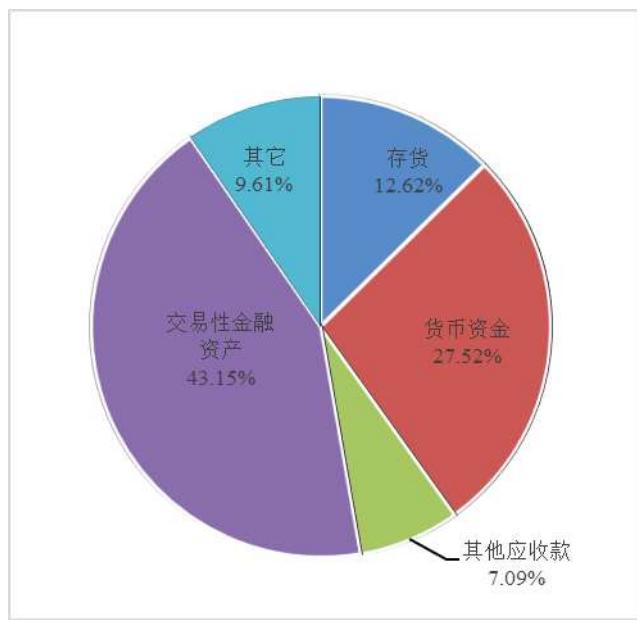
2. 资产质量

2016—2018年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长51.21%，流动资产和非流动资产规模均有所增加；截至2018年底，公司资产规模为2,474.56亿元，其中流动资产占比58.03%，非流动资产占比41.97%，以流动资产为主。

（1）流动资产

2016—2018年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长44.91%，主要系交易性金融资产大幅增长所致。截至2018年底，公司流动资产合计1,435.97亿元，以货币资金（占比27.52%）、交易性金融资产（占比43.15%）、其他应收款（占比7.09%）和存货（占比12.62%）为主。

图 6 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016—2018年，公司货币资金规模波动增长，年均复合增长6.39%。截至2017年底，公司货币资金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。截至2018年底，公司货币资金395.24亿元，较年初增长38.52%，主要系公司发行公司债券募集资金到位所致；公司货币资金主要由银行存款（占比96.05%）和其他货币资金（占比3.89%）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2018年底，公司货币资金中受限金额为33.11亿元，受限资金占期末货币资金的8.38%，主要为银行开具保函的保证金和承兑汇票保证金，占比较低。

2016—2018年，公司交易性金融资产逐年大幅增长，年均复合增长7.86倍，主要系下属子公司国调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。截至2017年底，公司交易性金融资产372.11亿元，较年初大幅增加364.22亿元。截至2018年底，公司交易性金融资产619.63亿元，较年初大幅增加247.52亿元；其中债务工具投资145.00亿元，权益工具投资474.63亿元；公司期末交易性金融资产前五名投资成本共计173.72亿元（占公司期末交易性金融资产的比重为28.04%），期末公允价值共计180.87亿元。

表 10 截至 2018 年底公司前五名交易性金融资产情况（单位：亿元）

项目	投资成本	期末公允价值
深圳国调招商并购股权投资基金合伙企业（有限合伙）	74.29	75.34

永禄控股有限公司	31.17	33.62
洛阳栾川钼业集团股份有限公司	28.26	27.81
中铁物晟科技发展有限公司	20.00	22.12
华泰证券股份有限公司	20.00	21.98
合计	173.72	180.87

