

信用等级公告

联合[2010] 244 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 2010 年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析 and 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

AA⁺

中国诚通控股集团有限公司

2010 年度第二期中期票据的信用等级为

AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一零年六月十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lianheratings.com.cn

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与中国诚通控股集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与中国诚通控股集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因中国诚通控股集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由中国诚通控股集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、中国诚通控股集团有限公司 2010 年度第二期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司
二零一零年六月十一日



中国诚通控股集团有限公司

2010 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AAA

本期中期票据发行额度: 22 亿元

本期中期票据期限: 7 年

评级时间: 2010 年 6 月 11 日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 3 月
资产总额(亿元)	212.92	227.60	283.06	309.32
所有者权益(亿元)	99.08	97.50	129.47	129.82
长期债务(亿元)	6.76	10.21	10.86	20.16
全部债务(亿元)	66.73	76.01	101.70	121.20
营业收入 (亿元)	250.32	314.06	334.31	94.10
利润总额 (亿元)	4.20	4.41	5.47	1.72
EBITDA(亿元)	8.91	10.23	16.93	--
经营性净现金流(亿元)	3.80	5.92	4.83	-10.86
营业利润率(%)	5.17	5.49	5.18	5.85
净资产收益率(%)	2.96	3.35	3.37	--
资产负债率(%)	53.47	57.16	54.26	58.03
全部债务资本化比率(%)	40.24	43.81	43.99	48.28
流动比率(%)	104.04	129.31	127.77	131.52
全部债务/EBITDA(倍)	7.49	7.43	6.01	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.79	3.11	5.76	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.40	0.47	0.77	--

注: 公司从 2007 年开始执行《企业会计准则 (2006)》。2010 年 3 月财务数据未经审计。

分析师

吕 晗 刘雅南 夏 阳

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)

Http: //www.lianheratings.com.cn

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, 反映了公司作为国务院国资委直属企业, 在公司治理、产业分布、经营规模、政策支持等方面的优势。同时联合资信也关注到公司物流及贸易业务易受宏观经济波动影响及整体盈利能力一般等因素给公司信用水平带来的不利影响。

在资产经营板块, 公司是国务院国资委确定的两家国有资产经营公司之一, 在资产经营工作方面已经积累了一定的实践经验。在物流和贸易板块, 公司有望利用贸易-物流-仓储一体化优势和综合物流服务能力, 继续保持较快的增长速度。在纸业板块, 公司积极推进并购重组, 推动产品结构升级, 并向上下游拓展产业链, 提升盈利能力。联合资信对公司的评级展望为稳定。

中债信用增进投资股份有限公司 (以下简称“中债增进公司”) 作为外部增信机构, 就本期票据存续期限前五年内应偿还的贰拾贰亿元本金及其相应票面利息提供不可撤销的连带责任保证。中债增进担保实力强, 有效提升了本期票据的信用水平。综合看, 本期票据存续期限前五年内不能按期还本付息的风险极低; 鉴于中债增进公司尚未确定是否对后两年期的本期票据提供信用增进服务, 联合资信将通过跟踪评级确定后两年期的本期票据的信用等级。

优势

1. 公司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, 目前董事会中外董事超过半数, 有利于提高董事会的专业水平, 降低决策风险。

2. 公司是国务院国资委确定的 2 家国有资产经营公司之一，政府支持力度大。
3. 公司贸易-物流-仓储一体化优势明显，综合物流运作能力强。
4. 公司拥有中国最大、分布最广的集仓储、配送、信息一体化的物流配送、集装箱运输和金属分销网络，并正积极推进向现代物流业务的转变，发展前景良好。
5. 公司拥有丰富的工业仓储用地、央企整合后的土地资产等土地储备，绝大部分位于各省中心城市周围，升值潜力大。
6. 公司通过并购重组红塔仁恒和冠豪高新，使公司纸业板块由竞争较激烈的灰底白板纸业务拓展到中高档涂布白卡纸和特种纸业务，产品利润率和竞争力得到提升。
7. 公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对本期中期票据保护能力较好。
8. 中债增进公司担保实力强，有效提升了本期票据的信用水平。

关注

1. 公司资产经营业务政策性较强，存在一定不确定性。
2. 公司管理层级较多，管理效率有待改善。
3. 公司物流和贸易业务均处于完全竞争行业，利润率较低，且容易受宏观经济波动影响。
4. 公司纸业板块原料保障程度有待加强，重组效应充分发挥尚待时日。
5. 公司负债结构中流动负债占比较大，债务结构不尽合理。
6. 本期中期票据发行规模较大，将导致公司债务负担显著上升。
7. 鉴于中债增进公司尚未确定是否对后两年期的本期票据提供信用增进服务，联合资信将通过跟踪评级确定后两年期的本期票据的信用等级。

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。截至 2009 年 9 月底，公司注册资本为 25.60 亿元。

公司是国务院国资委两家国有资产经营公司试点企业之一和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。

截至 2009 年底，公司所属控股二级子公司共 18 家，纳入合并报表范围二级子公司为 11 家，三级子公司 47 家。公司拥有中储发展股份有限公司（证券代码 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”）、中国诚通发展有限公司（证券代码 0217.HK，以下简称“诚通发展”）、广东冠豪高新技术股份有限公司（证券代码 600433.SH，以下简称“冠豪高新”）四家上市公司。

截至 2009 年底，公司（合并）资产总额 283.06 亿元，所有者权益 129.47 亿元（含少数股东权益 53.17 亿元）；2009 年公司实现营业收入 334.31 亿元，利润总额 5.47 亿元。

截至 2010 年 3 月底，公司（合并）资产总额 309.32 亿元，所有者权益 129.82 亿元（含少数股东权益 55.34 亿元）；2010 年 1-3 月公司实现营业收入 94.10 亿元，利润总额 1.72 亿元。

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

二、本期中期票据概况

公司已注册了总额度为 30 亿元的中期票据，第一期 8 亿元，期限 5 年，已于 2010 年 3

月发行；本期中期票据 22 亿元，为 7 年期固定利率，附第 5 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。

发行人有权决定在本期中期票据存续期的第 5 年末上调本期中期票据后 2 年的票面利率，发行人将于本期中期票据第五个计息年度付息日前的第 10 个工作日刊登关于是否上调票面利率以及上调幅度的公告。发行人作出关于是否上调票面利率以及上调幅度的公告后，投资者有权在投资者回售登记期内进行登记，将持有的本期中期票据按面值全部或部分回售给发行人，或选择继续持有本期中期票据。投资者选择将持有的本期中期票据全部或部分回售给发行人的，须于发行人上调票面利率公告日起 5 个工作日内进行登记；若投资者未做登记，则视为继续持有本期中期票据并接受上述调整。

公司本次发行中期票据所募集的资金将用于补充流动资金、偿还银行贷款改善融资结构。其中：集团本部补充流动资金 11.5 亿元；集团所属全资子公司中国物资储运总公司补充流动资金 2 亿元；集团所属全资子公司中国纸业投资总公司置换借款 6 亿元；集团所属全资子公司中国诚通金属（集团）公司置换借款 1 亿元；集团所属全资子公司中国物流公司置换借款 5000 万元，补充流动资金 1 亿元。

中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增进公司”）对本期中期票据出具信用增进函，主要内容如下：

1、本函的受益人为本期票据的合法持有人。

2、中债增进公司就本期票据存续期限前五年内应偿还的贰拾贰亿元本金及其相应票面利息提供不可撤销的连带责任保证。

3、在发行人上调票面利率选择权公告前，经与发行人协商，中债增进公司可选择是否对后两年期的本期票据提供信用增进服务。如中债增进公司选择继续对后两年期的本期票据提供信用增进服务，则以中债增进公司另行出

具的《信用增进函》为准；如中债增进公司不再对后两年期的本期票据提供信用增进服务，则中债增进公司不再对后两年期的本期票据还本付息承担任何责任。

4、在本期票据存续期前五年内以及第五个计息年度付息日，如果发行人未按照本期票据募集说明书的要求将本期票据当期应付本息偿还本期票据的合法持有人，则中债增信公司在本期票据的第一个至第四个计息年度付息日后七日内代发行人偿付当期应付利息，在第五个计息年度付息日后七日内代发行人偿付当期应付本金及相应票面利息。

5、若中债增信公司未按前款按时履行信用增进责任，则中债增信公司向本期票据的合法持有人按其持有额度的每日万分之二支付违约金。

6、保证期间为本期中期票据第五个计息年度付息日起两年。本期票据持有人在此期间内未要求中债增信公司承担信用增进函规定的责任，则中债增信公司将免除相关责任。

7、本期票据的持有人依法将所持有的本期票据转让或出质给第三人的，中债增信公司将继续承担本函规定的责任。

三、基础素质分析

1. 企业规模

表 1 公司主要业务分布

业务种类	下属二级子公司
资产经营	中诚控资产经营管理有限公司
	中国唱片总公司
	海南寰岛酒店旅游投资有限公司
	诚通人力资源有限公司
	新华通投资发展公司、
物流	中国物资储运总公司、中国物流公司
贸易	中国诚通金属（集团）公司 中国物资储运总公司
纸业以及其他投资业务	中国纸业投资总公司 中国诚通香港有限公司

资料来源:公司提供

公司是直属于国务院国资委的大型企业集团，列 2009 年中国企业 500 强第 187 名，2009 年中国服务业企业 500 强第 62 名，中国物流、仓储、运输、配送服务业第 4 名。

