

信用等级公告

联合〔2019〕3603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及其拟发行的2020年度第一期中中国诚通控股集团有限公司市场化银行债权转股权专项债券的信用状况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，2020年度第一期中中国诚通控股集团有限公司市场化银行债权转股权专项债券信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告



联合资信评估有限公司

二〇一九年十二月二十日

2020 年度第一期中国诚通控股集团有限公司 市场化银行债权转股权专项债券信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

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，拥有重要的业务功能定位，在国家政策支持、无偿接收国有股权及资产划转方面具备显著优势；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，公司控股经营的生产资料贸易业务盈利能力偏弱，所有者权益中少数股东权益占比高、权益稳定性较弱等因素对公司经营及发展可能带来的不利影响。

债项概况：

本期债券发行规模：30 亿元（基础发行额 10 亿元，当期追加发行额 20 亿元）

本期债券期限：5 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：用于市场化债转股项目

评级时间：2019 年 12 月 20 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

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+	评级结果	AAA
评价内容	评价结果	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	2
		基础素质	1
		企业管理	2
		经营分析	2
财务风险	F2	资产质量	5
		资本结构	1
		盈利能力	3
		现金流量	3
		偿债能力	2
调整因素和理由			调整子级
政府支持：公司作为两大国有资本运营公司试点企业之一，在国有资本金注入、国有股权及资产划转方面获得政府大力支持。			1

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

2016 年，国家五部委联合宣布公司改组成为国有资本运营公司试点企业，侧重于持股管理和资本运作等功能，并致力于国有企业改革布局及结构调整，公司具有重要的业务功能定位。同年 9 月，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，截至 2018 年底，首期募集资金已到位 988.26 亿元。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。

本期债券发行对公司现有债务规模有一定影响。公司为本期债券设置了募集资金使用专项账户和偿债资金账户，有助于本期债券资金的合规使用与归集。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极小，本期债券的偿还能力极强，违约风险极低。

优势

1. 公司作为两大国有资本运营公司试点企业之一，是推进中央企业改革和布局结构调整的重要平台，承担中央企业国有资产整合和国有资本运营的重要职能，具有重要的业务功能定位。
2. 近年来，公司在国有资本金注入、国有股权及资产划转方面获得政府大力支持。截至 2018 年底，公司已接收了 21 家央

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

企上市公司股权无偿划转，总市值 509.35 亿元（按划入市值计算），计入可供出售金融资产。

3. 公司牵头发起成立国调基金，服务于央企、支持重点行业整合和专业化重组。截至 2018 年底，首期募集资金已到位 988.26 亿元，公司为实际控制人，纳入合并范围，带动公司资产规模和资本实力大幅提升。

4. 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。

5. 纸业方面，公司在国内拥有林地近 200 万亩，浆纸产能近 200 万吨，综合实力位列国内造纸行业前列。

关注

1. 受宏观经济增速放缓、大宗商品价格震荡影响，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，对营运资金形成占用，存在一定的坏账和跌价风险。

2. 公司所有者权益中少数股东权益占比高，2018 年将原计入资本公积的股权划转金额转入未分配利润，导致归属于母公司所有者权益中未分配利润占比高，公司权益稳定性较弱。

3. 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:

项 目	合并口径		
	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	345.67	666.21	1001.04
资产总额(亿元)	1082.26	1690.61	2474.56
所有者权益(亿元)	611.34	1046.25	1540.71
短期债务(亿元)	206.17	177.17	228.42
长期债务(亿元)	138.33	273.72	416.51
全部债务(亿元)	344.49	450.89	644.93
营业总收入(亿元)	621.54	828.75	1016.55
利润总额(亿元)	20.27	24.85	28.23
EBITDA(亿元)	45.93	52.87	66.08
经营性净现金流(亿元)	2.12	10.32	142.74
营业利润率(%)	6.71	6.30	6.93
净资产收益率(%)	2.41	1.02	1.17
资产负债率(%)	43.51	38.11	37.74
全部债务资本化比率(%)	36.04	30.12	29.51
流动比率(%)	214.65	311.17	292.62
经营现金流动负债比(%)	0.66	2.99	29.09
EBITDA 利息倍数(倍)	7.50	8.53	9.76
全部债务/EBITDA(倍)	3.91	3.71	2.82

公司本部（母公司）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额(亿元)	238.58	433.40	599.60
所有者权益(亿元)	131.76	137.42	124.42
全部债务(亿元)	93.02	250.98	406.19
营业收入(亿元)	0.38	0.00	0.04
利润总额(亿元)	3.63	8.31	-10.63
资产负债率(%)	44.77	68.29	79.25
全部债务资本化比率(%)	41.38	64.62	76.55
流动比率(%)	62.20	22.78	20.64
经营现金流动负债比(%)	19.94	20.95	-17.51

注：短期债务包含其他流动负债中的有息债务，长期债务包含长期应付款中的有息债务，合并口径现金类资产已剔除受限货币资金

主体评级历史:

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
AAA	稳定	2019/5/28	杨学慧 李明	工商企业信用评级方法（2018 年） 工商企业信用评级模型（2018 年）	阅读全文
AAA	稳定	2012/6/19	潘诗湛	企业主体评级方法（2008 年）	阅读全文
AA+	稳定	2010/12/30	潘诗湛	企业主体评级方法（2008 年）	阅读全文
AA	正面	2009/6/30	吕晗 夏阳	企业主体评级方法（2008 年）	阅读全文
AA	稳定	2008/6/25	吕晗 夏阳	企业主体评级方法（2008 年）	阅读全文
AA-	稳定	2007/9/26	夏阳 杨茗茗	--	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。

2020 年度第一期中国诚通控股集团有限公司 市场化银行债权转股权专项债券信用评级报告

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。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2018年底，公司（合并）资产总额为2474.56亿元，所有者权益合计1540.71亿元（含少数股东权益917.44亿元）；2018年，公司实现营业总收入1016.55亿元，利润总额28.23亿元。

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

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司于2019年1月23日收到中华人民共和国国家发展和改革委员会（以下简称“国家发改委”）关于公司发行市场化银行债权转股权专项债券的批复文件，同意公司发行市场化银行债权转股权专项债券不超过200亿元。

公司计划发行2020年度第一期市场化银行债权转股权专项债券（以下简称“本期债券”），拟发行规模为人民币30亿元，其中，基础发行额为10亿元，当期追加发行额为20亿元。根据《企业债券簿记建档发行业务指引》，经公司与簿记管理人协商一致，在发行条款充分披露簿记建档发行参与人充分识别相关风险的前提下，于本期债券发行定价过程中自主选择设置当期追加发行选择权。当本期债券首场申购总量大于或等于基础发行额的，则按照规定进行首场配售，公司可自主选择是否启动当期追加发行选择权。如启动当期追加发行，则追加场簿记发行时间为一个小时，追加发行公告将于首场配售结束后，追加场开始前，在中国债券信息网完成追加发行公告信息披露工作。参与追加场申购的投资者必须是首场获配的投资者，且投资者当期追加最高申购量不

超过 20 亿元，本期债券发行总额为基础发行额与当期追加发行量之和。

本期债券期限为 5 年，采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途概况

本期债券募集资金将全部用于市场化债转股项目。本期债券募集资金既可以用于单个债转股项目，也可用于多个债转股项目，具体单个项目投入规模不超过债转股项目合同约定的股权金额的 70%。

公司拟通过直接投资或通过下属基金公司投资的形式，实施市场化债转股项目，也可以对直接或通过下属基金公司已投资的债转股项目资金实施置换。如通过下属基金公司实施债转股项目，公司本期债券募集资金投入金额不超过其在单支基金认缴额的 50%，且不超过该基金总规模的 50%。本期债券可用于已成立和正在筹备的债转股基金。

本期债券涉及市场化债转股对象鼓励面向发展前景良好但遇到暂时困难的优质企业，包括：因行业周期性波动导致困难但仍有望逆转的企业；因高负债而财务负担过重的成长型企业，特别是战略性新兴产业领域的成长型企业；高负债居于产能过剩行业前列的关键性企业以及关系国家安全的战略性企业。

本期债券严禁将下列企业列入市场化债转股对象：扭亏无望、已失去生存发展前景的“僵尸企业”；有恶意逃废债行为的企业；债权债务关系复杂且不明晰的企业；有可能助长过剩产能扩张和增加库存的企业。

在国家发改委、国务院国资委的指导下公司将持续关注和参与市场化债转股项目。

三、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，

复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5% 左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0% 区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

表 1 2016—2019 年上半年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—6 月
GDP	74.00	82.10	90.00	45.10
GDP 增速	6.70	6.80	6.60	6.30
规模以上工业增加值增速	6.00	6.60	6.20	6.00
固定资产投资增速	8.10	7.20	5.90	5.80
社会消费品零售总额增速	10.40	10.20	9.00	8.40
出口增速	-1.90	10.80	7.10	6.10
进口增速	0.60	18.70	12.90	1.40
CPI 增幅	2.00	1.60	2.10	2.20
PPI 增幅	-1.40	6.30	3.50	0.30
城镇登记失业率	4.00	3.90	3.80	3.60
城镇居民人均可支配收入增速	5.60	6.50	5.60	5.70

资料来源：国家统计局、Wind 资讯

注：增速及增幅均为同比增长情况；出口增速、进口增速统计均以人民币计价；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；固定资产投资增速为不含农户投资增速；城镇登记失业率为期末值

