

信用等级公告

联合〔2020〕2212号

联合资信评估有限公司通过对中国诚通控股集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国诚通控股集团有限公司主体长期信用等级为AAA，“16诚通控股MTN002”“17诚通控股MTN001”“17诚通控股MTN002”“17诚通控股MTN003”“17诚通控股MTN004”“18诚通控股MTN001”“19中国诚通债转股债01”和“20中国诚通债转股债01”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告



中国诚通控股集团有限公司2020年跟踪评级报告

评级结果:

项 目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
中国诚通控股集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
16 诚通控股 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
17 诚通控股 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
17 诚通控股 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
17 诚通控股 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
17 诚通控股 MTN004	AAA	稳定	AAA	稳定
18 诚通控股 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
19 中国诚通债转股 01	AAA	稳定	AAA	稳定
20 中国诚通债转股 01	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
16 诚通控股 MTN002	30 亿元	30 亿元	2021/10/21
17 诚通控股 MTN001	25 亿元	25 亿元	2022/09/12
17 诚通控股 MTN002	25 亿元	25 亿元	2020/09/19
17 诚通控股 MTN003	15 亿元	15 亿元	2020/10/18
17 诚通控股 MTN004	10 亿元	10 亿元	2020/12/14
18 诚通控股 MTN001	25 亿元	25 亿元	2021/07/25
19 中国诚通债转股 01	31 亿元	31 亿元	2024/06/24
20 中国诚通债转股 01	30 亿元	30 亿元	2025/04/29

评级时间: 2020 年 7 月 16 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注: 上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点:

中国诚通控股集团有限公司(以下简称“公司”)作为直属国务院国资委的中央企业,在国家政策支持、无偿接受国有企业股权及资产划转方面具备显著的竞争优势。2019 年,公司依托中央企业国有资产整合和国有资本运营的重要职能定位,进一步深化国有资本经营公司试点改革探索,侧重于持股管理和资本运作等功能,牵头并发起的国家大型战略基金运营情况良好,资金配置效率得到提升,带动利润规模同比显著增长。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司传统控股经营业务盈利能力偏弱、利润对投资收益及公允价值变动收益依赖度加大且具有波动性以及本部债务负担较重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完善,公司整体盈利能力和综合实力有望得到进一步提升。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA,“16 诚通控股 MTN002”“17 诚通控股 MTN001”“17 诚通控股 MTN002”“17 诚通控股 MTN003”“17 诚通控股 MTN004”“18 诚通控股 MTN001”“19 中国诚通债转股 01”“20 中国诚通债转股 01”的信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

优势

1. 公司承担着中央企业国有资产整合和国有资本运营的重要职能。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,承担着中央企业国有资产整合和国有资本运营的重要职能。
2. 跟踪期内,公司国有资本运营业务运营良好。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(以下简称“国调基金”),服务于央企、支持重点行业整合和专业化重组。跟踪期内,国调基金运营情况良好,2019 年实现利润总额 38.40 亿元,大幅提升公司盈利规模。
3. 跟踪期内,公司进行股权管理运作,实现国有资产保值增值。2019 年,公司持续推进股权管理运作以实现国有资产保值增值,得益于股利分配,子公司北京诚通金控投资有限公司利润实现同比大幅提升 7.59 亿元至 14.16 亿元。
4. 公司现金类资产对一年内到期的债券保障能力强。截至

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果	AAA	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	3
			现金流量	3
		资本结构		1
		偿债能力		2
		调整因素和理由		

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

分析师：李明 黄冠嘉

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中

国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

2019 年底，公司现金类资产（剔除受限后）为一年内到期债券余额的 19.35 倍。

关注

1. 跟踪期内，公司传统控股经营业务所处行业竞争激烈，盈利能力较弱，利润总额对国调基金投资收益及公允价值变动收益依赖度加大。2019 年，公司所处贸易行业和造纸行业竞争激烈，同时受宏观经济增速持续放缓、实体经济需求减弱影响，传统控股经营业务盈利能力较弱，公司利润总额对国调基金投资收益及公允价值变动收益依赖度加大，但上述收益受宏观经济、资本市场行情等因素影响存在波动性。
2. 跟踪期内，公司应收账款等对营运资金形成占用。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，对营运资金形成占用。
3. 跟踪期内，公司本部债务负担较重。母公司为控股平台型公司，资产及资本规模偏小，资本运营业务的开展主要依靠外部融资，债务负担偏重。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	666.21	1000.54	967.42	976.72
资产总额(亿元)	1690.61	2474.56	2700.37	2777.67
所有者权益(亿元)	1046.25	1540.71	1701.59	1686.16
短期债务(亿元)	196.02	328.70	362.00	223.41
长期债务(亿元)	274.47	429.71	406.56	622.73
全部债务(亿元)	470.50	758.41	768.56	846.15
营业收入(亿元)	828.75	1016.55	1053.37	203.11
利润总额(亿元)	24.85	28.23	50.38	-7.80
EBITDA(亿元)	52.87	66.08	92.71	--
经营性净现金流(亿元)	10.32	142.74	-65.49	-32.98
营业利润率(%)	6.30	6.93	6.79	6.61
净资产收益率(%)	1.02	1.17	1.95	--
资产负债率(%)	38.11	37.74	36.99	39.30
全部债务资本化比率(%)	31.02	32.99	31.11	33.41
流动比率(%)	311.17	292.62	269.32	344.98
经营现金流动负债比	2.99	29.09	-11.68	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.90	11.48	8.29	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.78	2.87	3.43	--
公司本部(母公司)				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	433.40	599.60	1234.42	1250.58
所有者权益(亿元)	137.42	124.42	709.05	712.35
全部债务(亿元)	250.98	406.19	477.50	489.88
营业收入(亿元)	0.00	0.04	0.16	0.07
利润总额(亿元)	8.31	-10.63	-13.37	1.01
资产负债率(%)	68.29	79.25	42.56	43.04
全部债务资本化比率(%)	64.62	76.55	40.24	40.75
流动比率(%)	22.78	20.64	19.08	103.48
经营现金流动负债比(%)	20.95	-17.51	-8.22	--

注: 2020 年 1—3 月财务数据未经审计; 合并口径现金类资产已扣除受限货币资金; 长期应付款中的有息债务计入长期债务

评级历史：

债项简称	债项级别	信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 中国诚通债转股债 01	AAA	AAA	稳定	2019/12/20	杨学慧 李明	一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907） 一般工商企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
16 诚通控股 MTN002/17 诚通控股 MTN001/17 诚通控股 MTN002/17 诚通控股 MTN003/17 诚通控股 MTN004/18 诚通控股 MTN001/19 中国诚通债转股债 01	AAA	AAA	稳定	2019/07/24	杨学慧 李明	联合资信工商企业主体评级方法（2013 年） 工商企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
19 中国诚通债转股债 01	AAA	AAA	稳定	2019/05/28	杨学慧 李明	联合资信工商企业主体评级方法（2013 年） 工商企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
18 诚通控股 MTN001	AAA	AAA	稳定	2018/06/07	杨学慧 李明	联合资信工商企业主体评级方法（2013 年） 工商企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
17 诚通控股 MTN004	AAA	AAA	稳定	2017/12/04	杨学慧 李明	联合资信工商企业主体评级方法（2013 年） 工商企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
17 诚通控股 MTN003	AAA	AAA	稳定	2017/10/11	杨学慧 李明	联合资信工商企业主体评级方法（2013 年） 工商企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
17 诚通控股 MTN002	AAA	AAA	稳定	2017/09/12	杨学慧 李明	联合资信工商企业主体评级方法（2013 年） 工商企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
17 诚通控股 MTN001	AAA	AAA	稳定	2017/06/20	杨学慧 李明	联合资信工商企业主体评级方法（2013 年） 工商企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
16 诚通控股 MTN002	AAA	AAA	稳定	2016/10/17	刘哲 刘嘉敏 杨学慧	联合资信工商企业主体评级方法（2013 年） 工商企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文

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

声 明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

中国诚通控股集团有限公司 2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于中国诚通控股集团有限公司（以下简称“中国诚通”或“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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”或“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2019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。

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；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；五金文化、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2019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个职能部门以及战略委员会、审计委员会等5个专业委员会（见附件1-2）；公司纳入合并范围的出资企业共163家。公司拥有7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”）、中冶美利云产业投资股份有限公司（股票代码：000815.SZ，以下简称：“美利云”）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）。上述持股均未质押。