公司主营业务为资产经营管理、综合物流服务、生产资料贸易和纸业。公司的主要业务分布见表 1。

在资产经营管理方面，公司是国务院国资委 2005 年 6 月确定的 2 家国有资产经营公司之一，承担央企重组的功能。自 2005 年以来，公司陆续接收和托管了中国普天集团 8 户困难企业、中国寰岛集团、中国唱片总公司、中国国际企业合作公司、中国包装总公司和华诚投资管理有限公司，接收、托管三级以上的企业达 70 多户，人员 1.8 万人，接收账面资产 30.14 亿元。随着中央企业战略性布局和结构性调整的深入，预计将有更多的国有资产需要重新进行资源配置和处置，资产经营公司作为一种新型的公司运营模式，其发展具有较大的市场前景。公司在资产经营工作方面已经积累了一定的实践经验，并且拥有一批具有专业素质的人才队伍，预计公司在未来中央企业的布局 and 结构调整中将扮演举足轻重的作用。同时，公司积极争取和利用国资委提供的资金、政策等配套措施和其他相关政策支持。2008 年获得国家资本金 20 亿元注入和 4.4 亿元中央企业改革重组补助资金，并争取到政策性破产财政补助资金近 3.5 亿。这标志着公司的资产经营工作正式与国有资本经营预算衔接，为公司实现资产经营公司发展战略提供了重要保障。预计公司未来将继续得到国资委的注资和拨款等支持。

在现代物流方面，目前公司物流业务涵盖了仓储、运输、配送、国际代理、现货市场租赁、集装箱多式联运、仓单质押等多种业务模式。公司拥有国内最大的仓储企业中国物资储运总公司，拥有全国最大、分布最广的集仓储、配送、信息一体化的物流配送、集装箱运输和金属分销网络，具备供应链管理综合服务能力。

在生产资料贸易方面,公司依托遍布全国的物流中心,形成了物资销售和进出口代理等贸易活动与仓储、加工、配送物流业务相结合的运营模式,钢材、有色金属等产品贸易在市场上具备一定的竞争实力。

纸业方面,公司下属佛山华新包装股份有限公司具有年产 45 万吨涂布白板纸、28 万吨涂布白卡纸产能。目前,公司纸业在华南地区具有较大的市场规模及竞争力,在某些市场细分纸制品业具有定价权和技术领先的优势。

2. 人员素质

公司高管目前设有总裁 1 人、副总裁 4 人、总会计师 1 人,董事会秘书 1 人,总法律顾问 1 人。

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

公司董事兼总裁洪水坤先生,1955 年生,研究生学历,历任国家物资总局储运局综合处副处长,中国物资储运总公司总经理办公室主任、总经理助理、副总经理、党委副书记、总经理。

截至 2010 年 3 月 31 日,公司本部及其并表子公司共有职工 12987 人,其中高级管理人员 28 人,大专及以上学历占比 39.75%,中级以上职称者占比 19.79%。从年龄构成来看,30 岁以下员工占比 29.01%,30-50 岁员工占比 66.26%,50 岁以上员工占比 4.73%。

总体来看,公司员工学历一般,员工队伍年轻化;管理层学历层次较高,行业内从业经验丰富,管理水平较高。

四、管理分析

1. 法人治理结构

公司是国务院国资委国有独资公司治理

试点单位,依据《公司法》及其它相关法律法规,公司设有董事会、监事会和经营层。

董事会是公司经营管理的最高决策机构,董事会负责制定公司章程、经营方针、战略规划,选拔经营者、评估经营及经营者业绩,对年度计划、财务预决算方案、投融资计划、资产运营、重要人事任免等重大事项进行审议和决策。董事会下设常务委员会、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。

公司是国务院国资委首批 7 家董事会试点企业之一,新一届董事会 2005 年底正式开始运作,目前由 9 名董事组成,其中非外部董事 4 人(含职工董事 1 人),外部董事 5 人(由国资委选聘)。5 名外部董事有丰富的国企领导岗位工作经验或科研院所、专业协会资历,包括投资决策、资产重组、财务管理等专业经验。外部董事的进入提高了董事会的专业水平,降低了决策风险。根据国资委国有独资公司建立和完善董事会试点的要求,国资委已将考核的职权授予公司董事会。

监事会是国资委派驻企业的监督机构,代表股东对企业经营管理及企业效果进行独立的监督和评估,现由国资委外派监事 6 人和职工监事 2 人组成,新一届监事会于 2009 年 9 月 17 日正式进驻公司。

经营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,董事会秘书(公司发言人)1 人,总法律顾问 1 人,另设总裁助理职位。

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较为完善,符合国有独资公司特点,公司治理试点工作已初显成效。

2. 内部管理

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。

(1) 国有资本与财务管理

为适应现代企业制度需要，规范企业经营行为，维护国有资本权益，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。

(2) 财务预算管理

为保证经营活动的计划有序，加强成本费用支出的控制管理，分析考核公司经营过程及成果，公司制定了《财务预算管理办法》，对公司的经营工作实行预算管理。预算的内容包括资产负债表预算、损益表预算、费用预算、固定资产购置预算、投资预算、资金需求和现金流量预算。

(3) 经营资金管理

为加强资金监管，提高系统资金的使用效率，保证系统资金运行安全，充分发挥系统资金的规模效益，公司制定了《中国诚通集团资金中心管理办法》(试行)。资金管理中心的根本任务是：在保证各成员单位资金所有权和支配权的基础上，对系统内各成员单位的资金实行集中统一管理。资金中心的成立对公司的筹融资管理、担保管理、日常管理、经营责任等内容进行了详细的规定，为公司经营资金的安全有效使用提供了较为完善的制度保证。

(4) 人力资源管理

除国资委任命的公司高管人员外，公司的全部中层以下人员向公司及社会公开统一招聘。公司制定了统一的《公司招聘流程》、《公司岗位聘任流程》。为在机构设置和人员编制等方面做到精简高效，降低用工成本，公司根据实际需要选择适合人才，使得岗位要求层次与人才实际能力相匹配。

(5) 内部控制制度

为了促进经营流程的合理化和正规化，公司逐步建立和加强了内部控制制度。内部控制涉及公司生产经营活动的控制环境、风险评估、监督决策、信息与传递以及自我检测等各个方面，其制度主要包括《内部审计管理暂行办法》等。

(6) 风险管理

根据 2006 年 6 月国资委出台的《中央企业全面风险管理指引》的相关规定，公司设置了风险管理部，承担集团公司以及二级公司风险评估、内部审计以及法律事务三项职能，风险管理将逐步融入经营活动的全过程，确保各项经营管理的安全和有效。

(7) 投资管理

为保证公司充分履行出资人职责，规范投资活动，加强投资管理，促进投资决策的科学性，提高投资收益，防范投资风险，根据《中华人民共和国公司法》、《中央企业投资监督管理暂行办法》、《中央企业投资监督管理暂行办法实施细则》等相关法律和法规的规定，以及公司现行的规章制度，公司制定了《投资管理暂行办法》。明确了公司的投资要遵循的四大原则，包括：突出主业原则、预算管理原则、收益性原则、适度分权原则。

(8) 对“套期保值”管理

为加强公司套期保值业务管理，根据国资委《关于进一步加强中央企业金融衍生业务监管的通知》(国资发评价[2009]19 号)文件精神，结合实际工作情况，公司制订了《套期保值业务管理办法》。该办法的推出提升了公司对风险的控制能力，对高风险业务做出了详细指引。

(9) 担保业务管理

为加强公司对担保业务的内部控制，规范担保行为，防范担保风险，推动公司整体财务状况的改善，根据《中华人民共和国担保法》、《中华人民共和国会计法》和《内部会计控制规范——担保(试行)》等法律法规及公司董事

会工作制度的相关规定，公司制定了《担保业务管理暂行办法》。下属各级子公司均无对外担保权。

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 4 家上市公司中，3 家（中储股份、诚通发展、冠豪高新）为三级子公司，1 家（粤华包）为四级子公司。

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。

五、经营分析

公司主营业务为资产经营管理、综合物流服务、生产资料贸易和纸业。

2007~2009 年，公司主营业务收入稳步增

长，年均增长率达 16.50%；2009 年公司主营业务收入 331.99 亿元。从收入结构来看，近三年商品贸易业务在公司营业收入中始终占据较大部分，一直保持在 85%以上，纸业板块和物流业务占比略有增加。2010 年 1~3 月，公司实现营业收入 93.44 亿元。

2007~2009 年，公司主营业务毛利润年均增长 16.34%，2009 年为 17.23 亿元。从毛利率看，商品贸易业务因行业竞争激烈，毛利润率一直处于较低水平，纸业和物流毛利润相对稳定，其中物流业务依靠仓储-物流-贸易一体化优势，一直保持了较高的利润率；2009 年因受经济危机影响，大宗生产资料价格波动加剧，公司商品销售业务收入及利润率有所下降，纸业及物流业务毛利润占比相应上升。2010 年 1~3 月，公司整体毛利润率为 6.05%。

中诚控资产经营管理有限公司及其所属的中国资产经营管理公司（以下简称“中资公司”）、新元资产经营管理公司（以下简称“新元公司”）、中国国际企业合作公司、中国寰岛（集团）公司、中国包装总公司、中国唱片总公司所属的退出子企业，是公司专门从事资产经营的公司，经国资委批准 2009 年度未纳入合并范围。

表 2 2007 年~2010 年 3 月主要业务板块经营情况

项目	主营业务收入（亿元）				毛利润（亿元）				毛利率（%）			
	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 3 月	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 3 月	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 3 月
商品贸易业务	218.58	278.72	280.39	75.46	6.55	11.00	7.15	1.80	2.99	3.95	2.55	2.39
纸浆及纸制品	17.62	15.65	27.30	6.97	4.61	1.97	3.65	1.44	26.18	12.59	13.36	20.65
物流业务	12.59	21.66	24.28	10.23	1.53	5.14	6.48	1.91	12.11	23.72	26.69	18.65
其他	0.84	0.02	0.02	0.79	0.30	0.01	-0.05	0.51	36.29	77.90	-282.67	64.50
合计	249.63	316.04	331.99	93.44	12.99	18.12	17.23	5.66	5.20	5.73	5.19	6.05