资料来源：公司审计报告

公司其他应收款主要为往来款项、债权转让款和土地补偿款等。2016—2018年，公司其他应收款逐年增长，年均复合增长27.16%。截至2017年底，公司其他应收款88.77亿元，较年初增长40.99%，主要系中国物资储运总公司土地收储及政府补助款增加17.61亿元所致。截至2018年底，公司其他应收款101.80亿元，较年初增长14.68%，主要系暂借款以及往来款增加所致。截至2018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余额53.91亿元，其中1年以内的占比84.24%、1~2年期的占1.88%、2~3年期的占0.63%、3年以上的占13.25%，账龄分布较相集中，以短期为主。截至2018年底，公司共计提其他应收款坏账准备22.62亿元，占其他应收款账面余额22.22%。截至2018年底，公司其他应收款前五名共计47.60亿元，占其他应收款合计的38.26%，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11 截至2018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	152,483.77	12.26
中国铁路物资（集团）总公司	往来款	是	100,000.00	8.04
永州市国土局	土地款	否	89,500.00	7.19
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	5.95
南京泓通置业有限公司	股东借款	是	59,992.25	4.82
合计	--	--	475,976.02	38.26

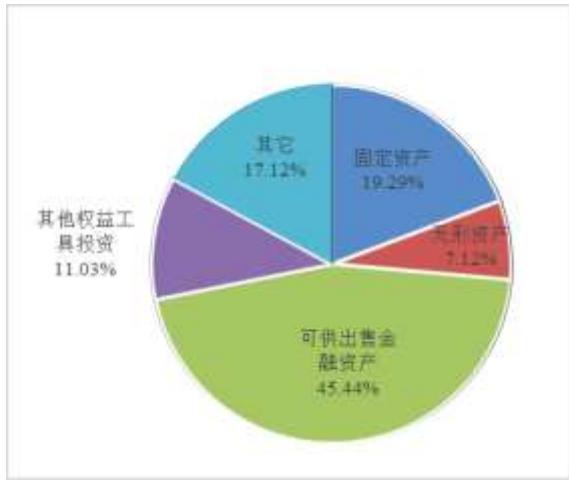
资料来源：公司审计报告

2016—2018年，公司存货规模逐年增长，年均复合增长10.29%。截至2018年底，公司存货181.28亿元，较年初增长20.02%，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2018年底，公司存货中的消耗性生物资产占比20.63%，库存商品（产成品）占比22.49%，中国储运等公司所属出资企业的开发成本占比36.34%。截至2018年底，公司共计提存货跌价准备4.15亿元，计提比例为2.24%。截至2018年底，公司受限存货账面价值为54.64亿元，占期末存货余额的30.14%，占比较高，主要用于抵押借款。

（2）非流动资产

2016—2018年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长61.45%，主要系可供出售金融资产增加所致。截至2018年底，公司非流动资产合计1,038.59亿元，较年初增长59.34%，以可供出售金融资产（占比45.44%）、其他权益工具投资（占比11.03%）、固定资产（占比19.29%）和无形资产（占比7.12%）为主。

图7 截至2018年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

公司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，包括可供出售债务工具和可供出售权益工具。2016—2018年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长141.96%。截至2017年底，公司可供出售金融资产余额为140.73亿元，较年初大幅增长74.60%，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。截至2018年底，公司可供出售金融资产471.91亿元，较年初增长2.35倍，主要原因有：(1)诚通金控根据国资委的批复接受宝山钢铁股份有限公司111,618,417股A股股份、深圳华侨城股份有限公司265,864,078股A股股份、中国交通建设股份有限公司317,833,551股A股股份、中国石油天然气股份有限公司972,762,646股A股股份、中国中车股份有限公司373,085,233股A股股份、中国中铁股份有限公司424,904,009股A股股份、中国石油化工股份有限公司1,241,721,854股A股股份、中国铁建股份有限公司312,329,455股A股股份、中国电力建设股份有限公司471,975,230股A股股份、中国化学工程股份有限公司91,260,500股A股股份、天地科技股份有限公司361,712,669股A股股份；(2)公司持有博时央企结构调整ETF，华夏中证央企ETF以及银华中证央企结构调整ETF基金。

公司其他权益工具投资主要为对中国联合网络通信股份有限公司和中国船舶重工股份有限公司权益投资。截至2018年底，公司其他权益工具投资114.58亿元，较年初下降4.72%。