截至2019年底，公司资产总额2700.37亿元，所有者权益（含少数股东权益941.34亿元）合计1701.59亿元；2019年，公司实现营业收入1053.37亿元，利润总额50.38亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额2777.67亿元，所有者权益（含少数股东权益894.75亿元）合计1686.16亿元；2020年1—3月，公司实现营业收入203.11亿元，利润总额-7.80亿元。

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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至目前，公司由联合资信评级的存续债券包括“16 诚通控股 MTN002”“17 诚通控股 MTN001”“17 诚通控股 MTN002”“17 诚通控股 MTN003”“17 诚通控股 MTN004”“18 诚通控股 MTN001”“19 中国诚通债转股债 01”“20 中国诚通债转股债 01”，存续债券募集资金已全部按募集用途使用完毕，除“20 中国诚通债转股债 01”尚未到付息日，其余债券均正常付息。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
16 诚通控股 MTN002	30	30	2016/10/21	2021/10/21
17 诚通控股 MTN001	25	25	2017/09/12	2022/09/12
17 诚通控股 MTN002	25	25	2017/09/19	2020/09/19
17 诚通控股 MTN003	15	15	2017/10/18	2020/10/18
17 诚通控股 MTN004	10	10	2017/12/14	2020/12/14
18 诚通控股 MTN001	25	25	2018/07/25	2021/07/25
19 中国诚通债转股债 01	31	31	2019/06/24	2024/06/24
20 中国诚通债转股债 01	30	30	2020/04/29	2025/04/29

资料来源：Wind

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。

2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负

增长。

表 2 2016—2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模

4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。

2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，

出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。

2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。

2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百

分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降，收支缺口更趋扩大。

2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政

策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85% 下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元

的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有的，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字

率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、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状况具有较大影响。

1. 贸易行业

(1) 国际贸易

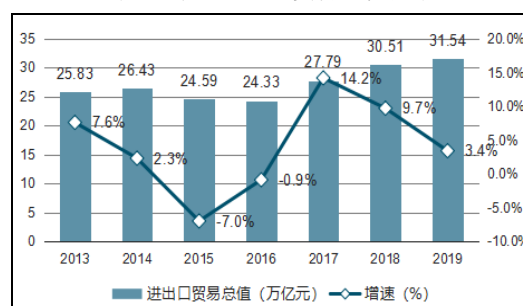
近年来，世界经济增长增速放缓，不稳定不确定因素增多，国内外风险挑战明显上升，国内相继出台了一系列稳外贸、稳外资政策和减税降费政策，有效降低了企业负担，虽中美贸易摩擦余温未消，但在国内完善的工业门类 and 制造业体系的支撑和一带一路政策的推进下，2019年全年外贸进出口仍保持稳定增长。

2020年初新冠疫情爆发以来国内外需求短期承压，考虑到政府采取的一系列稳定外贸发展的措施，预计2020年中国外贸有望保持总体平稳。

近年来，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求有所回暖。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，上述因素都将给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

2019年，在全球经贸风险和不确定性加剧的背景下，中国出台了一系列稳外贸、稳外资政策和减税降费政策，不断优化外贸结构和营商环境，企业创新挖潜多元化市场，外贸总体保持稳中提质势头，全年实现外贸进出口总值31.54万亿元人民币，同比增长3.4%，全年进出口、出口、进口均创历史新高，但增速进一步下滑。其中，贸易出口17.23万亿元，同比增长5%；进口14.31万亿元，同比增长1.6%；出口额增速远高于进口额增速。2019年，中国贸易顺差2.92万亿元，同比扩大25.4%，贸易顺差大幅回升，表明国内完善的工业门类和制造业基础为外贸发展提供了强有力支撑。

图1 中国进出口贸易总值及增速



资料来源：中国产业信息网

从区域分布上看，随着中美贸易摩擦持续升级，贸易保护主义抬头，国际贸易形势随之恶化，中国主要贸易伙伴结构发生变化。欧盟仍然是中国第一大贸易伙伴，但东盟取代美国成为中国第二大贸易伙伴。2019年，中国对东盟进出口4.43万亿元，增长14.1%；对美国进出口3.73万亿元，下降10.7%；第四大贸易伙伴是日本，对日本进出口2.17万亿元，增长

0.4%。此外，中国对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%，高出整体增速 7.4 个百分点。

从外贸参与主体来看，2019 年，民营企业进出口 13.48 万亿元，增长 11.4%，占中国外贸总值的 42.7%，比 2018 年提升 3.1 个百分点。其中，出口 8.9 万亿元，增长 13%；进口 4.58 万亿元，增长 8.4%。外商投资企业进出口 12.57 万亿元，占中国外贸总值的 39.9%。国有企业进出口 5.32 万亿元，占 16.9%。民营企业首次超过外商投资企业，成为中国第一大外贸主体。

2020 年以来，新型冠状病毒肺炎疫情相继在国内及全球爆发，对世界经济发展造成了冲击，贸易行业物流部分中断，订单不能按期交付，境内外需求下降，采购及销售周期拉长，安全和维护成本上升，世界贸易组织预测 2020 年全球货物贸易下滑较大。随着国际市场的需求萎缩，外贸新订单减少等问题开始逐步显现，外贸发展可能面临一定困难。2020 年一季度，中国货物贸易进出口总值 6.57 万亿元人民币，比去年同期下降 6.4%。其中，出口 3.33 万亿元，下降 11.4%；进口 3.24 万亿元，下降 0.7%；贸易顺差 983.3 亿元，减少 80.6%。随着国内疫情防控取得阶段性重要成效，经济社会秩序加快恢复，在疫情期间，民营企业根据疫情发展规律，调整生产计划，适当做出生产预案，中国 4 月当月出口 1.41 万亿元，同比增长 8.2%，由负转正。

同时，考虑到各地各部门采取了一系列稳定外贸发展的措施，帮助企业克服困难，逐步打通国际运输通道，稳定供应链产业链，全年来看，中国外贸有望保持总体平稳。

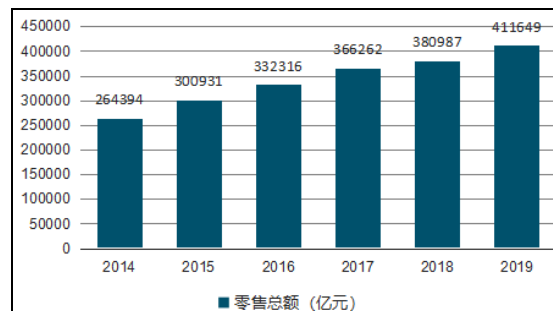
（2）国内贸易

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，社会消费品零售总额保持增长，但增速持续下滑。

根据国家统计局数据，2019 年，社会消费品零售总额 411649 亿元，比上年名义增长

8.0%（扣除价格因素实际增长 6.0%），增速较上年放缓 1 个百分点，总体保持平稳增长。其中，除汽车以外的消费品零售额 372260 亿元，增长 9.0%。

图 2 近年来中国社会消费品零售总额



资料来源：中国产业信息网

整体看，中国国内贸易规模在经历高速增长后，增速出现回落。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。

2. 造纸行业

（1）行业概况

2019 年，受成本整体上涨、贸易战导致下游需求疲软、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。

造纸行业是中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，中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

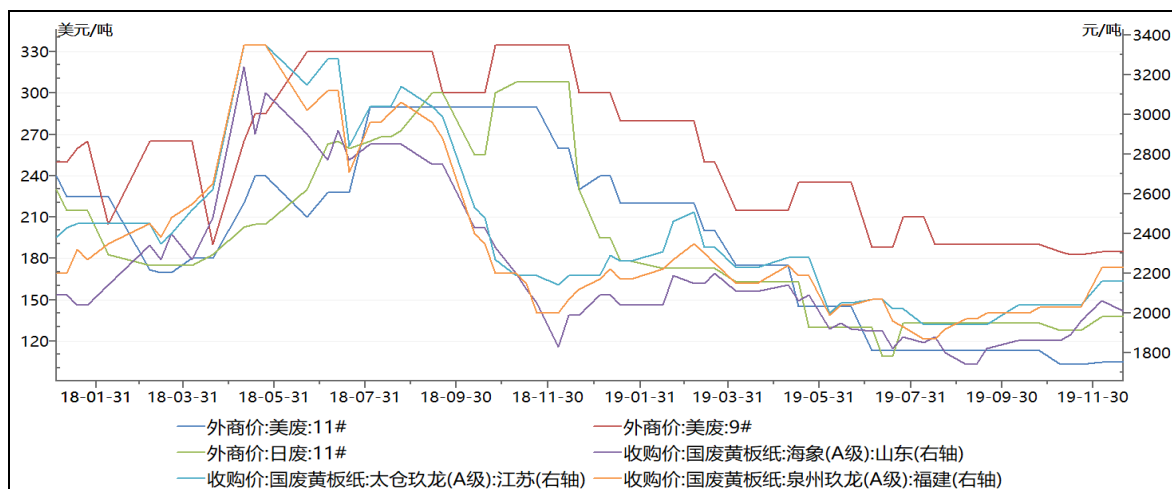
入增速放缓、原料价格波动频繁、经营效益下滑、环保政策趋紧等多重瓶颈制约，行业发展面临较大压力。造纸业已进入结构调整、技术升级和淘汰落后产能的关键时期，部分品种出现阶段性产能过剩。但从长远发展的角度看，造纸行业面临战略转型，开启绿色、环保、品质的发展道路。行业产能向优势大型企业集中的趋势明显，大型造纸企业面临良好的发展机遇。

