

信用评级公告

联合〔2020〕4033 号

联合资信评估股份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 年度第二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 年度第二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等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二〇年十月二十七日



2020 年度第二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

债项概况：

本期债券发行规模：28 亿元（基础发行额 24 亿元，弹性配售额 4 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：2020 年 10 月 27 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	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	3
			现金流量	3
		资本结构		1
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

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

评级观点

联合资信评估股份有限公司（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，反映了其作为直属于国务院国资委的中央企业，在国家政策支持、无偿接受国有企业股权及资产划转方面具备显著优势。近年来，公司依托中央企业国有资产整合和国有资本运营的重要职能定位，持续深化国有资本经营公司试点改革探索，侧重于持股管理和资本运作等功能，牵头并发起的国家大型战略基金运营情况良好，资金配置效率得到提升，带动利润规模快速增长。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。但联合资信也关注到公司传统控股经营业务盈利能力偏弱、利润对投资收益及公允价指变动收益依赖度大且具有波动性以及本部债务负担较重等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

本期债券发行对公司现有债务规模影响较小。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。公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期债券覆盖程度高。

未来，随着公司经营结构调整完成，以及多元化业务格局不断完善，公司整体盈利能力和综合实力有望得到进一步提升。

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. 公司承担着中央企业国有资产整合和国有资本运营的重要职能。公司作为两大国有资本运营公司试点企业之一，是推进中央企业改革和布局结构调整的重要平台，承担着中央企业国有资产整合和国有资本运营的重要职能。

分析师：李 明

黄冠嘉

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

2. **政府支持力度大。**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 2019 年底，公司已接收了 21 家央企上市公司股权无偿划转。

3. **公司国有资本运营业务运营良好。**公司牵头发起成立中国国有企业结构调整基金股份有限公司（以下简称“国调基金”），服务于央企、支持重点行业整合和专业化重组。近年来，国调基金运营情况良好，2019 年实现利润总额 38.40 亿元，大幅提升公司盈利规模。

4. **公司物流体系竞争力强。**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。

关注

1. **传统控股经营业务所处行业竞争激烈，盈利能力偏弱，公司投资收益对利润总额影响大。**公司传统控股经营业务商品贸易、物流等盈利能力偏弱，利润总额对国调基金投资收益及公允价值变动收益依赖度大，但上述收益受宏观经济、资本市场行情等因素影响存在波动性。

2. **公司本部负担较重。**公司本部为控股平台型公司，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。

3. **应收账款等对资金形成一定占用。**公司应收账款和存货规模较大，对营运资金形成占用，存在一定坏账风险和跌价风险。

主要财务数据:

合并口径			
项 目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产(亿元)	666.21	1000.54	967.42
资产总额(亿元)	1690.61	2474.56	2700.37
所有者权益(亿元)	1046.25	1540.71	1701.59
短期债务(亿元)	196.02	328.70	362.00
长期债务(亿元)	274.47	429.71	406.56
全部债务(亿元)	470.50	758.41	768.56
营业总收入(亿元)	828.75	1016.55	1053.37
利润总额(亿元)	24.85	28.23	50.38
EBITDA(亿元)	52.87	66.08	92.71
经营性净现金流(亿元)	10.32	142.74	-65.49
营业利润率(%)	6.30	6.93	6.79
净资产收益率(%)	1.02	1.17	1.95
资产负债率(%)	38.11	37.74	36.99
全部债务资本化比率(%)	31.02	32.99	31.11
流动比率(%)	311.17	292.62	269.32
经营现金流动负债比(%)	2.99	29.09	-11.68
全部债务/EBITDA(倍)	8.90	11.48	8.29
EBITDA 利息倍数(倍)	3.78	2.87	3.43

公司本部（母公司）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额(亿元)	433.40	599.60	1234.42
所有者权益(亿元)	137.42	124.42	709.05
全部债务(亿元)	250.98	406.19	477.50
营业收入(亿元)	0.00	0.04	0.16
利润总额(亿元)	8.31	-10.63	-13.37
资产负债率(%)	68.29	79.25	42.56
全部债务资本化比率(%)	64.62	76.55	40.24
流动比率(%)	22.78	20.64	19.08
经营现金流动负债比(%)	20.95	-17.51	-8.22

注：合并口径现金类资产已扣除受限货币资金；长期应付款中的有息债务计入长期债务

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	2020/7/16	李明 黄冠嘉	一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907） 一般工商企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
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，联合资信评估股份有限公司（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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，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 年度第二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“中国诚通”或“公司”）原名中国诚通控股公司，前身为根据国经贸企〔1992〕372号文批准于1992年成立的中国华通物产企业集团。2005年11月，根据国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”或“国资委”）国资改革〔2005〕1462号文，中国诚通控股公司获准改建为国有独资公司，并变更为现名，初始注册资本25.60亿元。公司是国务院国资委下设的资产经营试点企业，是首批中央企业建立和完善国有独资公司董事会试点企业之一。2016年2月，根据党中央、国务院关于深化国有企业改革的重要部署，经国务院国有企业改革领导小组研究决定，公司成为国有资本运营公司试点企业。

经多次增资后，截至2019年底，公司实收资本为128.00亿元，国务院国资委代表国务院履行出资人职责，是公司的实际控制人，持有公司100%股份。

公司经营范围包括：资产经营管理；受托管理；兼并收购；投资管理及咨询；物流服务；进出口业务；金属材料、机电产品、化工原料及化工产品（不含危险化学品）、黑色金属矿产品、有色金属材料及矿产品、焦炭、建材、天然橡胶、木材、水泥、汽车的销售；五金交化、纺织品、服装、日用品、文化体育用品的销售；林浆纸生产、开发及利用。（企业依法自主选择经营项目，开展经营活动；依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。）

截至2019年底，公司本部设董事会办公室、总裁办公室、人力资源部、法律事务部等15个职能部门以及战略委员会、审计委员会等5个

专业委员会（见附件1-2）；公司纳入合并范围的出资企业共163家。公司拥有6家上市公司，分别是：中储股份有限公司（股票代码：600787.SZ，以下简称“中储股份”）、佛山华新包装股份有限公司（股票代码：200986.SZ，以下简称“粤华包B”）、广东冠豪高新股份有限公司（股票代码：600433.SH，以下简称“冠豪高新”）、岳阳林纸股份有限公司（股票代码：600963.SH，以下简称“岳阳林纸”）、中国诚通发展集团有限公司（股票代码：00217.HK，以下简称“诚通发展”）和港中旅华贸国际物流股份有限公司（以下简称“华贸物流”，股票代码：603128.SH）。上述持股均未质押。

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

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。

公司已于2020年4月27日发行了2020年度第一期市场化银行债权转股权专项债券，发行规模为30亿元，期限为5年。公司计划发行2020年度第二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

规模合计人民币 28 亿元，其中，基础发行额为 24 亿元，弹性配售额为 4 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弹性配售选择权。如申购总量达到基础发行额，且未达到当期计划发行规模的，不得使用弹性配售选择权，应按照基础发行额进行配售，本期发行总额为基础发行额（即 24 亿元）。如申购总量达到计划发行规模、且未达到强制触发倍数（申购总量达到基础发行额的 2 倍）的，发行人可根据授权文件与簿记管理人协商后，确定是否启动弹性配售。如启动弹性配售，应按照本期计划发行规模进行配售，本期发行总额为基础发行额与弹性配售额之和（即 28 亿元），如不启动弹性配售，本期发行总额为基础发行额（即 24 亿元）。如申购总量达到强制触发倍数（基础发行额的 2 倍）后，则必须启动弹性配售，本期发行总额即为基础发行额与弹性配售额之和（即 28 亿元）。

本期债券期限为 5 年，采用固定利率形式，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

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希望逆转的企业；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

1. 宏观经济环境

2020 年上半年，突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。虽然 5—6 月份数据有触底反弹的明显迹象，但是依然处于萎缩低迷中，全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正，超预期增长 3.2%，但上半年同比依然下降 1.6%，疫情的负面影响尚未消除，经济增长还未恢复到正常水平。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临压力。

经济运行受疫情严重冲击。由于疫情对生产、流通、消费的限制，经济活动受到严重冲击，2020 年上半年中国经济出现负增长，GDP 累计同比增长-1.6%，其中一季度同比增长-6.8%、二季度同比增长 3.2%。二季度经济复苏较为强劲，对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表 1 2016—2020 年上半年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度	2020 年上半年
GDP (万亿元)	78.7	84.0	89.2	18.4	40.9
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.8	-3.3
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