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。2016—2018年，公司固定资产逐年增长，年均复合增长7.15%，主要系因沅江纸业、中国诚通商品贸易有限公司新纳入合并范围所致。截至2018年底，公司固定资产账面价值200.36亿元，较年初增长8.41%；其中，固定资产主要由房屋建筑物(占比47.15%)、机器设备(占比45.93%)和土地资产(占比3.57%)构成，累计计提折旧121.22亿元，计提比例为36.98%，公司固定资产成新率为61.11%，成新率一般。截至2018年底，公司固定资产中未办妥产权证书的固定资产账面价值为10.51亿元，占期末固定资产账面价值的比重为5.24%。

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。2016—2018年，公司无形资产逐年增长，年均复合增长12.07%。截至2018年底，公司无形资产账面价值73.92亿元，

较年初增长14.87%，主要系公司合并范围扩大带来的土地使用权增加所致。截至2018年底，公司无形资产主要为土地使用权（占比86.96%）和林地开采权（占比8.32%）。

截至2018年底，公司受限资产共计145.44亿元，占资产总额的5.88%，受限资产占比较低。

表 12 截至 2018 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	331,090.15	准备金及保证金等
应收票据	20,226.66	股票质押借款
存货	546,356.52	抵押
固定资产	266,735.52	抵押、融资租赁
无形资产	91,413.62	产权、抵押
其他流动资产	30,000.00	质押担保
在建工程	73,665.90	建筑物为抵押物
长期股权投资	94,872.95	股票质押借款
合计	1,454,361.32	--

资料来源：公司审计报告

截至2019年6月底，公司资产总额2,595.93亿元，较上年底增长4.90%；其中流动资产占比56.86%，非流动资产占比43.14%，资产结构仍以流动资产为主。

总体看，近年来公司处于调结构时期，受益于持续接受多家上市公司国有股权划转以及成立结构调整基金，资产规模大幅增长。公司资产以流动资产为主，货币资金与交易性金融资产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；公司受限资产占比较低；整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

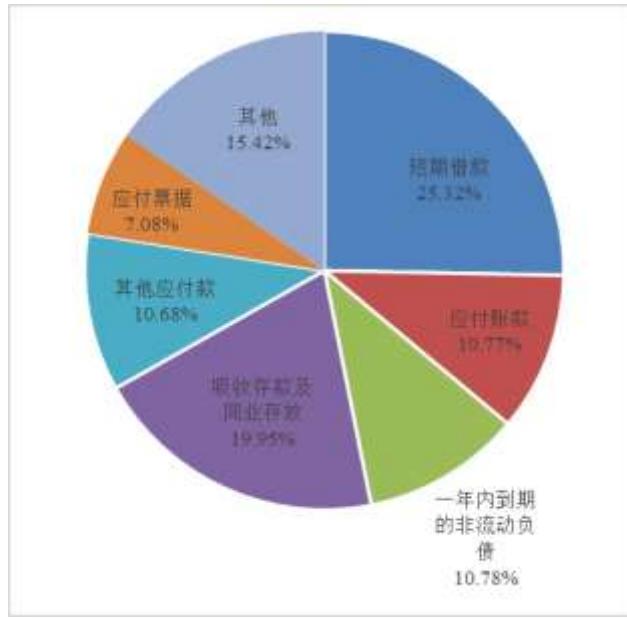
(1) 负债

2016—2018年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长40.82%。截至2018年底，公司负债合计933.85亿元，其中流动负债占比52.55%，非流动负债占比47.45%。

流动负债

2016—2018年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长24.11%。截至2018年底，公司流动负债合计490.73亿元，较年初增长43.26%，主要系其他流动负债和其他金融类流动负债增加所致；公司流动负债以短期借款（占比25.32%）、吸收存款及同业存放（占比19.95%）、应付票据（占比7.08%）、应付账款（占比10.77%）、其他应付款（占比10.68%）和一年内到期的非流动负债（占比10.78%）为主。

