

信用等级公告

联合[2018] 934 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长期信用状况及拟发行的 2018 年度第一期中期票据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，2018 年度第一期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。



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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

中国诚通控股集团有限公司

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：AAA

本期中期票据发行额度：25 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

发行目的：置换金融机构借款

评级时间：2018 年 6 月 7 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	119.61	345.67	666.21	754.68
资产总额(亿元)	714.12	1082.26	1690.61	1720.20
所有者权益(亿元)	330.56	611.34	1046.25	1078.26
短期债务(亿元)	159.60	206.17	177.17	141.71
长期债务(亿元)	118.23	138.33	273.72	299.54
全部债务(亿元)	277.82	344.49	450.89	441.25
营业总收入(亿元)	619.07	621.54	828.75	202.71
利润总额(亿元)	15.21	20.27	24.85	10.22
EBITDA(亿元)	53.73	45.93	52.87	--
经营性净现金流(亿元)	31.89	2.12	10.32	6.64
营业利润率(%)	5.93	6.71	6.30	7.05
净资产收益率(%)	3.28	2.41	1.02	--
资产负债率(%)	53.71	43.51	38.11	37.32
全部债务资本化比率(%)	45.67	36.04	30.12	29.04
流动比率(%)	152.63	214.65	311.17	369.89
经营现金流流动负债比(%)	12.83	0.66	2.99	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.17	7.50	8.53	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.63	3.48	3.14	--

注：1. 2018 年一季度财务报表未经审计；2. 短期债务包含其他流动负债中的有息债务；3. 长期债务包含长期应付款中的有息债务；4. 2015~2017 年现金类资产已剔除受限货币资金。

分析师

杨学慧 李明

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

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对中国诚通控股集团有限公司（以下简称“公司”）的评级，反映了其作为国务院国资委直属的国有资本运营公司试点企业，在业务功能定位、国家政策支持方面具备优势；同时，公司控股经营的物流业务资源丰富，拥有国内最大的仓储占地；林浆纸业务产业链完整，产品线丰富，综合实力强。但联合资信也关注到受宏观经济增速放缓、大宗商品价格震荡影响，公司贸易业务收入波动较大，控股经营的业务盈利能力偏弱等因素对公司经营及发展可能带来的不利影响。

2016 年，国家五部委联合宣布公司将改组成为国有资本运营公司试点企业，侧重于持股管理和资本运作等功能，并将致力于国有企业布局及结构调整。

2017 年，通过无偿划转，公司成为港中旅华贸国际物流股份有限公司（以下简称“华贸物流”）间接控股股东，预计未来公司强大的物流网络和大规模的商品贸易业务将与华贸物流业务形成协同效应，公司竞争力有望进一步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

1. 公司作为两大国有资本运营公司试点企业之一，未来将致力于国有企业布局及结构调整，在国有资本金注入及资产划转方面获得政府大力支持。截至 2017 年底，公司已接收了 10 余家央企上市公司股权无偿划转，总市值 150.34 亿元（以 2017 年 12

月 29 日市值计算), 计入可供出售金融资产。

2. 公司牵头发起成立中国国有企业结构调整基金股份有限公司, 服务于央企、支持重点行业整合和专业化重组。截至 2018 年 3 月底, 首期募集资金已到位 655 亿元, 公司持股 22.90%, 为第一大股东, 纳入合并范围, 公司国有资本运营业务规模有望快速增长。
3. 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, 并积极推进现代物流业务转型力度, 发展前景良好。2017 年, 公司无偿接收华贸物流 45.81% 的国有股权, 成为其间接控股股东, 未来华贸物流业务通过整合, 有望与公司物流、商品贸易业务形成协同效应。
4. 纸业方面, 公司在国内拥有林地近 200 万亩, 浆纸产能近 250 万吨, 综合实力位列国内造纸行业前列。
5. 公司 EBITDA 对本期中期票据保障能力强。

关注

1. 公司贸易板块行业竞争激烈, 利润率较低, 同时受宏观经济增速放缓、大宗商品价格震荡影响, 公司贸易业务收入波动较大。
2. 公司控股经营的业务盈利能力偏弱, 应收账款和存货规模较大, 主要来自控股经营的业务, 存在一定的坏账和跌价风险。

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。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；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

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

中国诚通控股集团有限公司（以下简称“诚通集团”或“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，公司获准改建为国有独资公司，并变更为现名。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本为 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，持有其 100% 股份。

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，公司被确定为中央企业国有资本运营公司试点。未来，公司将以优化中央企业国有资本市场布局结构、提高国有资本配置和运营效率为目标，着力搭建国有资本市场化、专业化运作平台，加快完善资本运营功能，通过资本运作、基金投资管理、金融服务和资产管理，为中央企业加快改革发展、促进国有资本流动重组和结构调整发挥积极作用。

截至 2018 年 3 月底，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（详见附件 1-2）；公司直接或间接控股 6 家上市公司，分别是：中储发展股份有限公司（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.SZ，以下简称“粤华包”）、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：0217.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（股票代码：603128.SH，以下简称“华贸物流”）。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 1690.61 亿元，所有者权益 1046.25 亿元（含少数股东权益 740.69 亿元）；2017 年，公司实现营业总收入 828.75 亿元，利润总额 24.85 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 1720.20 亿元，所有者权益 1078.26 亿元（含少数股东权益 762.07 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 202.71 亿元，利润总额 10.22 亿元。

公司注册地址：北京市丰台区南四环西路 188 号 6 区 17 号楼；法定代表人：马正武。

二、本期中期票据概况

公司已于 2017 年注册总额度为 100 亿元的中期票据，并于 2017 年发行了四期中期票据，合计金额 75 亿元；本次拟发行 2018 年第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度为 25 亿元，期限 3 年。本期中期票据募集资金将用于置换金融机构借款。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业

结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长

10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促

进经济高质量发展,2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看,固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中,基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强,2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱,基础设施建设投资增速或将小幅回落;在高端领域制造业投资的拉动下,制造业投资仍将保持较快增长;当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续,房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下,居民消费将保持平稳较快增长;对外贸易有望保持较好增长态势,调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容,全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外,物价水平或将出现小幅上升,失业率总体将保持稳定,预计全年经济增速在 6.5%左右。

四、行业分析

1. 国有资本运营

(1) 行业背景

国有资本投资运营平台是根据国资委当初的概念而来,1998 年,成立上海国资委(上海是国内最早探索国资投资运营公司的区域之一);2003 年 3 月 16 日,国务院成立国务院国有资产监督管理委员会(国资委)。经过多年的发展,国资委形成了一对多、大跨度监管,国资系统内部形成了较“垄断”的格局,将民企排斥在外,国企与民企之间形成了严格的划分,构筑的壁垒也越来越高,国企对外缺乏国际竞争力,对内十分强大,主要靠地产、金融、多元经营获利,主业经营整体较弱。

国有资本投资运营公司的设立,将以前国资管理体制的两层级架构,转化为国资监管三层级。国资委的监管职能依然保留,但其管人、

管事、管资产三个特征职能向下迁移至国资委和国有企业之间,形成一个夹层公司——也就是国有资本投资运营平台。其组织形式由“国资委—国有企业”转变成“国资委—投资、运营公司—国有企业”。

2013 年 11 月,十八届三中全会明确提出“完善国有资产管理体制,以管资本为主加强国有资产监管,改革国有资本授权经营体制,组建若干国有资本投资运营公司”,《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》(中发 22 号文)、《国务院关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》(国发 63 号文)等陆续对改组组建国有资本投资、运营公司提出了具体要求。

其中,国有资本运营公司以资本运营为主,运营的对象是持有的国有资本(股本),包括国有企业的产权和公司制企业中的国有股权。国有资本运营公司侧重改善国有资本的分布结构和质量效益,强调资金的周转循环、追求资本在运动中增值,提高资源配置效率。国有资本运营公司的经营方式包括兼并或分立,成立合资公司、公司制改建、培育上市公司、产权转让置换等。

表 1 国有资本运营公司资本运作方式

主要类型	运作方式
企业	合并、托管、收购、兼并、分立、重组、战略联盟
资产	剥离、置换、出售、转让、资产证券化
股权	发行股票、债券、配股、增发、转让股权、送股、转增、回购、MBO
融资	PE、VC、融资租赁
经营活动	PPP、特许经营

资料来源:《德勤国企改革系列白皮书之五》

国有资本运营公司是纯粹控股企业,不从事具体的产品经营,主要开展股权运营,行使股权管理权利,在资本市场通过资本运作有效组合配置国有资本。所以国有资本运营公司一般由如下平台构成:国有资本流动平台、金控平台、国有资本母基金平台、综合性投资平台、国有资本证券化推动平台、重大关切管理平台

（重大任务、项目、工程推进平台）、PPP 管理中心、合作联盟平台（国际化平台、资产管理平台、僵尸公司处置平台、创新平台（科技金融与创新服务，土地储备平台，无效低效资产，产权交易中心。相比之下，央企层面国有资本运营公司只有六个平台：国有资本母基金平台、创新平台（科技金融与创新服务）、国有资本证券化推动平台、合作联盟平台（国际化平台）、资产管理平台、国企改革重组平台。

（2）现状

自十八届三中全会提出“支持有条件的国有企业改组为国有资本投资公司”以来，国资委一直在积极推动中央企业进行两类公司的试点探索。截至目前，国有资本投资、运营公司在原有 2 家试点的基础上，扩展到了“2+8”共计 10 家，即诚通集团、中国国新 2 家运营公司试点，国投、中粮集团、神华集团、宝武集团、中国五矿、招商局集团、中交集团、保利集团等 8 家投资公司试点。

在省级国资委中，据统计，自 2013 年以来至 2017 年初，有 36 家省级国资委改组组建了 142 家国有资本投资运营公司，在改组组建方式、投资运营模式、授权范围、作用发挥等方面探索积累了初步的经验。2016 年中央经济工作会议也明确提出，2017 年要加快国有资本投资运营公司试点。

数据统计显示，10 家两类公司试点企业 2016 年实现利润总额 2450 亿元，较上年增加 765 亿元，同比增加 45%，远远超过央企平均水平。2017 年，10 家国有资本投资运营试点企业加快培育战略性新兴产业，提高国有资本配置效率，全年效益同比增长 31%。

从运营公司试点层面看，根据经济观察报的报道，目前诚通集团、中国国新两家企业主要管理 4 只基金，总规模合计 8500 亿元，初步形成了系列化、差异化、协同化运营公司基金系。其中，中国国有企业结构调整基金、中国国有资本风险投资基金已经开展实质性的运作，这些基金的实际运作，正在为中央企业

提供融资新渠道。

（3）国际范例

成立于 1974 年的新加坡淡马锡公司，是一家由新加坡财政部负责监管、以私人名义注册的控股公司。公司成立近 40 年来，年均净资产收益率超过 18%，远远超过同期私有企业的经营业绩。也正因如此，新加坡淡马锡的运营模式被称为国有资本运营的典范。

1974 年，新加坡政府决定由财政部负责组建一家专门经营和管理原国家投入到各类政联企业资本的国家资产经营和管理公司。这家公司就是淡马锡公司，根据当时政府的委托，新加坡开发银行等 36 家政联企业总额达 3.45 亿新元的股权，被授权由淡马锡公司负责经营。政府赋予它的宗旨是：“通过有效的监督和商业性战略投资来培育世界级公司，从而为新加坡的经济发展做出贡献。”

20 世纪 70 至 80 年代，随着新加坡大型工业项目发展需要大量资金，在国内小企业无法承受的情况下，淡马锡公司才开始真正以公司的性质运作这些项目。此时刚刚成立的淡马锡并没有形成公司治理框架下的“淡马锡模式”。直到 80 年代至 90 年代新加坡经济快速增长，“淡马锡模式”才渐渐成型，成为亚洲最庞大的主权财富基金之一。

1985 年之后，随着新加坡制造业产业升级和大型工业项目的完成，淡马锡公司通过“私有化”和“私营化”两个过程，把其占据的一些领域退让给了私人资本和外国资本来经营，促进私营企业发展。2002 年，淡马锡公司又更大规模地从新加坡市场“战略撤资”，并将撤资后的资本投资海外。目前，淡马锡公司 70% 投资在海外，尤其是中国、印度等新兴市场。

淡马锡的成立和成功有其特殊的历史和政治经济环境，对中国国有资本运营公司改革有一定借鉴意义，但无法照搬。而且，淡马锡也不是神话，2016 年也首次出现了净资产大幅下降。

（4）关注

作为改革路径的一种全新探索，国有资本运营公司的改组和组建，没有现成的成功案例可参考，也没有普适性的解决方案。各个试点需要根据自身实际情况，探索出各自的方案，为改革探索出新路。过程中面临的主要挑战包括：

核心能力建设

资本运营公司的核心能力即资本运作能力，重点有风险管控、战略设计、投融资全生命周期配套专业能力等，如有短板，需立即着手提升，必要时可以请专业服务机构协助，补充能力的不足。

完善治理结构

目前在中央政策层面，并没有对国资委和国有资本运营公司的权责界面划分的具体建议，只是要求国有资产监管机构要准确把握依法履行出资人职责的定位，科学界定国有资产出资人监管的边界，建立监管权力清单和责任清单，实现以管企业为主向以管资本为主的转变。该管的要科学管理、绝不缺位，不该管的要依法放权、绝不越位。这给国有资本运营试点企业的改革带来了很大的挑战。