资料来源：审计报告

1. 资产经营

行业分析

资产经营行业是国家投融资体制改革和国有企业改革的产物。

国家“十一五”规划提出要“深化国有企

业改革，推动国有资本向关系国家安全和国民经济命脉的重要行业和关键领域集中，优化国有经济布局，增强国有经济控制力、影响力和带动力，发挥主导作用”。这一论述，为深化国有资产管理体制改革指明了方向。截至 2010

年4月底，国务院国资委履行出资人职责的企业共126户。

国有企业经过多年改革，国有经济的分布范围适度收缩，国有资本逐步向关系国家安全和国民经济命脉的重要行业和关键领域集中。目前中央企业八成以上的资产集中在石油化工、电力、国防、通信、运输、冶金、机械行业。与此同时，国有企业数量明显下降，实力进一步向大型企业集中。至2010年4月底，国资委履行出资人职责的企业已经由2003年时的196家调整为126家，在一定程度上改变了企业规模大小不一，强弱不同，行业分布过广的局面，进行了有效的布局调整。

按照国资委的规划，到2010年，近15万亿美元的中央国有资产，将集中在80—100家具有国际竞争力的大型企业集团，剩下来的辅业则由单一的资产管理经营公司来进行打包管理。主要分为三类：不良资产、辅业资产和剥离资产。这些资产中不乏经过优化配置和重组可以形成竞争优势的资产，具有丰富的运作价值。

2005年6月，国务院国资委正式推出国家开发投资公司和诚通集团两家公司作为国有资产经营试点公司，承担央企重组的功能，推动中央企业重组工作。2006年12月，国资委正式下发《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》，明确国有经济和中央企业必须控制的具体行业和领域，2010年，中央企业调整重组到80至100户，其中30至50户发展成为具有国际竞争力的大企业集团。国资委积极引导和鼓励产业关联度高、具有优势互补和战略协同效应的中央企业联合重组。

国有资产经营公司作为政府投资主体、政府出资人代表和政府授权的重大项目管理机构，承担了政府在改革过程中存量资本的运作和增量资本的管理工作。资产经营公司的优势是可以随着国家产业政策和国民经济发展的需要选择前景看好的企业进行跨行业、跨地区的投资，并且可以根据产业发展规律和企业生命周期，及时投入、适时退出，以实现资本收

益的最大化。

2007年9月13日，国务院发布了于9月8日签发的《关于试行国有资本经营预算的意见》（以下简称“《意见》”）。根据《意见》要求，公司从2008年开始首次实现与国有资本预算对接。《意见》中明确提到国有资本经营预算可用于弥补国有企业改革成本等方面的费用性支出的规定。

总体来看，资产经营行业是国家投融资体制改革和国有企业改革的产物，目前中央企业需要重组整合的资产数量较多，运作空间大。但从该行业的性质分析，带有一定公益性，受政策的影响该行业具有事业单位的特点，从目前情况看是非竞争非盈利的行业，是适应国资委企业布局、结构调整应运而生的产业。

公司资产经营运作主体概况

作为直接与国资委对接的资产经营试点平台，公司总部负责战略分析、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，下属二级公司负责项目的具体实施。

公司专门从事资产经营的二级公司和目前托管的企业包括：中国资产经营管理公司、中国新元资产管理公司、新华通投资发展公司、诚通人力资源有限公司、中国寰岛（集团）公司、中国唱片总公司、中国国际企业合作公司、中国诚通东方资产经营管理公司、华诚投资管理有限公司。

资产经营工作情况

2001年、2003年，公司所属中国资产经营管理公司（以下简称“中资公司”）先后接收11家军队保障性企业。2003年，公司成立中国新元资产管理公司（以下简称“新元公司”），将公司所属76户困难企业剥离进去，通过破产、关闭、改制或产权转让、重组为老干部管理平台、歇业、托管、划转、存续经营以及待定共计9类，不仅解决了亏损企业对经营正常企业的拖累，而且探索了专业化推进困难企业退出的路子，也锻炼了一批具有专业素

质的人才队伍。

2005 年公司成为国资委资产经营平台后，公司陆续接收和托管了中国普天信息产业集团公司 8 户困难企业、中国寰岛集团、中国唱片总公司、中国国际企业合作公司和华诚投资管理有限公司。接收、托管三级以上的企业达 70 多户，人员 1.8 万人，接收账面资产 30.14 亿元。这些企业因多种原因经营陷入困境，涉及资产整合、人员安置和企业发展等多方面问题。在资产分离上，公司采取了 3 种方式。一是形成或进入优势企业：通过股权经营实现价值；二是培育孵化企业：公司制改造，引入外部投资者，实施产业整合，上市或引资退出；三是退出困难企业：要素分离后通过产权退出、资产出售、破产关闭等方式发现价值。在人员安置上，公司建立了人力资源平台，确保了在资产经营中的“人资分离”。

2009 年寰岛旅游公司发展态势良好，利润同比大幅增长，其中首期投资 8600 万元，进行亚龙湾海域潜水平台改造、海上交通船更新、半潜观光船及海上浮动平台等一期孵化投资项目；中国唱片总公司完成 5 户企业清理退出，同时孵化业务进展顺利，实现利润同比大幅增长；中国国际企业合作公司政策性破产工作取得突破，1 户企业程序终结，3 户企业进入程序；华诚公司总部完成人员分流，进入司法程序；新元公司快速推进黑色郑州等 4 户企业整改收尾工作；中资公司 2 户企业政策性破产任务如期完成；再生公司加快原有投资项目的清理。

2009 年，公司积极推进内部资产经营平台重组，相继成立领导小组与筹备组，按照“推进试点、提升效能、平稳过渡”的原则，开展 5 家公司并入式重组工作，通过设立新公司中诚控资产经营管理有限公司（以下简称“中诚控公司”）成立，重组整合工作实质性推进。中诚控公司在组织结构、人员、资源和业务方面进行整合，实行资金统一调度、资产统一管理、债权债务统一处理、法律风险统一控制。

值得注意的是，国有资产经营业务政策性较强，政策的变动会给经营带来一定的不确定性，债务重组、整合孵化过程中也需要大量的过桥资金，虽然国资委对此给与了一定政策支持和专项拨款，但公司在一定时点仍存在外部融资压力，具有一定的财务风险。

为规避上述风险，根据《关于选择中国诚通控股集团有限公司进行国有资产经营公司试点有关问题的通知》（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，不作为公司的资产合并报表，实现了公司资产经营和产业经营分类建账、分别核算，减少了公司的资产经营风险。

同时，公司积极争取和利用国资委提供的资金、政策等配套措施和其他相关政策支持。2008 年获得国家资本金 20 亿元注入和 4.4 亿元中央企业改革重组补助资金，并争取到政策性破产财政补助资金近 3.5 亿。这标志着公司的资产经营工作正式与国有资本经营预算衔接，为公司实现资产经营公司发展战略提供了重要保障。

公司资产经营业务从不良资产处置拓展到持股中央企业、参与中央企业重组。2008 年，在中央企业北车集团整体改制上市、发起设立股份公司过程中，公司作为发起人，参股 5000 万元。

综合来看，随着中央企业战略性布局和结构性调整的深入，预计将有更多国有资产需要重新进行资源配置和处置，资产经营公司作为一种新型的公司运营模式，其发展具有较大的市场前景。公司作为国资委确立的两家资产经营试点企业之一，在资产经营工作方面已经积累了一定的实践经验，并且拥有一批具有专业素质的人才队伍，预计公司在未来中央企业的布局和结构调整中将扮演举足轻重的作用。但是，联合资信也关注到从资产经营角度讲，目前公司资产规模较小，一定程度上限制了接收资产规模。国务院《关于试行国有资本经营预

算的意见》明确了国有资本经营预算可用于弥补国有企业改革成本等方面的费用性支出，预计公司将继续得到国资委的注资和拨款等支持。

2. 物流业

行业分析

现代物流业是在传统的生产制造业、运输仓储业、商品流通业与现代信息产业融合、重组、提升的基础上形成的一种新的产业。

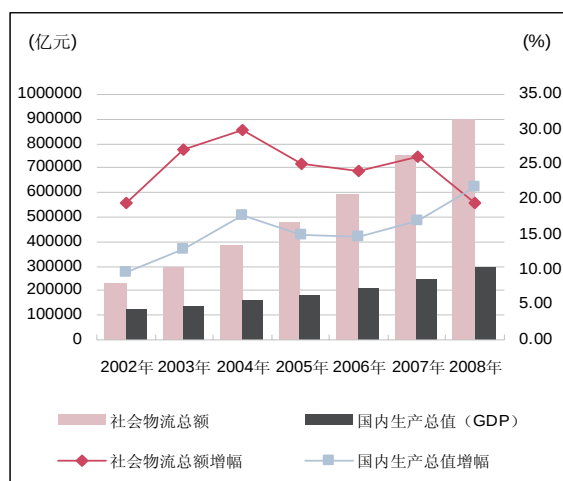
物流行业的发展与宏观经济发展密切相关。全社会商品、信息和服务流通的加快，为中国物流发展提供了广阔的市场空间。2002年以来，随着中国对现代物流业发展的重视程度逐渐增强，中国物流业进入快速发展阶段。从发展的趋势看，社会经济发展对物流的需求是不断加速的。“八五”时期单位 GDP 对物流需求的系数平均为 1: 1.54，“九五”时期上升至平均 1: 1.58，“十五”时期提高到 1: 2.18，明显高于“八五”和“九五”时期的水平。