图8 截至2018年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2016—2018年，公司短期借款波动增长，年均复合增长12.10%。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，融资需求增加所致。截至2018年底，公司短期借款124.24亿元，较年初下降8.91%，其中，质押借款、抵押借款、保证借款和信用借款占比分别为8.83%、2.27%、52.62%和36.29%。

2016—2018年，公司吸收存款及同业存放快速增长，年均复合增长3.56倍。截至2018年底，公司吸收存款及同业存放97.92亿元，较年初增长4.21倍，公司吸收存款及同业存放全部为活期存款，主要系子公司诚通财务有限责任公司吸收北京聚鑫博锐经贸有限责任公司活期存款97.91亿元。

2016—2018年，公司应付票据波动增长，年均复合增长6.36%。截至2018年底，公司应付票据余额34.74亿元，较年初增长15.67%，主要系票据结算增加所致；公司应付票据主要由银行承兑汇票（占比94.10%）以及商业承兑汇票（占比5.90%）组成。

2016—2018年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长14.25%。截至2018年底，公司应付账款52.85亿元，较年初增长14.78%，主要系一年以内的应付采购款增加所致。截至2018年底，从应付账款账龄来看，1年以内的占比84.84%，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。

公司其他应付款主要由往来款以及保证金、押金构成。2016—2018年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长41.56%。截至2017年底，公司其他应付款为51.04亿元，较年初增长95.18%，主要系诚通地产收购的南京泛悦房地产开发有限公司向原股东南国置业有限公司借款10.85亿元所致。截至2018年底，公司其他应付款52.41亿元，较年初增长2.68%，较年初变化不大。

2016—2018年，公司一年内到期的非流动负债波动下降，年均复合下降7.30%。截至2017年底，公司一年内到期的非流动负债10.73亿元，较年初下降82.57%，主要系一年内到期的应付债券下降所致。截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债52.89亿元，较年初增长3.93倍，主要系“16诚通控股MTN001”等债券将于2019年到期转入一年内到期的应付债券所致。

非流动负债

2016—2018年，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长70.54%。截至2018年底，公司非流

动负债合计443.12亿元，较年初增长46.90%，主要系长期借款和应付债券增长所致。截至2018年底，公司非流动负债主要以长期借款（占比30.14%）和应付债券（占比62.28%）为主。

2016—2018年，公司长期借款逐年增长，年均复合增长91.34%。截至2018年底，公司长期借款合计133.55亿元，较年初增长73.22%，主要系公司合并范围扩大，融资需求增加所致；从借款类型来看，公司长期借款主要由信用借款（占比63.18%）、保证借款（占比13.93%）、国家开发银行专项贷款（占比1.45%）与抵押借款（占比21.44%）构成。

2016—2018年，公司应付债券合计金额逐年增长，年均复合增长66.24%。截至2018年底，公司应付债券合计275.95亿元，较年初增长44.82%，主要为公司2018年发行了25亿元中期票据及95亿元公司债券所致。从期限分布看，2021年债券到期164.93亿元，分布较为集中，2021年集中偿债压力较大。

表13 截至2018年底公司应付债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	发行日期	债券期限
13 诚通 MTN1	18.00	2013/3/6	7年
16 诚通控股 MTN001	15.00	2016/10/11	3年
16 诚通控股 MTN002	30.00	2016/10/20	5年
17 诚通控股 MTN001	25.00	2017/9/13	5年
17 诚通控股 MTN002	25.00	2017/9/20	3年
17 诚通控股 MTN003	15.00	2017/10/19	3年
17 诚通控股 MTN004	10.00	2017/12/15	3年
18 诚通控股 MTN001	25.00	2018-7-23	3年
18 诚通 01	30.00	2018/7/6- 2018/7/10	3年
18 诚通 02	35.00	2018/8/27-2018/8/28	3年
18 诚通 03	30.00	2018/9/13-2018/9/14	3年
12 中储债	15.87	2012/8/13	7年
16 中储发展 PPN001	4.97	2016/1/8	3年
16 中储发展 PPN002	9.94	2016/3/4	3年
18 中储 01	5.00	2018/7/19	5年
18 中储 02	10.00	2018/12/3	5年
USD5 million 3.625% Guaranteed Notes due 2022	5亿美元	2017/8/8	5年
合计	--	--	--