资本运营公司需要完善董事会、监事会和党委的治理关系，明确和国资委或上级监管机构的权责划分，国资监管机构通过派出董事和监事依据公司章程及议事规则参与公司治理，改变原有的政府意志主导投融资平台公司发展的模式，实现国有资本运营公司的市场化运作。

规范管控模式

国有资本运营公司作为政企分开的隔离层，是市场化的出资人，仅以出资额为限对企业行使出资人权利。资本运营公司需调整优化总部部门设置及职能设计，提升总部管控全局的能力，加强公司总部对全资、控股和参股企业的科学管理，针对不同行业、不同定位的下属单位科学确定管控策略。

2. 大宗商品贸易

(1) 行业现状

大宗商品主要指可进入流通领域、非零售环节、具有商品属性、用于工农业生产与消费使用的大批量买卖的物质商品，一般处于最上游，被广泛作为工业基础原材料。大宗商品具有交易量巨大、同质化程度强、流通性强、价格波动受供需状况影响显著等特征，且可设计为期货、期权作为金融工具，更好的实现价格发现功能并规避价格波动风险。

目前，中国的大宗行业发展还处于初级阶段，现阶段，国家的经济发展与大宗商品市场呈现出越来越密切的关系。近年来，中国经济规模保持不断扩大的势态，刺激国内贸易稳步发展，但增速持续下滑。2016年，中国出台一系列供给侧改革政策，随着去产能政策的实施，主要大宗商品价格回暖，部分贸易品种量价齐升，国内贸易有所复苏。2017年，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。据中国大宗商品研究中心数据，2017年，大宗商品价格环比上升的商品共138种，集中在化工板块（共59种）和有色板块（共16种），涨幅在5%以上的商品主要集中在化工板块；环比下降的商品共47种，集中在化工（共13种）和农副（共11种），跌幅在5%以上的商品亦主要集中在化工板块。

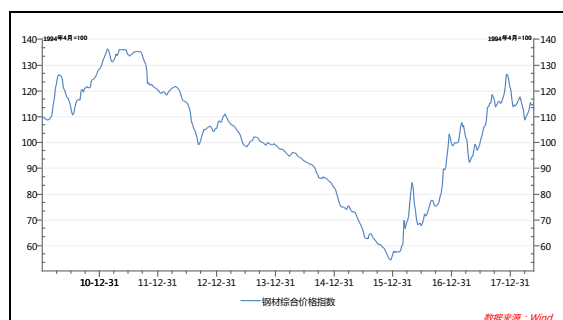
(2) 主要贸易品种运行情况

钢材

目前钢材流通主要以国内贸易为主，行业准入门槛较低，竞争激烈。供需方面来看，国内钢材贸易上游主要为钢铁生产商，上游集中度较高，且部分大型供应商行业地位突出，在钢材贸易中拥有较强话语权，一般需要贸易商全额预付后方可提货；钢材贸易下游需求方则相对比较分散，终端行业主要为建筑业、重型机械、汽车等；其中建筑业是中国最重要的钢材消费对象，其消费量占钢铁总消费量的一半以上。

钢材定价一般参考钢厂出厂价格，根据交易品种（型钢、线材、板材等）的不同及钢厂结算模式的差异，分为按天结算（每天均出结算价），月结（按月度均价结算）或十天结（按十天平均结算价）等定价方式。钢材配套期货品种较为全面，贸易商一般根据自身风险敞口/库存水平采取在期货市场套期保值的方式降低价格波动风险。

图1 2010年以来钢材综合价格指数



数据来源：wind 资讯

注：中钢协，1994 年=100

钢材价格方面，国际金融危机以来，受国外发达国家经济持续低迷、中国经济增速减缓、房地产政策调控等综合因素影响，下游用钢领域景气度弱化、钢材消费量明显下降，市场需求大幅减少，主要钢铁产品处于供大于求状态，产能过剩矛盾凸显；根据中钢协公布的钢材综合价格指数，钢材价格2010年以后呈快速下跌态势，于2015年跌至谷底。2016年2月4日，国务院发文《国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，受供给侧改革去产能政策的实施致使供给下降，同时焦炭及铁矿石等原燃料价格的上涨以及房地产、建筑、汽车等下游行业回暖等综合因素影响，黑色系商品价格大幅上涨，钢材市场回暖，钢材价格于2016年止跌回升并呈现波动增长态势。2017年以来，多省发布了2017年重点建设投资计划，基础建设项目对钢材的需求产生了进一步积极的影响，钢铁价格进一步上升。

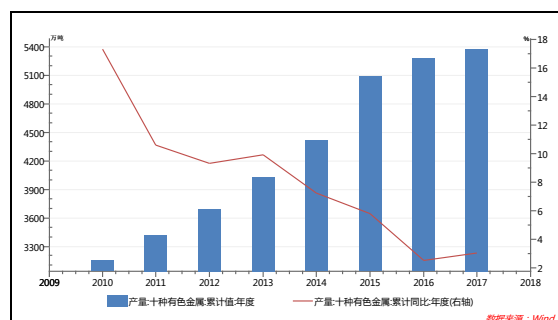
近年来，钢材价格大幅波动一定程度上影响了钢贸商盈利的稳定性，下游客户弃货情形增加，钢贸商库存压力增大，行业内风险控制

及内部管理执行不当，仓单重复质押、相互担保现象使得钢贸危机频发。钢贸风险增加也使得银行收紧放贷条件，钢贸行业进入调整期。

有色金属

有色金属行业是中国原材料工业的重要组成部分，广泛用于机械、电子、建筑、国防、科技等行业。2011 年以后，受全球经济持续低迷，中国经济增速逐步放缓影响，中国有色金属产量增速回落至个位数水平，2013 年为 9.91%，此后产量增速逐年放缓，2016 年增速进一步下滑至 2.50%，2017 年小幅回升至 3.00%。目前最常用的十种有色金属中铝、铜、铅、锌的产量占国内有色金属产量的 90%以上。

图2 中国近年十种有色金属产量情况



资料来源：Wind 资讯

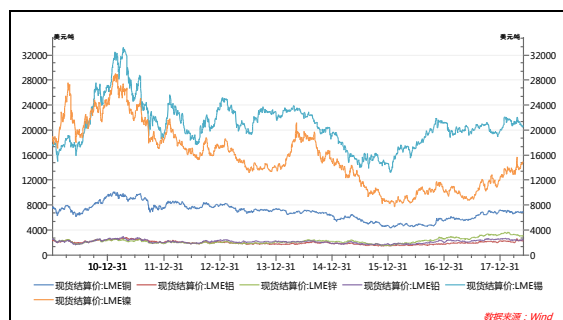
注：十种有色金属：铜、铝、铅、锌、镍、锡、镁、钛、锑、汞

受限于中国有色金属矿产资源储量较低，且有色金属深加工产业及新材料开发水平较发达经济体差距较大，中国有色金属长期存在巨额逆差，有色金属资源对外依存度保持较高水平；国内市场来看，中国有色金属生产企业主要集中于西部内陆企业，主要消费区域集中于东部沿海发达区域，有色金属资源分布及消费需求等方面差异共同导致有色金属产品庞大的贸易规模及交易。

有色金属标准化程度极高，相关贸易接近完全竞争行业，市场价格透明，准入门槛低，行业利润率极低，行业内通常参考伦敦金属交易所（LME）、纽约商品交易所（COMEX）及上海期货交易所有色金属期货合约报价作为有色金属交易价格。由于有色

金属价格波动较大，买卖双方通常通过点价方式确定交易价格，即由买方以某月份的期货价格为计价基础，以期货价格加上或减去双方协商同意的升贴水来确定双方买卖现货商品价格的交易方式。点价期一般为1~2个月。

图3 主要有色金属价格情况（美元/吨）



资料来源：Wind 资讯

价格方面，2014 年以来，受印尼金属矿石出口政策变化及部分金属供需格局有所变化影响，有色金属价格走势出现分化。2014 年上半年金属锡价格在 23000 美元/吨水平震荡，进入下半年金属锡价格快速下跌，到 2016 年 1 月份金属锡跌至 13850 美元/吨左右，随后出现反弹，到 2016 年 11 月达到反弹以来最高点 21945 美元/吨。2014 年一季度以来，镍呈现快速下跌，到 2016 年 6 月到达低谷 8325 美元/吨，随后维持震荡上行走势；铜则表现为下行走势，2016 年 6 月后反转震荡上行。

总体看，在中国经济增速放缓、全球经济复苏依旧乏力的大环境下，有色金属行业短期仍将以调整为主；长期来看，伴随世界经济复苏、新兴经济快速增长以及资源储量刚性制约供给的综合影响下，有色金属长期将持续获得需求端支撑，发展前景良好。

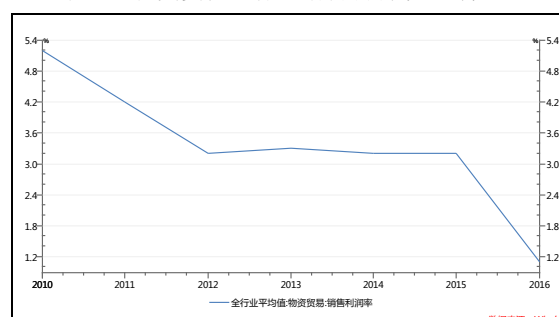
（2）行业关注

生产资料流通领域准入门槛低，流通主体数量较多，行业集中度低，且随着信息化程度的不断加深，主要流通产品价格日益透明，贸易商购销差价逐渐被摊薄，行业盈利能力很低。

2012 年以来，物资贸易全行业销售利润率

不断下行，2016 年全年销售利润率仅为 1.10%。总体看，中国流通领域主体数量众多，盈利能力很低。

图4 物资贸易全行业销售利润率平均值（%）



资料来源：Wind 资讯

近年来，宏观经济持续低迷，大宗商品价格大幅波动对贸易企业周转经营及价格风险控制形成较大压力，贸易企业存货跌价风险激增，同时价格下跌导致下游弃货拒收现象频发，贸易行业诉讼规模大幅增加。虽然 2016 年以来，受益于房地产市场阶段性回暖、供给侧改革政策推进及行业资源阶段性供需错配的影响，部分大宗商品呈回升势头，但是未来供需格局仍难以支持商品价格上涨；对贸易流通环节风险控制能力提出更高挑战。

贸易活动所涉环节较多，管理难度较大，且贸易企业多与第三方仓储及物流公司合作，部分贸易企业与仓储公司配合出具虚假仓单或将仓单重复质押骗取银行信贷；同时贸易企业内部风控流程执行不力，也较易出现货权丢失现象，贸易行业货权控制能力有待关注。

生产资料流通及进出口贸易中，部分中小贸易商受限于资金规模、资源渠道、订单整合能力等，无法通过银行审核独立开具信用证或从银行渠道取得资金，通常依托大型贸易商资金优势及报关清算优势开展业务，一般中小型贸易商仅预付一定比例保证金，由大型贸易商为其代理采购或代开信用证。在商品下跌的市场环境中，该类客户由于不具备真实商品需求，且资金实力和信誉资质相对较弱，抗风险能力较差，较易出现资金断裂及信用违约风

险，若同时出现丢失货权的情形，大型贸易商易出现货款两失的风险；考虑到中小型贸易商资产构成以营运资金为主，无可抵押及变现资产，因此贸易活动中，对于下游客户中贸易商占比大的业务需给予关注。

随着传统贸易行业利润逐渐摊薄，贸易业务逐渐转向衍生托盘贸易、融资性贸易等模式，贸易盈利点逐渐从简单的购销价差，转向赚取资金占用利息、利率差异、汇率差异及配套物流、信息服务等，贸易本质也从买卖关系转向资金融通等风险更为隐蔽的形式。基于非真实贸易背景的融资性贸易模式需给予关注。

(3) 行业政策

大宗商品交易方面，推动市场建设和加强监管力度并重

继 2015 年在江苏省、浙江省、吉林省、北京市、天津市等多个省、市、自治区出台相应的管理办法和实施细则的基础上，对大宗商品市场的整顿行动还在持续，监管力度不断加强。以上海为例，在推动内贸流通体制改革发展综合试点的过程中，通过改革市场准入制度

和退出机制，加强商贸流通标准化建设、健全流通关键领域法规规章，推动建立适应内贸流通创新发展、覆盖流通全过程的市场规则体系。加强市场建设方面，部分省市以健全跨境电子商务的监管服务体系或依托当地资源优势的大宗商品电子商务平台为发展重点。总体来看，未来大宗商品行业发展将更加有序规范。

国内贸易流通“十三五”发展规划

围绕流通升级战略，《规划》提出了消费促进、流通现代化、智慧供应链三大行动，积极推进流通创新发展。《规划》全面总结了“十二五”期间内贸流通发展取得的显著成就，分析了“十三五”期间内贸流通发展面临的机遇和挑战，并根据对流通发展趋势的研判，提出了流通升级战略，消费促进、流通现代化、智慧供应链三大行动，9 项主要任务和 17 个重点项目，对于完善内贸流通体制机制，建设法治化营商环境，加快构建现代流通体系，推动从流通大国向流通强国转变具有重要意义。

表 2 内贸行业重点政策汇总

出台时间	出台部门	政策名称	主要作用
2015-8	国务院办公厅	《促进内贸流通健康发展的若干意见》	推动优势流通企业利用参股、控股、联合、兼并、合资、合作等方式做大做强，形成若干具有国际竞争力的大型零售商、批发商、物流服务商；推进内外贸融合发展，拓展国内商品市场对外贸易功能，借鉴国际贸易通行标准、规则和方式，适当扩大市场采购贸易方式的试点范围，打造一批布局合理、功能完善、管理规范、辐射面广的内外贸结合市场
2016-11	商务部等	《国内贸易流通“十三五”发展规划》	围绕“十三五”时期内贸流通发展目标和主要任务，《规划》提出了 7 个方面的保障措施，主要包括健全管理体制机制、加大财政金融支持、调整优化税费政策、优化土地要素支撑、推进人才队伍建设、完善统计监测体系、落实规划推进机制等。