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。2019年，全国造纸及纸制品业营业收入13370.1亿元，同比下降3.00%；利润总额681.9亿元，同比下降9.10%。

2019年，全国造纸及纸制品业汇总企业单位数6688个，亏损企业数1151个，营业收入同比减少3.00%，其中：纸浆制造业营业收入同比下降3.14%；造纸业收入同比下降5.09%，纸制品制造业营业收入同比增长0.02%。

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—2019年，中国纸浆进口量分别为2372万吨、2479万吨和2720万吨，呈逐年增长趋势；中国废纸进口量分别为2572万吨、1703万吨和1093万吨，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。从废纸价格走势看，2019年，受贸易摩擦影响，下游需求低迷，国内贸易外废和国废价格处于低位。

图3 近年来废纸价格走势（单位：美元/吨、元/吨）

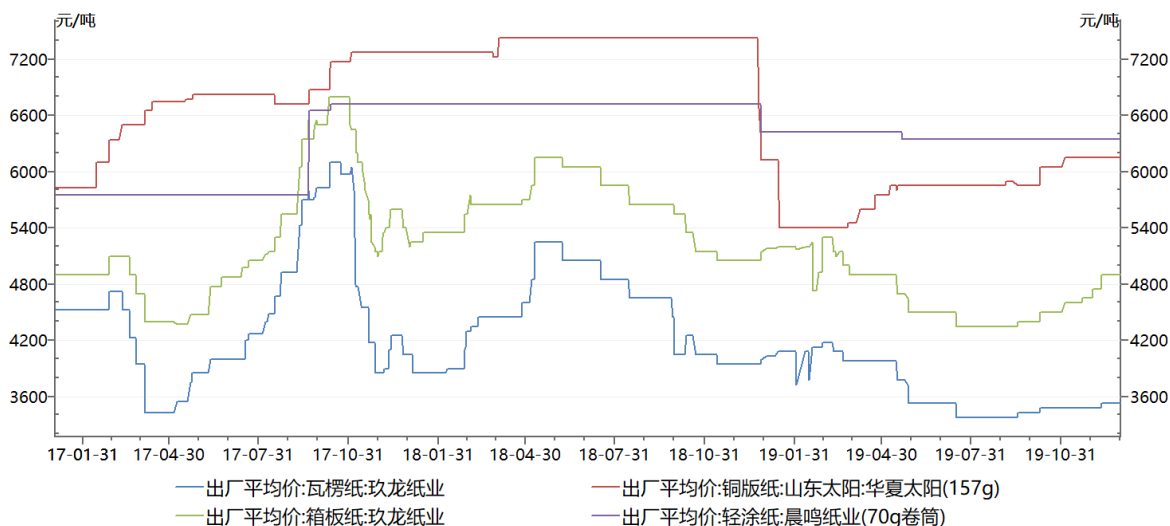


资料来源：Wind 资讯

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月以来,受贸易战影响,下游需求低迷,再加之终端零售不振,

出货缓慢,导致了行业需求承压,瓦楞纸价格始终处于低位。文化纸方面,受下游需求疲软影响,2019年以来,全年文化纸价格呈下行趋势。

图4 近年来成品纸价格走势(单位:元/吨)



资料来源: Wind 资讯

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。

(2) 行业政策

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。

目前造纸行业企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促进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。

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。

2019年8月,国家市场监督管理总局发布《纸浆纤维湿重的测定》等4项造纸国家标准,对纸、纸板和纸制品邻苯二甲酸酯的测定、纸浆纤维湿重的测定等均规定了测定标准。2019年12月,国务院关税税则委员会公布《关于2020年进口暂定税率等调整方案的通知》,中国将降低150多项木材和纸制品的进口关税,平均税率

水平从5.3%左右降低至3.2%左右。

(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。

行业竞争加剧。

中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、芬兰等国的纸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。

新冠肺炎疫情对造纸行业供应链造成影响。

自新冠肺炎疫情在全球范围爆发以来，造纸行业供应链受到一定影响。原材料上，中国木浆主要依赖进口，巴西与加拿大为中国主要木浆进口国，其后续疫情控制情况将对全球木浆供应产生一定影响。出口方面，受疫情影响，包装纸国内外需求暂时处于低迷状态。未来随着疫情得到进一步控制及好转，造纸行业原材料供应和下游需求等将得到恢复。

(4) 行业发展

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。

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。

3. 物流行业

面对纷繁复杂的国际国内形势，近年来物流行业保持总体平稳、稳中有进的运行态势，物流需求规模不断扩大，运行效率有所改善。

作为连通社会生产、消费各环节的纽带，物流行业在中国经济、社会发展中的角色愈发重要。从规模总量看，2019年中国社会物流总额达到298.0万亿元，从增速看，全年社会物流总额可比增长5.9%，增速比上年回落0.5个百分点；社会物流需求总体保持平稳增长，但增速有所趋缓，进入中高速发展阶段。从2019年变化趋势看，工业物流需求贡献率进一步趋缓，内需对物流需求增长的拉动继续增强，进口、消费相关等新动能物流需求贡献率继续提升，转型升级态势持续发展。以新产业、新业态、新模式为主要内容的新动能正在快速集聚，持续发展壮大，成为支撑物流需求结构调整的重要力量。

六、基础素质分析

1. 产权状况和竞争力

公司是国务院国资委监管的大型中央企业，并于 2016 年确定为中央企业国有资本运营公司试点。跟踪期内，公司资本运营业务及各产业版块运转良好，盈利能力提升，整体竞争优势较强。

公司是国务院国资委首批 7 家中央企业董事会试点企业之一。2005 年 6 月，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平台，探索中央企业非主业资产及不良资产市场化、专业化运作和处置的途径。2016 年 2 月，公司被确定为中央企业国有资本运营公司试点，依法自主开展国有资本运

作，通过股权运作、价值管理、有序进退，促进国有资本合理流动，实现保值增值，跟踪期内，公司陆续接收上市央企的股权划转。在此定位下，公司的资产规模、资本实力及盈利能力有望实现快速增长。

跟踪期内，公司不断加快资本运营公司功能建设和业务开展，已经形成资本运营、资产经营、持股管理等资本运营功能板块，运营情况良好，随着投资项目的退出，国调基金利润总额大幅提升，对公司利润贡献较大。同时控股经营生产资料贸易、综合物流服务和造纸业务，通过产业经营促进企业提质增效和价值创造，实现资本运营与控股经营的优势互补、相互促进。

表 3 截至 2019 年底公司主要子公司财务数据（单位：%、亿元）

公司名称	持股比例	资产总额	所有者权益	营业收入	利润总额
中国诚通国际贸易有限公司	70.00	20.54	4.06	173.93	0.86
中国物资储运集团有限公司	100.00	222.29	129.2	413.36	4.51
中国物流股份有限公司	40.00	105.57	38.23	45.95	0.68
港中旅华贸国际物流股份有限公司	45.82	64.08	41.77	102.52	4.68
中国纸业投资有限公司	100.00	352.46	141.14	276.02	-5.36
北京诚通金控投资有限公司	100.00	571.18	567.27	0.00	14.16

资料来源：公司提供

（1）生产资料贸易

公司生产资料贸易的经营主体主要为子公司中国诚通国际贸易有限公司（以下简称“诚通贸易”）和中国物资储运集团有限公司（以下简称“中国储运”）等。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。

（2）物流服务

公司物流服务业务主要由子公司中国储运、华贸物流和中国物流股份有限公司（以下简称“中国物流”）负责运营。公司是中国内地仓储物流龙头企业，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；公司自有仓储物流设施占地面积 1305 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 2500 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。