2002~2008 年，中国社会物流总额持续增长，年均复合增长率为 25.27%，高于同期中国 GDP 年均复合增长率（16.49%）。2008 年 9 月份以后，受全球性金融危机影响，物流行业受到的冲击相对较大，增幅出现明显下滑。2008 年，中国实现社会物流总额 898953 亿元，增幅为 19.5%（采用现价计算），增幅回落了 6.7 个百分点，增幅自 2003 年以来首次降到 20% 以下（见图 1）。2008 年全国物流业增加值为 19965 亿元，同比增长 15.4%，增幅比 2007 年回落 4.5 个百分点。

政策方面，在物流行业受金融危机冲击较大的背景下，国务院于 2009 年 3 月正式出台《物流业调整和振兴规划》（以下简称“物流振兴规划”），这是十大调整和振兴规划中唯一的服务业规划。规划提出了近期和三年两个阶段的目标，即在 2009 年，要力争改善物流企业经营困难的状况，保持产业的稳定发展；

到 2011 年，培育一批具有国际竞争力的大型综合物流企业集团，物流业增加值年均递增 10% 以上；物流整体运行效率显著提高，全社会物流总费用与 GDP 的比率比目前的水平有所下降。总体看，规划为促进中国物流业平稳较快发展，为行业的发展创造了良好的发展契机。

图 1 2002~2008 年中国社会物流总额与 GDP 情况



资料来源：中国统计局及中国物流与采购联合会；

注：国内生产总值增幅及社会物流总额增幅均按照现价而非可比价格计算。

2009 年，随着国家一系列扩内需、促增长措施的实施，中国物流业出现了运行稳中趋升的积极变化。根据国家发改委统计数据，2009 年中国社会物流总额为 96.65 万亿元，同比增长 7.4%，反映出物流需求在经济增长带动下，企稳回升步伐有所加快。其中，工业品物流总额 87.41 万亿元，同比增长 9.4%，占社会物流总额比重为 90.40%，同比提高 1.7 个百分点，是带动社会物流总额增长的主要因素；进口物流总额 6.86 万亿元，同比下降 12.80%

总体来看，物流业发展有着良好的政策环境，是国家重点支持的服务业之一，享受较多的政策支持和资金支持。随着国民经济的持续增长和经济发展对物流依赖程度的逐步提高，以及经济全球化、一体化的发展，物流行业的市场需求将逐步增长，其发展潜力较大，但外资的进入及新兴国内现代物流企业的成长将

显著增加行业竞争。

公司经营情况

物流是公司的传统优势产业。公司拥有国内最大的仓储企业中国物资储运总公司（以下简称“中储总公司”），是国内最大的综合物流提供商之一。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。

2007~2010年3月，公司物流业收入整体实现稳步增长。由表3可见，公司在巩固仓储物流业务市场份额的同时，积极开拓运输配送、国际货代、物流金融等延伸业务，物流延伸业务和创新业务收入所占比重稳定上升，2009年国际货代业务合计占比达17.96%，较2007年提高3.09个百分点；质押业务2009年占比为6.05%，较2007年提高2.08个百分点。

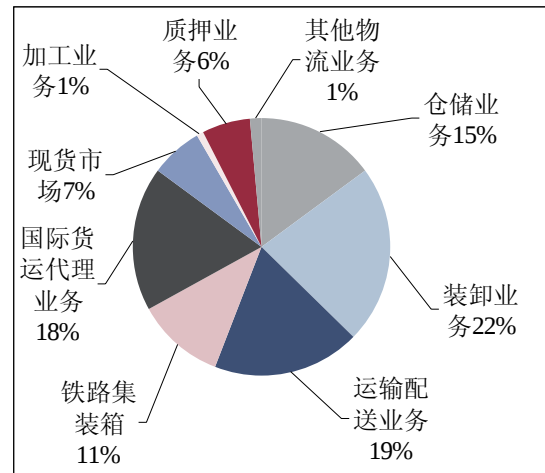
表3 2007~2010年3月公司物流业务收入情况

项目（亿元）	2007	2008	2009	增长率（%）	10年1-3月
仓储业务	2.28	2.87	3.63	29.54	0.96
装卸业务	3.97	4.85	5.39	17.76	1.15
运输配送业务	3.64	4.60	4.53	12.23	1.15
铁路集装箱	3.02	3.40	2.73	-4.82	0.70
国际货运代理业务	2.62	3.37	4.36	33.28	1.94
物流网络服务	0.01	0.02	0.00	-50.00	0.00
现货市场	0.99	1.28	1.59	30.05	0.41
加工业务	0.09	0.18	0.23	76.05	0.06
质押业务	0.70	1.55	1.47	54.43	0.44
其他物流业务	0.29	0.43	0.36	10.52	0.15
合计	17.62	22.54	24.28	18.88	6.97

资料来源：公司提供

2009年公司物流收入分布情况见图2。公司的物流业务已经从仓储主导型向储运并重的综合物流方向转变。同时，附加值较高的仓单质押等新型业务种类发展较快，为公司盈利能力稳步提升以及增强市场竞争优势创造了有利条件。

图2 公司2009年物流业务收入分布情况



资料来源：公司提供

2009年公司实现吞吐量6561万吨；完成运输量3694万吨，同比增幅36.41%；完成集装箱到发箱量15.53万标箱，同比下降86.16%，主要系金融危机影响下国际贸易业务量下降所致；国际货运代理量1368万吨，同比增长123.89%。

表4 公司物流业务情况

项目	2008年	2009年	同比增减（%）	2010年1-3月
吞吐量（万吨）	6487	6561	1.14	1393
运输量（万吨）	2708	3694	36.41	718
集装箱到发箱量（标箱）	1122549	155328	-86.16	37892
国际货运代理量（万吨）	611	1368	123.89	331
加工量（万吨）	79	81	2.53	20

资料来源：公司提供

（1）仓储与配送业务

公司在全国主要中心城市和交通枢纽地区建设了数个现代物流中心，这些物流中心拥有连接各主要城市的铁路专用线、集装箱运输通道以及自备列车、各类载重车辆，可为客户提供全天候、全方位、全过程的配送服务。诚通集团拥有物流中心、仓库150多家，拥有货场、库房面积1500万平方米，年平均库存可达500万吨，年货物吞吐能力可达6200万吨。

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

公司分布在全国各主要中心城市和重要港口的国际货代公司可为客户提供揽货、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。

长期以来公司与铁路系统合作，成为铁路集装箱第二堆场，是全国铁路集装箱货物运输的最大代理企业之一，具有城市间铁路、公路干线、水运等运输的独特优势，运输网络遍及全国。公司拥有铁路专用线 114 公里、7 条连接南北的集装箱运输干线、重庆至上海、成都至深圳集装箱“五定”快运班列以及重庆至青岛国际集装箱班列。中国物流公司作为公司的全资子公司，是国内最大的铁路集装箱货运代理企业，运输网络遍及全国，市场占有率达 5.5%；在重庆、成都、常州、武汉、贵州等地处于相对垄断地位。

(3) 质押监管业务

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

目前，中储总公司已与二十多家金融机构合作，动产监管业务的融资规模超过 400 亿元，监管地点覆盖 20 多个省（直辖市），监管客户超过 1200 多家，监管物品种涉及黑色金属、有色金属、煤炭及制品类、棉麻类、化工轻工

材料及制品类等十六大类。动产监管业务包括质押监管业务、抵押监管业务、贸易监管业务等三大类，质押监管业务又分为仓单质押、动产质押逐笔控制、动产质押总量控制、买方信贷和开证监管等多种业务模式。

中储总公司质押监管业务高速发展，已与 20 多家银行总行、300 多个分支机构进行合作，质押监管地点达 800 多处；2009 年质押监管业务实现收入 1.47 亿元。

(4) 土地储备

公司拥有较为充足的土地储备（见表 5），绝大部分可用于物流用地。截至 2010 年 3 月底，公司土地储备面积为 1219 万平方米。公司土地多数是以划拨形式取得，成本较低；该类土地多数位于各省中心城市周围，升值潜力大。丰富的低成本土地储备将是公司未来发展的重要经营优势。

表 5 公司土地情况表

公司名称	土地储备面积（平方米）		
	2008 年	2009 年	2010 年 3 月
中国物资储运总公司	8314161	8314161	8314161
中国物流公司	545300	791262	791262
中国诚通金属集团公司	497994	497994	497994
中国纸业投资总公司	561592	561592	561592
合并报表外企业	2026546	2026546	2026546
集团总计	11945593	12191555	12191555

资料来源：公司提供

综上所述，公司拥有全国最大、分布最广的集仓储、配送、信息一体化的物流配送、集装箱运输和金属分销网络，具备供应链管理综合服务能力。从长期来看，作为国资委资产经营平台，公司将优先获得央企的大量物流业务和资产，加上货代、运输配送、现货市场、物流金融等仓储物流延伸服务的快速发展，该板块市场竞争力有望稳步提升。

3. 商品销售业务

公司所从事商品销售业务主要是钢材、有色金属、煤炭等大宗生产资料贸易业务。

行业概况

中国传统的钢材贸易业包括钢铁贸易企业、贸易商、钢材经销商、零售商等多种主体。从厂商看，钢铁企业主要有代理经销商和协议经销商两种。全国各类钢材贸易商约有 20 万家，年销售能力在 1000 万吨的企业较少，绝大多数企业的钢材销售量规模不大。目前市场定价的主动权仍掌握在金属制造厂商手中，流通企业要大幅度扩大经营规模也面临着一系列困难和风险。这在一定程度上阻碍了现代物流营销模式的发展，削弱了钢铁贸易企业的市场竞争力。

近年来中国一些生产资料流通企业开始由单纯的贸易企业向加工配送、物流配送的方向发展，但其占流通总量的比例很低。目前，全国仅有各类加工中心 300 家左右，且加工水平低、规模小，钢材的加工流通量仅为总流通量的 10% 左右。专业化的金属分销配送中心作为分销物流的重要环节，在从钢厂到制造商的产需供应链上起着越来越重要的作用。