资料来源：联合资信整理

3. 造纸

(1) 行业运行概况

造纸行业供需处于弱平衡状态，成本上涨助推纸价上行

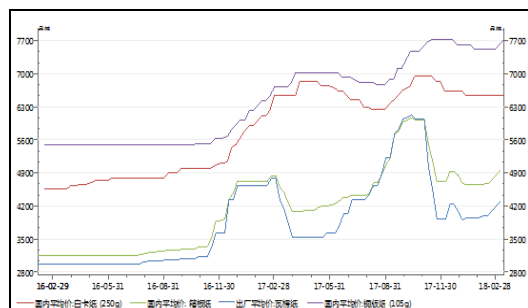
2016 年下半年原材料价格的上涨、交运新规的实施、煤炭价格的上涨促使纸企提高纸品价格，去产能效果显现，在环保监管趋严的宏观大背景下，纸企将成本成功转移至下游，并扩大自身盈利空间。

造纸原材料成本主要是废纸和木浆，其中废纸大约占原材料成本的 65%。废纸方面，外废进口额度受限推动国废价格大幅上涨。国内纸企对外废依赖度较高，按照年均消费量测算，国废/美废占比为 60%/40%。2017 年 6 月份以来，暂停外废进口额度审批，导致国废短期需求提升，年内国废黄板纸均价同比大幅上涨 55.26%。进入 2017 年四季度，因下游需求趋弱，黄板纸价格有所回调。截

至 2018 年 3 月 23 日，废纸均价 2125 元/吨，较 2017 年 1 月份上涨 21.43%；木浆方面，全球供给收缩叠加港口浆供给不足，进口浆价格快速上涨。截至 2018 年 3 月 23 日，针叶/阔叶浆均价为 900USD/吨和 820USD/吨，分别较 2017 年 1 月份上涨 47.54%和 49.09%，进口针叶、阔叶浆价格处于高位。

原材料成本的上涨带动主要纸品的价格上涨，主要纸品价格受废纸价格影响较大，在 2017 年四季度均有所回调。截至 2018 年 3 月 23 日，白卡纸国内均价 6550 元/吨，较 2017 年 1 月份上涨 12.93%；箱板纸国内均价 7825 元/吨，较 2017 年 1 月份上涨 24.50%；双胶纸国内均价 7950 元/吨，较 2017 年 1 月份上涨 33.61%；以废纸为主要原材料的瓦楞纸价格在 2017 年 11 月份下跌较为明显，截至 2018 年 3 月 23 日，瓦楞纸国内均价 5030 元/吨，较 2017 年 1 月份下降 16.71%。

图 5 2017 年主要纸品价格走势（单位：美元/吨）



资料来源：Wind 资讯

行业需求端增速明显放缓

2017 年中国纸及纸板消费量为 1.08 亿吨，2012-2016 年五年复合增长率仅为 0.91%。2017 年造纸行业销售收入虽然有所回升，但同比仅增长 3.66%。由此可见，在供给侧改革实现行业去产能，造纸产品价格上涨的背景之下，造纸行业需求端增长明显放缓。

细分纸种发展增速差异化

从细分纸种需求来看，生活用纸与箱板纸、瓦楞纸需求增长较快，白卡纸次之，其他纸种已经出现滞涨或下滑的现象。目前生活用纸、箱板纸、瓦楞纸消费量增速较高，生活用

纸近三年产量与消费量复合增速高达 5%，箱板纸、瓦楞纸产量与消费量增速均为 4%；包装用纸、未涂布印刷书写纸（主要为双胶纸）次之，包装用纸复合增速约为 2%，未涂布印刷纸复合增速约为 1%；白板纸、涂布印刷纸小幅下滑，因互联网的普及，新闻纸消费量大幅下滑，下游需求急速收缩

淘汰落后产能步伐持续深化，行业产能向规模以上造纸企业集中，木浆消费占比提升

不合格的小企业被淘汰，大企业话语权变强，行业集中度进一步上升，十三五期间仍将继续淘汰落后产能，在环保方面投入较大的龙头企业话语权逐步增强，从而获得议价能力和成本转嫁能力等优势以及更大的市场份额。一大批纸业公司深陷困境的同时，部分优势企业通过收购兼并、新建项目等方式，扩大生产规模，提高市场份额。2016 年，国内已有 19 家年产能 100 万吨以上的纸及纸板生产企业，其产量占全国产量的 50.65%。2016 年以来，特别是国家规定自 2017 年 7 月 1 日起，全国造纸企业必须“持证排污”。中国制浆造纸及纸制品企业数量合计 6677 家，而截至 2017 年 7 月 12 日，拿到排污许可证的企业仅为 2412 家，预计行业产能将有一定收缩。因此，部分企业将面临被迫停产或被迫退出。

同时，木浆消费占比提升。主要是，一方面废纸来源减少、废纸价格提高，为保障原料供应，企业需要提升木浆消耗比例；另一方面，消费升级、品质提升要求提升纸品性能、趋于高档化，追求低克重高强度，从原材料角度也需要提升木浆使用比例。

（2）行业政策

节能减排和环保税法

2016 年 12 月公布的《国务院关于印发“十三五”节能减排综合工作方案的通知》表明，为促进传统产业转型升级，深入实施“中国制造 2025”，中国政府未来将推进造纸产业产品全生命周期绿色管理，不断优化工业产品

结构，提高造纸行业工艺装备、能效环保等水平，严格制造造纸行业产能。对于造纸行业中，环保、能耗、安全等不达标或生产、使用淘汰类产品的企业和产能，要依法依规有序退出。

《中华人民共和国环境保护税法》已于 2016 年 12 月 25 日通过，自 2018 年 1 月 1 日起施行。环境保护税法按照“税负平移”原则，实现排污费制度向环保税制度的平稳转移。该法案明确“直接向环境排放应税污染物的企业事业单位和其他生产经营者”为纳税人，确定大气污染物、水污染物、固体废物和噪声为应税污染物。造纸行业作为重污染企业，在新环保法施行的背景下，落后产能将得到进一步整治，行业小散乱的局面将得到有效改观。

禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案

2017 年 7 月 18 日，国办正式印发《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》，该方案调整了进口废物管理目录，明确提出禁止进口未经分拣的废纸以及废纺织原料、钒渣等固体废物，并于 2017 年年底开始正式实施。截至到 2018 年 3 月底，一共有 307.57 万吨废纸被核准进口。其中首批约 226.57 万吨，第二批约 34.4 万吨，第三批 46.6 万吨。在所有 15 家企业中，玖龙纸业下属企业核准总量 122.49 万吨，理文造纸下属企业核准总量 48.55 万吨，山鹰国际核准总量 63.72 万吨，三家企业核准总量占有核准量的 76%。

2018 年 1 月 12 日，环保部公示 2018 年第三批固体废物原料进口许可证获批名单。此轮名单一共获批 7 家废纸利用企业，总核定废纸进口量约 46.6 万吨。对比 2017 年的批文，废纸准入数量和获批企业名单均大幅缩水。地方固废中心对企业监管加严，已经完成申报的企业，获批数额大为减少。据悉，环保部固废中心将对申请企业严卡审批数量，2018 年总目标基本控制在不超过 2017 年度实际进口量的

一半水平。限制废纸进口量将导致对国内废纸需求提升、价格上涨，对造纸企业成本管理提出挑战。

排污许可证制度落地

2018 年 1 月 17 日，在国正式出台了《排污许可管理办法（试行）》，全力推动排污许可制度改革。而在 2017 年，已有多个省市进行了“一证式”排污管理系统的建设。2018 年排污证管理体系建设将进一步在全国范围内蔓延。在排污许可证管理制度下，造纸企业需对污染源实现全面达标排放，加大环保设备投入，健全污染物排放体系，以符合环保监管要求。

2017 年，我国连续发布了多项政策力促造纸行业可持续发展，这些政策主要集中在造纸污染防治、废纸回收利用、废纸进口限制等方面，从国家和地方公布的政策来看，未来排污“一证式”管理将成为造纸行业环保工作的重点。

（3）行业发展

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

“十三五”期间，造纸行业将以调整为主线，包括原料的调整、资源的调整、区域发展的调整。通过调整、提高发展的质量，用先进产能代替落后产能，提高经济效益，实现行业和谐、持续、绿色发展。“十三五”期间，行业要以解决主要问题为导向，坚持市场引导和行业引导相结合，培育龙头企业和特色企业；坚持自主创新，加快技术进步，加大国际合作，提高品牌知名度；通过调整布局、资源整合，提高产业集中度，实现企业数量减少 30%，主营业务收入争取达到 500 亿元。

未来，中国造纸工业的发展将逐步实现以

木纤维、废纸为主原料，非木纤维为辅的多元化原料结构目标，同时与环境协调发展，充分考虑纤维资源、水资源、环境容量、市场需求、交通运输等条件，形成合理的产业新布局。

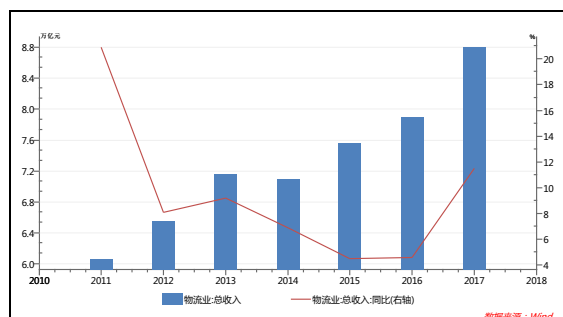
4. 物流

(1) 行业现状

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。

图 6 2010 年以来物流业总收入及增长情况

(单位：万亿元、%)



资料来源：Wind 资讯

2017 年中国物流运行总体向好，社会物流总额增长稳中有升，社会物流总费用与 GDP 的比率有所回落。

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%，增速比上年同期提高 0.6 个百分点。从构成看，工业品物流总额 234.5 万亿元，按可比价格计算，同比增长 6.6%，增速比上年同期提高 0.6 个百分点；进口货物物流总额 12.5 万亿元，增长 8.7%，提高 1.3 个百分点；农产品物流总额 3.7 万亿元，增长 3.9%，提高 0.8 个百分点；再生资源物流总额 1.1 万亿元，下降 1.9%；单位与居民物品物流总额 1.0 万亿元，增长 29.9%。

2017 年社会物流总费用 12.1 万亿元，同比增长 9.2%，增速低于社会物流总额、GDP 现价增长。其中，运输费用 6.6 万亿元，增长 10.9%，增速比上年同期提高 7.6 个百分点；保管费用 3.9 万亿元，增长 6.7%，提高 5.4 个百分点；管理费用 1.6 万亿元，增长 8.3%，提高

2.7 个百分点。2017 年社会物流总费用与 GDP 的比率为 14.6%，比上年同期下降 0.3 个百分点。

2017 年物流业总收入 8.8 万亿元，比上年增长 11.5%，增速比上年同期提高 6.9 个百分点。2017 年，物流相关固定资产投资结构质量不断提升，围绕促转型、补短板等方面有效投资保持较快增长。全年交通运输、仓储和邮政业完成投资 6.1 万亿元，增长 14.8%，增速比上年提高 5.3 个百分点，全年均保持 10% 以上的增长速度。

总体看，全国物流运行总体平稳，物流需求结构优化，物流运行环境改善，物流运行质量提升，物流企业经营有所好转。

(2) 行业政策

2015 年 9 月 29 日，国务院办公厅印发《国务院办公厅关于推进线上线下互动加快商贸流通创新发展转型升级的意见》，指出要转变物流业发展方式。运用互联网技术大力推进物流标准化，重点推进快递包裹、托盘、技术接口、运输车辆标准化，推进信息共享和互联互通，促进多式联运发展。大力发展智慧物流，运用北斗导航、大数据、物联网等技术，构建智能化物流通道网络，建设智能化仓储体系、配送系统。

2016 年物流相关政策、规划密集出台。针对交通物流融合发展、多式联运、电子商务物流等重点领域及物流业补短板、降本增效等重点问题出台了一系列政策措施。如“营改增”试点全面扩围，无运输工具承运业务和道路通行服务开票资格获得承认。商贸物流标准化试点推进，标准化托盘扩大使用范围。快递市场清理整顿工作开展，寄递物流渠道安全要求升级。全国现代物流工作部际联席会议积极发挥协调作用，支持物流业发展的部门间合力有所加强。

2017 年 8 月，国务院办公厅发出的《关于进一步推进物流降本增效，促进实体经济发展的意见》（国办发〔2017〕73 号），提出 27 条

具体政策措施。一系列政策、意见的出台，物流政策环境持续改善。随着“放管服”改革深入推进，制约行业发展的制度环境逐步好转。

总体看，中国物流环境和条件不断改善，各行业增长带动大宗商品物流需求的上升，为物流行业企业的发展带来机遇。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2018 年 3 月底，公司注册资本为 128.00 亿元，国务院国资委是公司的实际控制人，持有公司 100% 股份。

2. 企业规模和竞争力

公司是国务院国资委首批建设规范董事会试点企业和首家国有资产经营公司试点企业；2016 年 2 月，公司被确定为中央企业国有资本运营公司试点，目前控股经营的业务主要包括生产资料贸易、综合物流服务和纸业。