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

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

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

三大需求全面收缩。2020 年上半年，社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%，降幅较一季度（-19.0%）有所收窄，但仍处于深度萎缩状态；全国网络零售额达 5.15 万亿元，同比增长 7.3%，为支撑消费的重要力量；全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长-3.1%，比上季度（-16.1%）明显收窄，同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看，制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度（-25.2%）有所收窄，处于历史同期最低水平；基础设施建设（不含电力）投资增速为-2.7%，较上季度（-19.7%）降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增速为 1.9%，较一季度（-7.7%）转负为正，成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为-7.3%，比上年低 13 个百分点；国有投资增速为-5.8%，比上年低 2.7 个百分点。2020 年 1—6 月，货物进出口总额 14.24 万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度（-6.5%）收窄。其中，出口额 7.71 万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额 6.52 万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺差 1.19 万亿元，较一季度（993.0 亿元）大幅增加，较上年同期（1.21 万亿元）略有减

少。2020 年上半年，中国对欧盟累计进出口额为 1.99 万亿元（同比增长-1.8%），对东盟累计进出口额为 2.09 万亿元（同比增长 5.6%），对美国累计进出口额为 1.64 万亿元（同比增长-6.6%），对日本累计进出口额为 1.03 万亿元（同比增长 0.4%），东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020 年二季度，资本形成总额拉动 GDP 增长 5 个百分点，最终消费支出向下拉动 GDP 2.3 个百分点，货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.5 个百分点，可见二季度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快，服务业收缩明显。2020 年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%，其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%，其中一季度下降 36.7%、二季度增长 4.8%；尤其是 5、6 月份，利润总额分别增长 6.0%和 11.5%，增速逐月加快。1—5 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%，较 1—3 月增速（-11.5%）明显回升，但下降幅度依然较大。

2020 年上半年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 0.9%、-1.9% 和 -1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比降幅扩大。2020 年上半年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 3.8%，涨幅比上年同期扩大 1.6 个百分点。其中食品价格上涨 16.2%，涨幅比上年同期提升 11.5 个百分点；非食品价格上涨 0.7%，涨幅比上年回落 0.9 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.2%，涨幅比上年回落 0.6 个百分点。2020 年上半年，工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.9%，比上季度（-0.6%）降幅继续扩大，较上年同期（0.3%）转升为降。工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.6%，降幅比一季度（-0.8%）继续扩大。

社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降。2020 年 6 月底，社会融资规模存量 271.8 万亿元，同比增长 12.8%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，上半年新增社会融资规模 20.83 万亿元，比上年同期多增 6.22 万亿元。其中人民币贷款新增 12.33 万亿元，较上年同期多增 2.31 万亿元；新增企业债券融资规模 3.33 万亿，较上年同期多增 1.76 万亿；新增地方政府债 3.79 万亿元，较上年同期多增 1.33 万亿元；新增非金融企业境内股票融资 2461 亿元，较上年多增 1256 亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率 5.06%，较上年同期下降 86 个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020 年 6 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.1609%、5.1087% 和 4.0410%，较上年同期（分别为 4.5173%、5.2572% 和 4.5264%）均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情负面影响、经济快速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。

2020 年上半年，全国一般公共预算收入 9.62 万亿元，同比增长 -10.8%，降幅较一季度（-14.3%）有所收窄，但依然较大。其中税收收入 8.20 万亿元，同比增长 -11.3%；非税收入 1.42 万亿元，同比增长 -8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入 3.15 万亿元，同比增长 -1.0%，较一季度（-12.0%）降幅大幅收窄。2020 年上半年全国一般公共预算支出 11.64 万亿元，同比增长 -5.8%，降幅比一季度（-5.7%）略有扩大。从支出结构看，社会保障与就业支出同比增长 1.7%，虽较上年同期（6.7%）相比增幅下滑较大，但为本期唯一正增长的支出（除债务利息支出之外），其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出（下降 30.0%）、节能环保支出（下降 15.4%）、交通运输支出（下降 13.3%）、科学技术支出（下降 12.2%）、教育支出（下降 7.6%）。2020 年上半年财政收支缺口 2.02 万亿元，较一季度缺口（0.93 万亿元）大幅扩大，在疫情冲击的特殊时期，财政收支形势比较严峻。

就业压力较大，形势逐月改善。2020 年上半年，在疫情冲击下，服务业和制造业均呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。6 月调查失业率 5.7%，较 3 月（5.9%）略有回落，但较上年同期（5.1%）仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，失业率高位运行，总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务，财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施，重点支持帮助中小微企业复工复产，城镇调查失业率从最高 2 月份的 6.2% 持续微降，就业形势逐月改善。

2. 宏观政策环境

2020 年上半年中国宏观政策全力对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。为应对经济下行压力，帮助企业渡过难关，财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施；实施规模性财政政策，大幅扩大地方政府专项债券规模至 3.75 万亿元（较上年增加 1.6 万亿元，增幅 74.4%），并加快发行使用进度和使用范围，支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，同时增加用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金；发行抗疫特别国债 1 万亿元，增加赤字预算 1 万亿元至 3.76 万亿元，赤字率 3.60% 以上；同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持。

稳健的货币政策引导利率下行，加大对中小微企业金融支持。注重全面性政策和结构性政策相结合，实施三次降准，为市场注入了适度充裕的流动性；三次下调 LPR 报价利率，引导贷款利率下行；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息（总额 400 亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额 4000 亿元的“小微企业信用贷款支持计划”），为小微企业信贷融资创造了良好环境，不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本，而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6 月国务院要求推动金融机构向企业让利 1.5 万亿元，中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，调整后，3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15% 和 2.25%，再贴现利率为 2%，进一步降低了中小企业企业的融资成本。

3. 宏观经济及政策前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议认为，当前中国经济形势仍然复杂

严峻，不稳定性不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。为此，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效，要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下，下半年中国以**投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长**。投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大（-11.7%），下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和 PPI 回升的支撑下逐步修复；基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头；房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长，将支撑固定资产投资增速继续好转。消费方面，在疫情防控 and 保就业促消费相关政策措施的作用下，下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将较快恢复，消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面，未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策，对中国外需具有较大提振作用；同时中国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长，有理由相信下半年中国货物和服务净出口对 GDP 的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂

性和反复性，以及中美关系的不确定性等因素影响，外需对中国下半年经济的拉动作用不宜高估。

四、行业分析

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

1. 贸易行业

(1) 国际贸易

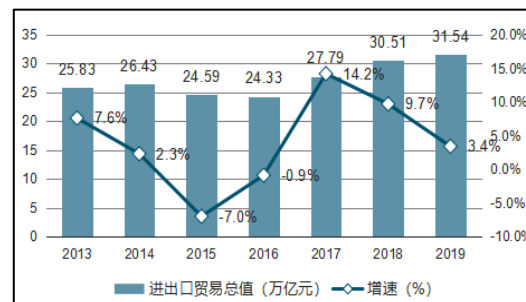
近年来，世界经济增长增速放缓，不稳定不确定因素增多，国内外风险挑战明显上升，国内相继出台了一系列稳外贸、稳外资政策和减税降费政策，有效降低了企业负担，虽中美贸易摩擦余温未消，但在国内完善的工业门类 and 制造业体系的支撑和一带一路政策的推进下，2019 年全年外贸进出口仍保持稳定增长。2020 年初新冠疫情爆发以来国内外需求短期承压，考虑到政府采取的一系列稳定外贸发展的措施，预计 2020 年中国外贸有望保持总体平稳。

近年来，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求有所回暖。人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，中国外贸出口增长空间受到抑制，上述因素都将给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

2019 年，在全球经贸风险和不确定性加剧的背景下，中国出台了一系列稳外贸、稳外资政策和减税降费政策，不断优化外贸结构和营商环境，企业创新挖潜多元化市场，外贸总体保持稳中提质势头，全年实现外贸进出口总值 31.54 万亿元人民币，同比增长 3.4%，全年进出口、出口、进口均创历史新高，但增速进一步下滑。其中，贸易出口 17.23 万亿元，同比增长 5%；进口 14.31 万亿元，同比增长 1.6%；

出口额增速远高于进口额增速。2019 年，中国贸易顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%，贸易顺差大幅回升，表明国内完善的工业门类和制造业基础为外贸发展提供了强有力支撑。

图 1 中国进出口贸易总值及增速



资料来源：中国产业信息网

从区域分布上看，随着中美贸易摩擦持续升级，贸易保护主义抬头，国际贸易形势随之恶化，中国主要贸易伙伴结构发生变化。欧盟仍然是中国第一大贸易伙伴，但东盟取代美国成为中国第二大贸易伙伴。2019 年，中国对东盟进出口 4.43 万亿元，增长 14.1%；对美国进出口 3.73 万亿元，下降 10.7%；第四大贸易伙伴是日本，对日本进出口 2.17 万亿元，增长 0.4%。此外，中国对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%，高出整体增速 7.4 个百分点。

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

2020 年以来，新型冠状病毒肺炎疫情相继在国内及全球爆发，对世界经济发展造成了冲击，贸易行业物流部分中断，订单不能按期交付，境内外需求下降，采购及销售周期拉长，安全和维护成本上升，世界贸易组织预测 2020 年全球货物贸易下滑较大。随着国际市场的需