目前，在贸易企业中，国资委所属中国五矿集团公司、中国中钢集团和中铁物资集团有限公司，以及安徽省徽商集团、浙江省物产集团公司、天津物产集团等地方贸易企业拥有较强的实力。

公司经营情况

公司的贸易业务主要集中在中储总公司、中国诚通金属集团公司（以下简称“金属公司”）和中国纸业投资总公司（以下简称“中国纸业”）；其中，中储总公司的收入规模和利润贡献度最大。以 2009 年经营数据为例，在收入方面，中储总公司收入占比达到 54.08%，中国纸业收入占比达到 21.23%，金属公司收入占比达到 23.90%，三家公司的收入规模即占到贸易板块总收入规模的 99.52%；利润方面，中储总公司几乎贡献了贸易板块的全部利润。

通过在全国各主要城市设立销售中心，公司形成了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。此外，公司拥有上海香山钢材市场、南京钢材市场、无锡建材市场等近 20 多家生产资料现货交易市场，市场年交易金额达到 1000 亿元。在现货交易市场，公司发展以生产资料为主的商贸物流，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，现货市场已经成为公司新的经济增长点。同时，公司拥有专业电子商务网站——中国 e 金属网，向社会发布“诚通现货市场钢材交易价格指数”，判断钢材市场的价格走势，反映了公司在钢材现货市场上具有较强的实力。

2007~2009 年，公司商品销售板块业务收入年均增长 14.14%。从贸易品种看，2007~2009 年，钢材、有色及贵金属均实现不同程度的增长，其中 2009 年贵金属收入规模显著提高主要系公司白银销售量较 2008 年增加 2 倍所致；其他产品收入规模均有不同程度的下降，其中生铁炉料（主要是焦炭及煤炭）年均下降 23%。

2009 年公司商品销售板块业务实现收入 280.39 亿元，实现毛利润 5.93 亿元，其中主要贸易品种钢材、有色金属和生铁炉料三种产品收入占该板块收入的 88.39%，毛利润占该板块 78.94%。其中，钢材贸易业务的收入规模和利润贡献度均位居商品销售板块首位，2009 年收入和利润占该板块比例分别为 53.00% 和 63.21%；受市场销售价格下降影响，生铁炉料毛利润下降明显，利润贡献仅为 0.84%。

表 6 2007~2010 年 3 月公司商品销售业务收入

单位：亿元，%

	收入					毛利润				
	2007 年	2008 年	2009 年	增长率	2010 年 1~3 月	2007 年	2008 年	2009 年	增长率	2010 年 1~3 月
钢材	111.50	144.33	148.62	16.64	40.29	4.35	4.64	3.75	-6.96	1.19
有色	42.85	42.92	77.43	40.35	16.55	0.44	0.84	0.89	50.87	0.24
贵金属	3.17	4.61	12.68	149.93	2.69	0.08	0.09	0.07	-10.62	0.02
木材建材	0.17	0.05	0.05	-34.78	0.04	0.00	0.00	0.01	32.16	0.00
生铁炉料	40.37	39.97	21.80	-23.00	8.14	0.70	1.31	0.05	-46.76	0.10
化工	6.83	11.53	5.74	-7.98	1.44	0.14	0.27	0.09	-18.37	0.06
机电	0.37	0.34	0.25	-15.85	0.00	0.00	0.00	0.00	23.13	0.00
纸浆及纸制品	1.81	1.90	2.23	11.73	1.69	0.04	0.05	0.28	353.00	0.05
煤炭	6.33	11.55	4.73	-12.70	2.08	0.16	0.21	0.20	13.30	0.06
农副产品	0.21	0.00	0.00	-50.00	0.00	0.01	0.00	0.00	-50.00	0.00
同轴电缆	0.80	0.62	0.00	-50.00	0.00	0.07	0.07	0.00	-50.00	0.00
物流	0.21	0.18	0.00	-50.00	0.00	0.13	0.04	0.00	-50.00	0.00
其他	3.96	9.28	6.87	36.71	2.54	0.42	0.75	0.60	20.36	0.09
合计	218.58	267.29	280.39	14.14	75.46	6.55	8.26	5.93	-4.70	1.80

资料来源：公司提供

公司贸易板块业务主要集中于钢铁市场和有色金属市场，考虑到中国为钢铁生产大国，铁矿石对外依存度较高，进口需求量巨大，有色金属作为基础资源性行业长期发展前景良好。钢铁和有色金属行业在经历了 2008 年价格大幅下跌之后，行业景气已经跌至低点，2009 年以来有色金属价格上涨显著，铁矿石价格也有所上涨。此外，公司一方面重点开发下游企业铁路、电力行业重点工程项目，另一方面进一步稳定与上游资源供应企业的长单合作，经营能力增强。随宏观经济回暖，公司贸易业务量预计将实现快速恢复。

整体看，公司贸易业务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，公司积极推进仓储、配送、加工、运输、仓单质押等现代物流业务，一体化的物流、贸易业务优势使公司在行业内整体竞争力较强。

4. 纸业

行业分析

造纸工业属于国民经济的基础原材料工业，在产品总产量中，80%以上作为生产资料

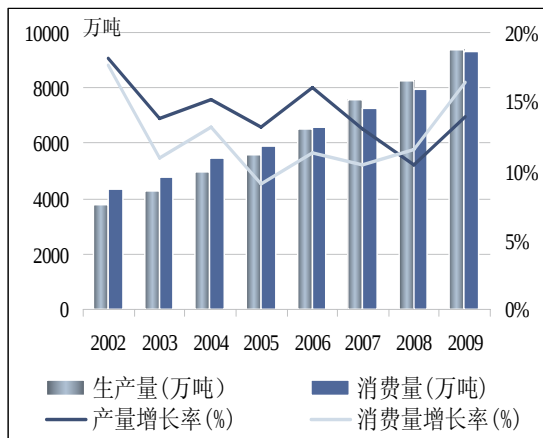
用于新闻出版、印刷、商品包装等领域，其他 20%用于人们的日常生活消费。造纸工业关联度大，涉及林业、农业、机械制造、化工、热电、交通运输、环保等产业，对上下游产业经济有一定的拉动作用。目前，在美国、加拿大、日本、芬兰、瑞典等发达国家，造纸工业已成为其国民经济的支柱产业之一。

中国是造纸大国，同时也是消费大国，近年来产量增速始终高于消费量增速，供需矛盾逐步缓和；在结构上中高档产品的供求矛盾突出。目前，中国造纸总产量已经跃居世界第 2 位，仅次于美国。

目前，国内造纸行业总体供求基本平衡。根据中国造纸协会的调查，2000~2008 年，纸及纸板生产量增长 161.64%，年均增长 12.76%；纸及纸板消费量增长 121.96%，年均增长 10.48%。自 2000~2007 年来，因造纸供给增长快于消费增长，供需缺口逐渐缩小，全国纸及纸板需求缺口从 525 万吨减少到 2006 年的 100 万吨，而 2007 年则供略大于求。2008 年上半年，造纸行业下游需求仍保持增长，同期行业内新增产能有限并加大了淘汰落后产

能力度，市场整体供需状况进一步改善，各细分纸品价格均有不同程度的提高，行业整体收入规模和利润规模均有较大幅度的增长；进入 2008 年下半年，由于受全球金融危机的影响以及造纸行业的终端客户出于减少库存的压力，行业整体供求关系迅速发生逆转，从 8 月份开始行业内出现量价齐跌的局面。但受益于宏观经济的企稳复苏，2009 年造纸行业的景气度呈现逐季回升的态势。根据 Wind 资讯数据显示，2009 年中国机制纸及纸板产量 9388.70 万吨，同比增长 13.94%；销量 9292.10 万吨，同比增长 16.44%。

图 3 中国纸品产量、消费量及增长率



资料来源：中国造纸协会 wind 资讯

自 2010 年来，受中国等新兴国家需求强劲、欧美发达国家需求日益复苏，以及北美恶劣天气、智利地震和芬兰港口工人罢工等负面影响，进口木浆、废纸等原料价格大幅上涨。2010 年一季度进口木浆环比累计上涨 41.13%，美废、欧废和日废主要标号废纸价格分别环比累计上涨 23.80%、20.56%和 11.47%。

其中进口木浆价格已突破 2008 年高点。因进口木浆和废纸等原料成本快速上涨，国内纸厂从春节后开始逐步上调双胶、铜版、白卡纸等优势纸种价格以转嫁成本。其中一季度双胶纸价格环比上涨 17.14%、铜版上涨 10.61%、白卡纸上涨 14.91%。产品价格的反弹也将刺激行业内闲置产能的释放，但市场供过于求的压力，对行业整体的景气程度及业内企业盈利状况的回升形成一定的限制作用。

经营概况

公司纸业板块的主要集中在中国纸业及其下属各子公司（见表 7）。其中包装纸业务主要生产企业为中国纸业下属的佛山华新包装股份有限公司（以下简称“粤华包”）及其 2009 年度实现增资控股的红塔仁恒纸业有限公司（以下简称“红塔仁恒”）；无碳复写纸和热敏纸的生产经营主体广东冠豪高新技术股份有限公司（以下简称“冠豪高新”）和湛江冠龙纸业有限公司（以下简称“冠龙纸业”）为公司 2009 年度新并购的两家企业，冠龙纸业已完成收购并已支付全部价款，冠豪高新向中国纸业定向增发股份事宜已通过证监会批准，完成收购控股。

2007~2009 年，公司纸业板块在经历 2008 年的低谷后，随着 2009 年行业景气回升及红塔仁恒和冠龙纸业并表，收入规模大幅提高，且在高端纸业市场竞争力提升。2009 年公司纸业板块实现收入 27.30 亿元；实现毛利润 3.65 亿元；毛利率为 13.36%。2010 年 1~3 月，公司纸业板块实现收入 6.97 亿元，毛利率提升至 20.65%。