表 3 2017 年公司控股经营业务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	净利润
中国诚通国际贸易有限公司	70.00	14.78	3.53	124.52	0.72	0.54
中诚通国际投资有限公司	100.00	19.24	12.97	9.20	0.38	0.29
中国物资储运集团有限公司	100.00	206.95	124.70	262.53	24.33	18.12
中国物流股份有限公司	40.00	82.29	36.68	27.78	1.46	1.04
港中旅华贸国际物流股份有限公司	45.81	54.80	37.87	87.15	3.59	2.89
中国纸业投资有限公司	100.00	341.71	155.39	228.11	6.33	4.88

资料来源：公司提供

生产资料贸易方面，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”）、中诚通国际投资有限公司（以下简称“诚通国际”）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。

物流服务方面，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。公司是中国陆地仓储物流龙头企业，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。

纸业方面，经营主体为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，公司成为唯一将林

浆纸业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。

3. 人员结构

截至 2018 年 3 月底，公司高级管理人员包括总裁、总会计师等共计 15 人。

公司董事长兼党委书记马正武先生，1963 年生，研究生学历，历任物资部、内贸部办公厅副处级秘书、正处级秘书，中国纸业投资总公司副总经理、执行总经理、总经理，诚通集团董事、副总经理。

公司总裁兼党委副书记朱碧新先生，1965

年出生，博士学历，高级经济师，国务院特殊津贴专家。曾任中国路桥（集团）总公司党委委员、纪委书记、工会主席，中国交通建设集团有限公司党委常委、副总裁、总法律顾问，兼任中交地产有限公司董事长、绿城中国有限公司董事会联席主席。2015年12月至今任公司董事、总裁、党委副书记。朱碧新先生亦担任第九届中华全国青年联合会委员，第一、二届中央企业青年联合会常委等职务。

截至2017年底，公司本部及其并表子公司共有职工26264人。从学历构成来看，硕士及以上学历人员占2.79%，本科占20.95%，专科占27.55%，中专及以下学历占48.71%。

总体看，公司高层管理人员综合素质高，相关行业从业经验丰富；员工整体文化素质较高。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司依据相关法律法规设有董事会、监事会和经理层。

公司是国务院国资委首批7家建设规范董事会试点企业之一，董事会是公司经营管理的最高决策机构，目前由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）。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。

监事会是国资委派驻企业的监督机构，代表股东对企业经营管理及企业效果进行独立的监督和评估，目前公司监事会由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；代理集团日常经营、管理事务。

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，公司治理试点工作有序开展。

2. 内部管理

（1）制度建设情况

公司注重内部管理，制定并落实各项管理办法。

国有资本与财务管理

公司制定了《国有资本与财务管理暂行办法》，旨在明确公司内部各级企业和管理、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

公司制定了《中国诚通控股集团有限公司全面预算管理暂行办法》，实行“统一管理、分级负责、分类考核”的全面预算管理体制。公司设立预算工作领导小组，加强对预算工作的组织和领导。预算工作领导小组下设预算管理办公室，日常办事机构设在集团财务管理中心。

经营资金管理

公司制定了《中国诚通控股集团有限公司资金集中管理暂行办法》，集团内经营类资金的融通和运用，以集团为主导，以财务公司为载体，通过集中统筹集团各级成员单位账户、结算、预算、融资和资金信息等业务，保障资金供给，优化存贷结构，降低融资成本，增加资金规模效益。

风险管理

公司制定了《中国诚通控股集团有限公司全面风险管理办法（试行）》。公司设立风险管理部履行全面风险管理的职责，对总经理或其委托的高级管理人员负责，同时对审计委员会负责。

投资管理

公司制定了《中国诚通控股集团有限公司投资管理暂行办法》，集团董事会是集团投资管理的最高决策机构，负责集团年度投资预算的审批，集团战略发展中心代表集团负责对所

属企业投资活动的日常管理工作，负责投资项目的合规性审查，并向集团总裁办公会提出审查意见。集团风险管理部、财务管理中心、资产经营中心和运营管理中心等部门为集团投资活动的会签部门，分别依据其规定的职责提出审查意见。对特别重大或管理层认为必要的投资项目，由分管领导报集团总裁批准后可以聘请外部专家组成专项审核委员会进行审核。

套期保值业务管理

公司制定了《中国诚通控股集团有限公司套期保值业务管理办法》，对所属全资、控股、具有实际控制权的企业的套期保值业务进行管理，包括套期保值业务的资格审批、情况备案、监督检查等。二级公司以及所属企业从事、新增、变更套期保值业务，必须报公司审批同意后方可实施。获准企业只能在境内期货市场从事套期保值业务，不得从事境外期货业务。进行期货交易的品种仅限于企业主营业务相关的现货商品，不得超越主营业务的现货范围。

(2) 管理体系和架构

公司实行三级管理体制，公司对二级子公司直接负责，再通过二级子公司对三级公司进行投资控股。目前，公司下属企业运营主体较多，经营规模大小不一，还存在一定程度业务交叉的情况。同时，公司管理链条过长，实际控制的 6 家上市公司中，1 家（华贸物流）为二级子公司，1 家（中储股份）为三级子公司，3 家（粤华包、冠豪高新、诚通发展）为四级子公司，1 家（岳阳林纸）为五级子公司。

结合未来业务整合以及内部组织机构调整，公司计划逐步实现三级公司为成本控制中心，二级公司为运营和利润中心，集团本部成为战略管理中心。

总体上看，公司目前实行的管理制度能适应目前生产经营需要，内部管理较为完善，但在管理级次和业务链条方面仍有优化空间。

七、重大事项

1. 公司改组为中央企业国有资本运营公司试点

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，公司被确定为中央企业国有资本运营公司试点。

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

整体看，改组后公司的主业为开展资本运作，更加注重国有资本的结构调整和价值增值。联合资信将持续关注公司的改组情况，动态分析改组国有资本运营公司试点对公司经营情况、盈利水平以及偿债能力的影响。

2. 上市公司国有股权无偿划转

作为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¹”）陆续接收了一些上市公司的国有股权无偿划转（见表 4），截至目前，公司已全部完成相关股票过户手续。

表 4 公司接收的上市公司国有股权无偿划转

证券名称及代码	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	2.93%	是
武钢股份 600005.SH (已退市)	2.45%	是
中材节能 603126.SH	4.99%	是
华贸物流 603128.SH	4.22%	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。

际华集团 601718.SH	4.25%	是
新兴铸管 000778.SZ	2.085%	是
中国建材 003323.HK	1.5%-	是
中国能源建 003996.HK	1.74%	是
华侨城 A000069.SZ	3.24%	是

资料来源：公司提供

未来，公司会继续接收上市央企的股权划转，如何发挥股东作用、实现国有资本保值增值将对公司的经营和管理水平提出全新的考验。

3. 牵头成立中国国有企业结构调整基金股份有限公司

2016年9月26日，受国务院国资委委托，公司作为主发起人，携手中国邮政储蓄银行、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”），基金总规模为人民币3500亿元，首期募集资本金为人民币1310亿元，截至2018年3月底，首期募集资金已到位655亿元，公司出资150亿元，持股22.90%，为第一大股东，纳入合并范围。

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。2017年国调基金累计签约项目26笔，签约金额581.96亿元，实际交割347.21亿元，86%投向中央企业项目，主要投资于冶金、航空、建筑、能源、化工等行业，助力国有资本

布局结构调整，推动产业集聚和企业转型升级。

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。

4. 全面托管中国铁路物资（集团）总公司

2016年4月29日，国务院国资委决定由公司对铁路物资（集团）总公司（以下简称“中国铁物”）实施托管，由公司董事长、党委书记马正武兼任中国铁物总经理、党委书记。在托管期间，中国铁物实行管理委员会体制，马正武先生任管理委员会主任。管理委员会主要职责是负责中国铁物债务重组、风险损失追偿、业务整合、资产盘活等工作；同时通过托管倒逼中国铁物加快风险处置和改革脱困工作的进程。在托管期间，各主体权利义务不变，中国铁物不纳入公司合并报表，预计托管不会对公司的日常管理、生产经营及偿债能力产生重大不利影响。

截至2017年底，中国铁物合并口径的资产总额为536.20亿元，所有者权益为34.90亿元；2017年，中国铁物实现合并口径的营业收入613.30亿元，利润总额5.40亿元，经营活动产生的现金流量净额18.60亿元。

中国铁物有息债务及债务重组情况

截至2018年3月底，中国铁物有息债务余额合计235.70亿元。其中，银行有息债务余额148.20亿元，银行间市场私募债券余额85亿元，其他有息债务2.5亿元。

银行有息债务方面，中国铁物已与主要债权银行达成债务重组方案，2017年如期兑付37.38亿元重组债务。截至2018年3月底，到期的银行有息债务已陆续完成展期或兑付，目前不存在银行有息债务逾期的情形。

银行间市场私募债券方面，中国铁物存续三支私募债券（13铁物资PPN001、13铁物资

PPN002、14 铁物资 PPN001)，余额合计 85 亿元，将分别于 2018 年 11 月 29 日、2018 年 12 月 13 日和 2019 年 2 月 13 日陆续到期，上述债券已经达成相关金融债务重组协议。

5. 华贸物流国有股东所持股份无偿划入公司

华贸物流原控股股东为中国旅游集团公司。为深入贯彻国企改革，2017 年 6 月，根据国务院国资委《关于港中旅华贸国际物流股份有限公司国有股东所持股份无偿划转有关问题的批复》（国资产权[2017]456 号）及《关于港中旅华贸国际物流股份有限公司国有股东所持股份无偿划转有关问题的批复》国资产权[2017]457 号），同意将中国旅游集团公司所属全资子公司港中旅华贸国际货运有限公司所持华贸物流 418158819 股股份无偿划转给诚通集团所属全资子公司中国诚通香港有限公司（以下简称“诚通香港”）持有，将中国旅游集团公司所属全资子公司星旅易游信息科技（北京）有限公司、港旅商务公寓（广州）有限公司和中国旅行社总社有限公司分别所持华贸物流 37383178 股、4000000 股和 1068254 股股份无偿划转给诚通集团所属全资子公司诚通金控；同意将中国旅游集团公司所属全资子公司港中旅华贸国际货运有限公司所持华贸物流 49841181 股股份无偿划转给中国国新控股有限责任公司所属全资子公司国新投资有限公司。

2017 年 9 月 20 日，本次划转的过户登记手续已办理完毕。本次国有股权划转完成后，中国旅游集团公司下属子公司将不再持有华贸物流股份，诚通金控持有华贸物流股权 4.22%，诚通香港持有华贸物流股权 41.59%，国新投资有限公司持有华贸物流股权 4.96%。截至 2017 年底，华贸物流合并资产总额 54.80 亿元，所有者权益 37.87 亿元；2017 年实现营业收入 87.15 亿元，利润总额 3.59 亿元。

公司已于 2017 年 9 月将华贸物流纳入合

并范围，华贸物流主营跨境现代综合第三方物流业务，是中国改革开放后最早的一级国际货运代理企业之一，主要拥有国际空运、国际海运、工程物流、仓储物流及核电、电力特种物流等核心业务，基本实现跨境物流服务产品的全覆盖，形成了中国与全球物流服务和保障体系。公司原有的国际货运代理业务规模较小，未来通过整合，预计公司强大的物流网络和大规模的商品贸易业务将与华贸物流业务形成协同效应，将会给公司带来新的发展机遇。

八、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，除资本运作和资产经营业务外，控股经营的业务主要有商品贸易、物流服务和林浆纸业务。

近三年，受益于控股经营的业务规模不断扩大，公司收入持续增长，年均增幅 15.70%，2017 年实现营业收入 823.14 亿元，同比增长 32.83%。分板块来看，贸易业务为公司收入的最主要来源，经营品种主要有钢材、有色金属、化工材料、煤炭等大宗商品；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，受益于此，2017 年公司完成贸易收入 520.48 亿元，同比增长 32.37%，占营业收入的比重为 63.23%；林浆纸业务受益于行业回暖以及公司产品转型升级，2017 年实现收入 137.51 亿元，同比增长 5.00%，占营业收入的比重为 16.71%；物流业务近三年持续增长，2017 年实现收入 135.50 亿元，同比大幅增长，主要由于运输配送、国际货代业务量的增长及华贸物流于 2017 年 9 月份纳入合并范围贡献部分收入所致。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、酒店管理等业务，规模相对较小，对公司收入贡献小。

从盈利能力来看，近三年公司综合毛利率波动下降，2017 年为 6.21%。其中，贸易板块属于微利经营，毛利率较低，2017 年为 1.49%，

同比下降 0.26 个百分点；纸业板块受益于行业回暖，盈利能力持续改善，2017 年毛利率为 17.85%，同比上升 2.87 个百分点；物流业务依靠仓储-物流-贸易一体化优势，2016 年以前毛利率保持较高水平，2017 年公司物流业务新增“无车承运人”平台，带动配送运输业务量大幅增长，但该业务模式盈利能力较弱，拉低了

物流板块整体毛利率，2017 年为 6.21%，同比下降 8.86 个百分点。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 201.09 亿元，同比增长 21.44%，利润总额 10.22 亿元，同比增长 150.90%；同期，公司综合毛利率为 6.76%，较上年提高 0.55 个百分点。