资料来源：公司审计报告

2016—2018年，公司全部债务逐年增长，分别为350.49亿元、470.49亿元和750.33亿元，年均复合增长46.31%，主要系长期债务增长所致。截至2018年底，公司全部债务为750.33亿元，较年初增长59.48%，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43.60%和56.40%，以长期债务为主。从债务指标来看，2016—2018年，由于公司资产规模扩大，公司资产负债率呈逐年下降趋势，分别为43.51%、38.07%和37.74%；全部债务资本化比率呈逐年下降趋势，分别为36.44%、30.99%和32.75%；长期债务资本化比率逐年上升，分别为18.59%、20.76%和21.55%，公司整体债务负担较轻。

截至2019年6月底，公司负债合计949.27亿元，较上年底增长1.65%，其中流动负债占比45.16%，非流动负债占比54.84%，以非流动负债为主。截至2019年6月底，公司全部债务727.10亿元，较上年底下降3.10%，其中短期债务230.11亿元，长期债务496.99亿元，仍以长期债务为主；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36.57%、30.63%和

23.18%，债务负担较年初变化不大。

总体看，近年来，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，以长期债务为主，整体债务负担较轻。

（2）所有者权益

2016—2018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58.75%。截至2018年底，公司所有者权益为1,540.71亿元，较年初增长47.03%，其中归属于母公司所有者权益为623.28亿元，较年初增长103.55%，归属于母公司所有者权益占所有者权益的40.45%。从权益结构来看，截至2018年底，归属于母公司所有者权益中股本占20.54%，资本公积占11.88%，未分配利润占77.33%。公司少数股东权益占比较高，公司权益稳定性有待提高。

截至2018年底，公司股本合计128.00亿元，较年初无变化；资本公积74.03亿元，较年初下降46.39%，主要系公司因需上缴专项收益金，将原计入资本公积的股权划转金额转入未分配利润所致；未分配利润合计482.00亿元，较年初增加440.63亿元，主要系公司下属诚通金控因需上缴专项收益金，将本年收到的划拨股权369.54亿元及期初63.83亿元转入未分配利润核算所致。

截至2019年6月底，公司所有者权益合计1,646.66亿元，较上年底增长6.88%。从权益结构来看，归属于母公司的所有者权益中，以未分配利润为主，占比为77.70%。

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

公司目前的传统控股经营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。2016—2018年，公司营业总收入分别为621.54亿元、828.75亿元和1,016.55亿元，年均复合增长27.89%；公司传统控股经营营业收入逐年增长，分别为619.71亿元、823.14亿元和1,011.66亿元，年均复合增长27.77%，主要系商品贸易收入增长所致。2016—2018年，公司利润总额逐年增长，分别为20.27亿元、24.85亿元和28.23亿元，年均复合增长18.01%。2016—2018年，公司净利润波动增长，分别为14.75亿元、10.65亿元和18.04亿元，年均复合增长10.56%。

期间费用方面，2016—2018年，公司期间费用逐年增长，年均复合增长31.18%，2018年公司期间费用合计68.83亿元，较上年增长44.14%，主要系公司财务费用增长所致，其中销售费用占比25.66%，管理费用占比35.53%，研发费用占比6.43%，财务费用占比32.38%。2016—2018年，公司销售费用逐年增长，年均复合增长31.00%，2018年，公司销售费用17.66亿元，较上年增长32.22%，主要系人工成本增加所致。2016—2018年，公司管理费用逐年增长，年均复合增长10.33%，2018年，公司管理费用24.46亿元，较上年增长9.80%，主要系人工成本增加所致。2018年，公司研发费用4.42亿元，较上年增长44.62%，主要系材料费用以及科研人员人工支出增加所致。2016—2018年，公司财务费用逐年增长，年均复合增长52.26%，2018年，公司财务费用22.28亿元，较上年增长83.91%，主要系债务规模上升导致利息费用同比增加9.01亿元所致。2016—2018年，公司费用收入比分别为6.43%、5.76%和6.34%，呈波动下降趋势，期间费用对公司利润存在明显侵蚀，公司费用控制能力有待提高。