2019 年 1—6 月，中国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。

2019年1—6月，中国一般公共预算收入和支出分别为10.8万亿元和12.4万亿元，收入同比增幅（3.4%）远低于支出同比增幅（10.7%），财政赤字（1.6万亿元）较上年同期（7261亿元）大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下，2019年1—6月，中国国内生产总值45.1万亿元，同比实际增长6.3%。中西部地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI温和上涨；PPI和PPIRM基本平稳；就业形势总体稳定。

2019年1—6月，中国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工业生产继续放缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增速略有放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。

固定资产投资增速有所放缓，制造业投资、基础设施建设投资和房地产投资增速均有所回落。2019年1—6月，全国固定资产投资（不含农户）29.9万亿元，同比增长5.8%，增速有所放缓。其中，民间固定资产投资18.0万亿元，同比增长5.7%，增速明显回落。从三大主要投资领域来看，2019年1—6月，全国房地产开发投资6.2万亿元，同比增长10.9%，增速较1—3月回落0.9个百分点，主要源于近期房企融资约束持续加强，但受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响，房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长4.1%，较上年同期明显下降，但在2018年年底全国人大授权国务院提前下达部分2019年度新增地方政府债务限额，今年4月、6月先后发布相关政策加快地方债发行进度，同时允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下，今年以来基础设施建设投资持续企稳。制造业投资同比增长3.0%，增幅明显回落。其中，汽车制造业投资增速依旧维持在0.2%的低位水平，是制造业投资放缓的重要原因。

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019年1—6月，全国社会消费品零售总额19.5万亿元，同比增长8.4%，增速较1—3月（8.3%）略有回升，较上年同期（9.4%）有所回落，较1—3月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速（1.2%）较1—3月转负为正。具体来看，生活日常类消费仍保持较高增速，升级类消费增速较快，服务类消费增幅明显。此外，网上零售继续保持快速增长。中国居民消费持续平稳增长，消费结构进一步改善，在中国经济面临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进，贸易顺差有所扩大。2019年1—6月，中国货物贸易进出口总值14.7万亿元，同比增速（3.9%）较1—3月略有回升，较上年同期大幅回落，主要受中美贸易摩擦和中国内需放缓等因素影响。出口方面，机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主，集成电路进口额增速（-6.9%）较上年同期下滑了38.9个百分点，是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2019年下半年，国际贸易紧张局势可能加剧、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程，中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大逆周期政策调节力度稳投资，同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长，推动经济健康高质量发展。从三大需求看，一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加大，以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复，基础设施投资有望持续企稳；减税降费的落实将进一步修复企业盈利，激发企业主体活力，加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和设备制造领域的发展，制造业投资有望企稳；在“房住不炒”的定位下，房地产投资增速或有所回落，但在稳增长和推进

城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求，可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响，加上当前中国居民部门杠杆率持续攀升，房地产对消费的挤出效应仍强，居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将继续放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素，外部需求或继续放缓；随着相关扩大进口政策的进一步实施，以及中国加强与“一带一路”沿线国家的交往，中国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定，但国内经济下行压力有所加大，中国内需压力未消也会对进口产生一定抑制。总体来看，2019年下半年，中国经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在6.2%左右。

四、行业及区域经济环境

1. 国有资本运营

(1) 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2 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。2014年以来，已经在10家中央企业和122家地方国有企业开展试点。中央企业层面，自2014年开始，国资委分两批确定了10家中央企业开展国有资本投资、运营公司改革试点，其中8家是国有资本投资公司——中粮集团、国投公司、神华集团、宝武钢铁、中国五矿、招商局集团、中交集团和保利集团，2家是国有资本运营公司——中国诚通和中国国新。自2016年确定国有资本投资运营公司的“2+8”试点格局之后，试点企业数量在两年多时间内一直未发生变化。2018年12月28日，国资委宣布新一批11家中央企业国有资本投资公司试点启动，包括航空工业集团、国家电投、国机集团、中铝集团、中国远洋海运、通用技术集团、华润集团、中国建材、新兴际华集团、中广核、南光集团。

数据显示，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，目前诚通集团、中国国新两家企业共发起设立6只基金，总规模近9000亿元，初步形成了系列化、差异化、协同化运营公司基金系。这些基金的实际运作，正在为中央企业提供融资新渠道。另外，试点企业还通过受让国资上市公司股权及参与国

企改革ETF等方式加快国有股权流转。

开展试点以来，试点企业在试体制、试机制、试模式等方面进行了大量探索，在授权放权、组织架构、运营模式、经营机制、党的建设等方面取得了积极成效。下一步在扩大试点范围的同时要推动综合改革，在两类公司中同步开展落实董事会职权、推行职业经理人制度、差异化薪酬分配改革、中央企业兼并重组、混合所有制改革、混合所有制企业员工持股等其他改革。同时，国务院国资委将进一步加大授权放权力度、打造市场化运作专业平台、完善配套支持政策，扎实有序推进试点工作。

（3）政策

2018年7月30日，国务院印发《关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》（以下简称“《意见》”）。《意见》明确了国有资本投资、运营公司改革试点的主要内容，包括功能定位、组建方式、授权机制、治理结构、运行模式和监督与约束机制。同时提出，试点工作应分级组织、分类推进、稳妥开展。

2019年1月16日，国资委公开《中央企业工资总额管理办法》（以下简称“《办法》”）。《办法》对央企工资总额实行分类管理，相比其他类型央企，国有资本投资运营公司获得了更大的灵活度。《办法》明确提出，对开展国有资本投资、运营公司或者混合所有制改革等试点的中央企业，可以探索实行更加灵活高效的工资总额管理方式。国有资本投资运营公司试点企业可能实行工资预算备案制，由企业自主编制年度工资预算，国资委由事前核准转变为事前引导、事中监测和事后监督。对于试点企业中的科技型企业，可能实行特殊高端人才工资总额单列，不纳入集团工资总额。另外，试点企业还可积极推动下属或所投资企业的混改，推动员工持股、股权激励等中长期激励手段，这些也都属于工资总额管理的范畴内。

2019年4月28日，国资改革重磅文件《改革国有资本授权经营体制方案》（以下简称

“《方案》”）印发，明确了国资委、财政部及其他部门、机构作为出资人代表机构的履职方式，实行清单管理，分类开展授权放权。

《方案》提到，将更多具备条件的中央企业纳入国有资本投资、运营公司试点范围，赋予企业更多经营自主权。《方案》明确，制定出台出资人代表机构监管权力责任清单，清单以外事项由企业依法自主决策，清单以内事项要大幅减少审批或事前备案。将依法应由企业自主经营决策的事项归位于企业，将延伸到子企业的管理事项原则上归位于一级企业，原则上不干预企业经理层和职能部门的管理工作，将配合承担的公共管理职能归位于相关政府部门和单位。此次改革的另一大亮点是对国有资本投资运营公司极大的放权。对国有资本投资、运营公司，一企一策有侧重、分先后地向符合条件的企业开展授权放权。内容主要包括战略规划 and 主业管理、选人用人和股权激励、工资总额和重大财务事项管理等，亦可根据企业实际情况增加其他方面授权放权内容。根据《方案》，授权国有资本投资、运营公司根据出资人代表机构的战略引领，自主决定发展规划和年度投资计划。国有资本投资公司围绕主业开展的商业模式创新业务可视同主业投资。授权国有资本投资、运营公司依法依规审核国有资本投资、运营公司之间的非上市公司产权无偿划转、非公开协议转让、非公开协议增资、产权置换等事项。

（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。近年来，中国大宗商品销售总额增速呈现放缓趋势。2013年以前，销售总额增速保持在接近12%的高速发展水平。2014—2016年，随着国民经济运行进入“新常态”，销售总额增速出现适度放缓，保持在8%左右。2017—2018年，销售总额增速下降至5.3%和4.6%，连续两年低于GDP增速。2018年，经济增速稳中趋缓，上半年相对较好，但下半年稳中有变的态势较为明显。在此背景下，大宗商品市场销售规模增速也有明显下滑。据初步估算，2018年全年，大宗商品销售总额达到72.8万亿元，可比价同比增长4.6%，增速较上年同期下降0.7个百分点。从全年走势来看，四个季度平均增速分别为5.1%、4.3%、4.5%和1.5%，呈明显下行趋势。

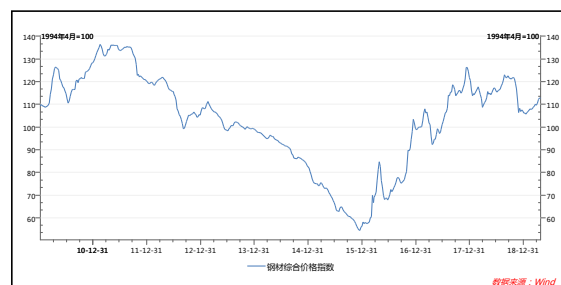
（2）主要贸易品种运行情况

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

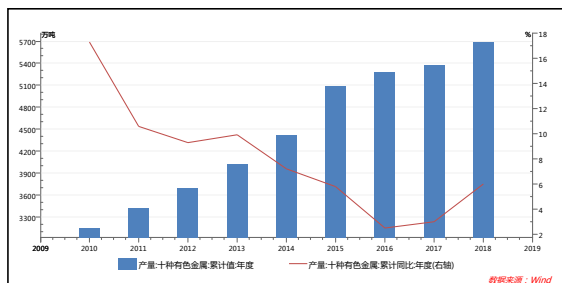
钢材价格方面，国际金融危机以来，受国外发达国家经济持续低迷、中国经济增速减缓、房地产政策调控等综合因素影响，下游用钢领域景气度弱化、钢材消费量明显下降，市场需求大幅减少，主要钢铁产品处于供大于求状态，产能过剩矛盾凸显；根据中钢协公布的钢材综合价格指数，钢材价格2010年以后呈快速下跌态势，于2015年跌至谷底。2016年2月4日，国务院发文《国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，受供给侧改革去产能政策的实施致使供给下降，同时焦炭及铁矿石等原燃料价格的上涨以及房地产、建筑、汽车等下游行业回暖等综合因素影响，黑色系商品价格大幅上涨，钢材市场回暖，钢材价格于2016年止跌回升并呈现波动增长态势。2017年，多省发布了重点基础建设投资计划，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。延续2017年下半年价格走势，2018年钢材价格总体处于相对高位，钢材综合价格指数平均为115.8点，同比增长7.6%。2018上半年钢材价格指数基本稳定在110—120点，7月起价格持续上涨，至11月钢材价格开始快速下跌，截至12月底钢材综合价格指数跌至107.1点，较年内最高点下降13%。