（3）造纸

纸业方面，公司经营主体为全资子公司中国纸业投资有限公司（以下简称“中国纸业”）及其下属子公司。2010 年 9 月，经国资委批准，中国纸业成为唯一将林浆纸业务定位为主业的央企。目前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。公司旗下岳阳林纸和银河纸业是中国文化纸市场的主要生产企业之一，文化纸合计产能在国内文化纸市场居于前列；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。

2. 企业信用记录

根据公司提供的《企业信用报告（自主查询版）》（统一社会信用代码：G10110106010377405），截至2020年5月26日，公司本部无不良及关注类信贷记录，公司过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事长及总经理发生变动，除上述变化外，公司治理结构、管理制度和其他高层管理人员等方面未发生重大变化。

跟踪期内，公司原董事长马正武先生不再担任公司党委书记、董事长、董事职务；朱碧新先生任公司党委书记、董事长，不再担任总经理职务；李洪凤先生任公司董事、党委副书记、总经理职务。

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。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，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仍为商品贸易业务，受宏观经济增速持续放缓、实体经济需求减弱影响，控股经营业务综合毛利率维持在较低水平。

跟踪期内，公司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。2019年，公司传统控股经营业务收入1049.63亿元，同比增长3.75%；公司实现利润总额50.38亿元，同比增长77.83%，主要系投资收益以及公允价值变动增加所致。

2019年，公司控股经营业务收入占比仍在99%（另有少量金融类业务收入）以上。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，2019年，商品贸易业务实现收入554.83亿元，同比下降2.19%，占营业收入的比重为52.86%。2019年，纸浆及纸制品业务实现收入154.10亿元，同比下降7.33%，主要系下游需求低迷所致，其收入占比为14.68%。2019年，物流业务发展较为迅速，实现收入298.43亿元，同比增长26.89%，主要系中国物资储运集团有限公司（以下简称“中国储运”）收入增长带动所致。公司其他主营业务及其他业务主要包括园林市政、地产销售、租赁业务、人力资源、酒店管理、固定资产出租，对收入贡献小。

毛利率方面，2019年，公司控股经营业务综合毛利率为6.68%，同比无较大变化。其中，2019年，公司商品贸易业务毛利率为2.08%，同比上升0.65个百分点，保持稳定；公司纸浆及纸制品板块毛利率为13.50%，同比下降2.08

个百分点，主要系纸产品下游需求低迷，盈利能力有所下降所致；公司物流业务毛利率为8.37%，同比下降1.22个百分点。

2020年1—3月，公司实现营业收入203.11亿元，同比下降12.10%；实现利润总额-7.80

亿元，呈亏损状态，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损失28.92亿元所致。

表4 公司传统控股经营业务收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019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	815.42	99.06	5.95	1003.43	99.19	6.59	1043.51	99.42	6.68
商品贸易	520.48	63.23	1.49	567.25	56.07	1.43	554.83	52.86	2.08
纸浆及纸制品	137.51	16.71	17.85	166.29	16.44	15.58	154.10	14.68	13.50
物流业务	135.50	16.46	6.21	235.18	23.24	9.59	298.43	28.43	8.37
其他主营业务	29.65	2.66	35.64	34.70	3.43	27.54	36.15	3.44	34.30
其他业务	7.72	0.94	32.47	8.23	0.81	50.26	6.11	0.58	41.13
合计	823.14	100.00	6.21	1011.66	100.00	6.94	1049.63	100.00	6.88

资料来源：公司提供

2. 商品贸易业务

跟踪期内，公司商品贸易业务主要品种仍以钢材及有色金属为主，整体贸易量及贸易规模基本保持稳定；受贸易行业特点及宏观经济形势波动等因素影响，贸易业务盈利能力弱。

跟踪期内，公司商品贸易业务仍主要由子公司中国储运、中国诚通国际贸易有限公司（以下简称“诚通国贸”）和中国纸业投资有限公司（以下简称“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未发生重大变化。

2019年，公司实现贸易业务收入554.83亿元，同比下降2.19%；从贸易品种来看，公司贸易仍以钢材及有色金属贸易为主，贸易品种较为稳定。

表5 近年来公司贸易业务收入情况（单位：亿元）

项目	2017年	2018年	2019年
钢材	197.50	199.64	187.64
有色金属	164.80	214.59	210.90

贵金属	18.90	11.33	18.74
煤炭	27.41	40.67	28.43
化工材料	44.84	37.65	42.58
其他	67.03	63.37	66.54
合计	520.48	567.25	554.83

资料来源：公司提供

从贸易量来看，2019年除钢材产品外，公司各产品贸易量同比有所回升；其中，化工材料贸易量为327万吨，同比增长81.67%，主要系市场需求增加所致。

表6 近年来公司商品贸易业务板块销售情况

（单位：万吨）

项目	2017年	2018年	2019年
钢材	571	653	640
有色金属	60	90	127
煤炭	307	549	655
化工材料	93	180	327

资料来源：公司提供

2019年，公司商品贸易业务采购、销售模式以及结算方式均未发生重大变化。

3. 纸浆及纸制品业务

跟踪期内，受造纸行业下游需求低迷影响，公司纸浆及纸制品板块收入有所下降。

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。截至 2019 年底，公司在国内拥有林地近 200.00 万亩，纸浆产量合计近 190.00 万吨，综合实力位列国内造纸行业前列。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，长期占有高端白卡纸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。截至 2019 年底，冠豪高新资产总额 39.41 亿元，所有者权益 26.66 亿元；2019 年，冠豪高新实现营业收入 25.95 亿元，同比增长 1.75%，利润总额 2.02 亿元，同比增长 59.73%。

2019 年，纸浆及纸制品业务实现收入 154.10 亿元，较上年下降 7.33%，主要系下游需求低迷所致。

表 7 公司纸浆及纸制品业务产量情况（单位：万吨）

生产企业	主要产品	2019 年产量
冠豪高新	特种纸	17.55
红塔仁恒	白卡纸	24.81
珠海华丰		25.21
粤华包 B 小计		50.02
岳阳林纸	文化纸	86.91
	包装纸	11.32
骏泰科技	溶解浆	22.22
泰格林纸合计		120.45
合计		188.02

资料来源：公司提供

从产量来看，2019 年，公司纸浆及纸制品业务总产量 188.02 万吨，同比变化不大；其中冠豪高新特种纸产量 17.55 万吨，粤华包 B 白卡纸产量共计 50.02 万吨，岳阳林纸文化纸和包装纸产量共计 98.23 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 22.22 万吨。

2019 年，公司纸浆及纸制品业务采购与销售结算方式未发生重大变化。

4. 物流业务

跟踪期内，公司物流业务继续保持很强的竞争优势，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。

物流服务方面，公司是中国陆地仓储物流龙头企业，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，公司旗下“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。

跟踪期内，物流业务仍由中国储运、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。2019 年，公司物流业务盈利模式未发生重大变化；实现收入 298.43 亿元，同比增长 26.89%，主要系中国储运收入增长带动所致，收入占比为 28.43%。

2019 年，物流业务结算方式未发生变化。

5. 资本运营业务

跟踪期内，公司资本运营业务运营情况良好，随着投资项目的退出，国调基金利润总额大幅提升；子公司北京诚通金控投资有限公司（以下简称“诚通金控”）陆续接收上市央企的股权划转，受益于股利分配，诚通金控实现利润大幅提升。

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3500亿元，首期募集资金为人民币1310亿元，截至2019年底，首期募集资金已到位988.26亿元，公司出资300.00亿元，实缴比例为30.36%。公司作为实际控制人，将其纳入合并范围。截至2019年底，国调基金资产总额为1017.83亿元，所有者权益为1011.05亿元；2019年，国调基金实现利润总额38.40亿元，同比大幅增长35.83亿元，主要来自项目退出和所投项目公允价值变动收益。

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2019年底，国调基金已累计签约项目82个，签约金额1047.00亿元；实现项目交割77个，交割金额763.00亿元。所投项目中，投入到国有企业的比重达到85%，涉及超过30家中央企业，国调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，公司子公司诚通金控¹陆续接收了一些上市公司的国有股权无偿划转。截至2019年底，诚通金控共接收了21家央企上市公司股权，计入其他权益工具投资，以公允价值计量。截至2019年底，诚通金控资产总额为571.18亿元，所有者权益为567.27亿元；2019年，诚通金控实现利润总额14.16亿元，同比大幅提升7.59亿元，主要受益于股利分配带来的投资收益。