表 7 公司纸业板块主要经营企业概况

企业名称	生产基地	主要产品	主要产品用途	主要产品产能 (万吨/年)
粤华包	佛山、珠海	涂布白板纸、涂布白卡纸	电子产品、药品等包装盒；烟卡、固体食品包装、液体包装	73
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	12.5
冠龙纸业	湛江	特种纸原纸（无碳复写纸、热敏纸等）	特种纸原料供应	6

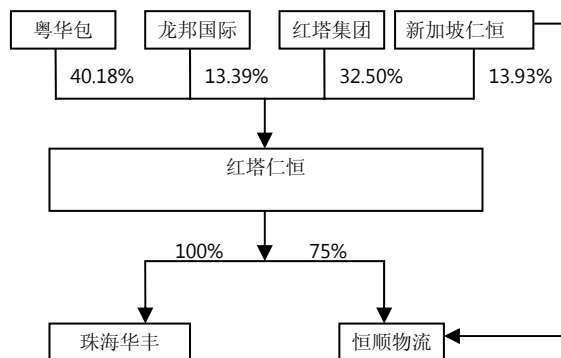
资料来源：公司提供

公司纸业板块的主要产品主要为以涂布白板纸、涂布白卡纸、彩色印刷、“利乐包”液体包装纸为主的包装纸部分和以无碳复写纸、热敏纸为主的特种纸部分。公司在纸业板块的扩张注重质量，谋求细分市场较大的市场份额，不盲目追求规模扩张。依托该战略思路，公司在行业低谷时期，对红塔仁恒进行了并购，顺利进入高档烟卡市场，占据高档烟卡 1/3 市场；而对冠豪高新的并购则实现了税票纸、热敏纸、不干胶纸细分市场的高占有率。

(1) 包装纸

粤华包是公司包装纸业务的主要经营企业，约占中国纸业合并报表总资产的 65%。粤华包是华南地区中高档包装材料和包装制品的主要生产基地。2009 年粤华包收购红塔仁恒，取得相对控股地位，新的股权结构图如图 4 所示。通过收购红塔仁恒，粤华包白板纸年产能达 73 万吨，成为珠江三角洲地区产能第二的涂布白板纸生产企业（仅次于玖龙纸业 100 万吨/年产能）。

图 4 红塔仁恒最新股权结构图



资料来源：公司提供

红塔仁恒原为红塔集团控股企业，是国内烟草包装白卡纸大型供应商之一，占据国内烟卡 1/4 市场；该公司同时也是国内首家自主研发液体包装纸板的企业，具备液体包装纸板技术设备和生产能力。该公司所产涂布白卡纸属中高档纸品，利润率高于粤华包涂布白板纸。目前公司液体包装纸目前已通过瑞典利乐公司新供应商资格审核，未来有望成为利乐中国地区液体包装纸主要供应商。

由于红塔仁恒并表，2009 年粤华包营业收入及利润总额均实现大幅增长。2009 年，粤华包实现营业收入 23.73 亿元，较 2008 年增长 67.95%；实现利润总额 0.71 亿元较 2008 年增长 76.62%。2010 年 1~3 月实现营业收入 8.88 亿元，较 2009 年同期增长 368.98%；利润总额 0.28 亿元，较 2009 年同期增长 219.28%。

(2) 无碳复写纸和热敏纸

冠龙纸业占地面积 160 亩，年产能 6 万吨，主要生产无碳复写纸、碳纤维纸及热敏预涂纸等特种纸原纸，属于特种纸行业，行业技术壁垒较一般造纸工业高。冠龙纸业是冠豪高新的主要原纸供应商。2009 年 7 月 2 日，中国纸业收购冠龙纸业并完成工商变更，此次收购后使冠豪高新的原材料保障得到增强。

冠豪高新目前在无碳复写纸和热敏纸市场占有率居国内第一，不干胶纸居第三位，税票纸占优率居前列。2009 年 12 月 24 日中国纸业认购冠豪高新非公开发行的 6000 万股股份，认购完成后，中国纸业持有冠豪高新的股份占总股本的 27.27%，取得相对控股地位。由此，公司具备无碳复写纸、热敏纸、税票纸等特种纸的生产能力。特种纸技术要求高、市场竞争度低，有助于公司占领细分市场策略的实施。2009 年，冠豪高新实现营业收入 6.08 亿元，利润总额 0.12 亿元；2010 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.87 亿元，利润总额 0.09 亿元

公司纸业板块的大幅扩张也使原材料需求同步扩大。目前珠三角地区纸业生产厂家较多，但原材料木浆供应严重不足，主要木浆依靠进口，原材料保障能力将成为公司成本控制和产品盈利提升的关键。公司计划在主要生产基地附近建立一个原木浆厂，规模在年产 10 万吨左右，以改善原料保障能力。

总体看，公司纸业板块在 2009 年红塔仁恒和冠龙纸业并入后，资产质量得到提高，产能规模快速扩大，产品结构得到优化，盈利能力也得到明显改善。而对冠豪高新的收购，使公司进入具有高技术含量、高附加值的特种印刷

纸细分市场，并为公司增加一个 A 股上市公司的资本平台，拓宽融资渠道。

5. 经营效率

2007~2009 年，公司营业收入年均增长 15.57%。由于公司结算方式改变导致应收票据增加较多，公司销售债权周转次数呈下降趋势，由 2007 年 10.45 次下降至 2009 年 4.11 次。同期，公司物流贸易为主的经营格局也造成了随经营规模扩大，存货大幅增加，存货周转次数也呈下降趋势，2009 年为 3.19 次。由于近三年公司资产规模扩张快于营业收入增长，公司总资产周转次数呈下降趋势，2009 年公司总资产周转次数为 0.46 次。总体看，公司经营效率指标均出现不同程度下降，经营效率一般。

表 8 2007~2009 年公司经营效率指标表

单位：（次/年）	2007 年	2008 年	2009 年	加权 平均值
销售债权周转次数	10.45	6.25	4.11	6.02
存货周转次数	6.05	4.25	3.19	4.08
总资产周转次数	0.66	0.54	0.46	0.53

资料来源：公司提供

6. 未来发展

公司的发展目标是成为具有国际竞争力的、以追求资本增值和产业发展为目标的战略型投资控股公司。

资产经营

资产经营方面，公司将按照国资委要求，在中央企业结构调整和重组整合中发挥特殊作用，承担整合央企六类资产的任务，一方面，在国资委近万亿元的待整合资产中接收整理部分资产，经整合孵化形成有效经营资产，另一方面，根据地方国有经济布局和结构调整，在相关行业内实施较大规模的收购兼并，同时参与社会资源配置、整合。公司计划至 2012 年实现接收整理中央企业资产产量不低于 2000 亿元；整合形成不低于 400 亿元的有效资产规模；打造或培育 3~5 家盈利能力较强、行业特色鲜明的支柱企业和骨干企业；妥善安置职

工，保持企业稳定和社会和谐。由于资产经营业务政策性较强，因此公司的发展规划能否实现存在一定的不确定性。

产业经营方面，公司计划加大内部业务资源整合力度，使现有业务资源向优势企业集中，以公司下属三家上市公司为核心，辅之以一定数量的骨干企业和潜力公司，形成公司的利润中心。

物流业务

公司计划采取如下措施，使物流业务到 2012 年形成 117 亿资产、212 亿业务收入、4.5 亿利润总额的经营规模：

面向高端客户，完善包括集成采购、分销、加工、配送、国际货代、质押监管等服务功能的全程服务能力；加大自主创新力度，继续探索高附加值的新型业务，如物流地产、金融物流等，扩大质押监管等自主创新业务模式的规模；加快复制推广高附加值的成熟业务模式，如物流外包、国际货代、商物流等；加大外向型业务的比重，加强与世界 500 强企业的合作，不断提高国际竞争力。

贸易业务

公司计划采取如下措施，使贸易业务到 2012 年形成 40 亿资产、190 亿业务收入、1.5 亿利润总额的经营规模。

具体措施上，公司将向供应链的上游延伸，改变单纯的流通商地位，控制或参股资源性企业，如有色金属、矿产生产企业等；加大对加工配送业务的投资，进一步开发市场，实现仓储物流和生产资料贸易业务的复合价值增值；拓展现货市场业务。

纸业业务

未来公司将致力于谋求有质量的扩张，以增强若干细分市场的优势。加强同瑞典利乐公司的合作，争取达到利乐在中国总采购量的 30%-50% 的规模（10 万吨左右），并最终成为利乐在亚太地区的唯一供应商。公司将加强对纸业板块原材料的控制能力，进行原浆纸的探索，在国内不具备原木浆原料供给的现状下，

努力寻求国际上的合作、并购。并准备在主要生产地附近建立一个原木浆厂,规模在年产 10 万吨左右。

纸业板块的整合,产业再造将贯穿公司纸业的未来发展,集中精力发展高技术附加值、环保的高端产品将成为主流。管理上建立统一的采购中心、结算中心、营销中心、工艺技术研发中,将使公司运营同工厂生产相分离,可以达到更好的资源配置效率,降低生产成本,提高公司产业竞争力。

地产业务

公司计划充分利用国有资产经营中产生的大量土地资源,发挥诚通发展在国际资本市场中的作用,盘活资产,提升价值,形成资产证券化与资金回流的良性循环。公司计划到 2012 年使地产业务形成 50 亿资产、40 亿业务收入、2 亿利润总额的经营规模。

总体来看,公司若上述战略得以实施,未来营业收入和利润将保持较高的增长速度,但多元化的业务板块结构也给公司战略实施造成一定的挑战,并对公司管理水平提出更高的要求。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供了经利安达信隆会计师事务所有限责任公司审计的 2007-2009 年财务报表,均为标准无保留意见的审计结论。以下分析以 2007-2009 年审计报告及 2010 年 1 季度数据为基础。