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

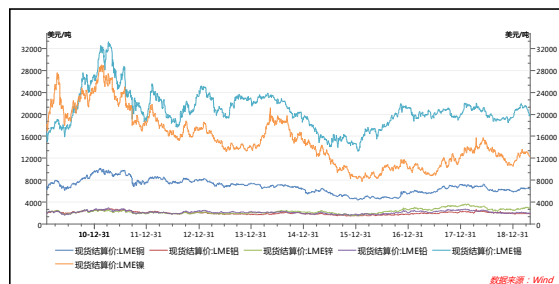
注：十种有色金属：铜、铝、铅、锌、镍、锡、镁、钛、锑、汞

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（单位：美元/吨）



资料来源：Wind 资讯

价格方面，2018年，铜、铝现货均价分别为50689元/吨、19126元/吨，同比分别上涨2.9%、4.1%，涨幅同比回落26个、22个百分点，铝、锌现货均价分别为14262元/吨、23674元/吨，同比下降1.8%、1.7%。

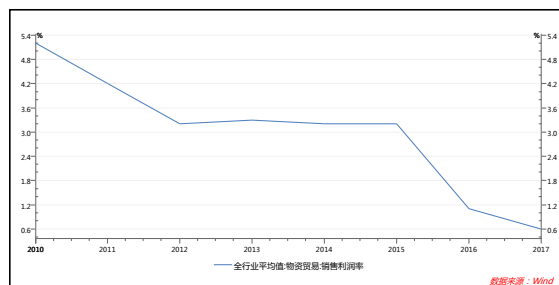
总体看，在中国经济增速放缓、全球经济复苏依旧乏力的大环境下，有色金属行业短期仍将以调整为主；长期来看，伴随世界经济复苏、新兴经济快速增长以及资源储量刚性制约供给的综合影响下，有色金属长期将持续获得需求端支撑，发展前景良好。

（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，2017年全年销售利润率仅为0.60%。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（单位：%）



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. 造纸

随着国家对环境治理的不断深入，造纸企业成为重点关注对象，重污染的小型纸厂被迫退出市场，不少造纸企业出现亏损。2018 年，造纸企业共 6704 家，其中亏损企业 1045 家，同比增长 23.5%，亏损面 15.6%，较 2017 年有所扩大。同时，造纸企业亏损规模也有所扩大，2018 年造纸行业亏损企业合计亏损额 80 亿元，同比增长 58.3%。

2018 年，中国造纸企业主营业务实现营业收入 13727.9 亿元，同比增长 8.3%。虽然不少造纸企业因环保而破产，但是中国造纸企业集中度提升，大型造纸企业主营业务营收增长，从而带动整个行业主营业务营收攀升。

受原料供给受限，企业生产成本上升，同时下游需求不振等因素影响，2018 年中国造纸企业利润有所下滑。造纸企业利润总额由 2017 年 837.8 亿元降至 2018 年的 766.4 亿元，降幅为 8.5%。同时，2018 年造纸行业盈利有所下降，毛利率为 13.7%，销售利润率为 5.5%。

2018 年 11 月 27 日在上海正式上市的国内首批纸浆期货，对于客观反映国内及全球纸浆市场供求变化，助力国家森林保护政策和环保政策的实施，增强中国浆纸产品的国际影响力和话语权，引导造纸行业平稳健康发展具有重要的意义；为相关的生产、消费、贸易企业提供了套期保值工具，帮助造纸企业稳定生产，保障收益，提高竞争力。

2019 年，中美贸易摩擦、废纸进口政策趋严及汇率变化等因素将给造纸产品的生产和消费平稳发展带来诸多不确定因素。目前，多个省份正在制定产业转移“负面清单”，加大了产业结构的调整力度。这一变化，将对造纸产业现有的企业、产品、区域等结构及市场格局带来改变，同时对部分造纸企业生产运行造成影响。

4. 物流

近年来，中国物流业总体规模较快增长，

服务水平显著提高，发展的环境和条件不断改善。

图5 中国物流总额及增长率（单位：万亿）



资料来源：Wind 资讯

根据中国物流与采购联合会统计，2018年全国社会物流总额283.10万亿元，同比增长12.01%，增速比上年增加1.99个百分点。从社会物流总额的构成情况看，工业品物流总额256.80万亿元，同比增长9.50%，增速比上年下降0.10个百分点；进口货物物流总额14.10万亿元，同比增长13.05%，增速比上年下降5.65个百分点；农产品物流总额3.90万亿元，同比增长5.06%，增速同比增加2.26个百分点；再生资源物流总额1.30万亿元，同比增长21.27%，增速同比增加3.66个百分点；单位与居民用品物流总额7.00万亿元，同比大幅增长；从物流市场结构看，工业品、进口货物、农产品、再生资源及单位与居民物品物流总额保持增长；进口货物和工业品物流业务增速有所放缓。2019年1—2月，全国社会物流总额38.10万亿元，同比增长16.16%；从构成看，工业品物流总额34.20万亿元，同比增长12.87%；进口货物物流总额2.10万亿元，同比增长16.67%。

物流费用方面，2018年社会物流总费用13.30万亿元，同比增长10.13%，增速同比增加0.97个百分点；其中，运输费用6.60万亿元，同比增长4.42%；保管费用4.60万亿元，同比增长17.61%；管理费用1.80万亿元，同比增长15.56%。2019年1—2月，社会物流总费用1.70万亿元，其中运输费用0.90万亿元，保管费用0.60万亿元，管理费用0.20万亿元，

同比均变化不大。2018年社会物流总费用与GDP的比率为14.77%，同比增加0.17个百分点。物流收入方面，2018年物流业总收入10.10万亿元，比上年增长14.50%，增速同比增加3.00个百分点。

整体看，2018年以来，物流行业需求规模平稳增长、结构不断优化。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2018年底，公司实收资本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监管的大型中央企业，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。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。

生产资料贸易

公司生产资料贸易的经营主体主要为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。

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。公司是中国陆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。

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。

3. 人员素质

截至 2019 年 9 月底，公司董事、监事及高管人员合计 15 人。

公司党委书记、董事长朱碧新先生，1965 年出生，管理学博士，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。2015 年 12 月起任公司董事、总裁、党委副书记。2019 年 7 月至今任公司党委书记、董事长，并兼任中国国有企业结构调整基金股份有限

公司董事长。朱碧新先生亦是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，中国海员建设工会常委，第二、三届海峡两岸关系协会理事，第四届海峡两岸航运交流协会副理事长，中国交通教育研究会副会长，交通运输部高级经济系列专业职务评审委员会副主任，北京市政协委员。

公司总经理李洪凤先生，1964 年出生，研究生学历，清华大学工商管理硕士，高级政工师。曾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 月至今任公司党委副书记、董事、总经理。李洪凤先生亦是共青团第十四届中央委员会委员。

截至 2018 年底，公司本部及所出资企业共有职工 27113 人。从学历构成来看，硕士及以上学历人员占 4.10%，本科占 25.07%，专科占 57.35%，中专及以下学历占 13.48%。

总体看，公司高层管理人员综合素质高，相关行业从业经验丰富；员工整体素质基本能够满足公司经营发展需求。

4. 政府支持

2016—2018 年，公司在国有资本金注入、国有股权及资产划转方面获得政府大力支持。

资本金注入方面，2016 年 6 月，经国务院国资委《关于中国诚通控股集团有限公司国家资本金变动有关问题的批复》（国资产权〔2016〕569 号）批准，决定同意将公司 91983.44 万元资本公积转增国家资本金。本次变动后公司实收资本为 113.00 亿元，全部为国家资本金，已于 2017 年 8 月 31 日完成相关工商登记手续。

2016 年 12 月 5 日，经《财政部关于下达中国诚通控股集团有限公司 2016 年中央国有资本经营预算重点困难企业改革脱困注资资

金的通知》（财资〔2016〕91号）批准，决定下达公司2016年中央国有资本经营预算150000.00万元，该项拨款作增加公司国家资本金处理。本次变动后公司实收资本为128.00亿元，全部为国家资本金。

国有股权及资产划转方面，2016年开始，公司陆续接收了部分上市公司的国有股权无偿划转，截至2018年底，共接收21家央企上市公司股权，总市值509.35亿元（按划入市值计算），计入可供出售金融资产。2017年6月，根据国务院国资委相关批复，将上市公司华贸物流41.59%的股权无偿划入公司全资子公司中国诚通香港有限公司旗下，并于同年9月纳入公司合并范围。

整体看，作为国务院国资委直属的国有资本运营公司试点企业之一，近年来公司持续获得政府的大力支持。

5. 企业信用记录

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2019年11月4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。