表8 公司接收的上市公司国有股权无偿划转情况

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
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

¹ 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建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。

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。

7. 经营效率

跟踪期内，公司经营效率指标均出现小幅波动，但仍处于较高水平，公司整体经营效率较高。

2019 年，公司销售债权周转次数小幅上升至 11.26 次，存货周转次数和总资产周转次数均出现小幅下降，分别为 5.26 次和 0.41 次。

8. 未来发展

公司未来将继续聚焦国有资本运营公司改革发展，充实自身资本实力，强化基金投资功能，充分发挥国有资本专业运作平台作用。

未来，公司主要从以下几方面展开工作：第一，通过充实资本实力、优化融资渠道等方式汇总整合运营资源；第二，通过充实资本运作能力以及建立多维度工作机制等方式构建并完善公司资本运作体系；第三，打造系列化诚通基金体系，以强化基金投资功能；第四，通过提升所持股企业创利能力以及推动其多层次改革等方式，提升公司整体价值管理能力；第五，通过参与各类经营性国有资产改革，提升资产流动性和效能，进而提升公司整体经营效能。

九、财务分析

1. 财务质量及概况

公司提供的 2019 年财务报告经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2020 年一季度财务报表未经审计。

合并范围变化方面，2019 年，公司新纳入合并范围的企业共 17 家，不再纳入合并范围的企业共 4 家。2020 年 1—3 月，公司新纳入合并范围的企业共 1 家，不再纳入合并范围的企业共 3 家。截至 2019 年底，公司纳入合并范围的子公司共 163 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 2019 年底，公司资产总额 2700.37 亿元，所有者权益（含少数股东权益 941.34 亿元）合计 1701.59 亿元；2019 年，公司实现营业收入 1053.37 亿元，利润总额 50.38 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 2777.67 亿元，所有者权益（含少数股东权益 894.75 亿元）合计 1686.16 亿元；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 203.11 亿元，利润总额 -7.80 亿元。

2. 资产质量

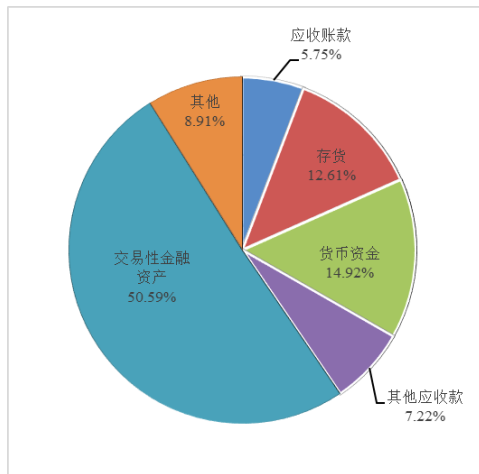
跟踪期内，公司资产规模进一步增长，流动资产中货币资金与交易性金融资产规模较大；非流动资产以固定资产与其他权益工具投资为主；公司受限资产占比较低，整体资产质量及流动性良好。

截至 2019 年底，公司资产规模为 2700.37 亿元，较上年底增长 9.13%。其中流动资产占 55.93%，非流动资产占 44.07%，资产结构较为均衡。

（1）流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产合计 1510.37 亿元，较上年底增长 5.18%；以货币资金（占 14.92%）、交易性金融资产（占 50.59%）、应收账款（占 5.75%）、其他应收款（占 7.16%）和存货（占 12.61%）为主。

图5 截至2019年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2019年底，公司货币资金为225.29亿元，较上年底下降43.00%，主要系公司出资国调基金所致。公司货币资金主要由银行存款（占91.17%）和其他货币资金（占8.77%）构成。截至2019年底，公司货币资金中受限金额为31.68亿元，受限资金占期末货币资金的14.06%，主要为银行承兑汇票保证金，占比较低。

截至2019年底，公司交易性金融资产的公允价值为764.16亿元，较上年底增长23.32%。其中债务工具投资543.79亿元，权益工具投资220.29亿元；公司期末交易性金融资产前五名投资成本共计310.14亿元（占公司期末交易性金融资产的比重为40.59%），期末公允价值共计302.59亿元。

表9 截至2019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
浦发银行对公结构性存款	100.00	100.00
平安银行对公结构性存款	80.00	80.00
深圳国调招商并购股权投资基金合伙企业（有限合伙）	70.08	55.61
永禄控股有限公司	31.80	34.72
洛阳栾川钼业集团股份有限公司	28.26	32.25
合计	310.14	302.59

资料来源：公司审计报告

截至2019年底，公司应收账款账面价值为86.80亿元，较上年底增长21.61%，主要系收入增长所致。截至2019年底，公司累计计提应收账款坏账准备13.53亿元，计提比例为13.48%，计提比例略高。其中，按单项计提坏账准备的应收账款账面余额为11.93亿元，计提坏账准备7.47亿元；按组合计提坏账准备的应收账款账面余额为88.40亿元，共计提坏账准备6.06亿元。截至2019年底，公司按欠款方归集的应收账款前五名合计10.44亿元，占比为10.41%，集中度较低。

截至2019年底，公司其他应收款为108.09亿元，较上年底增长6.18%，主要系往来款增加所致。截至2019年底，公司其他应收款中采用按单项计提坏账准备的其他应收款账面余额共23.96亿元，采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账面余额为85.35亿元。截至2019年底，公司共计提其他应收款坏账准备27.06亿元，占其他应收款账面余额的20.02%。截至2019年底，公司其他应收款前五名共计42.85亿元，占其他应收款合计的31.71%，集中度较高，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10 截至2019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	是否为关联方	金额	占比
中国铁路物资（集团）总公司	是	100000.00	7.40
中交（佛山顺德）置业有限公司	是	94477.39	6.99
沅江纸业有限责任公司	是	85813.89	6.35
天津中储恒丰置业有限公司	是	84250.05	6.23
郑州管城商都新区管理委员会	是	64000.00	4.74
合计	--	428541.32	31.71

资料来源：公司审计报告

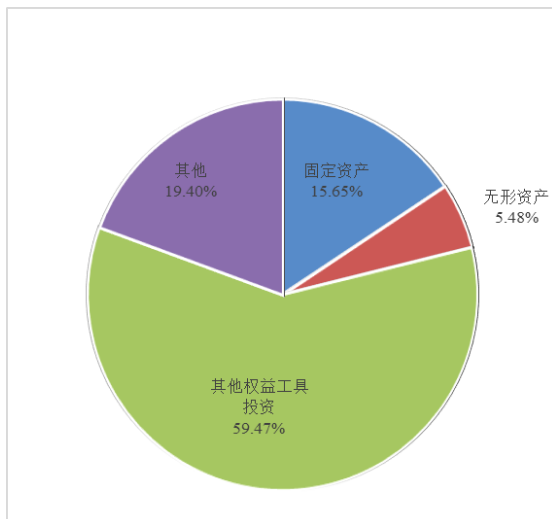
截至2019年底，公司存货为190.41亿元，较上年底增长5.03%，存货主要由公司林业资

产、诚通房地产投资有限公司（以下简称“诚通房地产”）开发产品和库存商品等构成。截至 2019 年底，公司存货中消耗性生物资产占 20.20%，库存商品（产成品）占 21.69%，自制半成品及在产品占 45.80%。截至 2019 年底，公司共计提存货跌价准备 3.14 亿元，计提比例为 1.62%，计提比例较低。截至 2019 年底，公司受限存货账面价值为 0.25 亿元，占期末存货余额的 0.13%，占比很低。

（2）非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产合计 1190.00 亿元，较上年底增长 16.99%，以其他权益工具投资（占 59.47%）、固定资产（占 15.65%）和无形资产（占 5.48%）为主。

图 6 截至 2019 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司其他权益工具投资为 707.75 亿元，较上年底大幅增长 517.66%，主要系可供出售金融资产调整至此科目及公司增加股票投资所致。公司其他权益工具投资以公允价值计量，由股权投资（占 24.11%）、股票投资（占 73.62%）和合伙企业份额投资（占 2.27%）构成，投资对象主要为中国联合网络通信股份有限公司、易方达带路 ETF、中国石油化工股份有限公司和中国石油天然气股份有限公司等。

截至 2019 年底，公司固定资产账面价值为

185.93 亿元，较上年底下降 7.20%，主要系因沅江纸业不再纳入合并范围所致。其中，公司固定资产主要由房屋建筑物（占 50.42%）、机器设备（占 42.20%）和土地资产（占 3.84%）构成，累计计提折旧 125.47 亿元，公司固定资产成新率为 60.29%，成新率一般。