表 5 近年来公司营业收入情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
1.主营业务小计	613.02	99.22	5.55	611.65	98.70	6.68	815.42	99.06	5.95	200.08	99.49	6.52
商品贸易	439.52	71.14	1.53	393.20	63.45	1.75	520.48	63.23	1.49	110.30	54.85	1.27
林浆纸业务	115.66	18.72	12.98	130.96	21.13	14.98	137.51	16.71	17.85	37.33	18.57	16.74
物流业务	44.89	7.27	16.12	54.39	8.78	15.07	135.50	16.46	6.21	46.53	23.14	5.56
其他主营业务	12.95	2.10	39.23	33.10	5.34	18.73	21.93	2.66	35.64	5.92	2.94	47.39
2.其他业务小计	4.84	0.78	55.92	8.06	1.30	13.87	7.72	0.94	32.47	1.02	0.51	54.95
合计	617.87	100.00	5.95	619.71	100.00	6.78	823.14	100.00	6.21	201.09	100.00	6.76

资料来源：公司提供

注：其他主营业务包括：租赁、包装科技与服务、人力资源、酒店经营管理和其他业务等；其他业务包括固定资产出租、销售材料等。

2. 商品贸易业务

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 60%以上。

2015~2017 年，公司贸易业务收入波动较大，三年分别为 439.52 亿元、393.20 亿元和 520.48 亿元；其中，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，贸易收入同比显著下降；2017 年以来，在供给侧结构性改革的推进下，大宗商品价格回暖，公司贸易收入大幅提升。从贸易品种看，公司贸易以钢材及有色金属贸易为主，2017 年前五大贸易商品钢材、有色金属、化工材料、煤炭和生铁炉料合计占贸易业务收入的比重为 85.86%。毛利率方面，受行业竞争激烈以及行业特点影响，公司商品贸易业务毛利率较低，近三年分别为 1.53%、1.75%和 1.49%。

2018 年 1~3 月，公司贸易板块实现收入 110.30 亿元，同比上升 2.67%，主要来自有色金属、煤炭等产品贸易量及单价的增长；同期，贸易业务毛利率为 1.27%，较上年减少 0.22 个百分点。

表 6 近年公司贸易业务收入情况

项目（亿元）	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
钢材	160.24	147.27	197.50	35.03
有色金属	145.11	106.66	164.80	38.56
贵金属	9.53	15.31	18.90	2.93
生铁炉料	15.34	14.67	22.22	3.89
煤炭	20.81	16.38	27.41	8.16
化工材料	40.22	23.76	44.84	5.79
食品及农产品	7.81	11.56	15.03	0.97
纸浆及纸制品	9.71	10.51	13.13	5.25
其他	30.74	47.08	16.66	9.72
合计	439.52	393.20	520.48	110.30

资料来源：公司提供

从贸易量来看，近三年公司各产品贸易量有所波动，主要系公司每年会结合市场需求、盈利空间以及运营风险等因素来调整产品结构。2017 年钢材、食品及农产品、纸浆及纸制

品销售量同比减少，分别为 571 万吨、17 万吨和 9 万吨，同比分别下降 16.94%、24.89%和 61.83%；其他品种同比不同程度增加。2018 年 1~3 月，主要产品钢材、生铁炉料、化工材料销量同比分别下降 25.21%、44.38%、74.09%，有色金属、贵金属和煤炭销量同比分别上升 15.37%、13.60%和 92.02%。

表 7 公司商品贸易业务板块销售情况

项目	单位	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
钢材	万吨	828	687	571	99
有色金属	万吨	76	47	60	15
贵金属	吨	274	414	525	79
生铁炉料	万吨	259	266	370	53
煤炭	万吨	500	188	307	125
化工材料	万吨	67	66	93	10
食品及农产品	万吨	24	22	17	2
纸浆及纸制品	万吨	25	24	9	11
汽车	辆	3542	1587	1756	409
其他	万吨	86	42	85	15

资料来源：公司提供

总体来看，在全球经济增速乏力，国内供给侧结构性改革的背景下，公司的贸易规模和收入波动较大。

采购与销售

采购方面，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。2017 年，公司向前五大供应商采购商品金额合计 44.64 亿元，集中度不高。

表 8 2017 年公司商品贸易业务前五大供应商

(单位：亿元)

企业名称	采购金额	采购内容
河北鑫达钢铁有限公司	12.80	铁精粉、烟煤、无烟煤、外矿
江苏雨花钢铁有限公司	12.13	钢坯、螺纹钢
马鞍山天兴钢制品有限公司	9.08	钢坯
上海找钢网信息科技股份有限公司	6.21	建材、板材
四川物流物资贸易有限公司	4.42	螺纹钢、盘螺、高线
合计	44.64	--

资料来源：公司提供

公司目前拥有全国最大的金属连锁分销网，并在全国各主要城市设立分销中心，同时拥有上海香山钢材市场、南京钢材市场、无锡建材市场等 20 多家初级原材料现货交易市场，市场年交易金额达到 1000 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。

2017 年，公司向前五大客户实现销售额 53.49 亿元，集中度一般。

表 9 2017 年公司商品贸易业务前五大客户

(单位：亿元)

企业名称	销售金额	销售内容
河北鑫达钢铁有限公司	15.44	钢坯、带钢
陕钢集团韩城钢铁有限责任公司	13.39	螺纹钢、盘螺、高线
赤峰金剑铜业有限责任公司	11.71	铜
天津物产九江国际贸易有限公司	6.75	建材
驰宏实业发展（上海）有限公司	6.20	锌
合计	53.49	--

资料来源：公司提供

结算模式

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

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

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

综合来看，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. 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，近三年营业毛利润约占公司总体毛利润的 20%。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。

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。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 20000 家左右，仓储总占地总面积 1300 万平方米，其中自有仓库面积 506 万平方米，年吞吐能力超过 6500 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。

货代及运输业务

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

运输方面，公司已形成以铁路、公路运输为主，多种运输方式并存的物流网络，具有城市间铁路、公路干线、水运等的独特优势，网络遍及全国，拥有 120 余条总长 130.63 公里铁路专用线，7 条连接南北的集装箱运输干线，多条城际公路运输专线。公司拥有大型物件运输的最高资质，先后参与完成了首都机场扩建工程、长江三峡工程、黄河小浪底水利枢纽工程等几十个国家重点项目。

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

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

质押监管业务

中国储运是中国最早倡导、推广质押监管业务的企业之一，该业务基于出质人以合法占有的货物向银行出质，银行向出质人授信融资，监管人接受银行委托，在质押期间按银行的指令对质物进行监管。

目前，中国储运已与多家金融机构合作，监管点达数百家，监管物品种涉及黑色金属、有色金属、煤炭及制品类、棉麻类、化工轻工材料及制品类等多种。监管类型已从过去的静态质押监管发展到动态质押和权力质押，部分仓储企业采用统一授信监管模式，即将部分固定资产抵押给银行并获得银行授信额度，然后由仓储企业直接对中小企业放款，这一类型的优势是仓储企业获得的利润点较高，但其风险也相应增大。

表 10 近年来公司物流业务收入情况

项目（亿元）	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
仓储业务	8.88	9.98	11.74	3.44
装卸业务	8.16	7.20	8.70	1.94
运输配送	11.62	26.33	73.25	22.94
现货市场	3.31	2.12	2.09	0.56
加工业务	0.12	0.10	0.10	0.02
集装箱业务	2.95	2.30	2.47	0.69
动产监管业务	0.80	0.54	0.42	0.10
国际货运代理业务	8.62	5.03	28.21	16.13
其他物流	0.43	0.79	8.51	0.70
合计	44.89	54.39	135.50	46.53

资料来源：公司提供

近三年，公司物流业务收入不断增长，2017 年实现收入 135.50 亿元，同比大幅增长 149.13%，主要由于（1）中储股份控股子公司中储南京智慧物流科技有限公司（以下简称“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。收入构成方面，仓储业务、装卸业务、运输配送、国际货运代理等传统物流模式是公司物流业务板块收入和利润的主要来源，2017 年这四个子业务在公司物流板块的营业收入中占比达到 93.00%，营业利润中占比达到 85%以上。

2018 年 1~3 月，公司物流业务实现收入 46.53 亿元，同比增长 124.41%，主要来自运输配送和国际货代业务量的增加，同期，受运输配送业务毛利相对较低影响，物流板块毛利率较上年进一步下降，为 5.56%。

表 11 公司物流业务经营情况

项目（万吨）	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
吞吐量	4693	4764	5444	1318
运输量	2137	2519	10369	2709
国际货运代理量	2137	863	1654	288
加工量	50	49	58	12
仓储期末库存量	272	226	236	360

资料来源：公司提供

从物流业务量来看，受中智储运电商平台业务增长，2017 年公司物流业务完成运输量 10369 万吨，同比增长 311.70%；累计实现吞吐量 5444 万吨，同比增长 14.29%；累计完成国际货运代理量 1654 万吨，同比增长 91.57%。2018 年一季度，公司吞吐量、加工量保持稳定，运输量和国际货代量同比大幅增长。

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

长期协议运输合同每自然年续签一次，合同中对运输货物的数量、运价、结算方式等条款作出了较为具体的约定：运价由基准运价和效率联动调整价组成，年度内基准运价不变，

联动调整价根据实际装卸时间或油价变动确定，货主在公司完成运输任务并开具正式发票后付款结算，结算方式为现金或银行转账，不支持各类票据，长期合同的签署能确保公司每年获得较为稳定的运费收入。

总体来看，公司物流业务基本实现了从传统仓储物流服务向现代综合物流服务升级转型，运输配送、国际货运代理已经成为公司物流收入的主要贡献者；2017 年以来开展无车承运人业务，带动公司物流业务收入大幅增长，但盈利能力有所下滑；未来与华贸物流的协同效应预计会逐步显现。

4. 纸业

公司纸业板块以中国纸业为产业发展平台，主要依托旗下的粤华包、冠豪高新和岳阳林纸三家上市公司经营。

表 12 公司纸业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	佛山、珠海	涂布白板纸、涂布白卡纸	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
冠龙纸业	湛江	特种纸原纸（无碳复写纸、热敏纸等）	特种纸原料供应
岳阳林纸	岳阳等	文化纸、包装纸等	报刊杂志、书籍等

资料来源：公司提供

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。目前，公司造纸产能达250万吨，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。2015年8月，公司收购中粮集团海外林业项目，接收加蓬三利公司，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。

公司文化纸的生产和销售平台主要依托

于岳阳林纸开展。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。

岳阳林纸于2017年5月完成定向增发，募集资金净额22.52亿元，用于收购浙江凯胜园林市政建设有限公司（以下简称“凯胜园林”）100%股权、补充流动资金及偿还银行贷款。目前岳阳林纸产业链已延伸至园林行业，业务涵

盖造纸、林业、园林等多业务板块。

公司白卡纸、涂布白板纸主要由粤华包生产经营。近年来，由于涂布白板纸收入和利润持续负增长，公司调整产品结构，不再生产白板纸。目前，粤华包白卡纸产能约51.20万吨。

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23.36万吨。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。无碳复写纸由国家税务总局、中国印钞造币总公司指定增值税专用发票无碳复写纸唯一供应商，也是EMS特快专递专用无碳复写纸唯一供应商；公司自主研发的三防特种热敏纸应用于中国体育彩票、民航登记卡及铁路列车票等高端产品。

表 13 近年来公司纸业收入情况

项目(亿元)	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
白卡纸	28.21	26.31	27.89	5.98
特种纸	12.95	17.59	20.35	5.56
商品浆	17.69	17.77	26.93	5.08
文化纸	38.40	43.79	35.62	11.90
工业包装纸	4.46	1.07	1.79	1.75
彩色印刷	2.45	2.54	2.56	0.76
林业	0.42	0.22	5.19	--
造纸化工	3.48	2.57	4.02	1.07
其他	7.60	19.10	13.18	5.24
合计	115.66	130.96	137.51	37.33

资料来源：公司提供

2015~2017年，公司纸浆及纸制品收入持续增长，2017年实现收入137.51亿元，同比增长5.00%。从收入结构看，文化纸、白卡纸、商品浆和特种纸为主要纸制品收入来源，合计占该业务板块收入的80.70%。同期，公司实现纸浆及纸制品毛利润25.92亿元，同比增长36.98%；毛利率为17.85%，较2016年增长2.87个百分点。

2018年1~3月，公司纸业板块实现营业收入37.33亿元，同比增长12.76%；受成本增长影响，毛利率较上年下滑1.11个百分点至

16.74%。

表 14 公司纸业板块生产经营情况(单位:万吨)

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
1、生产量	181	181	199	52
(1) 白卡纸	48	49	45	13
(2) 特种纸	12	18	23	5
(3) 商品浆	25	28	41	10
(4) 文化纸	85	85	87	21
(5) 工业包装纸	12	2	3	3
2、销售量	182	182	197	47
(1) 白卡纸	46	46	47	10
(2) 特种纸	12	18	23	5
(3) 商品浆	27	28	36	10
(4) 文化纸	85	86	88	20
(5) 工业包装纸	11	3	3	3

资料来源：公司提供

从产销量来看，近三年，公司纸业产量和销量较为平稳，2017年分别为199万吨和197万吨，同比分别增长9.54%和8.57%；公司实行以销定产的原则，且推行“去库存化”策略，产销率均在98%以上。

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，公司纸业板块已经形成了林、浆、纸一体化的完整产业链，近三年纸品结构有所优化，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，2016年以来受益于造纸行业回暖，公司纸业板块实现扭亏为盈。

5. 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，公司被确定为中央企业国有资

本运营公司试点。

运作模式

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

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

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

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

业务开展

持股管理方面，2016年以来，公司陆续接收了10余家央企上市公司股权，截至2017年底，该部分股权总市值150.34亿元（以2017年12月29日收盘价计）。目前公司正在积极探索国有股权市场化运作路径，聚焦国有资本流动、增值、收益状况，注重资本结构调整，关注资本安全。