截至 2009 年底,公司(合并)资产总额 283.06 亿元,所有者权益 129.47 亿元(含少数股东权益 53.17 亿元);2009 年公司实现营业收入 334.31 亿元,利润总额 5.47 亿元。

截至 2010 年 3 月底,公司(合并)资产总额 309.32 亿元,所有者权益 129.825 亿元(含少数股东权益 55.34 亿元);2010 年 1-3 月公司实现营业收入 94.10 亿元,利润总额 1.72 亿元。

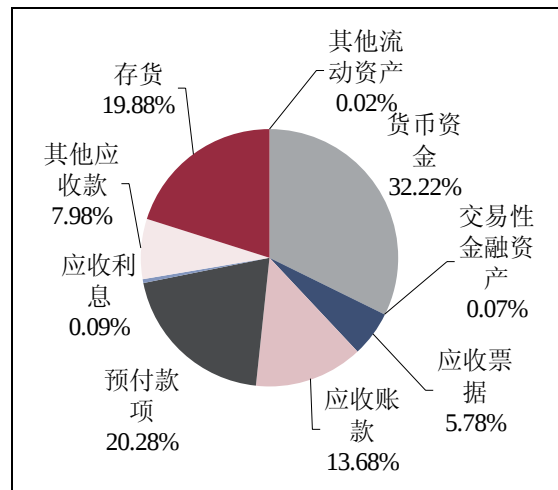
2. 资产质量

2007~2009 年,公司资产总额以年平均 15.30% 的幅度递增。截至 2009 年底,公司资产总额 283.06 亿元,较上年增长 24.36%,其中流动资产合计占 61.41%,非流动资产合计占 38.59%。公司资产以流动资产为主。

流动资产

截至 2009 年底,公司流动资产合计 173.83 亿元,较上年增长 19.43%,主要是由于货币资金和存货增加所致。公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货(见图 5),其中货币资金、预付款项和存货占比高。

图 5 2009 年底公司流动资产构成



资料来源: 公司年报

截至 2009 年底,公司货币资金 56.01 亿元,较上年上升 23.82%,主要为银行存款。

截至 2009 年底,公司应收票据 10.05 亿元,主要是销售商品或产品而收到的银行承兑汇票。

截至 2009 年底,公司应收账款净额 23.78 亿元,较上年大幅上升 48.65%。公司应收账款主要是下游贸易公司、钢铁生产企业、以及铁路建设项目方等欠款。公司采用个别认定法和账龄分析法分别计提坏账准备,其中采用个别认定法计提坏账准备的应收账款为 0.64 亿元,计提坏账准备 0.23 亿元;采用账龄分析法计提

坏账准备的应收账款为 25.34 亿元，计提坏帐准备 1.97 亿元。采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款中 1 年以内的占 86.54%，账龄较短。前 10 名债务人欠款余额合计 8.62 亿元，占应收账款余额的 34.02%。公司应收账款计提较充分，应收账款集中度一般。

截至 2009 年底，公司其他应收款净额 13.88 亿元，受国有资本金注资大部分到位影响，其他应收款较上年大幅减少 30.49%。公司其他应收款主要是对下属资产经营公司和北京联合华铁有限公司、中集控股公司、香港恒丰有限公司等往来款。前 10 名债务人欠款金额合计 6.85 亿元，占其他应收款余额 34.91%。公司共计提了 5.74 亿元的坏账准备，计提较为充分。

截至 2009 年底，公司预付款项 35.25 亿元，公司采用个别认定法和账龄分析法分别计提坏账准备，其中采用个别认定法计提坏账准备的预付款项为 0.20 亿元，未计提坏帐准备；采用账龄分析法计提坏账准备 5.77 万元。采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款中 1 年以内的占 95.40%，账龄较短。公司预付款项主要为物流业务预付上游客户货款，债务人多数为钢铁企业。

截至 2009 年底，公司存货余额 34.56 亿元，较上年上升 33.99%，主要是由于公司商品贸易规模扩大，在途及库存商品增加。公司存货中库存商品占 91.44%，原材料占 7.22%，库存商品主要为公司大宗生产资料贸易以及纸业板块的存货。2009 年底公司计提存货跌价准备 0.54 亿元，公司本年存货跌价准备减少 2.50 亿元，主要为中储总公司所属中储发展股份有限公司 2008 年末由于铁矿粉商品市场价格下降而计提的存货跌价准备 2.27 亿元在 2009 年转销。

非流动资产

2009 年底公司非流动资产合计 109.23 亿元，较上年增长 33.12%，其中主要包括固定资产（占 64.87%）、无形资产（占 8.57%），长期

股权投资（占 4.87%）和可供出售金融资产（占 12.18%）。

截至 2009 年底，公司固定资产净额 70.86 亿元，较上年增长 39.35%，因红塔仁恒并入固定资产明显增加。其中厂房及建筑物占 35.69%、机器设备占 45.50%、土地资产占 14.12%。

截至 2009 年底，公司长期股权投资净额 5.32 亿元，较 2008 年减少 14.93%。主要为对子公司及联营及合营公司投资，2008 年底公司计提投资减值准备 3.14 亿元。

截至 2009 年底，公司无形资产 9.36 亿元，较 2008 年变化不大，仍以为土地使用权主。

截至 2009 年底，公司可供出售金融资产 13.31 亿元，较 2008 年增加 89.08%。主要是公司所持有“太平洋”（股票代码：601099，年末公允价值 9.17 亿元）、河北钢铁（股票代码：000709，年末公允价值 0.16 亿元）、中国北车（股票代码：601299，年末公允价值 2.08 亿元）、国药股份（股票代码：01099HK，年末公允价值 1.18 亿元）等股票。

截至 2010 年 3 月底，公司资产总额 309.32 亿元，其中流动资产合计占 64.56%，非流动资产合计占 35.44%。流动资产中，预付款项、存货占比略有上升，考虑到铁矿石和纸业价格的回升（粤华包在 2009 年冲回大部分存货减值损失），公司存货跌价风险较小。公司非流动资产仍以固定资产、无形资产，长期股权投资和可供出售金融资产为主。

总体看，公司资产以流动资产为主。流动资产中货币资金占比较高；非流动资产中固定资产、可供出售金融资产和无形资产占比较高。公司资产构成相对稳定，符合企业经营特点，资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2007~2009 年，公司所有者权益合计年均增长 14.31%。2008 年国资委注资公司将其反

映在资本公积科目，受所持太平洋证券股份有限公司股权公允价值大幅下降，公司减记资本公积14.60 亿元影响，公司资本公积总额变动幅度不大。截至 2009 年底，公司所有者权益合计129.47 亿元，较 2008 年略减少 32.79%，主要是资本公积因可供出售金融资产公允价值变动增加 6.27 亿元，以及少数股东权益因红塔仁恒并表增加 22.26 亿元。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 33.55%，资本公积占 66.87%，未分配利润占 0.24%。

截至 2010 年 3 月底，公司所有者权益合计 129.82 元，其中归属于母公司所有者权益占 57.37%，少数股东权益占 42.63%。归属于母公司股东权益中，实收资本占 34.38%，资本公积占 64.57%，未分配利润占 1.06%。

整体看，公司所有者权益中资本公积占比较大，稳定性一般。

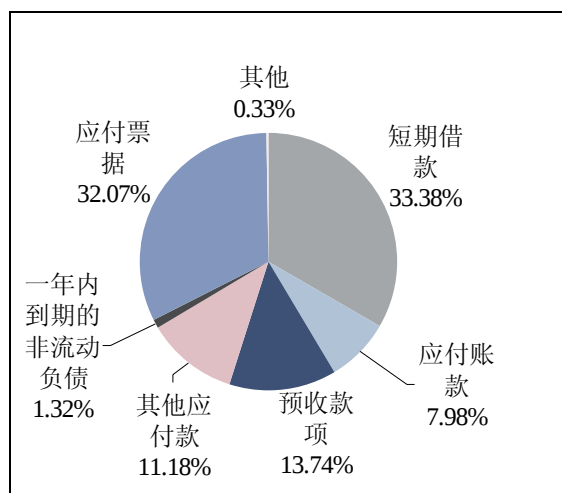
负债

2007~2009 年，公司负债合计年均增长 16.15%。截至 2009 年底，公司负债合计 153.59 亿元，较上年增长 18.05%，其中流动负债占 88.58%，非流动负债占 11.42%。

截至 2010 年 3 月底，公司负债合计 147.27 亿元，其中流动负债 151.84 亿元（占 84.59%），非流动负债 27.66 亿元（占 15.41%）。

公司流动负债占比较大，债务结构有待改善。

图 6 2009 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至 2009 年底，公司流动负债以短期借款、应付票据、其他应付款、预收账款为主。

截至 2009 年底公司短期借款额为 45.42 亿元，较上年增长 43.79%。

截至 2009 年底，公司预收款项 18.69 亿元，较上年增长 11.33%，其中一年以内的占 90.67%，主要是客户未结算暂时未转收入。

截止 2009 年底，公司其他应付款 15.20 亿元，其中一年以内的占 30.89%，1-2 年的占 37.76%，三年以上的占 23.46%，三年以上其他应付款主要系历史遗留款项且尚未支付。公司其他应付款主要是土地拆迁补偿款、土地出让金以及与客户往来款。

截至 2009 年底，公司应付票据 43.62 亿元，较上年增长 33.15%，主要是公司增加了票据结算方式所致。其他应付款 15.20 亿元，主要为公司资产经营业务中破产专项资金和离退休预留费用。预收款项 18.69 亿元，主要为客户预付订金。

截至 2009 年底，公司非流动负债合计 17.54 亿元，近三年复合增长率为 14.79%，其中主要包括长期借款（占 33.42%）、应付债券（占 28.50%）和专项应付款（占 13.93%）。公司专项应付款主要是对下属资产经营业务补贴费用的转移支付和征地款的转移支付。