求萎缩，外贸新订单减少等问题开始逐步显现，外贸发展可能面临一定困难。2020年一季度，中国货物贸易进出口总值6.57万亿元人民币，比去年同期下降6.4%。其中，出口3.33万亿元，下降11.4%；进口3.24万亿元，下降0.7%；贸易顺差983.3亿元，减少80.6%。随着国内疫情防控取得阶段性重要成效，经济社会秩序加快恢复，在疫情期间，民营企业根据疫情发展规律，调整生产计划，适当做出生产预案，中国4月当月出口1.41万亿元，同比增长8.2%，由负转正。

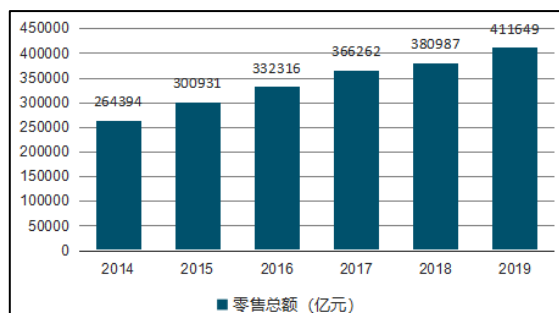
同时，考虑到各地各部门采取了一系列稳定外贸发展的措施，帮助企业克服困难，逐步打通国际运输通道，稳定供应链产业链，全年来看，中国外贸有望保持总体平稳。

（2）国内贸易

中国经济规模保持不断扩大的势态，刺激国内贸易稳步发展，社会消费品零售总额保持增长，但增速持续下滑。

根据国家统计局数据，2019年，社会消费品零售总额411649亿元，比上年名义增长8.0%（扣除价格因素实际增长6.0%），增速较上年放缓1个百分点，总体保持平稳增长。其中，除汽车以外的消费品零售额372260亿元，增长9.0%。

图2 近年来中国社会消费品零售总额



资料来源：中国产业信息网

整体看，中国国内贸易规模在经历高速增长后，增速出现回落。国内贸易与宏观经济息息相关，未来国内贸易的发展情况将与中国产业转型，产能优化，促进消费，加强就业等因素联动密切，连锁经营、供应链延伸、电子商

务等现代流通方式的发展也将对国内贸易产生较大促进。行业的不断发展势必促使竞争更加激烈，对于贸易行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

2. 造纸行业

（1）行业概况

2019年，受成本整体上涨、贸易战导致下游需求疲软、环保压力加强等因素影响，造纸行业盈利能力整体呈减弱趋势；同时随着落后产能的不断出清，行业集中度进一步提升。未来行业内资源优势明显并且满足环保要求的大型企业具备较强的竞争优势，有望获得较好的发展。

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

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

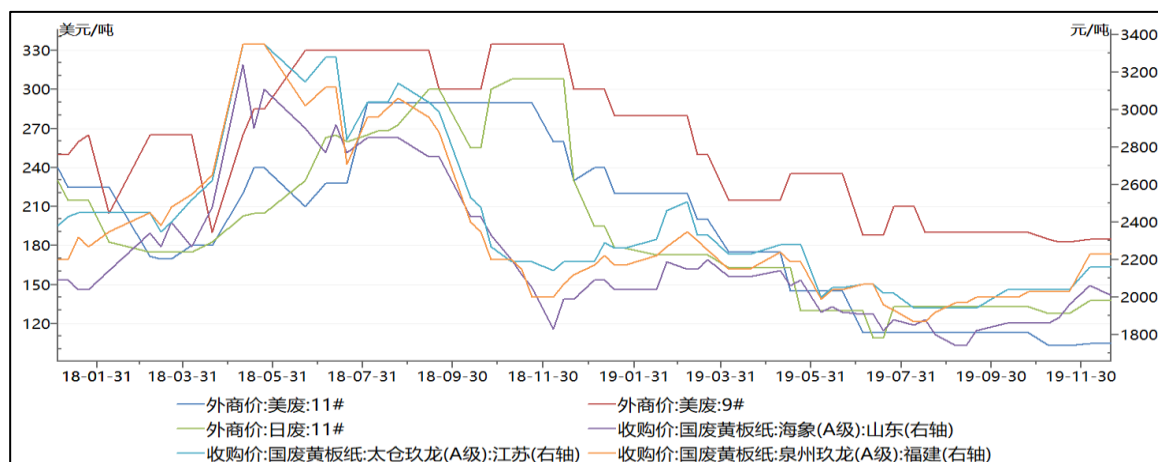
进入2018年以后，由于受到中美贸易摩擦导致原材料价格攀升，环保压力加大以及下游需求疲软导致价格走低等因素的影响，促使行业企业盈利下滑，行业整体景气度有所下降，造纸企业利润有所下滑。2019年，全国造纸及纸制品业营业收入13370.1亿元，同比下降3.00%；利润总额681.9亿元，同比下降9.10%。2019年，全国造纸及纸制品业汇总企业单位数6688个，亏损企业数1151个，营业收入同比减

少3.00%，其中：纸浆制造业营业收入同比下降3.14%；造纸业收入同比下降5.09%，纸制品制造业营业收入同比增长0.02%。

从上游原材料供应来看，造纸业的主要原材料是纸浆和废纸，目前，国内造纸行业原料供给对进口依赖程度较高，且价格与国际市场联动性强。2017—2019年，中国纸浆进口量分

别为2372万吨、2479万吨和2720万吨，呈逐年增长趋势；中国废纸进口量分别为2572万吨、1703万吨和1093万吨，呈逐年下降趋势，主要系受“禁废令”和排污许可证等政策实施影响所致。从废纸价格走势看，2019年，受贸易摩擦影响，下游需求低迷，国内贸易外废和国废价格处于低位。

图3 近年来废纸价格走势（单位：美元/吨、元/吨）

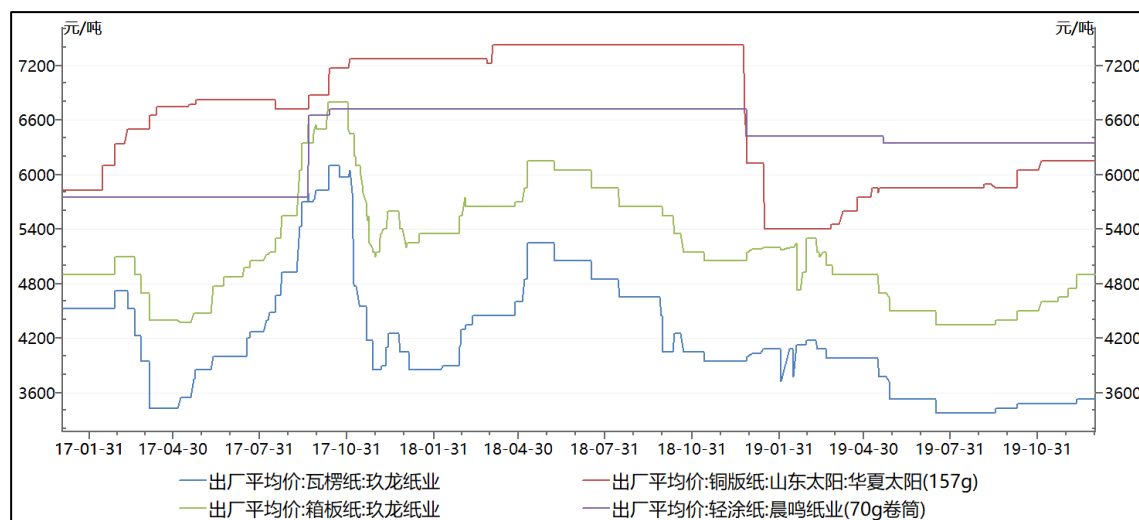


资料来源：Wind

纸品价格方面，受益于供给侧结构性改革、环保政策加码以及造纸行业去产能加速等因素影响，2017年成品纸提价以来，2018年成品纸价格有所震荡，其中2018年5月以来，受贸易战影响，下游需求低迷，再加之终端零售不

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

图4 近年来成品纸价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind

从行业竞争来看，受更严厉的环保政策的

实施的影响，中小企业落后产能不断出清，行

业集中度进一步提升。

（2）行业政策

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

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

2017年4月，环境保护部发布《国家环境保护标准“十三五”发展规划》，要求完善造纸等行业水污染物排放标准技术内容；修订污水综合排放标准，完善工业源水污染物控制指标和要求；制修印刷包装等行业大气污染物排放标准；修订一般工业固体废物贮存、处置场污染控制标准。2017年8月，新版《进口废物管理名录（2017）》将未经分拣的废纸从限制进口调整为禁止进口。2018年6月，国务院发布《中共中央国务院关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》，其中重点提出全面禁止洋垃圾入境，力争2020年底前基本实现固体废物零进口。2018年8月，商务部对美废加征25%关税，美废价格推升或推升所有外废价格，国废与外废价差将缩小，拥有外废配额的企业成本优势缩小，成本端压力加大或进一步推升产品价格。