资产经营方面，2016年公司托管中国铁物，深入推进其债务重组和改革脱困工作，妥善化解68亿元公募债兑付危机，通过顶层设计，加快资产盘活和清收清欠，迅速使中国铁物扭亏为盈，经营业绩快速增长。在服务央企

改革脱困和去产能方面，公司参与了中冶纸业、国勘公司改革脱困，与中化集团研究制定中化海外油气资源整合方案；落实国资委组建平台公司助力央企“去产能”的工作安排，参与国源煤炭资源整合平台组建和中新能化战略重组等工作，助力化解煤炭和煤化工产能过剩问题；为承接培训疗养机构等经营性国有资产，公司组建了健康养老集团，作为改革资产统一接收、运营管理、处置和转型发展专项运作平台。

资本运营方面，公司以基金为主导形式，参与央企布局结构调整和转型升级。2017年国调基金累计签约项目26笔，签约金额581.96亿元，实际交割347.21亿元，86%投向中央企业有关项目，助力国有资本布局结构调整，推动产业集聚和企业转型升级；同时公司参与设立并购基金，投资优秀市场化基金，充分发挥国有资本的杠杆放大效应和结构调整引领作用；参与中国联通、中粮资本等混改项目，促进国有企业经营机制转换；发挥资本优势，支持中铝、中船重工、中国一重、中钢集团等企业改善资本结构、降杠杆，加快转型升级和布局优化；引导、助力国有资本布局节能环保、医药、金融科技、互联网、智能制造等战略新兴产业。

收益方面，2017年公司资本运营公司特点的利润结构正在形成，资本运作效益贡献突出，国调基金、国有股权等资本运营业务累计实现利润27.05亿元，占公司利润总额的比重为107.85%，成为利润的重要支撑。

6. 经营效率

2015~2017年，公司销售债权周转次数波动上升，三年分别为9.24次、9.11次和9.95次；同期，公司存货周转次数和总资产周转次数均呈下降趋势，2017年分别为5.11次和0.60次。总体看，公司经营效率一般。

7. 未来发展

2018 年,公司的重点工作主要从以下几方面展开:

第一,全面落实改组方案,推动试点工作全面提速;第二,充分发挥中国国有企业结构调整基金的作用,切实承担国家赋予的使命;第三,加快金融板块搭建,完善集团金融服务功能;第四,发挥国有资本运营功能,搭建新的增长平台;第五,加大改革创新力度,实现现有出资企业转型升级。

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

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2015~2017 年合并财务报告经立信会计师事务所(特殊普通合伙)进行审计,均出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2018 年一季度财务报表未经审计。

2015 年,公司新纳入合并范围的企业 40 家(其中投资新设 30 家,无偿划转 10 家),因清算注销等原因减少合并 7 家;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,截至 2017 年底,公司纳入合并范围的子企业共 152 家;截至 2018 年 3 月底,公司纳入合并范围二级子公司 22 家,较上年底无变化;合并范围的变化对公司财务数据可比性有一定影响。

截至 2017 年底,公司(合并)资产总额 1690.61 亿元,所有者权益 1046.25 亿元(含少数股东权益 740.69 亿元);2017 年公司实现营业收入 828.75 亿元,利润总额 24.85 亿元。

截至 2018 年 3 月底,公司(合并)资产

总额 1720.20 亿元,所有者权益 1078.26 亿元(含少数股东权益 762.07 亿元);2018 年 1~3 月,公司实现营业总收入 202.71 亿元,利润总额 10.22 亿元。

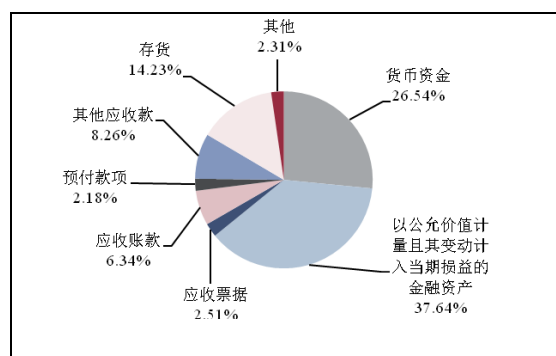
2. 资产质量

2015~2017 年,公司资产规模快速增长,年均增长 53.86%;截至 2017 年底,公司资产总额合计 1690.61 亿元,同比增长 56.21%。从资产构成看,流动资产占 63.60%,非流动资产占 36.40%,公司资产仍以流动资产为主。

(1) 流动资产

2015~2017 年,公司流动资产快速增长,2017 年底合计 1075.23 亿元,同比增长 57.25%;增长主要来自以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产的增加。

图 7 2017 年底公司流动资产构成



资料来源:公司审计报告

2015~2017 年,公司货币资金波动较大,分别为 122.99 亿元、349.19 亿元和 285.33 亿元;截至 2017 年底,公司货币资金同比下降 18.29%,其中银行存款占 95.12%,受限货币资金合计 50.89 亿元,占货币资金的 17.84%。

随着国有资本运营试点工作的推进,2015~2017 年,公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产大幅增长,分别为 0.07 亿元、7.89 亿元和 404.76 亿元,截至 2017 年底,从构成来看,指定为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产中的权益工具投资为 213.30 亿元,主要系国调基金购买的上市公司股票,包括中国联合网络通信股份有限公司 6.28%的股份期末公允价值 120.26 亿

元、洛阳栾川钼业集团股份有限公司 3.42% 的股份期末公允价值 38.39 亿元及中国国际航空股份有限公司 1.59% 的股份期末公允价值 26.60 亿元；指定为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产中的其他投资 181.45 亿元，主要为国调基金结构化理财产品。

2015~2017 年，公司应收票据持续增长，截至 2017 年底，公司应收票据为 27.02 亿元，同比增长 50.56%，主要为银行承兑汇票（占 94.15%）。

2015~2017 年，公司应收账款不断增长，截至 2017 年底，公司应收账款账面余额为 79.52 亿元，主要为应收的货款；其中采用账龄分析法计提坏账准备的占 90.07%，从账龄来看，1 年以内的占 84.42%，1~2 年的占 5.67%，2~3 年的占 2.35%；3 年以上的占 7.56%；公司共计提坏账准备 11.37 亿元，计提比例 14.30%。截至 2017 年底，应收账款账面价值为 68.14 亿元，同比增长 27.60%。

2015~2017 年，公司预付款项年不断下降，主要系公司主动压缩高风险业务，预付款项相应减少所致。截至 2017 年底，预付款项合计 23.40 亿元，同比下降 17.70%，主要为公司商品贸易业务预付货款。

2015~2017 年，公司其他应收款不断增长，截至 2017 年底，公司其他应收款为 88.76 亿元，同比增长 40.99%，主要系新增诚通房地产投资有限公司支付的保证金、本部借出款项增加及合并华贸物流所致。其中，单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款占 19.89%，主要为岳阳林纸下属子公司应收永州市土地储备中心的土地补偿款 8.37 亿元和股权转让款等，坏账计提比例为 55.61%；按信用风险特征组合计提坏账准备的其他应收款占 77.12%，其中采用账龄分析法计提坏账准备的占 35.73%，从账龄看，1 年以内的占 77.35%，3 年以上的占 18.22%。截至 2017 年底，共计提坏账准备 22.84 亿元，计提比例 20.47%，计

提较为充分。公司其他应收款前五名余额占其他应收款总额的 37.98%，集中度较高。

表15 截至2017年底公司其他应收款明细

(单位: 亿元)

债务人名称	性质	金额	关联方
天津中储恒丰置业有限公司	暂借款	15.74	是
永州市国土局	土地处置款、拆迁补偿款	8.95	否
郑州管城商都新区管理委员会	保证金、代垫土地整理款	7.40	否
沅江纸业有限责任公司	借款、往来款	6.05	是
北京聚鑫博锐经贸有限责任公司	往来款	4.26	是
合计	--	42.39	--

资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司存货规模持续增长，截至 2017 年底，公司存货为 152.96 亿元，同比增长 2.63%，主要由开发成本（占 36.45%）、消耗性生物资产（占 23.79%）、库存商品（占 20.53%）、原材料（占 11.62%）构成，其中开发成本主要包括天津恒兴项目（预计总投资 25 亿元，期末金额 10.55 亿元）、天津恒盛项目（预计总投资 32 亿元，期末金额 16.02 亿元）及南京泛悦中心项目（预计总投资 25 亿元，期末金额 14.60 亿元），消耗性生物资产主要为岳阳林纸的林业资产；公司共计提跌价准备 4.71 亿元，计提比例 2.99%。

(2) 非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产规模快速增长，年均增速 35.60%。截至 2017 年底，公司非流动资产合计 615.38 亿元，同比增长 54.44%；增长主要来自可供出售金融资产、其他非流动资产和长期股权投资的增加。从资产构成看，2017 年底公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 32.44%）、固定资产（占 30.03%）和无形资产（占 10.46%）等构成。

2015~2017 年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长 187.11%；截至 2017 年底，可供出售金融资产为 199.61 亿元，同比增长 147.64%，主要以可供出售权益工具为主，权益工具中①按公允价值计量的账面价值为

134.56 亿元，同比增加 58.64 亿元，主要系根据国资委批复无偿划入上市公司股票所致，从构成上看，主要包括宝钢股份（600019.SH）5.42 亿股 46.82 亿元、中远海控（601919.SH）3.06 亿股 A 股股票 20.75 亿元、际华集团（601718.SH）1.87 亿股 12.56 亿元、桂冠电力（600236.SH）2.24 亿股 12.87 亿元以及其他上市公司股票，这部分股票无抵质押。

表16 2017年无偿划入股情况

（单位：亿股、亿元）

公司简称	股票代码	股份数量	股票过户日期	2017 年底公允价值
中材节能	603126.SH	0.30	2017-02-27	2.97
际华集团	601718.SH	1.87	2017-12-01	12.56
新兴铸管	000778.SZ	0.83	2017-12-19	4.34
中国建材	3323.HK	0.81	2017-02-22	4.07
中国能源建	3996.HK	5.22	2017-02-15	6.70
桂冠电力	600236.SH	2.24	2017-04-06	12.87
天地科技	600582.SH	3.62	尚在办理中	--
华侨城 A	000069.SZ	2.66	2018-04-04	--
合计	--	--	--	43.52

资料来源：公司审计报告

注：因天地科技和华侨城 A 截至 2017 年底股权过户手续尚未完成，故未统计期末公允价值。

②按成本计量的账面价值为 66.32 亿元，同比增加 11.22 亿元，主要系国调基金对外投资增加所致。

表17 截至2017年底按成本法计量的可供出售金融

资产 （单位：%、亿元）

投资单位	持有比例	投资成本
中粮资本投资有限公司	4.12	8.00
华润医药（汕头）产业投资基金合伙企业（有限合伙）	25.06	0.25
嘉兴诚通湖岸一号投资合伙企业（有限合伙）	18.25	3.65
大连船舶重工集团有限公司	4.42	16.92
武昌船舶重工集团有限公司	3.51	5.24
华能资本服务有限公司	3.27	12.00
宿迁东和晟荣股权投资中心	23.90	6.73
上海驰丰企业管理中心（有限合伙）	100.00	6.00
合计	--	58.80

资料来源：公司审计报告

可供出售债务工具主要系子公司诚通发

展购买的 3000 万美元海航集团（国际）有限公司发行的海航债券，期末价值 1.74 亿元。

2015~2017 年，公司长期股权投资快速增长，截至 2017 年底，长期股权投资为 39.87 亿元，同比大幅增长 336.31%，主要系对联营企业的投资增加所致。长期股权投资主要由北京国调中铝铜产业基金（有限合伙）15.00 亿元、深圳国调招商并购股权投资基金 8.56 亿元构成。

截至 2017 年底，公司固定资产原值为 296.22 亿元，其中土地资产、房屋及建筑物、机械设备和运输工具分别占 3.06%、37.58%、52.66%和 3.47%；截至 2017 年底，公司累计计提折旧 107.34 亿元，固定资产账面价值为 184.82 亿元。

2015~2017 年，公司无形资产持续增长。2017 年底为 64.35 亿元，同比增长 9.33%，主要系诚通凯胜和华贸物流纳入合并范围所致，其中土地使用权增加 4.68 亿元，截至 2017 年底，无形资产主要为土地使用权（占 85.01%）和林地开采权（占 9.69%）。

2015~2017 年，公司商誉持续增长，截至 2017 年底，公司商誉为 22.62 亿元，同比增长 119.04%，主要系岳阳林纸收购诚通凯胜新增商誉 5.16 亿元，华贸物流收购德祥集团公司、中特物流分别形成商誉 1.63 亿元、5.51 亿元。

2015~2017 年，公司其他非流动资产分别为 15.48 亿元、8.03 亿元和 48.77 亿元，截至 2017 年底，其他非流动资产同比增加 40.74 亿元，主要系国调基金本期对中国中钢集团有限公司、中国一重集团有限公司分别委托贷款 20 亿元所致。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额合计 1720.20 亿元，较 2017 年底增加 29.59 亿元，主要来自以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、其他应收款及存货的增长。截至 2018 年 3 月底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为 515.33 亿元，较 2017 年底增加 110.57 亿元，可供出售