2016—2018年，公司投资收益分别为4.61亿元、7.95亿元和30.78亿元，占同期营业利润的比例为280.16%、27.89%和110.31%，所占比例较大，是公司营业利润的主要来源之一；公司2017年所获投资收益主要来自公司参与成立的国调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 2018 年所获投资收益主要来自国调基金持有交易性金融资产期间取得的投资收益（新准则适用）15.24 亿元及可供出售金融资产等取得的投资收益 7.75 亿元。2016—2018 年，公司公允价值变动收益分别为 0.22 亿元、9.38 亿元和-14.06 亿元，2018 年，公允价值变动损失主要来源于国调基金持有的交易性金融资产公允价值变动损失 13.81 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，2016—2018 年，公司营业外收入分别为 19.81 亿元、2.36 亿元和 3.50 亿元，分别是同期利润总额的 97.70%、8.47% 和 12.38%；公司 2018 年营业外收入较上年增长 47.86%，主要系公司获得对赌业务补偿 1.16 亿元³所致。2018 年，公司其他收益 2.91 亿元，较上年下降 66.13%，主要系公司子公司中储股份无车承运业务补贴金额 5.83 亿元冲减主营业务成本所致。2018 年，公司资产处置收益为 9.42 亿元，较上年下降 0.73 亿元，主要由拆迁补偿款 8.93 亿元构成。

2016—2018 年，公司资产减值损失分别为 4.84 亿元、11.94 亿元和 2.59 亿元。2018 年，公司资产减值损失较上年下降 9.35 亿元，主要系 2017 年泰格林纸集团股份有限公司确认坏账损失 3.62 亿元，中国包装有限责任公司对于清理退出企业人员安置以前年度挂账未能通过国有资本预算弥补的部分确认坏账损失 2.51 亿元。

从盈利指标看，2016—2018 年，公司营业利润率分别为 6.71%、6.30% 和 6.93%，呈波动上升趋势；公司总资本收益率分别为 3.35%、2.23% 和 2.15%，总资产报酬率分别为 3.57%、3.02% 和 2.46%，净资产收益率分别为 3.13%、1.65% 和 1.39%，总体呈下降趋势，各盈利指标处于较低水平。

2019 年 1—6 月，公司实现营业收入 505.39 亿元，较上年同期增长 4.67%；实现净利润 17.31 亿元，较上年同期大幅增长 99.54%，主要系国调基金持有的交易性金融资产公允价值变动收益 26.47 亿元所致。

总体看，近年来，物流和贸易业务带动公司收入大幅增长，期间费用和资产减值损失对营业利润存在明显侵蚀；同时，公允价值变动收益及投资收益对公司利润影响较大且存在波动，整体盈利能力有待提升。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，2016—2018 年，公司经营活动现金流入逐年增长，分别为 747.81 亿元、935.60 亿元和 1,277.75 亿元，年均复合增长 30.72%，主要系公司销售商品收到的现金增加和客户存款以及同业存放款项增加所致。2016—2018 年，经营活动现金流出逐年增长，分别为 745.69 亿元、925.28 亿元和 1,135.01 亿元，年均复合增长 23.37%。受上述因素影响，2016—2018 年，经营活动产生的现金流量净额 2.12 亿元、10.32 亿元和 142.74 亿元。从收入实现质量来看，2016—2018 年，公司现金收入比分别为 102.69%、103.77% 和 102.17%，收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2016—2018 年，公司投资活动产生的现金流入逐年增长，分别为 29.82 亿元、41.94 亿元和 238.64 亿元，年均复合增长 182.88%；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股份有限公司收到一笔与投资有关的长期应收款所致；2018 年，公司投资活动现金流入较上年增长 4.69 倍，主要系公司收回投资收到的现金大幅增长所致。2016—2018 年，公司投资活动现金流出波动增长，分别为 78.57 亿元、563.65 亿元和 561.98 亿元，年均复合增长 167.44%；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；2018 年，公司投