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

国将降低150多项木材和纸制品的进口关税，平均税率水平从5.3%左右降低至3.2%左右。

（3）行业关注

原料供给对进口依赖程度较高。

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

行业竞争加剧。

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

新冠肺炎疫情对造纸行业供应链造成影响。

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

（4）行业发展

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

从行业发展趋势来看，国际、国内环境充满复杂性和不确定性，国内经济运行处在供给

侧两端寻求新平衡的过程中,根据国内造纸行业生产、造纸行业原料供应等因素分析,未来几年国内造纸行业和市场总体趋势为:

产品结构保持稳定,集中度进一步提升。

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

减排政策和管理力度加大,企业环保成本大幅提高。

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

3. 物流行业

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

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

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2019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

公司是推进中央企业改革和布局结构调整的重要平台,承担着中央企业国有资产整合和国有资本运营的重要职能。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。

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子公司中国诚通国际贸易有限公司(以下简称“诚通贸易”)和中国物资储运集团有限公司(以下简称“中国储运”)等。公司依托遍布全国的物流中心,形成了物资销售和进出口代理等贸易活动与仓储、加工、配送物流业务相结合的运营模式,钢材、有色金属等产品贸易在市场上具备较强的竞争实力。

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

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。

截至 2019 年底,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 12 月出生,博士研究生学历,历任中国路桥(集团)总公司党委委员、纪委书记、工会主席,中国交通建设集团有限公司党委常委、副总裁、总法律顾问,兼任中交地产有限公司董事长、绿城中国有限公司董事会联席主席。2019 年 7 月起担任公司党委书记、董事长。

公司党委副书记、董事兼总经理李洪风先

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

截至 2019 年底,公司本部及所出资企业共有职工 27801 人。从学历构成来看,硕士及以上学历人员占 4.49%,本科占 27.42%,专科占 28.16%,中专及以下学历占 39.93%。

4. 政府支持

作为两大国有资本运营公司试点企业之一,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 2019 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。

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（统一社会信用代码：911100007109225442），截至2020年8月7日，公司本部无不良信贷记录，过往债务履约情况良好。

六、 管理分析

1. 法人治理结构

公司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。

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；按照集团年度总体经营目标，组织实施年度经营计划，进行预算管理；调配集团资源，组织经营活动；代理集团日常经营、管理事务。包括：总裁 1 人、副总裁 4 人、总会计师 1 人。

公司党委按照双向进入、交叉任职的原则参与董事会和经营班子工作。

2. 管理水平

公司目前实行的管理制度能适应生产经

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。

（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方面，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。

预算管理方面，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。

经营资金管理方面，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。

风险管理方面，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。

投资管理方面，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。

套期保值业务管理方面，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 B、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。

七、 重大事项

1. 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中国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。

中国铁物已与主要债权银行达成债务重组方案，截至 2019 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。

2. 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%。

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

公司正处于向国有资本运营公司改组转型阶段，控股经营收入主要来源为商品贸易业务，受宏观经济增速持续放缓、实体经济需求减弱影响，传统控股经营业务综合毛利率维持在较低水平。

公司目前正处于向国有资本运营公司改组转型阶段，主营业务包括资产经营、资本运营和控股经营的商品贸易、物流服务和纸浆及纸制品等业务。2017—2019年，公司传统控股经营业务收入逐年增长，分别为823.14亿元、1011.66亿元和1049.63亿元，主要系物流收入增长所致。2017—2019年，公司控股经营业务收入占比均在99.00%（另有少量金融类业务收入）以上，控股经营业务十分突出。从收入构成来看，商品贸易业务始终为公司控股经营业务收入的主要构成部分，该板块主要经营钢材、有色金属、化工材料、煤炭等大宗商品，2017—2019年，公司商品贸易业务收入波动增长，

收入占比分别为63.23%、56.07%和52.86%；2019年，商品贸易业务实现收入554.83亿元，同比下降2.19%。2017—2019年，公司纸浆及纸制品业务收入规模波动增长，收入占比分别为16.71%、16.44%和14.68%；2019年，纸浆及纸制品业务实现收入154.10亿元，同比下降7.33%，主要系下游需求低迷所致。2017—2019年，公司物流业务发展较为迅速，收入逐年增长，其中2018年较上年增长73.56%，主要由于（1）华贸物流于2017年9月纳入合并范围；（2）中国储运“无车承运人”平台业务量大幅增长；2019年物流业务收入较上年增长26.89%至298.43亿元，主要系中国储运收入增长带动所致；物流业务收入占比分别为16.46%、23.24%和28.43%。公司其他主营业务及其他业务主要包括园林市政、地产销售、租赁业务、人力资源、酒店管理、固定资产出租，对公司收入贡献小。

毛利率方面，2017—2019年，公司控股经营业务综合毛利率波动上升，分别为6.21%、6.94%和6.88%；其中，公司商品贸易业务毛利率波动上升，分别为1.49%、1.43%和2.08%，毛利率水平很低。2017—2019年，纸浆及纸制品板块毛利率主要受下游市场需求影响逐年下降，分别为17.85%、15.58%和13.50%；物流业务毛利率波动上升，分别为6.21%、9.59%和8.37%，其中2018年物流业务毛利率较上年提高3.38个百分点，主要系华贸物流全年纳入合并范围，其国际空运、国际海运及特种物流业务盈利能力较强，带动公司物流板块毛利率同比上升所致；2019年物流业务毛利率较上年下降1.22个百分点。公司控股经营业务综合毛利率维持在较低水平。

表 2 公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
主营业务	815.42	99.06	5.95	1003.43	99.19	6.59	1043.51	99.42	6.68
商品贸易	520.48	63.23	1.49	567.25	56.07	1.43	554.83	52.86	2.08
纸浆及纸制品	137.51	16.71	17.85	166.29	16.44	15.58	154.10	14.68	13.50

物流业务	135.50	16.46	6.21	235.18	23.24	9.59	298.43	28.43	8.37
其他主营业务	29.65	2.66	35.64	34.70	3.43	27.54	36.15	3.44	34.30
其他业务	7.72	0.94	32.47	8.23	0.81	50.26	6.11	0.58	41.13
合计	823.14	100.00	6.21	1011.66	100.00	6.94	1049.63	100.00	6.88

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 3 2019 年公司主要子公司财务数据（单位：%、亿元）

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

资料来源：公司提供

2. 商品贸易业务

公司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。公司商品贸易业务主要品种以钢材及有色金属为主，易受宏观经济形势及实体经济需求波动等因素影响。

（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。

2017—2019 年，公司贸易业务收入波动增长，分别为 520.48 亿元、567.25 亿元和 554.83 亿元；在供给侧结构性改革的推进下，大宗商品价格回暖，公司贸易收入波动提升。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，近三年毛利率分别为 1.49%、1.43%和 2.08%。

从贸易品种来看，公司贸易以钢材及有色金属贸易为主。2017—2019 年，前五大贸易商品钢材、有色金属、化工材料、煤炭和贵金属合计占贸易业务收入的比重分别为 87.12%、88.83%和 88.01%，占比较高。2017—2019 年，公司钢材贸易收入波动下降，年均复合下降 2.53%。2017—2019 年，公司有色金属贸易收入波动增长，年均复合增长 13.13%。

表 4 近年来公司贸易业务收入情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
钢材	197.50	199.64	187.64
有色金属	164.80	214.59	210.90
贵金属	18.90	11.33	18.74
煤炭	27.41	40.67	28.43

化工材料	44.84	37.65	42.58
其他	67.03	63.37	66.54
合计	520.48	567.25	554.83

资料来源：公司提供

从贸易量来看，近年来，在供给侧结构性改革的推进下，大宗商品价格回暖，公司各产品贸易量整体回升。2017—2019 年，钢材贸易量波动增长，年均复合增长 5.87%；有色金属、煤炭及化工材料贸易量逐年快速增长，年均复合增长率分别为 45.79%、46.07%和 87.51%。

表 5 近年来公司商品贸易业务板块销售情况
(单位：万吨)

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

资料来源：公司提供

(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

公司物流业务具备很强的竞争优势，在国家产业政策向好的趋势下，具有较好的前景和持续发展能力。

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，公司物流板块收入快速增长，分别为 135.50 亿元、235.18 亿元和 298.43 亿元；其中 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。2019 年物流业务收入较上年增长 26.89%，主要系中国储运收入增长所致。毛利润方面，近三年物流板块分别实现毛利润 8.41 亿元、22.55 亿元和 24.98 亿元，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。