金融资产为 164.25 亿元，较 2017 年底减少 35.36 亿元，主要系季报合并时未将国调基金单体报表中的金融资产重分类所致；公司其他应收款为 105.46 亿元，较 2017 年底增加 16.70 亿元，主要系新增国调基金的京东物流项目可转债款所致；公司存货为 174.99 亿元，较 2017 年底增加 22.03 亿元，主要系库存商品增加所致；其他科目变动不大。

总体看，随着国有资本运营业务规模的快速增长，国调基金对外投资及根据国资委批复无偿划入上市公司股票带动公司资产规模快速增长，公司流动资产中，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产占比高，变现能力强，货币资金相对充裕。非流动资产中固定资产、可供出售金融资产及无形资产占比高。公司整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益快速增长，年复合增长率为 77.91%，截至 2017 年底，公司所有者权益合计 1046.25 亿元，同比增长 71.14%；其中归属于母公司所有者权益合计 305.56 亿元，同比增长 33.16%；少数股东权益合计 740.69 亿元，同比增长 93.96%，主要系将中国国有企业结构调整基金股份有限公司实收资本由 262.00 亿元增加至 655.00 亿元所致。

截至 2017 年底，公司实收资本合计 128.00 亿元，同比无变化。资本公积为 138.10 亿元，同比增加 61.13 亿元，主要系①本期子公司诚通金控自国资委无偿划转除华贸物流以外的上市公司股权导致资本公积增加 32.34 亿元；②子公司资本运营自国资委无偿划转部分上市公司股权导致资本公积增加 15.02 亿元；③自中国旅游集团公司无偿划入上市公司华贸物流股权导致资本公积增加 8.79 亿元；④子公司诚通地产资本公积变动导致公司资本公积增加 6.09 亿元。

从所有者权益结构看，截至 2017 年底，归属于母公司所有者权益中，实收资本占 41.89%，资本公积占 45.20%、未分配利润占 12.83%。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 1078.26 亿元，较 2017 年底增长 3.06%，主要来自资本公积和少数股东权益的增长。归属于母公司权益合计 316.20 亿元，较 2017 年底增长 3.48%；其中，公司资本公积 166.58 亿元，较上年底增加 28.48 亿元，主要系季报未对个别报表中的金融资产进行重分类所致；公司少数股东权益为 762.07 亿元，占所有者权益的 70.68%。

整体看，公司少数股东权益占比较大，所有者权益结构稳定性一般。

负债

2015~2017 年，公司负债规模逐年增长，截至 2017 年底，公司负债合计 644.39 亿元，同比增长 36.83%，其中流动负债占 53.63%，非流动负债占 46.37%。流动负债占比有所下降，公司负债结构仍以流动负债为主。

2015~2017 年，公司流动负债持续增长，截至 2017 年底，流动负债合计 345.54 亿元，同比增长 8.47%，主要来自短期借款、其他应付款和吸收存款及同业存放的增长。截至 2017 年底，公司流动负债主要由短期借款（占 39.47%）、应付票据（占 8.69%）、应付账款（占 13.32%）、预收款项（占 9.27%）和其他应付款（占 14.77%）等构成。

2015~2017 年，公司短期借款持续增长，截至 2017 年底，公司短期借款为 136.39 亿元，其中质押借款占 21.46%，抵押借款占 0.53%，保证借款占 47.72%，信用借款占 29.96%。

截至 2017 年底，公司吸收存款及同业存放为 18.79 亿元，全部为活期存款，同比增加 14.08 亿元，主要系吸收对北京聚鑫博锐经贸有限责任公司的存款 18.30 亿元所致。

2015~2017 年，公司应付账款和预收款项逐年增长，截至 2017 年底，分别为 46.04 亿元

和 32.04 亿元，分别同比增长 13.73% 和 27.81%，主要是业务规模扩张所致。

2015~2017 年，公司其他应付款持续增长。截至 2017 年底，其他应付款主要由子公司中国纸业、中商资产、诚通地产、中国物流对公司关联企业或与其子公司少数股东产生往来款 9.22 亿元，借款 12.48 亿元，股权投资款 6.41 亿元等构成，合计 51.04 亿元，同比增长 95.18%，主要系借款同比增加 12.44 亿元及新增股权投资款 6.41 亿元。借款中诚通地产对外借款 10.85 亿元，为本期诚通地产收购的南京泛悦房地产开发有限公司与原股东南国置业有限公司借款产生；股权投资款主要为公司子公司中国物流增资扩股收取的少数股东资本金，由于中国物流增资手续未办理完毕暂时挂账。

2015~2017 年，公司其他流动负债分别为 32.55 亿元、15.05 亿元和 0.05 亿元，2016 年和 2017 年同比大幅下降主要是部分短期融资券到期偿还所致。

2015~2017 年，公司非流动负债快速增长，截至 2017 年底，公司非流动负债合计 298.82 亿元，同比增长 96.13%，主要来自长期借款和应付债券的增长。从构成上看，公司非流动负债主要由长期借款（占 25.80%）和应付债券（占 63.77%）构成。

2015~2017 年，公司长期借款快速增长，截至 2017 年底，公司长期借款为 77.10 亿元，同比增长 111.35%，其中抵押借款占 10.37%，保证借款占 12.91%，信用借款占 74.21%，剩余为国家开发银行专项贷款。借款方式由保证借款为主改为以信用借款为主。信用借款期末利率区间为 4.51%~4.75%。

2015~2017 年，公司应付债券分别为 94.43 亿元、99.85 亿元和 190.55 亿元。截至 2017 年底，公司应付债券同比增长 90.83%，主要系公司 2017 年发行了四期中期票据合计 75 亿元及子公司中国诚通投资有限公司发行 5 亿美元 5 年期 S 规则债券（公司为其提供维好

协议及股权回购承诺）所致。其中，将于 2018 年到期的债券余额合计为 6.16 亿元（已计入一年内到期的非流动负债）。未来 3 年内，债券到期时间较为分散，2021 年 10 月有 30 亿到期，2022 年 8、9 月合计到期金额 54.53 亿元，集中偿债压力较大。

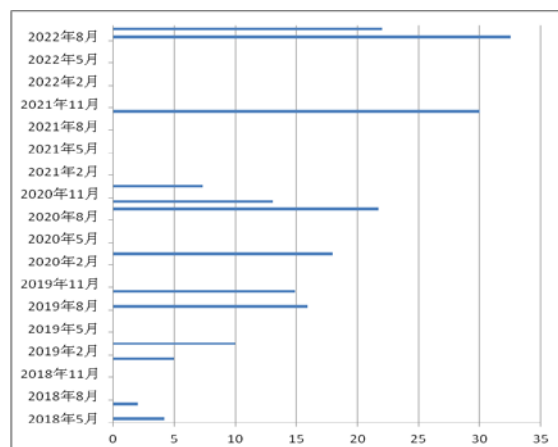
表18 截至2017年底公司存续期债券明细

（单位：亿元）

债券名称	面值	发行日期	债券期限	期末余额
2013 诚通 MTN1	18	2013/3/6	7 年	17.95
2016 诚通控股 MTN001	15	2016/10/11	3 年	14.88
2016 诚通控股 MTN002	30	2016/10/20	5 年	30.00
岳阳林纸 2013 年公司债券	8.5	2013/5/31	5 年	4.15
中储股份公司债	16	2012/8/13	7 年	15.94
中储股份公司债	10	2016/3/4	3 年	9.96
中储股份公司债	5	2016/1/8	3 年	4.98
2015 华包 MTN001	2	2015/7/31	3 年	2.00
2017 诚通控股 MTN001	25	2017/9/13	5 年	22.00
2017 诚通控股 MTN002	25	2017/9/20	3 年	21.75
2017 诚通控股 MTN003	15	2017/10/19	3 年	13.07
2017 诚通控股 MTN004	10	2017/12/15	3 年	7.30
USD5 million 3.625% Guaranteed Notes due 2022	5 亿美元	2017/8/8	5 年	32.53
合计	--	--	--	190.55

资料来源：公司审计报告

图8 未来5年债券到期集中度情况（单位：亿元）

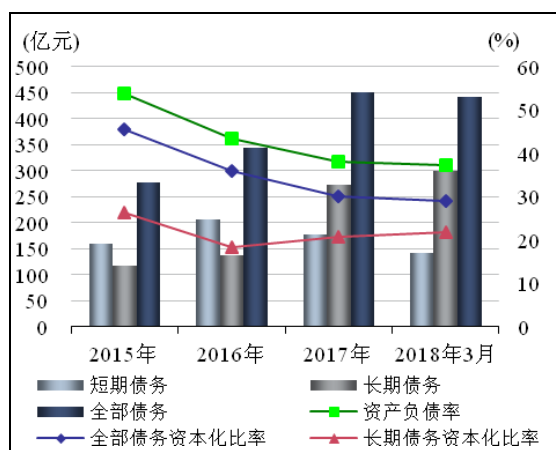


资料来源：联合资信整理

2015~2017 年，公司全部债务规模稳定增

长，截至 2017 年底，公司全部债务规模为 450.89 亿元，其中短期债务占 39.29%，长期债务占 60.71%，债务构成转为以长期债务为主。近三年公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均持续下降，三年平均值分别为 42.85%、35.00%和 21.17%，2017 年底分别为 38.11%、30.12%和 20.74%；公司债务负担有所减轻，处于行业适宜水平。

图 9 公司债务构成情况



资料来源：公司审计报告

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 641.94 亿元，较 2017 年底下降 0.38%；其中流动负债占 49.31%，非流动负债占 50.69%，公司债务结构较 2017 年底有所优化。截至 2018 年 3 月底，公司短期借款为 102.94 亿元，较 2017 年底减少 33.45 亿元；长期借款为 106.28 亿元，较 2017 年底增加 29.18 亿元；其他科目变动不大。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务为 441.25 亿元，较 2017 年底下降 2.14%，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 37.32%、29.04%和 21.74%。

总体看，公司负债规模稳定增长，有息债务转为以长期债务为主，受益于所有者权益大幅增长，公司债务负担近年来有所减轻，处于适宜水平。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业总收入分别为 619.07 亿元、621.54 亿元和 828.75 亿元；2017

年，公司营业总收入同比增长 33.34%，主要系商品贸易及物流业务收入大幅增长所致。同期，公司营业成本同比增长 33.65%；受此影响，公司营业利润率由 2016 年的 6.71%下降至 6.30%，下降 0.41 个百分点。

期间费用方面，公司销售费用、管理费用及财务费用同比均有所增长，2017 年公司期间费用合计占公司营业收入的比重为 6.13%，较上年下降 0.30 个百分点，公司期间费用控制能力有所提高。

2017 年，公司资产减值损失为 11.94 亿元，同比增加 7.11 亿元，主要由计提的坏账损失（8.40 亿元，同比增加 4.78 亿元）、存货跌价损失（1.25 亿元）和固定资产减值损失（1.14 亿元，同比增加 1.14 亿元）构成。其中，坏账损失主要系泰格集团确认坏账损失 3.62 亿元，其中泰格集团本部对湖南泰格林纸集团洪江纸业有限责任公司应收债权减值测试并根据测试结果计提坏账损失 2.46 亿元；中包公司本期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；固定资产减值损失、存货跌价损失主要为泰格集团所属永州湘江纸业有限责任公司、湖南永州飞翔物资产业有限责任公司搬迁停产确认的减值损失。

随着公司金融资产的快速增长，近三年，公司公允价值变动收益分别为-0.05 亿元、0.22 亿元和 9.38 亿元。2017 年，公允价值变动收益主要系国调基金持有的上市公司等股票投资公允价值变动产生 9.44 亿元。

近三年，公司投资收益有所波动，三年分别为 6.49 亿元、4.61 亿元和 7.95 亿元，2017 年投资收益主要为国调基金投资产生的收益 4.66 亿元及诚通金控、诚通投资等子公司持有的上市公司股票分红收益 2.07 亿元。

2017 年，由于会计政策变更，利润表新增列示资产处置收益 10.15 亿元、其他收益 8.58 亿元，其中资产处置收益同比减少 2.58 亿元，构成主要系中储股份拆迁补偿确认非流动资

产处置利得 9.35 亿元；中国物流房屋及土地本年因政府拆迁而获得补偿，除去拆迁费等费用后的净收益为 0.88 亿元。其他收益同比增加 5.29 亿元，主要系中储股份开展无车承运业务确认政府补助 6.52 亿元。

2015~2017 年，公司营业外收入分别为 22.97 亿元、19.81 亿元和 2.36 亿元。2016 年，营业外收入主要由拆迁补偿收入 11.51 亿元和政府补助 5.83 亿元构成。2017 年同比减少主要系拆迁补偿计入资产处置收益，部分政府补助计入其他收益所致。

2015~2017 年，公司分别实现利润总额 15.21 亿元、20.27 亿元和 24.85 亿元，其中，2015~2016 年，投资收益和营业外收入等非经营性损益是公司利润的主要来源，2017 年，除投资收益、资产处置收益、其他收益外，公允价值变动收益成为新的利润来源。

从整体盈利指标来看，由于所有者权益大幅增长，近三年公司总资本收益率和净资产收益率呈下降趋势，2017 年分别为 1.65% 和 1.02%，公司整体盈利能力偏弱。

2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 202.71 亿元，同比增长 21.43%，为 2017 年全年的 24.46%；利润总额 10.22 亿元，同比增长 151.11%，主要系公允价值变动收益及投资收益同比增长所致；公司当期实现公允价值变动收益 4.44 亿元，同比增加 3.93 亿元，主要系国调基金所持股权公允价值增加所致；当期实现投资收益 4.37 亿元，主要系国调基金退出部分股权投资（如光大环保、国航项目股权）所致，其他收益 1.60 亿元，系中储南京智慧物流科技有限公司收到的税费返还 1.4 亿元等政府补助。当期公司营业利润率为 7.05%，较 2017 年增加 0.75 个百分点。