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. 管理水平

（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部。

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）》。公司设立法律事务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，集团战略发展部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，公司作为国有资本运营公司试点企业，是推进中央企业改革和布局结构调整的重要平台，承担中央企业国有资产整合和国有资本运营的职能，具有重要的业务功能定位。

2. 全面托管中国铁路物资集团有限公司

2016年4月29日，国务院国资委决定由公司对铁路物资集团有限公司（以下简称“中国铁物”）实施托管，由公司董事长、党委书记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，公司董事长任管理委员会主任。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。

截至2018年底，中国铁物合并口径资产总额570.96亿元，所有者权益120.79亿元；2018年，中国铁物实现合并口径的营业收入631.82亿元，利润总额12.54亿元，经营活动

产生的现金流量净额 13.07 亿元。

中国铁物有息债务及债务重组情况

截至 2018 年底，中国铁物有息债务余额合计 160.5 亿元。其中，银行有息债务余额 115.50 亿元，银行间市场私募债券余额 42.5 亿元，政府借款 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，2018 年如期兑付 68.1 亿元重组债务。截至 2018 年底，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，分别于 2018 年 11 月 29 日、2018 年 12 月 13 日和 2019 年 2 月 13 日到期全部兑付。

3. 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有限公司（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%。

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，主营业务包括资产经营、资本运营和控股经营的商品贸易、物流服务和林浆纸等业务。

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 27.77%，2018 年实现营业收入 1011.66 亿元，同比增长 22.90%。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，大宗商品价格普遍呈上涨趋势，受益于此，2018 年公司完成贸易收入 567.25 亿元，同比增长 8.99%，占营业收入的比重为 56.07%；林浆纸业务受益于公司产品转型升级，2018 年实现收入 166.29 亿元，同比增长 20.93%，占营业收入的比重为 16.44%；物流业

务近三年持续增长，2018年实现收入235.18亿元，同比大幅增长73.56%，主要由于（1）华贸物流于2017年9月纳入合并范围；（2）中国储运“无车承运人”平台业务量大幅增长。公司其他主营业务及其他业务主要包括物业租赁、人力资源、酒店管理、固定资产出租，对公司收入贡献小。

从盈利能力来看，近三年公司综合毛利率波动增长，2018年为6.94%。其中，贸易板块属于微利经营，毛利率较低，2018年为1.43%，同比减少0.06个百分点；纸业板块2018年以来

下游需求低迷，盈利能力有所下滑，当期毛利率为15.58%，同比减少2.27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%，同比减少8.86个百分点；2018年华贸物流全年纳入合并范围，其国际空运、国际海运及特种物流业务盈利能力较强，带动公司物流板块毛利率同比增加3.38个百分点至9.59%。

表3 公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
1.主营业务小计	611.65	98.70	6.68	815.42	99.06	5.95	1003.43	99.16	6.59
商品贸易	393.20	63.45	1.75	520.48	63.23	1.49	567.25	56.07	1.43
林浆纸业务	130.96	21.13	14.98	137.51	16.71	17.85	166.29	16.44	15.58
物流业务	54.39	8.78	15.07	135.50	16.46	6.21	235.18	23.25	9.59
其他主营业务	33.10	5.34	18.73	21.93	2.66	35.64	34.70	3.43	27.54
2.其他业务小计	8.06	1.30	13.87	7.72	0.94	32.47	8.23	0.81	50.26
合计	619.71	100.00	6.78	823.14	100.00	6.21	1011.66	100.00	6.94

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
资料来源：公司提供

表4 2018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	17.58	3.38	157.84	0.28	0.11
中国物资储运集团有限公司	100.00	243.85	129.30	388.89	10.22	7.89
中国物流股份有限公司	40.00	99.06	37.93	39.31	0.96	0.83
港中旅华贸国际物流股份有限公司	45.82	54.80	39.43	94.45	4.29	3.37
中国纸业投资有限公司	100.00	364.87	157.13	279.83	4.42	2.85

资料来源：公司提供

2. 商品贸易业务

（1）业务概况

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

公司商品贸易业务主要由子公司中国储运、诚通国贸和中国纸业等经营，依托遍布全国的物流中心，形成了物资销售和进出口代理等贸易活动与仓储、加工、配送物流业务相结

合的运营模式，钢材、有色金属等产品贸易在市场上具备一定的竞争实力。公司商品贸易板块的盈利模式较为传统，即通过低买高卖赚取差价的方式实现盈利。近年来，为适应大宗商品市场供需形势变化和互联网等新兴技术渗透，公司积极向整合上下游形成产业链、供应链服务体系的大方向发展，着力探索转型升级，塑造具有自身特色的贸易业务模式。此外，公司也积极加快贸易业务产业链国际化布局，以诚通国贸为代表，响应“一带一路”国家战略，拓展海外业务，提升在东南亚市场的网络渗透和市场覆盖率。

2016—2018 年,公司贸易业务收入快速增长,三年分别为 393.20 亿元、520.48 亿元和 567.25 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,贸易收入规模为近年来最低水平;2017—2018 年,在供给侧结构性改革的推进下,大宗商品价格回暖,公司贸易收入大幅提升。毛利润方面,受行业竞争激烈以及行业特点影响,公司商品贸易业务盈利能力较低,近三年分别实现毛利润 6.87 亿元、7.75 亿元和 8.10 亿元,占总体毛利润的比重分别为 16.35%、15.18%和 11.53%。

从贸易品种看,公司贸易以钢材及有色金属贸易为主,近三年钢材、有色金属、化工材料、煤炭和生铁炉料等业务占贸易业务收入的比重约为 85%左右。2018 年,钢材销售收入 199.64 亿元,同比增长 4.93%;销售量 653.10 万吨,同比增长 3.93%。有色金属销售收入 214.59 亿元,同比增长 126.47%;销售量 89.97 万吨,同比增长 120.41%。贵金属销售收入 11.33 亿元,同比增长 68.21%;销售量 1810.84 吨,同比增长 819.02%。化工材料销售收入 37.65 亿元,同比下降 16.08%;销售量 180.31 万吨,同比增长 179.78%。煤炭销售收入 40.67 亿元,同比增长 60.01%;销售量 548.55 万吨,同比增长 66.75%。

(2) 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。

销售方面,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。

(3) 结算模式

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

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

公司应收账款管理实行以客户信用额度为中心的管理方法,对客户设定最高赊欠额度。首先在对客户的信用水平进行调查、审核、评级以及审批后确认客户的信用等级和额度,并对信用等级和额度实施动态管理,一般一年一次,特殊情况下随时调整。财务部门负责监控

公司应收账款信用管理的执行,销售部门负责具体的实施。操作过程中严格按照客户信用额度执行,密切关注经营情况、付款情况及其他情况,分析未来发展情况并评估潜在偿债风险。

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。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,主要由旗下核心子公司中国储运、中国物流和华贸物流具体经营。公司具有 60 余年的专业物流经营管理经验,拥有全国最大、分布最广,集仓储、配送、信息一体化的物流网络,在行业内具有较高的影响力。

近三年,公司物流板块收入持续快速增长,分别为 54.39 亿元、135.50 亿元和 235.18 亿元;其中 2017 年收入同比大幅增长 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。2018 年收入同比增长 73.56%,主要系中储智运的物流业务收入高速增长以及华贸物流业务持续增长并实现全年并表。毛利润方面,近三年物流板块分别实现毛利润 8.20 亿元、8.41 亿元和 22.55 亿元,占总体毛利润的比重分别为 19.52%、16.49%和 32.11%,对公司的

盈利贡献逐渐加大。

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

(1) 仓储与配送业务

公司在全国主要中心城市和交通枢纽地区建设了数个现代物流中心,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。

(2) 货代及运输业务

公司在全国主要中心城市和港口设有货

代公司，形成覆盖国内、辐射海外的全球运输网络，可为客户提供揽货、订仓、报关、报验、保险、接运，集装箱拼、装、拆箱，分拨等专业货代服务。

运输方面，公司已形成以铁路、公路运输为主，多种运输方式并存的物流网络，具有城市间铁路、公路干线、水运等的独特优势，运输网络遍布全国。长期以来，公司与铁路系统合作，成为铁路集装箱第二堆场。公司自有铁路专用线 85 条，铁路专用线长度 84104 米，是铁路系统外最大的铁路集装箱运输代理企业，车皮调动具有一定优势。中国物流作为公司的全资子公司，是铁路系统外国内最大的铁路集装箱货运代理企业，运输网络遍及全国，在重庆、成都、常州、武汉、贵州等地处于相对垄断地位。

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

（3）现货市场业务

公司在全国设有多家现货交易市场，充分利用遍布全国主要中心城市交通便利和仓储运输配套服务功能完善的优势，以仓储为依托，集商流、物流、信息流、资金流于一体，在全国建立了包括钢材、汽车、建材、木材、副食品等各类商品现货市场，提供仓储、联运、中转、质检、信息咨询和结算等多种服务。

（4）铁路集装箱运输及代理

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

延伸服务，不断拓展特种集装箱运输、同质化运输等新业态。

（5）供应链金融

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

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

表 5 公司物流业务经营情况

项目（万吨）	2016 年	2017 年	2018 年
吞吐量	4764	5444	5651
运输量	2519	10369	14564
国际货运代理量	863	1654	1275
加工量	49	58	52
仓储期末库存量	226	236	264

资料来源：公司提供

从物流业务量来看，受中储智运电商平台业务增长，2018 年公司物流业务完成运输量 14564 万吨，同比增长 40.46%；累计实现吞吐量 5651 万吨，同比增长 3.80%；累计完成国际货运代理量 1275 万吨，同比下降 22.91%。