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。

（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。

4. 纸浆及纸制品业务

近年来，公司造纸板块已经形成了林、浆、纸一体化的完整产业链；其中，白卡纸和特种纸在细分市场处于龙头地位；该业务易受下游市场需求影响，近年来收入波动增长。

2010 年 9 月经国资委批准，公司成为唯一在林浆纸生产、开发及利用进行全产业链布局的中央企业。目前，公司纸浆及纸制品板块业务主要依托中国纸业旗下的粤华包 B、冠豪高新、岳阳林纸三家上市公司经营，产品包括涂布白卡纸、文化用纸和特种纸等。

表 6 公司造纸业务板块主要经营企业概况

企业简称	生产基地	主要产品	主要产品用途
粤华包 B	佛山、珠海	涂布白板纸、白卡纸	电子产品、药品等包装盒；烟卡、固体食品包装、液体包装
冠豪高新	湛江	无碳复写纸、热敏纸等特种纸	传真纸、商业表格纸、税票纸、彩票纸等

岳阳林纸	岳阳等	商品浆纸、文化纸、工业包装等	报刊杂志、书籍等
------	-----	----------------	----------

资料来源：公司提供

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

公司产品涵盖文化类印刷用纸、涂布白板纸、白卡纸、无碳复写纸、热敏纸、不干胶标签纸等多个品种，在国内烟卡市场、热敏纸市场和文化纸市场均位居第一，无碳复写纸市场排第二位。为进一步提高纸业核心竞争力，公司以纸浆为核心，林纸为基点，积极推进林浆纸一体化战略，控制上游资源，由横向单一方式扩张增加到对产业链的纵向延伸。

公司白卡纸主要由粤华包B生产经营。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B子公司红塔仁恒曾获中国国际纸张、纸制品金牌奖，国家科技进步一等奖。由红塔仁恒自主研发、拥有国家发明专利技术的彩色纤维防伪涂布白卡纸、本色纤维防伪涂布白卡纸已成功运用于多品牌香烟包装，做到了包装原材料源头防伪。

公司特种纸的生产经营主要依托于冠豪高新，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，质量达到国际先进水平。

公司文化纸的生产和销售平台主要依托于岳阳林纸，岳阳林纸是国内造纸类上市公司中林纸一体化的龙头企业，且为国内造纸行业上市公司中拥有林业面积最大的公司之一，区位优势明显，技术实力雄厚，具备适应市场需求变化的转产能力。目前，岳阳林纸林业资源较为丰富，各造纸厂均配有自备浆线，木浆自给率超过60%，在资源性生产成本方面有一定的优势，但主要产品文化纸属于中低端产品，附加值较低，盈利空间有限。目前，岳阳林纸业务范围已拓展至园林行业，形成涵盖造纸、林业、园林等多业务板块的综合性企业。

2017—2019年，公司纸浆及纸制品业务收入规模波动增长，三年分别为137.51亿元、166.29亿元和154.10亿元；毛利润方面，近三年纸业板块分别实现毛利润24.55亿元、25.90亿元和20.80亿元，对公司整体毛利润贡献较高。

表7 公司纸浆及纸制品业务产量情况(单位:万吨)

生产企业	主要产品	2019年产量
冠豪高新	特种纸	17.55
红塔仁恒	白卡纸	24.81
珠海华丰		25.21
粤华包 B 小计		50.02
岳阳林纸	文化纸	86.91

生产企业	主要产品	2019 年产量
	包装纸	11.32
骏泰科技	溶解浆	22.22
泰格林纸合计		120.45
合计		188.02

资料来源：公司提供

从产量来看，2019 年，公司纸浆及纸制品业务总产量 188.02 万吨，其中冠豪高新特种纸产量 17.55 万吨，粤华包 B 白卡纸产量共计 50.02 万吨，岳阳林纸文化纸和包装纸产量共计 98.23 万吨，湖南骏泰新材料科技有限公司（以下简称“骏泰科技”）溶解浆产量共计 22.22 万吨。

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。

5. 资本运营业务

公司积极发挥股东作用、实现国有资本保值增值职能，子公司北京诚通金控投资有限公司（以下简称“诚通金控”）已陆续接收 21 家上市央企的部分股权划转。受益于公司积极盘活股权和股权增值，诚通金控实现利润大幅提升；同时，随着投资项目的退出，国调基金利润总额大幅增长。

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

（1）牵头成立国调基金

2016 年 9 月 26 日，受国务院国资委委托，

公司作为主发起人，联合中国邮政储蓄银行、招商局集团、兵器工业集团、中国石化、神华集团、中国移动、中国中车集团、中交集团和金融街集团等 9 家企业，共同发起设立国调基金，基金总规模为人民币 3500 亿元，首期募集资本金为人民币 1310 亿元，截至 2019 年底，首期募集资金已到位 988.26 亿元，公司出资 300.00 亿元，实缴比例为 30.36%。公司作为实际控制人，将其纳入合并范围。截至 2019 年底，国调基金资产总额为 1017.83 亿元，所有者权益为 1011.05 亿元；2019 年，国调基金实现利润总额 38.40 亿元，同比大幅增长 35.83 亿元，主要来自项目退出和所投项目公允价值变动收益。

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

国调基金主要立足和服务于央企，重点支持央企行业整合、专业化重组、产能调整、国际并购等项目，提高产业集中度，提升资本配置效率。截至 2019 年底，国调基金已累计签约项目 82 个，签约金额 1047.00 亿元；实现项目交割 77 个，交割金额 763.00 亿元。所投项目中，投入到国有企业的比重达到 85%，涉及超过 30 家中央企业，国调基金对关系国家安全和国民经济命脉的重要行业和重点央企国企给予了重要支持。

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

（2）上市公司国有股份无偿划转

作为中央企业国有资本运营公司试点，为优化资本结构，并经国务院国资委批准，

2016年以来,公司子公司诚通金控¹陆续接收了一些上市公司的国有股权无偿划转。截至2019年底,诚通金控共接收了21家央企上市公司股权,计入其他权益工具投资,以公允价值计量。截至2019年底,诚通金控资产总额为571.18亿元,所有者权益为567.27亿元;2019年,诚通金控实现利润总额14.16亿元,同比大幅提升7.59亿元,主要受益于股利分配带来的投资收益。

表8 公司接收的上市公司国有股权无偿划转情况

证券名称	股票代码	无偿划转股权比例(%)	是否完成过户手续
中远海控	601919.SH	3.00	是
中远海科	002401.SZ	4.00	是
宝钢股份	600019.SH	2.95	是
武钢股份(宝钢股份)	600005.SH	2.45	是
中材节能	603126.SH	4.99	是
中国能源建设	03996.HK	1.74	是
中国建材	03323.HK	0.96	是
桂冠电力	600236.SH	3.70	是
华贸物流	603128.SH	4.22	是
际华集团	601718.SH	4.25	是
新兴铸管	000778.SZ	2.09	是
华侨城A	000069.SZ	3.24	是
中国交建	601800.SH	1.97	是
中国石油	601857.SH	0.53	是
中国中车	601766.SH	1.30	是
中国铁建	601186.SH	2.30	是
中国中铁	601390.SH	1.86	是
中国石化	600028.SH	1.03	是
中国电建	601699.SH	3.09	是
中国化学	601117.SH	1.85	是
天地科技	600582.SH	8.74	是

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

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。

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。

6. 经营效率

近年来,公司整体经营效率维持在较高水平。

2017—2019年,公司销售债权周转次数持续上升,2019年为11.26次;存货周转次数波动上升,2019年为5.26次;总资产周转次数呈下降趋势,2019年为0.41次。

7. 未来发展

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

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

九、 财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2017—2019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。

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。2019 年，公司新纳入合并范围的企业共 17 家，不再纳入合并范围的企业共 4 家。

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

2. 资产质量

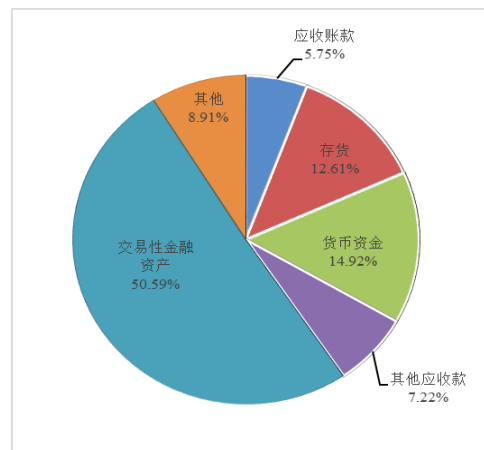
公司处于调结构时期，受益于持续接收多家上市公司国有股权划转以及成立结构调整基金，资产规模快速扩大。公司资产以流动资产为主，现金类资产规模较大；非流动资产以固定资产与其他权益工具投资为主；公司受限资产占比较低，整体资产质量及流动性良好。

2017—2019 年，公司资产规模快速增长，年均增长 26.38%；截至 2019 年底，公司资产规模为 2700.37 亿元，较上年底增长 9.13%。其中流动资产占 55.93%，非流动资产占 44.07%，资产结构较为均衡。