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。截至 2019 年底，公司无形资产账面价值为 65.22 亿元，较上年底下降 11.77%。截至 2019 年底，公司无形资产主要为土地使用权（占 94.04%）和林地开采权（占 2.59%）。

截至 2019 年底，公司使用受限的资产合计 252.03 亿元，占资产总额的 9.33%，主要为用于抵押借款的固定资产和用于保证金的货币资金，受限资产比例较低。

表 11 截至 2019 年底公司资产使用受限情况

（单位：万元）

科目	账面价值	受限类型及用途
货币资金	316787.00	主要为保证金、诉讼导致的司法冻结、预收监管资金、按揭贷款取得房产及银行授信抵押等
应收款项融资	1708.54	资产池质押
应收票据	9968.70	质押
其他非流动资产	4561.46	设定抵押
存货	2466.66	涉及纠纷
固定资产	1260570.38	主要为抵押借款、尚未办理产权转移手续、按揭贷款取得房产及银行授信抵押
无形资产	868087.75	质押借款、尚未办理产权转移手续
在建工程	56131.63	借款抵押
合计	2520282.12	--

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 2777.67 亿元，较 2019 年底增长 2.86%。其中，流动资产占 56.19%，非流动资产占 43.81%，资产结构仍以流动资产为主。

3. 所有者权益及负债

跟踪期内，公司全部债务规模持续增长，

期限仍以长期为主，整体债务负担适宜。公司所有者权益中少数股东权益和未分配利润占比高，权益结构稳定性有待提高。

(1) 所有者权益

截至2019年底，公司所有者权益为1701.59亿元，较上年底增长10.44%，其中归属于母公司所有者权益为760.25亿元，较上年底增长21.98%，归属于母公司所有者权益占所有者权益的44.68%。从权益结构来看，截至2019年底，归属于母公司所有者权益中股本占16.84%，资本公积占9.75%，未分配利润占80.21%，其他综合收益占-6.80%。公司少数股东权益和未分配利润占比高，权益结构稳定性有待提高。

截至2020年3月底，公司所有者权益合计1686.16亿元，较上年底下降0.91%，主要系少数股东权益减少所致。得益于年初公司接受部分政府经营性资产划入，公司未分配利润小幅增长2.70%至626.25亿元。

(2) 负债

截至2019年底，公司负债合计998.78亿元，较上年底增长6.95%。其中流动负债占56.15%，非流动负债占43.85%。

截至2019年底，公司流动负债合计560.81亿元，较上年底增长14.28%，主要系一年内到期的非流动负债等增加所致；公司流动负债以短期借款（占20.60%）、吸收存款及同业存放（占5.09%）、应付票据（占6.70%）、应付账款（占9.84%）、预收款项（占7.01%）、其他应付款（占11.36%）和一年内到期的非流动负债（占25.56%）为主。

截至2019年底，公司短期借款为115.50亿元，较上年底下降7.03%。其中，质押借款、抵押借款、保证借款和信用借款占比分别为2.24%、0.26%、56.97%和39.59%。

截至2019年底，公司吸收存款及同业存放为28.56亿元，较上年底下降70.84%，主要系2018年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

元使得基数较大所致，公司吸收存款及同业存放全部为活期存款。

截至2019年底，公司应付票据余额为37.56亿元，较上年底增长8.11%，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99.95%）以及商业承兑汇票（占0.05%）组成。

截至2019年底，公司应付账款为55.19亿元，较上年底增长4.44%。截至2019年底，从应付账款账龄来看，1年以内的占86.59%，其余为1年以上款项。

截至2019年底，公司预收款项为39.33亿元，较上年底增长61.96%，主要系子公司业务结算周期较长，处于未完成状态及地产子公司预收房款增加所致。其中，1年以内（含1年）的预收款项占92.43%，1年以上的预收款项占7.57%。

截至2019年底，公司其他应付款为63.71亿元，较上年底增长21.57%，主要系代收代付款项以及保证金、押金增长所致。

截至2019年底，公司一年内到期的非流动负债143.33亿元，较上年底增长170.97%，主要系一年内到期的长期借款和应付债券大幅增长所致。

截至2019年底，公司非流动负债合计437.98亿元，较上年底下降1.16%。截至2019年底，公司非流动负债主要以长期借款（占22.27%）和应付债券（占67.79%）为主。

截至2019年底，公司长期借款合计97.56亿元，较上年底下降26.95%，主要系部分转入一年内到期的非流动负债所致；从借款类型来看，公司长期借款主要由信用借款（占23.22%）、保证借款（占22.70%）、质押借款（占7.01%）、国家开发银行专项贷款（占3.31%）与抵押借款（占43.76%）构成。

截至2019年底，公司应付债券合计296.92亿元，较上年底增长7.60%，主要为公司2019年发行了45亿元公司债券以及32亿元债转股债券所致。从期限分布看，2021年债券到期规

模 164.93 亿元，分布较为集中，2021 年集中偿付压力较大。

表12 截至2019年底公司合并口径存续债券情况（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 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	2018/7/5	3 年
18 诚通 02	35.00	2018/8/24	3 年
18 诚通 03	30.00	2018/9/12	3 年
19 中国诚通债转股债 01	31.00	2019/6/20	5 年
19 诚通 01	45.00	2019/12/19	3 年
中储股份公司债	16.00	--	--
USD5 million 3.625% Guaranteed Notes due 2022	5 亿美元	2017/8/8	5 年

注：“中储股份公司债”是公司为中储股份发行的16.00亿元公司债券提供保证

资料来源：公司审计报告

截至 2020 年 3 月底，公司负债合计 1091.51 亿元，较上年底增长 9.28%，其中流动负债占 41.45%，非流动负债占 58.55%，以非流动负债为主。

截至 2019 年底，公司全部债务为 768.56 亿元，较上年底增长 1.34%。其中短期债务和长期债务分别占比 47.10%和 52.90%，以长期债务为主。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务为 846.15 亿元，较上年底增长 10.09%，主要系长期债务增长所致，其中短期债务为 223.41 亿元，长期债务为 622.73 亿元，仍以长期债务为主。

从债务指标来看，截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 36.99%、31.11%和 19.29%，分别较上年底下降 0.91 个百分点、2.03 个百分点和 2.64 个百分点。截至 2020 年 3 月底，上述指标分别为 39.30%、33.41%和 26.97%。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司收入规模较为稳定，期间费用和资产减值损失仍对营业利润存在明显侵蚀；公允价值变动收益和投资收益对公司利润贡献度加大，但上述收益受宏观经济、资本市场行情等因素影响存在波动性。未来随着公司经营结构调整到位以及多元化业务格局的不断完善，公司整体盈利能力有望获得提升。

2019年，公司实现营业收入1053.37亿元，同比增长3.62%，利润总额50.38亿元，同比大幅增长78.45%，主要系投资收益以及公允价值变动增加所致。同期，公司期间费用合计78.20亿元，同比增长13.62%，占营业收入比重为7.42%，构成上仍以销售费用、管理费用和财务费用为主，公司期间费用控制能力有待提升。

2019年，公司投资收益为46.65亿元，较上年增长51.55%，主要来自于国调基金处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益17.27亿元以及持有其他权益

工具期间取得的股利收入（新准则适用）18.61亿元，占同期营业利润的比例为87.66%，所占比例较大，是公司营业利润的主要来源之一；2019年，公司公允价值变动收益为24.11亿元，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24.11亿元所致。

2019年，公司新增信用减值损失15.21亿元，主要由债权投资信用减值损失和坏账损失构成，为当期营业利润的28.58%；同期，公司资产减值损失6.54亿元，主要为长期股权投资减值损失和商誉减值损失。公司信用减值损失和资产减值损失同比增长较快，其中，资产减值损失增长较快主要系子公司中国纸业下属沅江纸业由于政策性关停已托管给当地政府，但因后续政府补偿政策尚未明确，遵循谨慎原则，计提减值损失5.64亿元所致；信用减值损失主要来自国调基金的委贷项目，在2019年经综合评估进行减值测试后，判断已经出现明显的减值迹象，根据会计准则谨慎性原则和按照最佳估计，对项目进行了减值，另有上述沅江纸业事项计提信用减值损失3.99亿元。公司信用减值损失和资产减值损失对利润侵蚀严重。

从盈利指标看，2019年，公司营业利润率为6.79%，同比下滑0.43个百分点；总资本收益率为2.44%，同比上升0.66个百分点；净资产收益率上升0.78个百分点至1.95%。公司整体盈利指标仍处于较低水平。