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

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。2016—2018年，公司纸业收入不断增长，三年分别为130.96亿元、137.51亿元和166.29亿元；毛利润方面，近三年纸业板块分别实现毛利润19.61亿元、24.55亿元和25.90亿元，占总体毛利润的比重分别为46.70%、48.10%和36.87%。

公司纸业产品涵盖文化纸、白卡纸、特种纸、工业包装纸及木浆等众多品种；在国内烟卡市场、热敏纸市场和文化纸市场均位居第一，无碳复写纸市场排第二位。为进一步提高纸业核心竞争力，公司以纸浆为核心，林纸为基点，积极推进林浆纸一体化战略，控制上游资源，由横向单一方式扩张增加到对产业链的纵向延伸。截至2018年底，公司造纸产能约200万吨，商品浆40万吨（生产溶解浆时产能30

万吨），国内控制林地近200万亩，海外林地96万公顷。

表6 公司纸浆与纸制品板块主要产品情况

（单位：万吨）

主要产品	生产企业	产能	主要产品用途
特种纸	冠豪高新	25.80	传真纸、商业表格纸、税票纸、彩票纸等
白卡纸	粤华包	54.00	电子产品、药品等包装盒；烟卡、固体食品包装、液体包装
文化纸	岳阳林纸	86.50	报刊杂志、书籍等
	沅江纸业	15.00	
工业包装纸	湘江纸业	12.60	工农业产品包装纸
溶解浆	骏泰科技	30.00	造纸用浆

资料来源：公司提供

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

公司白卡纸主要由粤华包生产经营。目前，粤华包白卡纸产能约54.00万吨。公司白卡纸产品包括烟草包装专用涂布白卡纸、液体包装与食品包装系列白卡纸、高档社会白卡纸等主要品种；其中烟草白卡纸为主导产品，在国内香烟包装领域中占有主导地位，代表着中国涂布白卡纸品质的最高水平。粤华包子公司红塔仁恒曾获中国国际纸张、纸制品金牌奖，国家科技进步一等奖。由红塔仁恒自主研发、拥有国

家发明专利技术的彩色纤维防伪涂布白卡纸、本色纤维防伪涂布白卡纸已成功运用于多品牌香烟包装，做到了包装原材料源头防伪。

公司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

浆自给率约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。

表 7 2018 年纸业经营主体主要财务数据（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	经营净现金流
粤华包	65.20	57.95	35.23	36.83	-0.56	2.05
冠豪高新	26.10	39.75	26.31	25.50	1.27	1.89
岳阳林纸	42.18	148.65	81.90	70.13	4.64	8.44

资料来源：联合资信根据公开资料整理

公司引入世界领先水平的设备和技术，进行规模化的生产方式，由中国纸业统一进口采购原材料，通过中国纸业这一经营平台将造林、营林、采伐、制浆、造纸与销售结合起来，形成林、浆、纸一体化的良性循环产业链。

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，纸品结构持续优化，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，整体竞争优势尚可。

5. 资产经营

2005年6月13日，国务院国资委以国资厅改革〔2005〕116号文件确定公司为国有资产经营公司试点单位，搭建国有资产重组和资本运作的平台，按照市场化原则，运用专业

化手段，推进中央企业战略性重组和结构调整。

资产经营工作试点的内容是在有关方面充分协商的基础上，根据国有经济布局和结构调整以及中央企业重组的总体需要，将部分中央企业的非主业资产、不良资产及所属经营不善的企业等，通过托管、无偿划转、收购、资产置换等多种方式剥离移交给公司，由公司按照市场原则和有关规定进行经营或处置。

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

具体工作方面，公司本部负责战略分析、

制定资产经营总体工作目标、提出企业重组工作计划、编制资产经营预算和组织指导重组有关工作，资产经营公司负责项目的具体实施。

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

6. 资本运营

2016年2月，经国务院国有企业改革领导小组研究决定，公司被确定为两大中央企业国有资本运营公司试点之一。公司围绕国有资本运营公司试点功能定位，积极探索市场化运作路径，深化体制机制改革，试体制、试机制、试模式，提升资本运营能力，推动产业集聚和转型升级，优化国有资本布局结构，促进国有资本合理流动，实现保值增值。

（1）牵头成立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，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年底，首期募集资金已

到位988.26亿元，公司出资300亿元，实缴比例30.36%。公司作为实际控制人，将其纳入合并范围。截至2018年底，国调基金资产总额981.09亿元，所有者权益977.72亿元；2018年，国调基金实现营业收入9.10亿元，利润总额2.57亿元。

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

国调基金主要立足和服务于央企，重点支持央企行业整合、专业化重组、产能调整、国际并购等项目，提高产业集中度，提升资本配置效率。截至2018年底，国调基金累计已投决项目66个，投决金额957亿元；实现项目交割56笔，交割金额652亿元。所投项目中，投入到国有企业的比重达到86%，涉及超过30家中央企业，基金对关系国家安全和国民经济命脉的重要行业和重点央企国企给予了重要支持。

未来，公司将进一步发挥国有资本运营平台作用，努力实现中央企业战略定位更加明确、资本配置更趋合理、发展质量明显提升的总体目标。

（2）上市公司国有股权无偿划转

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，截至2018年底，公司共接收了21家央企上市公司股权，总市值509.35亿元（按划入市值计算），计

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。

入可供出售金融资产。截至 2018 年底，诚通金控资产总额 424.78 亿元，所有者权益 423.60 亿元；2018 年，诚通金控实现利润总额 6.57 亿元，净利润 6.56 亿元。

表 8 公司接收的上市公司国有股权无偿划转

证券名称	股票代码	无偿划转股权比例(%)	是否完成过户手续
中远海控	601919	3.00	是
中远海科	002401	4.00	是
宝钢股份	600019	2.95	是
武钢股份（宝钢股份）	600005	2.45	是
中材节能	603126	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	3.70	是
华贸物流	603128	4.22	是
际华集团	601718	4.25	是
新兴铸管	000778	2.09	是
华侨城 A	000069	3.24	是
中国交建	601800	1.97	是
中国石油	601857	0.53	是
中国中车	601766	1.30	是
中国铁建	601186	2.30	是
中国中铁	601390	1.86	是
中国石化	600028	1.03	是
中国电建	601699	3.09	是
中国化学	601117	1.85	是
天地科技	600582	8.74	是

资料来源：公司提供

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

7. 经营效率

2016—2018 年，公司销售债权周转次数和存货周转次数持续上升，2018 年分别为 10.94 次和 5.63 次；同期，公司总资产周转次数呈下降趋势，2018 年为 0.49 次。总体看，公司经营效率一般。

8. 未来发展

2019 年，公司的重点工作主要从以下几方面展开：

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

总体看，公司未来继续聚焦国有资本运营公司改革发展，充分发挥国有资本专业运作平台作用，这将为公司带来新的收入和利润增长点，但全新的业务模式也给公司经营带来新的挑战，并对公司管理水平提出更高的要求。

九、 财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2016—2018 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。

2016 年，公司新纳入合并范围的企业 36 家（其中投资新设 31 家，股权收购 5 家），因清算注销等原因减少合并 11 家；2017 年，公司新纳入合并范围的企业共 14 家，其中包括无偿划入的华贸物流，不再纳入合并范围的 4 家；2018 年，公司新纳入合并范围的企业共 12 家，不再纳入合并范围的 9 家。截至 2018 年底，公司纳入合并范围的子企业共 153 家。其中 2 级子企业共 22 家，较 2017 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 2018 年底，公司（合并）资产总额为 2474.56 亿元，所有者权益合计 1540.71 亿元（含少数股东权益 917.44 亿元）；2018 年，公司实现营业总收入 1016.55 亿元，利润总额 28.23 亿元。

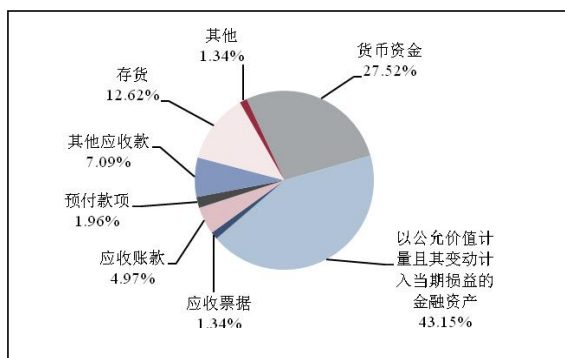
2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产规模快速增长，年均增长 51.21%；截至 2018 年底，公司资产总额合计 2474.56 亿元，同比增长 46.37%。从资产结构看，流动资产占 58.03%，非流动资产占 41.97%，公司资产仍以流动资产为主，但流动资产比重同比有所下降。

（1）流动资产

2016—2018 年，公司流动资产快速增长，2018 年底合计 1435.97 亿元，同比增长 33.55%；增长主要来自货币资金及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 6 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司财务报告整理

2016—2018 年，公司货币资金波动较大，分别为 349.19 亿元、285.33 亿元和 395.24 亿元；截至 2018 年底，公司货币资金同比增长 38.52%，主要系发行债券募集资金到位所致。其中银行存款占 96.05%，受限货币资金合计 33.11 亿元，占货币资金的 8.38%，主要系子公司诚通财务有限责任公司向中国人民银行交存的法定准备金及银行承兑汇票保证金。

随着国有资本运营试点工作的推进，国调基金对外投资规模不断增长。2016—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分别为 7.89 亿元和 404.76 亿