（1）流动资产

2017—2019 年，公司流动资产快速增长。截至 2019 年底，公司流动资产合计 1510.37 亿元，较上年底增长 5.18%；以货币资金（占 14.92%）、交易性金融资产（占 50.59%）、应收账款（占 5.75%）、其他应收款（占 7.16%）和存货（占 12.61%）为主。

图 5 截至 2019 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司货币资金年均复合减少 11.14%。截至 2019 年底，公司货币资金为 225.29 亿元，较上年底下降 43.00%，主要系公司出资国调基金所致。公司货币资金主要由银行存款（占 91.17%）和其他货币资金（占 8.77%）构成。截至 2019 年底，公司货币资金中受限金额为 31.68 亿元，受限资金占期末货币资金的 14.06%，主要为银行承兑汇票保证金，占比较低。

2017—2019 年，公司交易性金融资产逐年快速增长，年均复合增长 37.40%，主要系下属子公司国调基金开展对外投资项目，购买上市公司股票、发行债券以及银行理财产品等所致。截至 2019 年底，公司交易性金融资产的公允价值为 764.16 亿元，较上年底增长 23.32%。其中债务工具投资 543.79 亿元，权益工具投资 220.29 亿元；公司期末交易性金融资产前五名投资成本共计 310.14 亿元（占公司期末交易性金融资产的比重为 40.59%），期末公允价值共计 302.59 亿元。

表 9 截至 2019 年底公司前五名交易性金融资产情况（单位：亿元）

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

资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司应收账款逐年增长，年均复合增长 12.87%。截至 2019 年底，公司应收账款账面价值为 86.80 亿元，较上年底增长 21.61%，主要系收入增长所致。截至 2019 年底，公司累计计提应收账款坏账准备 13.53 亿元，计提比例为 13.48%，计提比例略高。其中，按单项计提坏账准备的应收账款账面

余额为 11.93 亿元，计提坏账准备 7.47 亿元；按组合计提坏账准备的应收账款账面余额为 88.40 亿元，共计提坏账准备 6.06 亿元。截至 2019 年底，公司按欠款方归集的应收账款前五名合计 10.44 亿元，占比为 10.41%，集中度较低。

公司其他应收款主要为往来款项、债权转让款和土地补偿款等。2017—2019 年，公司其他应收款逐年增长，年均复合增长 10.35%。截至 2019 年底，公司其他应收款为 108.09 亿元，较上年底增长 6.18%，主要系往来款增加所致。截至 2019 年底，公司其他应收款中采用按单项计提坏账准备的其他应收款账面余额共 23.96 亿元，采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账面余额为 85.35 亿元。截至 2019 年底，公司共计提其他应收款坏账准备 27.06 亿元，占其他应收款账面余额的 20.02%。截至 2019 年底，公司其他应收款前五名共计 42.85 亿元，占其他应收款合计的 31.71%，集中度较高，多为与关联方的往来款与保证金。公司其他应收款欠款方多为国有资本公司，回收风险较小，但对公司资金形成一定占用。

表 10 截至 2019 年底公司其他应收款金额前五名单位情况（单位：万元、%）

单位名称	款项性质	是否为关联方	金额	占比
中国铁路物资（集团）总公司	关联方款项	是	100000.00	7.40
中交（佛山顺德）置业有限公司	内部往来	是	94477.39	6.99
沅江纸业有限责任公司	内部往来	是	85813.89	6.35
天津中储恒丰置业有限公司	暂借款	是	84250.05	6.23
郑州管城商都新区管理委员会	代垫土地整理款	是	64000.00	4.74
合计	--	--	428541.32	31.71

资料来源：公司审计报告

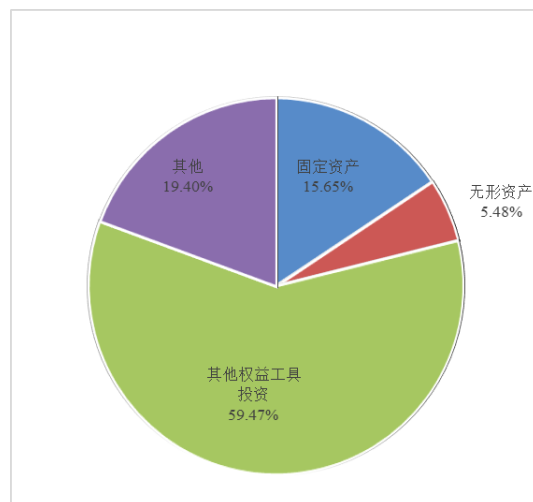
2017—2019 年，公司存货规模逐年增长，年均复合增长 11.57%。截至 2019 年底，公司存货为 190.41 亿元，较上年底增长 5.03%，

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

（2）非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 39.06%，主要系其他权益工具投资增加所致。截至 2019 年底，公司非流动资产合计 1190.00 亿元，较上年底增长 16.99%，以其他权益工具投资（占 59.47%）、固定资产（占 15.65%）和无形资产（占 5.48%）为主。

图 6 截至 2019 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2018—2019 年，公司其他权益工具投资快速增长。截至 2019 年底，公司其他权益工具投资为 707.75 亿元，较上年底大幅增长 517.66%，主要系可供出售金融资产调整至此科目及公司增加股票投资所致。公司其他权益工具投资以公允价值计量，由股权投资（占 24.11%）、股票投资（占 73.62%）和合伙企业份额投资（占 2.27%）构成，投资对象主要

为中国联合网络通信股份有限公司、易方达带路 ETF、中国石油化工股份有限公司和中国石油天然气股份有限公司等。

公司固定资产构成以房屋建筑物、机器设备和土地资产为主。2017—2019 年，公司固定资产年均复合增长 0.30%。截至 2019 年底，公司固定资产账面价值为 185.93 亿元，较上年下降 7.20%，主要系因沅江纸业不再纳入合并范围所致。其中，公司固定资产主要由房屋建筑物（占 50.42%）、机器设备（占 42.20%）和土地资产（占 3.84%）构成，累计计提折旧 125.47 亿元，公司固定资产成新率为 60.29%，成新率一般。

公司无形资产主要包括土地使用权、林地开采权、商标权和非专利技术等。2017—2019 年，公司无形资产波动增长，年均复合增长 0.67%。截至 2019 年底，公司无形资产账面价值为 65.22 亿元，较上年下降 11.77%。截至 2019 年底，公司无形资产主要为土地使用权（占 94.04%）和林地开采权（占 2.59%）。

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

表 11 截至 2019 年底公司资产使用受限情况
(单位: 万元)

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

无形资产	868087.75	质押借款、尚未办理产权转移手续
在建工程	56131.63	借款抵押
合计	2520282.12	--

资料来源：公司提供

3.所有者权益及负债

近年来，公司全部债务规模快速增长，期限以长期为主，整体债务负担适宜。公司所有者权益中少数股东权益和未分配利润占比高，权益结构稳定性有待提高。

(1) 所有者权益

2017—2019 年，受益于公司被确立为国有资本运营公司试点，接收多家上市公司国有股权无偿划转，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 27.53%。

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

(2) 负债

2017—2019 年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 24.50%。截至 2019 年底，公司负债合计 998.78 亿元，较上年增长 6.95%。其中流动负债占 56.15%，非流动负债占 43.85%。

2017—2019 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 27.40%。截至 2019 年底，公司流动负债合计 560.81 亿元，较上年增长 14.28%，主要系一年内到期的非流动负债等增加所致；公司流动负债以短期借款（占 20.60%）、吸收存款及同业存放（占 5.09%）、应付票据（占 6.70%）、应付账款（占 9.84%）、预收款项（占 7.01%）、其他应付款（占 11.36%）和一年内到期的非流动负债（占 25.56%）为

主。

2017—2019 年，公司短期借款逐年下降，年均复合下降 7.98%。截至 2019 年底，公司短期借款为 115.50 亿元，较上年底下降 7.03%。其中，质押借款、抵押借款、保证借款和信用借款占比分别为 2.24%、0.26%、56.97%和 39.59%。

2017—2019 年，公司吸收存款及同业存放波动增长，年均复合增长 23.28%。截至 2019 年底，公司吸收存款及同业存放为 28.56 亿元，较上年底下降 70.84%，主要系 2018 年子公司诚通财务有限责任公司吸收北京聚鑫博锐经贸有限责任公司活期存款 97.91 亿元使得基数较大所致，公司吸收存款及同业存放全部为活期存款。

2017—2019 年，公司应付票据逐年增长，年均复合增长 11.83%。截至 2019 年底，公司应付票据余额为 37.56 亿元，较上年底增长 8.11%，主要系票据结算增加所致；公司应付票据主要由银行承兑汇票（占 99.95%）以及商业承兑汇票（占 0.05%）组成。