³ 中储股份投资亨利巴斯父子有限公司时签署三年业绩对赌协议，三年业绩未达到协议约定，对方支付的业绩补偿收入。

资活动现金流出较上年下降0.30%。受上述因素影响，2016—2018年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-48.75亿元、-521.71亿元和-323.34亿元。

从筹资活动来看，2016—2018年，公司筹资活动产生的现金流入波动增长，分别为531.28亿元、748.60亿元和596.05亿元，年均复合增长5.92%；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；2018年筹资活动现金流入较上年下降20.38%，主要系吸收投资收到的现金下降所致。2016—2018年，公司筹资活动产生的现金流出波动增长，分别为275.16亿元、322.52亿元和288.40亿元，年均复合增长2.38%。受上述因素影响，2016—2018年，公司筹资活动现金流量净额为256.12亿元、426.08亿元和307.66亿元。

2019年1—6月，公司经营活动产生的现金流量净额为-114.56亿元，投资活动产生的现金流量净额为-71.53亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-14.15亿元，现金及现金等价物增加额为-200.11亿元。

总体看，近年来，公司经营活动现金流入量规模大，整体收入实现质量尚可；受国调基金项目投资需要，公司投资活动现金净流出规模较大，公司对外融资需求很大，考虑到国调基金未来出资逐步到位，公司融资压力有望缓解。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，受流动资产增加影响，2016—2018年，公司流动比率分别为2.15倍、3.04倍和2.93倍，速动比率分别为1.68倍、2.60倍和2.56倍，均波动上升。2016—2018年，公司现金短期债务比分别为1.78倍、3.49倍和3.16倍，公司现金类资产对短期债务的覆盖能力很强。公司整体流动性较好，短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2016—2018年，公司EBITDA逐年增长，分别为45.93亿元和55.93亿元和66.08亿元，年均复合增长2.02%；2018年，公司EBITDA为66.08亿元，较上年增长18.14%，主要系公司利息支出增加所致。2018年，公司EBITDA由折旧（占比19.05%）、摊销（占比3.41%）、计入财务费用的利息支出（占比34.81%）和利润总额（占比42.73%）构成。2016—2018年，公司EBITDA利息倍数分别为3.48倍、3.14倍和2.05倍，公司EBITDA对利息的保障程度较强；公司EBITDA全部债务比分别为0.13倍、0.11倍和0.09倍，公司EBITDA对全部债务的保障能力尚可。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至2018年底，公司对外担保余额合计不超过7.55亿元，为公司当期净资产的0.49%，占比较小，主要是下属子公司中储股份对合营企业的担保，被担保方均正常经营且提供了反担保，风险处于可控范围内。

截至2018年底，公司重大未决诉讼（争议金额5,000.00万元以上）金额为8.86亿元（见下表），占2018年底净资产比重为0.58%，公司或有负债风险较小。

表14 截至2018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	天津中天盛通科技有限公司、天津市中天宏大纸业有限公司、马向英	冠豪高新	合同纠纷	2,3100.00	未开始审理
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
7	中泰创展控股有限公司	中储发展股份有限公司	合同纠纷	5,510.00	尚在审理中
8	中泰创展控股有限公司	中储发展股份有限公司	合同纠纷	5,857.19	尚在审理中
9	上海睿卉资产管理有限公司	中储发展股份有限公司	合同纠纷	10,800.00	尚在审理中
合计		--	--	88,643.47	--