元。2018 年初开始，公司子公司诚通房地产投资有限公司（以下简称“诚通地产”）与国调基金已执行新金融工具准则，母公司尚未执行该准则。公司在编制合并财务报表时，将子公司按照新金融工具准则编制的财务报表直接合并，未对其按照母公司的会计政策进行调整。截至 2018 年底，公司交易性金融资产为 619.63 亿元，较期初增加 247.52 亿元。从构成来看，债务工具投资为 145.00 亿元，权益工具投资为 474.63 亿元。

表 9 截至 2018 年底公司交易性金融资产前五名
(单位：亿元)

项目	投资成本	期末公允价值
深圳国调招商并购股权投资基金合伙企业（有限合伙）	74.29	75.34
洛阳栾川钼业集团股份有限公司	28.26	27.81
永禄控股有限公司	31.17	33.62
中铁物晟科技发展有限公司	20.00	22.12
华泰证券股份有限公司	20.00	21.98
合计	173.72	180.87

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司应收票据及应收账款为 90.65 亿元。其中，应收票据为 19.27 亿元，同比下降 28.69%，主要为银行承兑汇票（占 93.67%）。2016—2018 年，公司应收账款不断增长，截至 2018 年底，公司应收账款账面余额为 83.44 亿元；其中采用账龄分析法计提坏账准备的占 91.20%，从账龄来看，1 年以内的占 85.49%，1—2 年的占 4.16%，2—3 年的占 3.20%；3 年以上的占 7.15%；公司共计提坏账准备 12.06 亿元，计提比例为 14.45%。截至 2018 年底，应收账款账面价值为 71.38 亿元，同比增长 4.75%，前五名集中度为 8.35%。

公司于 2018 年执行了财政部财会(2018) 15 号文，对一般企业财务报表格式进行了修订，将应收股利和应收利息重分类至其他应收款中，截至 2018 年底，公司其他应收款为 103.73 亿元，较上年底调整后的金额增加

11.98 亿元。除应收股利和应收利息外，其他应收款主要包括往来款项、债权转让款、土地补偿款等。公司其他应收款前五名余额占其他应收款总额的 38.26%，集中度较高。

表10 截至2018年底公司其他应收款前五名

(单位: 亿元、%)

债务人名称	性质	账面余额	占其他 应收款 合计的 比例
天津中储恒丰置业有限公司	往来款	15.25	12.26
中国铁路物资(集团)总公司	往来款	10.00	8.04
永州市国土局	土地款	8.95	7.19
郑州管城商都新区管理委员会	代垫土地整理款、保证金	7.40	5.95
南京泓通置业有限公司	股东借款	6.00	4.82
合计	--	47.60	38.26

注: 应收永州市国土局款项已计提坏账准备 0.35 亿元。其中岳阳林纸应收永州市国土局土地处置款 8.37 亿元, 湖南永州飞翔物资产业有限责任公司应收永州市国土局拆迁补偿款 0.58 亿元
资料来源: 公司审计报告

2016—2018 年, 公司存货规模持续增长, 截至 2018 年底, 公司存货为 181.28 亿元, 同比增长 18.52%, 主要由开发成本(占 36.34%)、消耗性生物资产(占 20.63%)、库存商品(占 22.49%)、原材料(占 11.04%)构成, 其中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 4.15 亿元, 计提比例为 2.24%。

表11 截至2018年底公司开发成本明细

(单位: 亿元)

项目名称	预计开工 时间	预计竣工 时间	预计总 投资	年末 余额
泛悦中心项目	2018.03	2019.12	25.00	16.28
天津恒盛项目	2016.12	2019.12	32.00	14.77
天津恒兴项目	2017.03	2019.12	25.00	12.36
杭州文新项目	2018.06	2020.04	18.25	10.72
佛山项目	--	--	--	7.78
琼海鸿椰花园	2018.11	--	2.80	1.49
恒泰雅园三期	2017.05	2019.08	2.09	1.35
连云港项目	--	--	--	1.10
其他项目	尚未开工	--	--	0.01
合计	--	--	--	65.87

资料来源: 公司审计报告

(2) 非流动资产

2016—2018 年, 公司非流动资产规模快速增长, 年均增速 61.45%。截至 2018 年底, 公司非流动资产合计 1038.59 亿元, 同比增长 68.77%, 主要来自可供出售金融资产、债权投资和其他权益工具投资的增加。从资产构成看, 2018 年底公司非流动资产主要由可供出售金融资产(占 45.44%)、固定资产(占 19.29%)和其他权益工具投资(占 11.03%)等构成。

由于 2018 年初开始, 诚通地产与国调基金已执行新金融工具准则, 截至 2018 年底, 公司合并报表新增债权投资项目, 金额为 40.66 亿元, 分别为国调基金对中国中钢股份有限公司(20.66 亿元, 实际利率 6.80%, 2020 年 8 月 19 日到期)和中国第一重型机械集团有限公司(20.00 亿元, 实际利率 6.80%, 2020 年 9 月 5 日到期)的委托贷款。

2016—2018 年, 公司可供出售金融资产快速增长, 年均复合增长 141.96%; 截至 2018 年底, 可供出售金融资产为 471.91 亿元, 同比增长 136.42%, 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 334.25 亿元, 同比增加 199.69 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, 主要包括中国石油(601857.SH)9.73 亿股 A 股股票 70.14 亿元、中国石化(600028.SH)9.48 亿股 A 股股票 47.85 亿元、宝钢股份(600019.SH)6.54 亿股 42.48 亿元、中国电建(601669.SH)4.72 亿股 22.94 亿元以及其他上市公司股票, 上述股票无质押等受限情况。②按成本计量的账面价值为 40.31 亿元, 同比增加 35.97 亿元, 主要系国调基金对外投资增加所致。

表12 截至2018年底按成本法计量的主要可供出售
金融资产(单位: %, 亿元)

投资单位	持有比例	投资成本
------	------	------

中新能化科技有限公司	30.00	15.00
国源时代煤炭资产管理有限公司	20.00	0.20
中企大象金融信息服务有限公司	12.50	0.20
中产投科技有限公司	12.96	0.15
北京国源时代煤炭资源优化整合投资中心（有限合伙）	21.41	15.00
芜湖长茂投资中心（有限合伙）	16.67	5.00
中央企业贫困地区产业投资基金股份有限公司	0.32	0.50
合计	--	36.05

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，可供出售金融资产中，可供出售债务工具主要系诚通投资购买的五矿债券，期末价值 1.36 亿元；其他主要系持有的基金，期末账面价值为 95.99 亿元。

表13 截至2018年底持有基金明细（单位：亿元）

基金名称	持有数量	年末公允价值
博时央企结构调整 ETF（基金代码：512960）	4699997676.00	43.00
华夏中证央企 ETF（基金代码：512950）	3121664912.00	28.79
银华中证央企结构调整 ETF（基金代码：159959）	2200000642.00	21.22
融通国际（现金收益增强基金）	300000.00	2.07
合计	--	95.08

注：融通国际现金收益增强基金每份面值为 100 美元

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司合并报表新增其他权益工具投资项目，金额为 114.58 亿元，系根据国调基金管理层决策，将限售期超过 3 年的上市公司股票投资指定为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产，主要影响为中国联合网络通信股份有限公司 19.00 亿股，影响金额 98.22 亿元和中国船舶重工股份有限公司 3.85 亿股，影响金额 16.37 亿元。

截至 2018 年底，公司固定资产原值为 327.84 亿元，其中房屋及建筑物和机械设备运输工具分别占 40.28%和 51.49%；截至 2018 年底，公司累计计提折旧 121.22 亿元，固定资产账面价值为 200.36 亿元。

2016—2018 年，公司无形资产持续增长。

2018 年底为 73.92 亿元，同比增长 14.87%，其中土地使用权增加 11.94 亿元，截至 2018 年底，无形资产主要为土地使用权（占 86.96%）和林地开采权（占 8.32%）。

截至 2018 年底，公司商誉为 22.36 亿元，同比保持稳定，主要包括 2017 年并入的华贸物流收购德祥集团公司、中特物流分别形成的商誉 1.63 亿元、5.51 亿元；中国纸业 2011 年收购泰格林纸集团股份有限公司形成的商誉 5.41 亿元；岳阳林纸 2017 年收购诚通凯胜形成的商誉 5.16 亿元。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 145.44 亿元，主要系受限货币资金 33.11 亿元、用于抵押的存货 54.47 亿元、用于融资租赁的固定资产 13.22 亿元和用于股票质押借款的长期股权投资 9.49 亿元。

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，交易性金融资产占比高，变现能力强，货币资金相对充裕。非流动资产中可供出售金融资产占比高。公司整体资产质量良好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益快速增长，年复合增长率为 58.75%，截至 2018 年底，公司所有者权益合计 1540.71 亿元，同比增长 47.26%；其中归属于母公司所有者权益合计 623.28 亿元，同比增长 103.98%，主要系未分配利润增加所致；少数股东权益合计 917.44 亿元，同比增长 23.86%，主要系国调基金实收资本由 655.00 亿元增加至 988.26 亿元所致。

截至 2018 年底，公司实收资本合计 128.00 亿元，同比无变化。资本公积为 74.03 亿元，同比减少 64.07 亿元，主要系公司将原计入资本公积的股权划转金额转入未分配利润，减少资本公积 63.83 亿元。未分配利润为

482.00 亿元，同比增加 442.79 亿元，主要系公司下属诚通金控因需上缴专项收益金，将本年收到的划拨股权 369.54 亿元及期初 63.83 亿元转入未分配利润核算所致。