2017—2019 年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长 9.49%。截至 2019 年底，公司应付账款为 55.19 亿元，较上年底增长 4.44%。截至 2019 年底，从应付账款账龄来看，1 年以内的占 86.59%，其余为 1 年以上款项。

2017—2019 年，公司预收款项波动增长，年均复合增长 10.79%。截至 2019 年底，公司预收款项为 39.33 亿元，较上年底增长 61.96%，主要系子公司业务结算周期较长，处于未完成状态及地产子公司预收房款增加所致。其中，1 年以内（含 1 年）的预收款项占 92.43%，1 年以上的预收款项占 7.57%。

公司其他应付款主要由往来款以及保证

金、押金构成。2017—2019 年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长 11.72%。截至 2019 年底，公司其他应付款为 63.71 亿元，较上年底增长 21.57%，主要系代收代付款项以及保证金、押金增长所致。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债逐年大幅增长，年均复合增长 265.53%。截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 143.33 亿元，较上年底增长 170.97%，主要系一年内到期的长期借款和应付债券大幅增长所致。

2017—2019 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 21.07%。截至 2019 年底，公司非流动负债合计 437.98 亿元，较上年底下降 1.16%。截至 2019 年底，公司非流动负债主要以长期借款（占 22.27%）和应付债券（占 67.79%）为主。

2017—2019 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 12.49%。截至 2019 年底，公司长期借款合计 97.56 亿元，较上年底下降 26.95%，主要系部分转入一年内到期的非流动负债所致；从借款类型来看，公司长期借款主要由信用借款（占 23.22%）、保证借款（占 22.70%）、质押借款（占 7.01%）、国家开发银行专项贷款（占 3.31%）与抵押借款（占 43.76%）构成。

2017—2019 年，公司应付债券逐年增长，年均复合增长 24.83%。截至 2019 年底，公司应付债券合计 296.92 亿元，较上年底增长 7.60%，主要为公司 2019 年发行了 45 亿元公司债券以及 32 亿元债转股债券所致。从期限分布看，2021 年债券到期规模 164.93 亿元，分布较为集中，2021 年集中偿付压力较大。

表12 截至2019年底公司合并口径存续债券情况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	发行日期	债券期限
13 诚通 MTN1	18.00	2013/3/6	7 年
16 诚通控股 MTN002	30.00	2016/10/20	5 年
17 诚通控股 MTN001	25.00	2017/9/13	5 年

17 诚通控股 MTN002	25.00	2017/9/20	3 年
17 诚通控股 MTN003	15.00	2017/10/19	3 年
17 诚通控股 MTN004	10.00	2017/12/15	3 年
18 诚通控股 MTN001	25.00	2018/7/23	3 年
18 诚通 01	30.00	2018/7/5	3 年
18 诚通 02	35.00	2018/8/24	3 年
18 诚通 03	30.00	2018/9/12	3 年
19 中国诚通债转股债 01	31.00	2019/6/20	5 年
19 诚通 01	45.00	2019/12/19	3 年
中储股份公司债	16.00	--	--
USD5 million 3.625% Guaranteed Notes due 2022	5 亿美元	2017/8/8	5 年

注：“中储股份公司债”是公司为中储股份发行的16.00亿元公司债券提供保证

资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司全部债务规模快速增长，年均复合增长 27.81%。截至 2019 年底，公司全部债务为 768.56 亿元，较上年底增长 1.34%。其中短期债务和长期债务分别占比 47.10%和 52.90%，以长期债务为主。

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

4. 盈利能力

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

公司目前的传统控股经营收入主要来自商品贸易业务、纸浆及纸制品业务以及综合物流业务。2017—2019年，公司营业总收入年均复合增长12.74%。2019年，公司实现营业收入1053.37亿元，同比增长3.62%，利润总额50.38亿元，同比大幅增长78.45%，主要系投资收益以及公允价值变动增加所致。同期，

公司期间费用合计 78.20 亿元，同比增长 13.62%，占营业收入比重为 7.42%，构成上仍以销售费用、管理费用和财务费用为主，公司期间费用控制能力有待提升。

公司投资收益主要来自处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益以及持有其他权益工具期间取得的股利收入，2017—2019 年，公司投资收益逐年增长。2019 年，公司投资收益为 46.65 亿元，较上年增长 51.55%，主要来自于国调基金处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益 17.27 亿元以及持有其他权益工具期间取得的股利收入（新准则适用）18.61 亿元，占同期营业利润的比例为 87.66%，所占比例较大，是公司营业利润的主要来源之一。

2017—2019年，公司公允价值变动收益波动较大；2019年为24.11亿元，主要系国调基金持有的交易性金融资产公允价值变动收益24.11亿元所致。

2017—2019 年，公司资产减值损失分别为 11.94 亿元、2.59 亿元和 6.54 亿元，主要为长期股权投资减值损失和商誉减值损失；2019 年，公司新增信用减值损失 15.21 亿元，主要由债权投资信用减值损失和坏账损失构成，为当期营业利润的 28.58%，对利润侵蚀严重。

从盈利指标看，2017—2019年，公司营业利润率分别为6.30%、6.93%和6.79%，呈波动上升态势；公司总资本收益率分别为1.62%、1.78%和2.44%；净资产收益率分别为1.02%、1.17%和1.95%，呈逐年上升态势，公司各盈利指标处于较低水平。

5. 现金流分析

近年来，公司经营活动现金流入规模大，整体收入实现质量尚可，2019年公司经营活动现金流转为净流出；受国调基金项目投资需要，公司投资活动现金持续净流出，公司对外融资需求很大，考虑到国调基金未来出资逐步到位，公司对外融资需求将有所下降。

从经营活动来看，2017—2019年，公司经营活动现金流入量波动增长，2019年为1130.97亿元，同比下降11.49%，主要系公司同业存放款项减少所致；2017—2019年，公司经营活动现金流出量逐年增长，2019年为1196.46亿元，同比增长5.41%；受上述因素影响，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10.32亿元、142.74亿元和-65.49亿元。2019年，公司现金收入比为103.88%，同比下降1.71个百分点，收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2017—2019年，公司投资活动产生的现金流入量逐年增长，2019年为378.91亿元，同比增长58.78%，主要系公司收回投资收到的现金增长所致；2017—2019年，公司投资活动现金流出量逐年下降，2019年为499.62亿元，同比下降11.10%，主要系投资支付的现金减少所致；受上述因素影响，2017—2019年，公司投资活动产生的

现金流量净额分别为-521.71亿元、-323.34亿元和-120.71亿元。

从筹资活动来看，2017—2019年，公司筹资活动产生的现金流入量逐年下降，2019年为293.83亿元，同比下降50.70%，主要系吸收投资收到的现金减少所致；2017—2019年，公司筹资活动产生的现金流出量逐年下降，2019年为276.01亿元，同比下降4.29%；受上述因素影响，2017—2019年，公司筹资活动现金流量净额为426.08亿元、307.66亿元和17.82亿元。

6. 偿债能力

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

从短期偿债能力指标看，2017—2019年，公司流动比率及速动比率均呈下降趋势，2019年底分别为269.32%和235.37%。2019年，公司经营现金流动负债比为-11.68%。考虑到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，公司短期偿债能力极强。

长期偿债能力方面，2017—2019年，公司EBITDA快速增长，三年分别为52.87亿元、66.08亿元和92.71亿元；EBITDA利息倍数波动下降，三年分别为3.78倍、2.87倍和3.34倍；同期，全部债务/EBITDA波动下降，分别为8.90倍、11.48倍和8.29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，公司整体偿债能力极强。

表13 截至2019年底公司担保情况（单位：万元）

担保单位	被担保单位	担保方式	反担保方式	担保金额（万元）	被担保方经营情况	是否逾期	是否被诉
中储股份	南京电建中储房地产有限公司	质押	一般保证	不超过73990.00	正常经营	否	否
华西包装（集团）有限责任公司	重庆华都纸器有限公司	连带责任保证	无反担保	1290.15	非持续经营	否	否
合计				75280.51	--	--	--

资料来源：公司提供

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

（见下表），占 2019 年底净资产比重为 0.14%，公司或有负债规模很小。

表14 截至2019年底公司重大未决诉讼情况（单位：万元）

申请执行人	被执行人	案由	涉诉金额	目前进展
马向英、天津中天盛通科技有限公司、天津市中天宏大纸业有限公司	广东冠豪高新技术股份有限公司	合同纠纷	23197.00	二审驳回上诉，维持原判
合计	--	--	23197.00	--

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司本部及各子公司共获得银行贷款授信总额度为 1692.44 亿元，其中未使用额度为 1328.02 亿元，间接融资渠道畅通。公司子公司中储股份、冠豪高新、粤华包 B、诚通发展、岳阳林纸、美利云、华贸物流均为上市公司，具备直接融资渠道。