资料来源：公司审计报告

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2019年7月9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2019年6月底，公司在主要银行的授信额度为1,194亿元，其中尚未使用的银行授信额度为868亿元，公司间接融资渠道畅通。公司子公司中储股份、冠豪高新、粤华包、诚通发展、岳阳林纸、华贸物流均为上市公司，具备直接融资渠道。

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属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、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券的发行对目前债务的影响

截至2019年6月底，公司全部债务总额为727.10亿元，本期拟发行规模不超过50亿元，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影响较小。

以2019年6月底财务数据为基础，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37.77%、32.06%和24.94%，分别较发行前上升1.20个百分点、1.43个百分点和1.75个百分点，公司整体债务负担仍较轻。考虑到本期债券部分募集资金将用于偿还现有债务，实际债务负担将低于上述测算值。

2. 本期公司偿债能力分析

以2018年的财务数据为基础，2018年，公司EBITDA为66.08亿元，为本期债券发行额度（50亿元）的1.32倍，EBITDA对本期债券的覆盖程度较高。2018年，公司经营活动产生的现金流入1,277.75亿元，为本期债券发行额度（50亿元）的25.56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，考虑到公司作为国有资本运营公司试点企业，资产组合内的公司业务网络广泛，行业涵盖基金投资、资产管理、股权运作以及综合物流、林浆纸、贸易服务等，并均在其所从事的业务领域处于行业前列，具有较强的综合竞争优势；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很强的竞争优势，公司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。2016年以来，公司改组成为国有资本运营公司试点企业，拥有重要的业务功能定位，侧重于持股管理和资本运作等功能，在国家政策支持、无偿接收国有股权及资产划转方面具备显著优势；受益于接收多家上市公司国有股权无偿划转，公司资产规模大幅增长，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，联合评级也关注到宏观经济增速放缓，大宗商品价格波动较大，造纸行业竞争激烈，公司传统控股经营业务盈利能力偏弱以及所有者权益稳定性较弱等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司经营结构调整完成以及多元化业务格局不断发展，公司整体经营和盈利能力有进一步提升的空间，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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额 (亿元)	1,082.26	1,692.06	2,474.56	2,595.93
所有者权益 (亿元)	611.34	1,047.88	1,540.71	1,646.66
短期债务 (亿元)	210.88	196.02	327.13	230.11
长期债务 (亿元)	139.61	274.47	423.20	496.99
全部债务 (亿元)	350.49	470.49	750.33	727.10
营业总收入 (亿元)	621.54	828.75	1,016.55	505.39
净利润 (亿元)	14.75	10.65	18.04	17.31
EBITDA (亿元)	45.93	52.87	66.08	--
经营性净现金流 (亿元)	2.12	10.32	142.74	-114.56
应收账款周转次数 (次)	10.28	12.02	13.05	--
存货周转次数 (次)	4.56	5.01	5.53	--
总资产周转次数 (次)	0.69	0.60	0.49	0.24
现金收入比率 (%)	102.69	103.77	102.17	102.07
总资本收益率 (%)	3.35	1.99	2.15	--
总资产报酬率 (%)	3.57	2.80	2.46	--
净资产收益率 (%)	3.13	1.28	1.39	1.28
营业利润率 (%)	6.71	6.30	6.93	5.86
费用收入比 (%)	6.43	5.76	6.34	6.23
资产负债率 (%)	43.51	38.07	37.74	36.57
全部债务资本化比率 (%)	36.44	30.99	32.75	30.63
长期债务资本化比率 (%)	18.59	20.76	21.55	23.18
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.48	3.14	2.05	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.13	0.11	0.09	--
流动比率 (倍)	2.15	3.04	2.93	3.44
速动比率 (倍)	1.68	2.60	2.56	3.00
现金短期债务比 (倍)	1.78	3.49	3.16	4.15
经营现金流动负债比率 (%)	0.66	3.01	29.09	-26.73
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.92	1.06	1.32	--

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. 长期应付款已计入长期债务

4. 公司 2019 年 1-6 月数据未经审计, 相关指标未年化

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-税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+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 2020 年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

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

中国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。