从所有者权益结构看，截至 2018 年底，归属于母公司所有者权益中，实收资本占 20.54%，资本公积占 11.88%、未分配利润占 77.33%。

整体看，公司少数股东权益及未分配利润占比大，所有者权益稳定性较弱。

负债

2016—2018 年，公司负债规模逐年增长，截至 2018 年底，公司负债合计 933.85 亿元，同比增长 44.93%，其中流动负债占 52.55%，非流动负债占 47.45%。

2016—2018 年，公司流动负债快速增长，截至 2018 年底，流动负债合计 490.73 亿元，同比增长 42.02%，主要来自吸收存款及同业存放及一年内到期的非流动负债的增长。截至 2018 年底，公司流动负债主要由短期借款（占 25.32%）、吸收存款及同业存放（占 19.95%）、应付票据及应付账款（占 17.85%）、其他应付款（占 10.68%）和一年内到期的非流动负债（占 10.78%）等构成。

2016—2018 年，公司短期借款波动增长，截至 2018 年底，公司短期借款为 124.24 亿元，同比下降 8.91%。从构成来看，保证借款占 52.62%，信用借款占 36.29%。

2016—2018 年，公司吸收存款及同业存放快速增长，近三年分别为 4.71 亿元、18.79 亿元和 97.92 亿元。截至 2018 年底，公司吸收存款及同业存放全部为子公司诚通财务有限责任公司吸收的活期存款。

截至 2018 年底，公司应付票据及应付账款为 87.59 亿元，其中应付票据为 34.74 亿元，同比增长 15.67%；应付账款为 52.85 亿元，同比增长 14.78%。从账龄分布来看，公司应付账款主要集中在 1 年以内，2018 年底占比达 84.84%。

2016—2018 年，公司其他应付款持续增长。截至 2018 年底，其他应付款为 59.66 亿元。其中往来款为 23.87 亿元，主要为对北京聚鑫博锐经贸有限责任公司 10.40 亿元及对中商企业集团公司 2.1 亿元，其余为子公司中国纸业、中商控股、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的往来款。

2016—2018 年，公司非流动负债快速增长，截至 2018 年底，公司非流动负债合计 443.12 亿元，同比增长 48.29%，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 30.14%）和应付债券（占 62.28%）构成。

2016—2018 年，公司长期借款快速增长，截至 2018 年底，公司长期借款为 133.55 亿元，同比增长 73.22%，其中抵押借款占 21.44%，保证借款占 13.93%，信用借款占 63.18%，剩余为国家开发银行专项贷款。信用借款期末利率区间为 0.80%~5.15%。

2016—2018 年，公司应付债券分别为 99.85 亿元、190.55 亿元和 275.95 亿元。截至 2018 年底，公司应付债券同比增长 44.82%，主要系公司 2018 年发行了 25 亿元中期票据及 95 亿元公司债所致。从期限分布看，2021 年 7~10 月债券到期较为集中，集中偿债压力较大。

表 14 截至 2018 年底公司存续期债券明细

（单位：亿元）

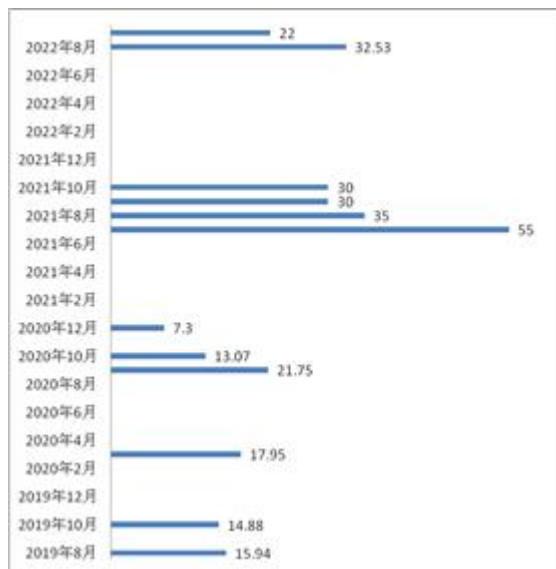
债券名称	发行金额	发行日期	债券期限	期末余额
13 诚通 MTN1	18.00	2013/3/6	7 年	17.30
16 诚通控股 MTN001	15.00	2016/10/11	3 年	14.97
16 诚通控股 MTN002	30.00	2016/10/20	5 年	29.70
17 诚通控股 MTN001	25.00	2017/9/13	5 年	22.00
17 诚通控股 MTN002	25.00	2017/9/20	3 年	22.08
17 诚通控股 MTN003	15.00	2017/10/19	3 年	13.12
17 诚通控股 MTN004	10.00	2017/12/15	3 年	7.24
18 诚通控股	25.00	2018/7/23	3 年	25.00

MTN001				
18 诚通 01	30.00	2018/7/6— 2018/7/10	3 年	29.98
18 诚通 02	35.00	2018/8/27— 2018/8/28	3 年	34.97
18 诚通 03	30.00	2018/9/13— 2018/9/14	3 年	27.98
12 中储债	15.87	2012/8/13	7 年	15.99
16 中储发展 PPN001	4.97	2016/1/8	3 年	5.00
16 中储发展 PPN002	9.94	2016/3/4	3 年	10.00
18 中储 01	5.00	2018/7/19	5 年	2.90
18 中储 02	10.00	2018/12/3	5 年	9.50
USD5 million 3.625% Guaranteed Notes due 2022	5 亿美元	2017/8/8	5 年	34.18
合计	--	--	--	321.91

注：“16中储发展PPN001”及“16中储发展PPN002”已到期兑付

资料来源：公司审计报告

图7 未来3年债券到期集中度情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信整理

2016—2018 年，公司全部债务规模快速增长，截至 2018 年底，公司全部债务合计 644.93 亿元，其中短期债务占 35.42%，长期债务占 64.58%，债务构成以长期债务为主。近三年，公司资产负债率和全部债务资本化比率均持续下降，长期债务资本化比率持续上升，上述指标三年加权平均值分别为 39.01%、31.00%和 20.55%，2018 年底分别为 37.74%、29.51%和 21.28%。

图8 公司债务构成情况



资料来源：根据公司财务报告整理

总体看，公司负债规模快速增长，有息债务以长期债务为主，债务结构合理，整体债务负担处于适宜水平。

4. 盈利能力

2016—2018 年，公司营业总收入分别为 621.54 亿元、828.75 亿元和 1016.55 亿元；2018 年，公司营业总收入同比增长 22.66%，主要系物流业务及商品贸易收入大幅增长所致。同期，公司营业成本同比增长 21.93%；公司营业利润率为 6.93%，同比增加 0.64 个百分点。

期间费用方面，公司销售费用及财务费用同比均有所增长，管理费用及研发费用合计较上年管理费用也有所增长。2018 年，公司期间费用合计占公司营业收入的比重为 6.77%，较上年上升 0.64 个百分点，主要系债务规模上升导致利息费用同比增加 9.01 亿元所致。

2016—2018 年，公司资产减值损失分别为 4.84 亿元、11.94 亿元和 2.59 亿元。2018 年，公司资产减值损失同比减少 9.35 亿元，主要系 2017 年泰格集团确认坏账损失 3.62 亿元，中包公司对于清理退出企业人员安置以前年度挂账未能通过国有资本预算弥补的部分确认坏账损失 2.51 亿元。

2018年,公司其他收益为2.91亿元,同比减少5.68亿元,主要系2018年中储股份无车承运业务补贴金额5.83亿元不再计入其他收益,直接冲减主营业务成本所致。

近三年,公司投资收益有所波动,三年分别为4.61亿元、7.95亿元和30.78亿元,2018年投资收益主要为国调基金持有交易性金融资产期间取得的投资收益(新准则适用)15.24亿元及可供出售金融资产等取得的投资收益7.75亿元。

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波动较大,分别为0.22亿元、9.38亿元和-14.06亿元。2018年,公允价值变动损失主要来源于国调基金持有的交易性金融资产公允价值变动损失13.81亿元。

2018年,公司资产处置收益为9.42亿元,同比减少0.73亿元,主要由拆迁补偿款8.93亿元构成。

2016—2018年,公司分别实现利润总额20.27亿元、24.85亿元和28.23亿元,其中,2016年,投资收益和营业外收入是公司利润的主要来源;2017年,其他收益、投资收益、公允价值变动收益和资产处置收益为主要利润来源;2018年,投资收益和资产处置收益对利润贡献较大,公允价值变动收益对利润影响较大。

从整体盈利指标来看,由于所有者权益大幅增长,近三年公司总资产收益率和净资产收益率呈波动下降趋势,2018年分别为1.88%和1.17%,同比分别增加0.23和0.15个百分点,公司整体盈利能力偏弱。

总体看,物流和贸易业务带动公司收入大幅增长,同时,国调基金投资股权的公允价值变动及投资收益对公司利润影响较大且存在波动,公司盈利能力整体偏弱。

5. 现金流分析

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快速增长,2018年分别为1277.75亿元和1135.01亿元,同比分别增长36.57%和22.67%。2018年,收到其他与经营活动有关的现金为150.91亿元,同比增长192.51%,主要系财务公司吸收存款规模上升所致。近三年,公司经营活动产生的现金流量净额快速增长,分别为2.12亿元、10.32亿元和142.74亿元。2018年,公司现金收入比为102.17%,较2017年下降1.60个百分点,公司收入实现质量一般。