总体看，2017 年以来，大宗商品市场向好带动公司收入大幅增长，同时，国调基金的作用日渐显现，对公司的利润形成一定补充，公司盈利能力有较大改善。

5. 现金流

从经营活动来看，近三年公司经营活动产生的现金流入及流出均有所波动，2017 年分别为 935.60 亿元和 925.28 亿元，同比分别增长 25.11% 和 24.08%。近三年，公司经营活动产生的现金流量净额波动较大，分别为 31.89 亿元、2.12 亿元和 10.32 亿元。2017 年，公司现金收入比为 103.77%，较 2016 年增加 1.08 个百分点，公司收现质量有所上升。

公司投资活动表现为以收回投资收到的现金和取得投资收益收到的现金为主的现金流入，以及以投资支付、购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为主的现金流出。近三年，公司投资活动现金流量持续表现为净流出且流出金额快速增加，2017 年为 -521.71 亿元，较 2016 年下降 472.96 亿元，主要系国调基金投资支出 514 亿元所致。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要为吸收投资收到的现金和取得借款获取的现金，筹资活动现金流出主要是偿还债务支付的现金。2017 年，公司筹资活动现金流量净额为 426.08 亿元，其中吸收投资收到的现金同比增加 122.85 亿元至 343.76 亿元，主要为国调基金吸收投资 393 亿元所致。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为 251.17 亿元和 6.64 亿元；公司投资活动产生的现金流量净额 10.77 亿元，其中收回投资收到的现金 193.01 亿元，投资支付的现金 199.97 亿元；同期，公司筹资活动产生的现金流量净额为 -17.36 亿元。

总体看，公司经营活动现金流入量规模大，整体收入实现质量一般；公司经营活动产生的现金流量净额有所波动，受国调基金项目投资需要，公司投资活动现金流出快速上升，未来存在一定对外融资需求，考虑到国调基金未来出资会逐步到位，公司融资压力尚可。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,近三年公司流动比率及速动比率均快速上升,2017 年底分别为 311.17%和 266.91%。同期,公司经营现金流动负债比为 2.99%,较 2016 年增加 2.33 个百分点。截至 2018 年 3 月底,公司流动比率和速动比率分别为 369.89%和 314.61%。公司现金类资产充裕,可供出售金融资产流动性强,公司短期偿债能力良好。

长期偿债能力方面,2015~2017 年,公司 EBITDA 有所波动,三年分别为 53.73 亿元、45.93 亿元和 52.87 亿元;EBITDA 利息倍数持续下降,三年分别为 3.63 倍、3.48 倍和 3.14 倍;同期,全部债务/EBITDA 呈上升趋势,近三年指标分别为 5.17 倍、7.50 倍和 8.53 倍。考虑到公司作为国务院国资委下属的国有资本运营公司试点单位,能够得到政府的政策以及资金等方面的支持,公司整体偿债能力强。

截至 2018 年 3 月底,公司对外担保余额合计 7.54 亿元,担保比率为 0.70%,主要是下属子公司中储股份对合营企业的担保,风险处于可控范围。

截至 2018 年 3 月底,公司共获得银行授信总额度 712.00 亿元,尚未使用额度为 427.00 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,直接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告(机构信用代码:G10110106010377405),截至2018年5月30日,公司本部无未结清及已结清不良信贷信息,过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

公司为国资委直属企业,主营业务涉及资本运营、综合物流服务、生产资料贸易和纸业,基于对公司自身经营和财务风险,以及国资委对于公司在政策及资金方面支持的综合判断,

公司整体抗风险能力很强。

十、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司债务的影响

公司本期中票发行额度为 25 亿元,分别为 2018 年 3 月底长期债务和全部债务的 8.35%和 5.67%。截至 2018 年 3 月底,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 37.32%、29.04%和 21.74%。考虑到本期中期票据全部用于置换金融机构借款,本期中期票据发行后对公司整体债务规模、结构及债务负担情况影响不大。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017 年,公司可供出售金融资产分别为 24.22 亿元、80.61 亿元和 199.61 亿元,分别为本期中期票据拟发行额度的 0.97 倍、3.22 倍和 7.98 倍,公司可供出售金融资产对本期中期票据的保障能力强。同期,公司 EBITDA 分别为 53.73 亿元、45.93 亿元和 52.87 亿元,分别为本期中期票据发行额度的 2.15 倍、1.84 倍和 2.11 倍,公司 EBITDA 对本期中期票据保障能力强。

十一、结论

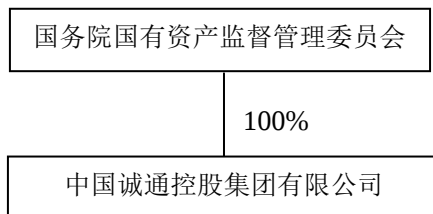
公司是国务院国资委直属的国有资本运营公司试点企业,在业务功能定位、国家政策支持方面具备优势;同时,公司控股经营的综合物流业务规模大、林浆纸业务综合实力强;在股东的持续大力支持下,公司资本金得到不断充实。近年来,受实体经济需求减弱、大宗商品价格震荡下行以及造纸行业景气度持续低位运行影响,公司贸易业务收入规模波动较大,公司积极调整商品结构,主动实施内外贸结合、多品种经营的策略,压缩高风险业务规模,积极开展专业化经营,供应链管理,一体化服务,逐步向现代流通商转型。

目前,公司整体资产质量较好,债务负担

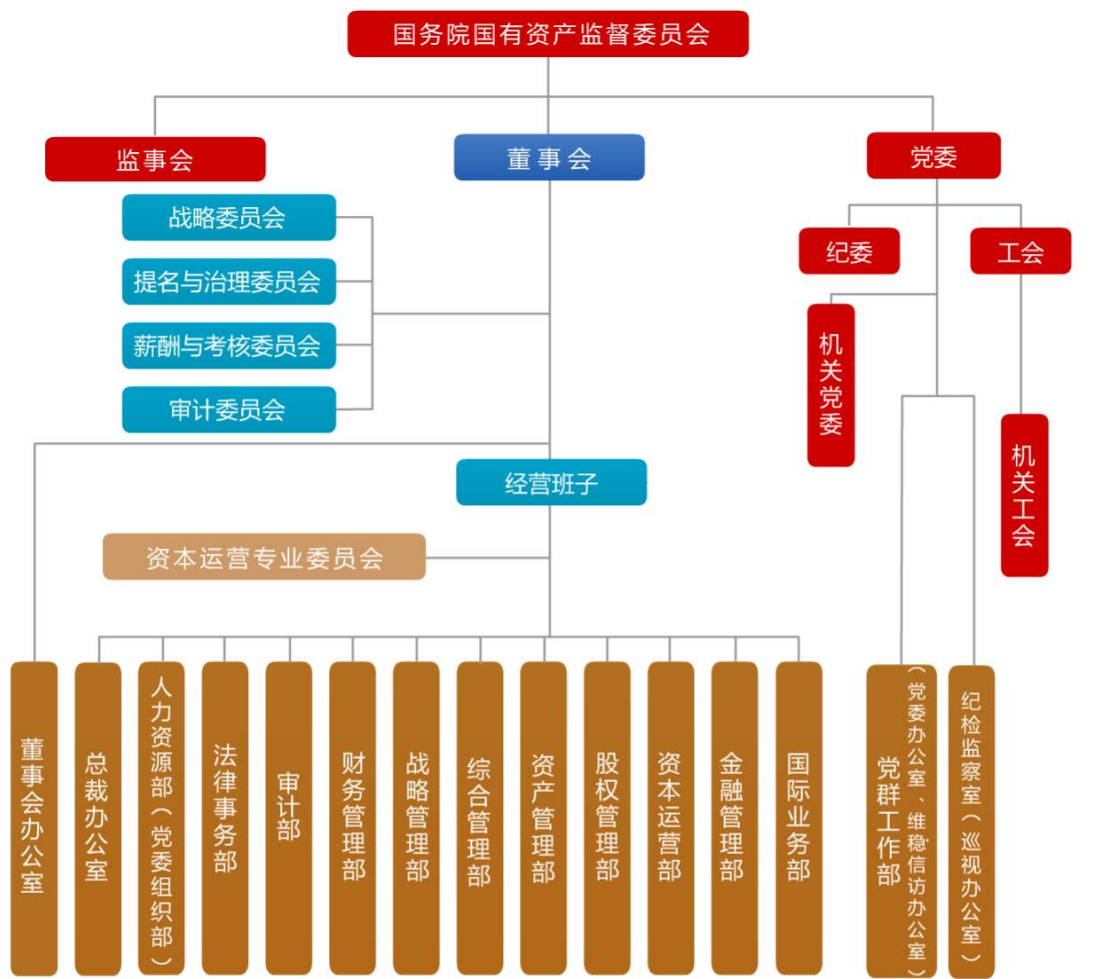
适宜，有息债务以长期债务为主，债务结构逐年不断优化，整体偿债能力强。综合看，公司主体信用风险极低。

公司可供出售金融资产规模大，EBITDA稳定，对本期中期票据的保障能力强。基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 截至 2018 年 3 月底公司股权结构



附件 1-2 截至 2018 年 3 月底公司组织结构图



附件 2 截至 2018 年 3 月底公司下属二级子企业（按合并口径）

序号	企业名称	持股比例（%）	注册资本	主营业务
1	中国物资储运集团有限公司	100.00	239928.53 万元	物资储运
2	中国纸业投资有限公司	100.00	503300.00 万元	造纸林业
3	中国诚通金属集团有限公司	100.00	46714.93 万元	金属贸易
4	中国物流股份有限公司	40.00	250000.00 万元	物流运输
5	中国包装有限责任公司	100.00	72439.22 万元	包装业务
6	中商资产管理公司	100.00	120000.00 万元	资产管理
7	中诚通国际投资有限公司	100.00	220000.00 万元	金融、投资、证券
8	中国诚通香港有限公司	100.00	100 万港币	投资控股
9	中国诚通国际贸易有限公司	70.00	20000.00 万元	贸易、进出口
10	诚通人力资源有限公司	100.00	4600.00 万元	人力资源
11	中国诚通资产经营管理公司	100.00	17513.00 万元	金融、投资、证券
12	诚通财务有限责任公司	100.00	500000.00 万元	财务公司
13	中国诚通投资有限公司	100.00	8000 万港币	投资
14	中国诚通（香港）资产管理有限公司	100.00	2000 万港币	资产管理
15	诚通基金管理有限公司	100.00	12700.00 万元	非证券业务的投资管理、咨询
16	北京诚通金控投资有限公司	100.00	10.00 万元	项目投资、资产管理
17	中国国有企业结构调整基金股份有限公司	22.90	13100000 万元	投资
18	中国健康养老集团有限公司	100.00	1000000 万元	服务
19	北京诚通资本运营有限公司	100.00	10.00 万元	商务服务
20	北京诚通资本投资有限公司	100.00	10.00 万元	投资与资产管理
21	诚通房地产投资有限公司	50.31	700000.00 万元	地产投资
22	港中旅华贸国际物流股份有限公司	45.81	100541.52 万元	装卸搬运和运输代理

附件3 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	119.61	345.67	666.21	754.68
资产总额(亿元)	714.12	1082.26	1690.61	1720.20
所有者权益(亿元)	330.56	611.34	1046.25	1078.26
短期债务(亿元)	159.60	206.17	177.17	141.71
长期债务(亿元)	118.23	138.33	273.72	299.54
全部债务(亿元)	277.82	344.49	450.89	441.25
营业总收入(亿元)	619.07	621.54	828.75	202.71
利润总额(亿元)	15.21	20.27	24.85	10.22
EBITDA(亿元)	53.73	45.93	52.87	--
经营性净现金流(亿元)	31.89	2.12	10.32	6.64
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.24	9.11	9.95	--
存货周转次数(次)	5.87	4.71	5.11	--
总资产周转次数(次)	0.89	0.69	0.60	--
现金收入比(%)	107.05	102.69	103.77	100.73
营业利润率(%)	5.93	6.71	6.30	7.05
总资本收益率(%)	3.97	2.77	1.65	--
净资产收益率(%)	3.28	2.41	1.02	--
长期债务资本化比率(%)	26.34	18.45	20.74	21.74
全部债务资本化比率(%)	45.67	36.04	30.12	29.04
资产负债率(%)	53.71	43.51	38.11	37.32
流动比率(%)	152.63	214.65	311.17	369.89
速动比率(%)	113.90	167.87	266.91	314.61
经营现金流动负债比(%)	12.83	0.66	2.99	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.63	3.48	3.14	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.17	7.50	8.53	--

注: 1. 2018年一季度财务报表未经审计; 2. 短期债务包含其他流动负债中的有息债务; 3. 长期债务包含长期应付款中的有息债务; 4. 2015~2017年现金类资产已剔除受限货币资金。

附件 4 主要计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (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	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业总收入×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(非流动) 负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 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 5-2 评级展望设置及其含义

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

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

附件 5-3 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。

联合资信评估有限公司关于 中国诚通控股集团有限公司 2018 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

中国诚通控股集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在公司年报披露后 3 个月内发布跟踪评级结果和报告。

中国诚通控股集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对中国诚通控股集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，中国诚通控股集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注中国诚通控股集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现中国诚通控股集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对中国诚通控股集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如中国诚通控股集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对中国诚通控股集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与中国诚通控股集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。