2020年1—3月，公司实现营业收入203.11亿元，同比下降12.10%，利润总额-7.80亿元，同比下降149.82%，主要系国调基金持有的交易性金融资产公允价值变动损失28.92亿元所致。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金由净流入转为净流出状态，整体收入实现质量尚可；受国调基金项目投资需要，公司投资活动现金仍为净流出状态，对外融资需求很大，考虑到国调基金未来出资逐步到位，公司对外融资需求将

有所下降。

从经营活动来看，2019年，公司经营活动现金流入量为1130.97亿元，同比下降11.49%，主要系公司同业存放款项减少所致。2019年，经营活动现金流出量为1196.46亿元，同比增长5.41%。受上述因素影响，2019年，公司经营活动产生的现金流量净额为-65.49亿元，转为净流出。从收入实现质量来看，2019年，公司现金收入比为103.88%，同比下降1.71个百分点，收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2019年，公司投资活动产生的现金流入量为378.91亿元，同比增长58.78%，主要系公司收回投资收到的现金增长所致。2019年，公司投资活动现金流出量为499.62亿元，同比下降11.10%，主要系投资支付的现金减少所致。受上述因素影响，2019年，公司投资活动产生的现金流量净额为-120.71亿元，同比下降62.67%。

从筹资活动来看，2019年，公司筹资活动产生的现金流入量为293.83亿元，同比下降50.70%，主要系吸收投资收到的现金减少所致。2019年，公司筹资活动产生的现金流出量为276.01亿元，同比下降4.29%。受上述因素影响，2019年，公司筹资活动现金流量净额为17.82亿元，同比下降94.21%。

2020年1—3月，公司经营活动产生的现金流量净额为-32.98亿元，投资活动产生的现金流量净额为-48.94亿元，筹资活动产生的现金流量净额为83.62亿元，现金及现金等价物净增加额为1.28亿元。

6. 偿债能力

公司偿债能力指标表现良好，同时考虑到公司作为国务院国资委下属从事国有资产经营业务的中央企业，承担央企重组的职能，整体偿债能力极强。

从短期偿债指标看，2019年底，公司流动比率和速动比率分别为269.32%和235.37%，同比均有所下降；截至2020年3月底，上述两指

标提升至 344.98%和 300.51%。2019 年，公司经营现金流动负债比为-11.68%。现金类资产对短期债务的覆盖倍数为 2.67 倍。

长期偿债能力方面，2019 年，公司 EBITDA 利息倍数为 3.43 倍；全部债务/EBITDA 倍数为 8.29 倍。

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保余额合

计 11.09 亿元，为当期净资产的 0.66%，占比较小，主要系公司下属子公司中储股份和中商控股集团有限公司对合营企业以及子公司的担保，其中被担保方中商企业集团公司为非持续经营状态，且无反担保措施，公司存在一定代偿风险，但规模很小。

表13 截至2020年3月底公司担保情况（单位：万元）

担保单位	被担保单位	担保方式	反担保方式	担保金额（万元）	被担保方经营情况	是否逾期	是否被诉
中商控股集团有限公司	中商企业集团公司	保证担保	无反担保	7357.06	非持续经营	否	否
中商控股集团有限公司	华运物流实业公司	保证担保	无反担保	5234.83	正常经营	否	否
中商控股集团有限公司	中诚草业有限责任公司	连带责任保证	无反担保	22544.00	正常经营	否	否
中国包装进出口有限责任公司	烟台信达包装器材有限公司	保证担保	无反担保	500.00	正常经营	否	否
中储股份	南京电建中储房地产有限公司	质押	一般保证	不超过73990.00	正常经营	否	否
华西包装（集团）有限责任公司	重庆华都纸器有限公司	连带责任保证	无反担保	1290.15	正常经营	否	否
合计				110916.04	--	--	--

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司重大未决诉讼（涉诉金额 5000.00 万元以上）金额为 2.32 亿元（见

下表），占 2019 年底净资产比重为 0.14%，公司或有负债规模很小。

表14 截至2019年底公司重大未决诉讼情况（单位：万元）

申请执行人	被执行人	案由	涉诉金额	目前进展
马向英、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	广东冠豪高新技术股份有限公司	合同纠纷	23197.00	二审驳回上诉，维持原判

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司本部及各子公司共获得银行贷款授信总额度为 1692.44 亿元，其中未使用额度为 1328.02 亿元，间接融资渠道畅通。公司子公司中储股份、冠豪高新、粤华包 B、诚通发展、岳阳林纸、美利云、华贸物流均为上市公司，具备直接融资渠道。

7. 公司本部财务概况

公司本部作为控股平台，并无实际经营业务。公司本部资产以长期股权投资为主；负债以应付债券为主，整体债务负担较重。公司本

部收入规模很小，净利润持续亏损；经营活动现金流呈净流出状态。本部下属财务公司对子公司资金归集能力强，有利于本部进行资金调度，提升本部资金流动性和偿债能力。

截至2019年底，公司本部资产总额1234.42亿元；其中流动资产48.54亿元，主要为货币资金（8.96亿元）和其他应收款（35.57亿元）；非流动资产1185.88亿元，主要为其他权益工具投资（13.37亿元）和长期股权投资（1170.07亿元）。

截至2019年底，公司本部负债合计525.37亿元；其中流动负债254.46亿元，主要为短期

借款（68.12亿元）和其他应付款（47.51亿元）；非流动负债270.92亿元，主要为应付债券（253.89亿元）。

截至2019年底，公司本部全部债务规模为477.50亿元，其中短期债务208.61亿元，长期债务268.89亿元，全部债务资本化比率为40.24%，公司本部债务负担较重。

截至2019年底，公司本部所有者权益合计709.05亿元，其中实收资本128.00亿元，资本公积22.39亿元，未分配利润555.93亿元。

2019年，公司本部实现营业收入0.16亿元，财务费用21.44亿元，投资收益10.39亿元，利润总额-13.37亿元。

2019年，公司本部经营活动现金流量净额为-20.91亿元；公司投资活动现金流量净额为-12.01亿元；公司筹资活动现金流量净额为41.50亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

跟踪期内，公司经营活动现金流入量对存续期内债券余额的保障能力较强；考虑到公司现金类资产充足，公司对存续期内债券的偿还能力极强。

截至本报告出具日，公司存续期内债券余额合计为551亿元。

表15 截至本报告出具日公司存续债券情况

（单位：亿元、年）

债券名称	债券余额	发行日期	债券期限
20 诚通 15	15	2020/6/22	5
20 诚通 13	25	2020/6/10	5
20 诚通 14	10	2020/6/10	5
20 诚通 11	10	2020/5/14	5
20 诚通 10	20	2020/5/14	3
20 诚通 08	20	2020/4/29	3
20 诚通 09	15	2020/4/29	5
20 中国诚通债转股债 01	30	2020/4/27	5
20 诚通 06	10	2020/4/2	3
20 诚通 07	5	2020/4/2	5
20 诚通 04	10	2020/3/16	3

20 诚通 02	20	2020/3/2	3
20 诚通 03	10	2020/3/2	5
20 诚通 01	50	2020/1/16	3
19 诚通 01	45	2019/12/19	3
19 中国诚通债转股债 01	31	2019/6/20	5
18 诚通 03	30	2018/9/12	3
18 诚通 02	35	2018/8/24	3
18 诚通控股 MTN001	25	2018/7/23	3
18 诚通 01	30	2018/7/5	3
17 诚通控股 MTN004	10	2017/12/13	3
17 诚通控股 MTN003	15	2017/10/17	3
17 诚通控股 MTN002	25	2017/9/18	3
17 诚通控股 MTN001	25	2017/9/11	5
16 诚通控股 MTN002	30	2016/10/20	5
合计	551	--	--

资料来源：公司审计报告

2019 年，公司经营活动现金流入量为1130.97 亿元，是存续期债券余额的 2.05 倍；公司 EBITDA 为 92.71 亿元，是存续期债券余额的 0.17 倍；现金类资产为 967.42 亿元，是存续债券余额的 1.76 倍，是一年内到期债券（余额合计 50 亿元）的 19.35 倍。