财务费用 21.44 亿元，投资收益 10.39 亿元，利润总额 -13.37 亿元。

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

7. 公司本部财务概况

公司本部作为控股平台，并无实际经营业务。公司本部资产以长期股权投资为主；负债以应付债券为主，整体债务负担较重。公司本部收入规模很小，净利润持续亏损；经营活动现金流呈净流出状态。本部下属财务公司对子公司资金归集能力强，有利于本部进行资金调度，提升本部资金流动性和偿债能力。

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

截至 2019 年底，公司本部负债合计 525.37 亿元；其中流动负债 254.46 亿元，主要为短期借款（68.12 亿元）和其他应付款（47.51 亿元）；非流动负债 270.92 亿元，主要为应付债券（253.89 亿元）。

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

2019 年，公司本部实现营业收入 0.16 亿元，

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合计人民币 28 亿元，其中基础发行额为 24 亿元，弹性配售额为 4 亿元，按照最高发行额 28 亿元考虑，占公司 2019 年底全部债务的 3.64%，占长期债务的 6.89%，本期债券的发行对公司现有债务影响较小。

截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 36.99%、31.11% 和 19.29%，本次债券发行后，上述指标将分别上升至 37.63%、31.89% 和 20.34%。公司的债务负担将略有加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2017—2019 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 33.41 倍、45.63 倍和 40.39 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 0.37 倍、5.10 倍和 -2.34 倍；公司 EBITDA 对本期债券最高发行额的保障倍数分别为 1.89 倍、2.36 倍和 3.31 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高。

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

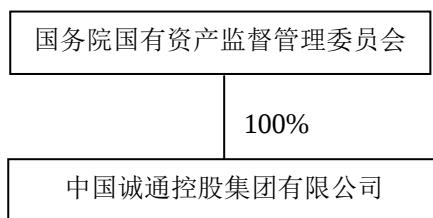
公司是直属于国务院国资委的中央企业，在国家政策支持、无偿接受国有企业股权及资产划转方面具备显著的竞争优势。近年来，公司依托中央企业国有资产整合和国有资本运营的重要职能定位，进一步深化国有资本经营公司试点改革探索，侧重于持股管理和资本运作等功能，牵头并发起的国家大型战

略基金运营情况良好，资金配置效率得到提升，带动利润规模快速增长。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。

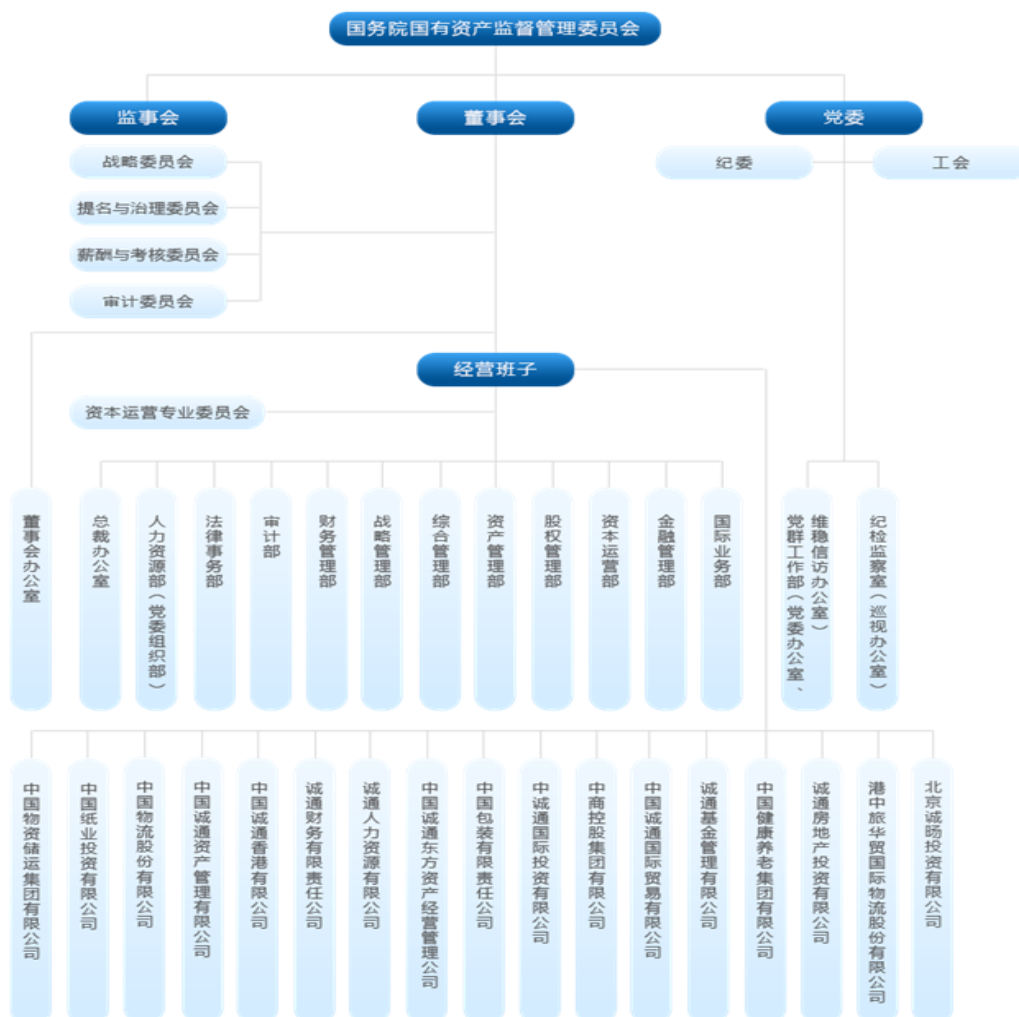
未来，随着公司经营结构调整完成，以及多元化业务格局不断完善，公司整体盈利能力和综合实力有望得到进一步提升。

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，本期中期票据的偿还能力极强，违约风险极低。

附件1-1 截至2019年底公司股权结构图



附件1-2 截至2019年底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2019 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	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	666.21	1000.54	967.42
资产总额(亿元)	1690.61	2474.56	2700.37
所有者权益(亿元)	1046.25	1540.71	1701.59
短期债务(亿元)	196.02	328.70	362.00
长期债务(亿元)	274.47	429.71	406.56
全部债务(亿元)	470.50	758.41	768.56
营业总收入(亿元)	828.75	1016.55	1053.37
利润总额(亿元)	24.85	28.23	50.38
EBITDA(亿元)	52.87	66.08	92.71
经营性净现金流(亿元)	10.32	142.74	-65.49
财务指标			
销售债权周转次数(次)	9.95	10.94	11.26
存货周转次数(次)	5.11	5.63	5.26
总资产周转次数(次)	0.60	0.49	0.41
现金收入比(%)	103.77	102.17	103.88
营业利润率(%)	6.30	6.93	6.79
总资本收益率(%)	1.62	1.78	2.44
净资产收益率(%)	1.02	1.17	1.95
长期债务资本化比率(%)	20.78	21.81	19.29
全部债务资本化比率(%)	31.02	32.99	31.11
资产负债率(%)	38.11	37.74	36.99
流动比率(%)	311.17	292.62	269.32
速动比率(%)	266.91	255.68	235.37
经营现金流动负债比(%)	2.99	29.09	-11.68
现金短期债务比(倍)	3.40	3.04	2.67
EBITDA 利息倍数(倍)	3.78	2.87	3.43
全部债务/EBITDA(倍)	8.90	11.48	8.29

注：现金类资产已扣除受限货币资金；长期应付款中的有息债务计入长期债务

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	1.86	0.37	8.96
资产总额(亿元)	433.40	599.60	1234.42
所有者权益(亿元)	137.42	124.42	709.05
短期债务(亿元)	61.50	82.53	208.61
长期债务(亿元)	189.48	323.67	268.89
全部债务(亿元)	250.98	406.19	477.50
营业总收入(亿元)	0.00	0.04	0.16
利润总额(亿元)	8.31	-10.63	-13.37
EBITDA(亿元)	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	21.06	-26.23	-20.91
财务指标			
销售债权周转次数(次)	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.00
现金收入比(%)	0.00	9.14	63.82
营业利润率(%)	-10368.23	38.84	90.62
总资本收益率(%)	3.76	0.70	0.68
净资产收益率(%)	6.04	-8.55	-1.89
长期债务资本化比率(%)	57.96	72.23	27.50
全部债务资本化比率(%)	64.62	76.55	40.24
资产负债率(%)	68.29	79.25	42.56
流动比率(%)	22.78	20.64	19.08
速动比率(%)	22.78	20.64	19.08
经营现金流负债比(%)	20.95	-17.51	-8.22
现金短期债务比(倍)	0.03	0.00	0.04
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--

附件 4 同行业企业对比

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

资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 5 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	(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
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-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%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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 6-1 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 6-2 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 6-3 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

联合资信评估股份有限公司关于 2020 年度第二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评估股份有限公司（以下简称“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。