公司投资活动现金流入以收回投资收到的现金为主,投资活动现金流出以投资支付的现金为主。近三年,取得投资收益收到的现金快速增长,2018年为27.06亿元。公司投资活动现金流量持续表现为净流出,近三年分别为-48.75亿元、-521.71亿元和-323.34亿元,主要受国调基金投资支出规模影响。

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。2018年,公司筹资活动现金流量净额为307.66亿元,其中吸收投资收到的现金为190.76亿元,主要为国调基金吸收投资所致。

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;受国调基金项目投资需要,公司投资活动现金流出规模较大,未来存在一定对外融资需求,考虑到国调基金未来出资逐步到位,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波动上升,2018年底分别为292.62%和255.68%。同期,公司经营现金流动负债比为29.09%,较2017年增加26.10个百分点。公司现金类资产充裕,交易性金融资产和可供出售金融资产流动性强,公司短期偿债能力很强。

长期偿债能力方面, 2016—2018 年, 公司 EBITDA 快速增长, 三年分别为 45.93 亿元、52.87 亿元和 66.08 亿元; 但随着利息费用的快速增长, EBITDA 利息倍数持续下降, 三年分别为 3.91 倍、3.71 倍和 2.82 倍; 同期, 全部债务/EBITDA 逐年上升, 近三年分别为 7.50 倍、8.53 倍和 9.76 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, 能够得到政府在政策及资金等方面的支持, 公司整体偿债能力很强。

截至 2019 年 6 月底, 公司对外担保余额合计 8.89 亿元, 主要是下属子公司中储股份对合营企业的担保约 7.40 亿元, 中储股份的对外担保被担保方均正常经营且提供了反担保措施, 风险处于可控范围内。

截至 2019 年 9 月底, 公司共获得银行授信总额度 1197.69 亿元, 尚未使用额度为 831.14 亿元, 公司间接融资渠道畅通。公司子公司中储股份、冠豪高新、粤华包、诚通发展、岳阳林纸、华贸物流均为上市公司, 具备直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

截至 2018 年底, 母公司资产总额为 599.60 亿元, 其中流动资产为 30.92 亿元 (占 5.16%), 非流动资产为 568.68 亿元 (占 94.84%)。流动资产主要由其他应收款构成。截至 2018 年底, 母公司其他应收款为 30.09 亿元, 主要为公司对北京诚通资本投资有限公司的往来款 15.20 亿元和对中铁物的往来款 10.00 亿元; 非流动资产主要由长期股权投资 541.07 亿元构成。

截至 2018 年底, 母公司负债合计 475.17 亿元, 其中流动负债为 149.80 亿元 (占 31.53%), 非流动负债为 325.37 亿元 (占 68.47%); 流动负债主要由短期借款和其他应付款构成, 分别为 67.56 亿元和 67.14 亿元; 非流动负债主要由长期借款 82.00 亿元和应付债券 241.67 亿元构成。

截至 2018 年底, 母公司所有者权益合计

124.42 亿元, 其中实收资本为 128.00 亿元, 资本公积为 22.39 亿元, 未分配利润为 -26.92 亿元。

2018 年, 母公司实现营业总收入 350.25 万元, 财务费用为 14.32 亿元, 实现投资收益 5.43 亿元, 利润总额为 -10.63 亿元。同期, 母公司经营活动现金净流出 26.23 亿元。

总体看, 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。

十、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券计划发行规模为人民币 30 亿元, 其中基础发行额为 10 亿元, 当期追加发行额为 20 亿元, 按照最高发行额 30 亿元考虑, 占公司 2018 年底全部债务的 4.65%, 占长期债务的 7.20%, 本期债券的发行对公司现有债务有一定影响。

截至 2018 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 37.74%、29.51% 和 21.28%, 本次债券发行后, 上述指标将分别上升至 38.48%、30.46% 和 22.47%。公司的债务负担将有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2016—2018 年, 公司经营活动现金流入量对本期债券最高发行额的保障倍数分别为 24.93 倍、31.19 倍和 42.59 倍; 公司经营活动现金流量净额对本期债券最高发行额的保障倍数分别为 0.07 倍、0.34 倍和 4.76 倍; 公司 EBITDA 对本期债券最高发行额的保障倍数分别为 1.53 倍、1.76 倍和 2.20 倍。

综上, 公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期债券覆盖程度较好。

十一、债权保护条款分析

为确保本期债券按时、足额偿付, 公司

制定了有效保障措施和具体工作计划，包括与债权代理人签订《债权代理协议》、制定《债券持有人会议规则》、设立募集资金使用专项账户和偿债资金账户、安排专门人员负责管理还本付息工作，自成立起至付息期限或兑付期限结束，全面负责利息支付、本金兑付及相关事务，并在需要的情况下继续处理付息或兑付期限结束后的有关事宜。公司将以项目收入、自身经营收入保障债券的利息支付及本金兑付。

为维护全体债券持有人的合法权益，同时由于债券持有人的不确定性，公司聘请中信证券股份有限公司担任本期债券的债权代理人，债权代理人将代理债券持有人监督公司募集资金使用情况，代理债券持有人与公司之间的谈判、诉讼及债券持有人会议授权的其他事项。

为保证募集资金专款专用以及按时偿还本期债券到期本金和利息，公司本期债券将设立募集资金使用专项账户和偿债资金账户，分别用于监管募集资金和提前准备债券利息和本金，存放于偿债资金账户，偿债资金一旦划入偿债资金账户，仅可用于按期支付本期债券的利息和到期支付本金，以保证本期债券存续期间的还本付息。

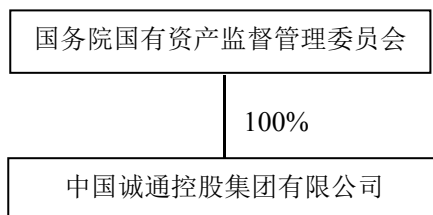
十二、结论

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，整体偿债能力很强。公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期债券覆盖程度较好，同时考虑到公司可供出售金融资产规模大，变现能力强，对本期债券具有保障能力。基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极小，本期债券的偿还能力极强，违约风险极低。

附件1-1 公司股权结构图



附件1-2 公司组织结构图



附件 1-3 截至 2018 年底公司主要子公司情况

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	北京诚通投资有限公司	100.00	20000.00 万元	资产经营管理
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	中商控股集团有限公司	100.00	120000.00 万元	资产管理
7	中诚通国际投资有限公司	100.00	256388.80 万元	投资控股
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	商品贸易
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	资产经营
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	投资管理
16	北京诚通金控投资有限公司	100.00	400000.00 万元	投资管理
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

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	345.67	666.21	1001.04
资产总额(亿元)	1082.26	1690.61	2474.56
所有者权益(亿元)	611.34	1046.25	1540.71
短期债务(亿元)	206.17	177.17	228.42
长期债务(亿元)	138.33	273.72	416.51
全部债务(亿元)	344.49	450.89	644.93
营业总收入(亿元)	621.54	828.75	1016.55
利润总额(亿元)	20.27	24.85	28.23
EBITDA(亿元)	45.93	52.87	66.08
经营性净现金流(亿元)	2.12	10.32	142.74
财务指标			
销售债权周转次数(次)	9.11	9.95	10.94
存货周转次数(次)	4.71	5.11	5.63
总资产周转次数(次)	0.69	0.60	0.49
现金收入比(%)	102.69	103.77	102.17
营业利润率(%)	6.71	6.30	6.93
总资本收益率(%)	2.77	1.65	1.88
净资产收益率(%)	2.41	1.02	1.17
长期债务资本化比率(%)	18.45	20.74	21.28
全部债务资本化比率(%)	36.04	30.12	29.51
资产负债率(%)	43.51	38.11	37.74
流动比率(%)	214.65	311.17	292.62
速动比率(%)	167.87	266.91	255.68
经营现金流动负债比(%)	0.66	2.99	29.09
EBITDA 利息倍数(倍)	3.91	3.71	2.82
全部债务/EBITDA(倍)	7.50	8.53	9.76

注：1.短期债务包含其他流动负债中的有息债务；2.长期债务包含长期应付款中的有息债务；3.现金类资产已剔除受限货币资金

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	9.37	1.86	0.37
资产总额(亿元)	238.58	433.40	599.60
所有者权益(亿元)	131.76	137.42	124.42
短期债务(亿元)	30.19	61.50	82.53
长期债务(亿元)	62.83	189.48	323.67
全部债务(亿元)	93.02	250.98	406.19
营业总收入(亿元)	0.38	0.00	0.04
利润总额(亿元)	3.63	8.31	-10.63
EBITDA(亿元)	5.58	15.02	3.65
经营性净现金流(亿元)	7.95	21.06	-26.23
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	0.00	9.14
营业利润率(%)	97.19	-10368.23	38.84
总资本收益率(%)	2.45	3.84	0.67
净资产收益率(%)	2.76	6.04	-8.55
长期债务资本化比率(%)	32.29	57.96	72.23
全部债务资本化比率(%)	41.38	64.62	76.55
资产负债率(%)	44.77	68.29	79.25
流动比率(%)	62.20	22.78	20.64
速动比率(%)	62.20	22.78	20.64
经营现金流动负债比(%)	19.94	20.95	-17.51
EBITDA 利息倍数(倍)	2.97	2.28	0.26
全部债务/EBITDA(倍)	16.68	16.71	111.43

注：短期债务包含其他流动负债中的有息债务

附件 4 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
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%
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+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 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 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 5-3 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估有限公司关于 2020 年度第一期中国诚通控股集团有限公司 市场化银行债权转股权专项债券的跟踪评级安排

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，并于年度报告披露之日起的三个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。

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，联合资信将就該事项进行必要调查，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。