表16 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

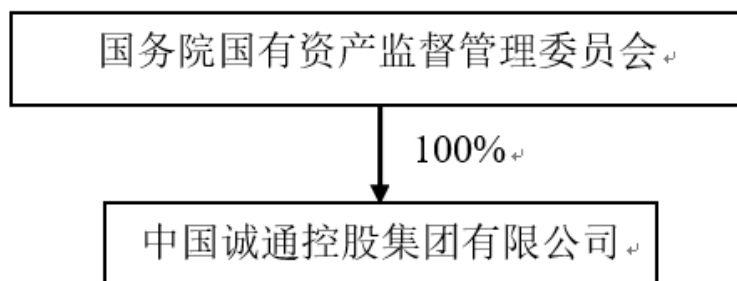
项 目	2019 年
一年内到期债券余额	50.00
现金类资产/一年内到期债券余额	19.35
经营活动现金流入量/应付债券余额	2.05
经营活动现金流净额/应付债券余额	--
EBITDA/应付债券余额	0.17

资料来源：联合资信整理

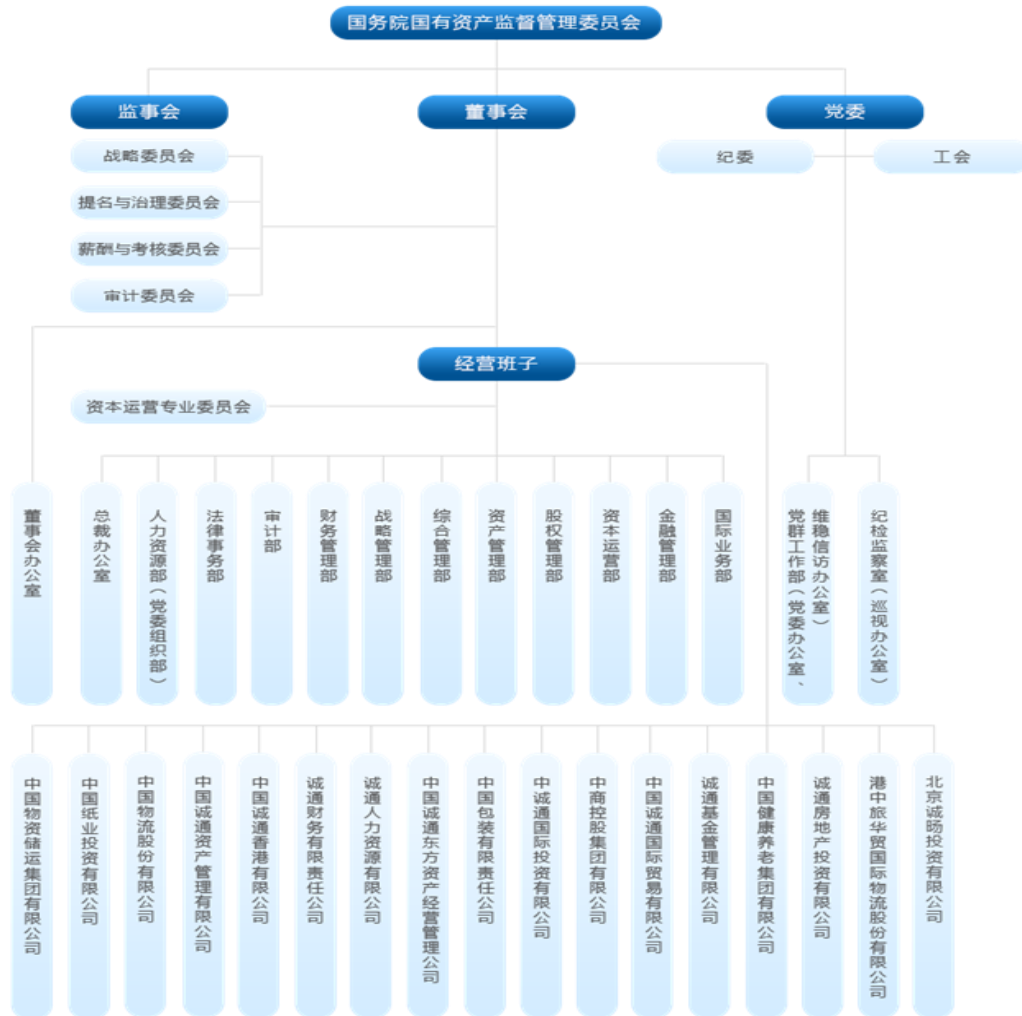
十一、结论

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，“16诚通控股MTN002”“17诚通控股MTN001”“17诚通控股MTN002”“17诚通控股MTN003”“17诚通控股MTN004”“18诚通控股MTN001”“19中国诚通债转股债01”“20中国诚通债转股债01”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 2 截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 3 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	666.21	1000.54	967.42	976.72
资产总额(亿元)	1690.61	2474.56	2700.37	2777.67
所有者权益(亿元)	1046.25	1540.71	1701.59	1686.16
短期债务(亿元)	196.02	328.70	362.00	223.41
长期债务(亿元)	274.47	429.71	406.56	622.73
全部债务(亿元)	470.50	758.41	768.56	846.15
营业收入(亿元)	828.75	1016.55	1053.37	203.11
利润总额(亿元)	24.85	28.23	50.38	-7.80
EBITDA(亿元)	52.87	66.08	92.71	--
经营性净现金流(亿元)	10.32	142.74	-65.49	-32.98
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.95	10.94	11.26	--
存货周转次数(次)	5.11	5.63	5.26	--
总资产周转次数(次)	0.60	0.49	0.41	--
现金收入比(%)	103.77	102.17	103.88	116.55
营业利润率(%)	6.30	6.93	6.79	6.61
总资本收益率(%)	1.62	1.78	2.44	--
净资产收益率(%)	1.02	1.17	1.95	--
长期债务资本化比率(%)	20.78	21.81	19.29	26.97
全部债务资本化比率(%)	31.02	32.99	31.11	33.41
资产负债率(%)	38.11	37.74	36.99	39.30
流动比率(%)	311.17	292.62	269.32	344.98
速动比率(%)	266.91	255.68	235.37	300.51
经营现金流动负债比(%)	2.99	29.09	-11.68	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.78	2.87	3.43	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.90	11.48	8.29	--

注：2020 年 1—3 月财务数据未经审计；现金类资产已扣除受限货币资金；长期应付款中的有息债务计入长期债务

附件 4 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项目	2017 年	201 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	1.86	0.37	8.96	22.19
资产总额(亿元)	433.40	599.60	1234.42	1,250.58
所有者权益(亿元)	137.42	124.42	709.05	712.35
短期债务(亿元)	61.50	82.53	208.61	12.00
长期债务(亿元)	189.48	323.67	268.89	477.88
全部债务(亿元)	250.98	406.19	477.50	489.88
营业收入(亿元)	0.00	0.04	0.16	0.07
利润总额(亿元)	8.31	-10.63	-13.37	1.01
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	21.06	-26.23	-20.91	-7.75
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比(%)	0.00	9.14	63.82	0.00
营业利润率(%)	-10368.23	38.84	90.62	99.24
总资本收益率(%)	3.76	0.70	0.68	--
净资产收益率(%)	6.04	-8.55	-1.89	--
长期债务资本化比率(%)	57.96	72.23	27.50	40.15
全部债务资本化比率(%)	64.62	76.55	40.24	40.75
资产负债率(%)	68.29	79.25	42.56	43.04
流动比率(%)	22.78	20.64	19.08	103.48
速动比率(%)	22.78	20.64	19.08	103.48
经营现金流动负债比(%)	20.95	-17.51	-8.22	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2020 年 1—3 月财务数据未经审计

附件 5 同行业企业对比

发行人	山东省鲁信投资控股集团有限公司	广西金融投资集团有限公司	厦门金圆投资集团有限公司	中国诚通控股集团有限公司
主体信用等级	AAA	AAA	AAA	AAA
企业性质	地方国有企业	地方国有企业	地方国有企业	中央企业
经营数据时点	2019 年			
毛利率 (%)	27.22	30.63	17.24	6.88
销售债权周转次数 (次)	12.84	2.66	36.13	11.26
财务数据时点	2019 年			
资产总额 (亿元)	2015.58	845.08	508.95	2700.37
所有者权益 (亿元)	667.01	235.52	277.61	1701.59
营业收入 (亿元)	106.99	90.10	70.79	1053.37
利润总额 (亿元)	23.65	8.60	12.20	50.38
经营活动现金流净额 (亿元)	-624.13	9.58	17.40	-65.49
资产负债率 (%)	66.91	72.13	45.46	36.99

资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 6 主要财务指标的计算公式（新准则）

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

注： 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的长期负债 + 应付票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 7-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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

附件 7-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 7-3 评级展望设置及其含义

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

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