截至 2009 年底，公司全部债务 101.70 亿元，较 2008 年增长 33.79%，其中短期债务 90.84 亿元（占 89.32%），长期债务 10.86 亿元（占 10.68%）。

截至 2010 年 3 月底，公司全部债务 121.20 亿元，其中短期债务 90.84 亿元（占 83.37%），长期债务 20.16 亿元（占 16.63%）。公司债务仍以短期为主，债务结构不尽合理。

截至 2009 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 54.26%、43.99% 和 7.74%，与 2008 年底相比资产负债率有所下降，全部债务资本化比率基本不变。

截至 2010 年 3 月底，公司资产负债率、全

部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为58.03 %、48.28%和13.44%。公司债务负担有所加重。

整体看，公司债务负担适宜，有息债务以短期债务为主，债务结构有待改善。

4. 盈利能力

2007~2009 年，公司营业收入年均增长15.57%。2009 年公司实现营业收入 334.31 亿元，较 2008 年增长 6.45%。近三年公司营业收入的增长主要来自于 2008 年商品销售收入增长。

2009 年公司营业成本增加 6.75%，略快于营业收入同步增长，同期公司营业利润率略有下降，为 5.18%。2009 年，公司营业利润为 4.46 亿元，较 2008 年增加 17.50%，其中投资收益 1.99 亿元，较 2008 年增加 81.67%。因投资收益大幅增加，公司营业利润明显增加。公司 2009 年度的投资收益主要来自利乐华新(佛山)包装有限公司，2009 年应计损益 0.64 亿元，实际收到红利 0.52 亿元。

2009 年 9 月公司与第三方订立股权转让协议，出售联营公司 Goodwill Overseas 32%的股权及应收 Goodwill Overseas 的款项，出售价款为 2750 万美元（相当于约港币 21416.9 万元），2009 年已实际收到股权转让价款。该项交易产生投资收益为 0.90 亿元。

表 9 公司投资收益构成 单位：万元

类 别	2008	2009 年
交易性金融资产收益	298.92	592.77
可供出售金融资产收益	3663.78	2090.15
长期股权投资收益	6594.35	16243.09
其中：权益法核算确认的投资收益	5820.66	7027.27
成本法核算单位分回的股利或利润	446.06	325.03
股权转让收益	327.63	8890.79
委托贷款收益	3.45	72.15
其他投资收益	174.84	880.14
合 计	10735.34	19878.30

资料来源：公司提供

营业外收入方面，公司营业外收入以非流动资产处置利得、政府补助、违约赔偿收入以

为主。其中政府补助主要是节能改造、出口退税等补贴；违约赔偿收入主要来源于下属商品销售业务客户违约赔偿金或者定金；2009 年公司因下属公司拆迁一次性获得补偿收入 6197.30 万元。公司营业外收入稳定性一般，波动较大。

表 10 公司营业外收入构成情况

项 目	2008 年	2009 年
非流动资产处置利得	3304.03	4574.62
债务重组利得	821.50	45.00
政府补助利得	997.48	1489.29
盘盈利得	181.40	46.89
受赠利得	0.00	13.48
违约赔偿收入	552.87	299.62
拆迁补偿收入	0.00	6197.30
其他利得	2372.05	1388.89
合 计	8229.33	14055.09

资料来源：公司审计报告

从盈利指标看，2009 年公司营业利润率、总资产收益率和净资产收益率较上年变化不大，分别为 5.18%、3.31%和 3.37%。

2010 年 1-3 月，公司实现营业收入 94.10 亿元，净利润 1.39 亿元，营业利润率 5.85%，盈利能力有所提升。

总体看，由于公司营业收入中占比较大的贸易及物流产业竞争程度高，利润率低，导致公司整体盈利水平一般；目前投资收益和营业外收入对公司盈利能力影响显著。

5. 现金流

从经营活动来看，2007 年~2009 年公司销售商品提供劳务收到的现金年均增长 18.04%，略高于营业收入的增长速度（15.57%），2009 年公司销售商品提供劳务收到的现金和经营活动产生的现金流入年分别为 381.66 亿元和 409.74 亿元，分别较上年增长 6.50%和 11.39%；2007 年~2009 年公司购买商品接受劳务支付的现金年均增长 15.81%，略低于营业成本的增长速度（15.53%）。2009 年公司购买商品接受劳务支付的现金和经营活动产生的现金流出年均分别为 352.86 亿元

和 404.92 亿元，分别较上年增长 4.80% 和 11.88%；主要受资产经营业务产生的支付其他经营活动现金流（下属资产经营业务单位往来款）增加影响，2009 年公司经营活动产生的现金流量净额 4.83 亿元，较上年下降 18.44%。

从收入实现质量指标看，2007~2009 年公司现金收入比率保持稳定，三年加权平均值为 113.20%，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2007 年~2009 年公司投资活动现金流入波动较大，投资活动现金流出基本稳定。公司 2009 年投资活动现金流入主要因股权转让较上年增加 369.22%；受此影响，公司投资活动现金流量净额 2009 年由负转正，为 0.54 亿元；2009 年公司筹资活动前现金流量净额为 5.37 亿元，公司资金较为宽裕。

从筹资活动来看，2007 年~2009 年公司筹资活动现金流入有所波动，2009 年为 87.17 亿元，较上年减少 13.15%，主要源于公司吸收投资减少；2007 年~2009 年公司筹资活动现金流出年均增长 14.57%，2009 年为 84.01 亿元，较上年变化不大；2009 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 3.16 亿元。

2009 年公司现金及现金等价物净增加额为 8.50 亿元。

2010 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 -10.86 亿元，较 2008 年同期 -8.12 亿元流出增长 33.77%，主要是一季度公司预付款项和存货增加所致。2010 年 1~3 月，公司投资活动产生的现金流量净额为 -0.79 亿元。同期内公司筹资活动产生的现金流量净额为 20.93 亿元。

总体看，公司经营活动现金流入量规模较大，现金流状况良好，经营活动获取现金的能力一般，收入实现质量较好；筹资活动前现金流基本平衡，对外筹资压力较小。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2010 年 3 月底，

公司流动比率和速动比率分别为 131.52% 和 101.64%，短期偿债指标较好。2009 年公司经营现金流动负债比率为 3.55%。考虑到公司经营活动现金流入量规模大，融资渠道畅通，能够满足短期资金周转。

从长期偿债能力指标看，2007 年-2009 年公司 EBITDA 分别为 8.91 亿元、10.23 亿元和 16.93 亿元，3 年持续增长，EBITDA 利息保护倍数分别为 3.79 倍、3.11 倍和 5.76 倍，公司 EBITDA 利息保护倍数明显上升。2007 年-2009 年公司全部债务/EBITDA 分别为 7.49 倍、7.43 倍和 6.01 倍，EBITDA 对全部债务的保护能力较强。

综合看，公司整体偿债能力较强。

截至 2010 年 3 月底，公司下属中国唱片广州公司对广州百金影音制作有限公司提供对外担保 200 万元，因债务人无力偿还，被银行起诉而确认担保赔偿支出 192.00 万元，已计入预计负债项目。

截至 2010 年 3 月底，公司共获银行授信额度 194.77 亿元，已使用 97.38 亿元，尚未使用 97.39 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司控股中储股份、粤华包、诚通发展三家上市公司，直接融资渠道畅通。

七、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

截至 2010 年 3 月底，公司全部债务 121.20 亿元，本次中期票据额度占全部债务的 18.16%。截至 2010 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 58.03%、48.28% 和 13.44%，本期中期票据发行后三项指标分别上升至 60.82%、52.45% 和 24.51%。

整体看，本次中期票据发行后对公司的债务结构将得到一定改善，但由于发行规模较大，将导致债务负担明显加重。

2. 本期中期票据偿还能力分析

截至 2010 年 3 月底, 公司现金类资产 76.23 亿元, 为本期发行额度的 3.46 倍; 现金类资产对本期中期票据的保护能力很强。

2009 年公司经营活动产生的现金流入量和现金流量净额分别为 409.74 亿元和 4.83 亿元, 为本期中期票据的 18.62 倍和 0.22 倍, 经营活动现金流入量对本期中期票据的覆盖程度良好, 经营活动现金流量净额对本期中期票据覆盖程度一般。

2009 年公司 EBITDA 为 16.93 亿元, 为本期中期票据的 0.77 倍, 公司 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度较好。

综合以上分析, 联合资信认为, 公司对于本期中期票据具有很强的偿还能力。

八、担保能力分析

1、担保条款

中债增进公司就本期票据存续期限前五年内应偿还的贰拾贰亿元本金及其相应票面利息提供不可撤销的连带责任保证。

在发行人上调票面利率选择权公告前, 经与发行人协商, 中债增进公司可选择是否对后两年期的本期票据提供信用增进服务。如中债增进公司选择继续对后两年期的本期票据提供信用增进服务, 则以中债增进公司另行出具的《信用增进函》为准; 如中债增进公司不再对后两年期的本期票据提供信用增进服务, 则中债增进公司不再对后两年期的本期票据还本付息承担任何责任。

2、担保人担保能力分析

中债增进公司主体长期信用评级报告见附件。

中债增进公司成立于 2009 年 9 月 21 日, 是国内首家专业债券信用增进机构, 接受中国人民银行监管, 由中国银行间市场交易商协会联合 6 家银行间市场成员单位共同发起设立,

注册资本 60 亿元。其中, 中国石油天然气集团公司、国网资产管理有限公司、中国中化股份有限公司、北京国有资本经营管理中心、首钢总公司、北京万行中兴实业投资有限公司各持 16.5% 股份, 中国银行间市场交易商协会持 1% 股份, 中债增进公司的股东背景和资本实力强大。

中债增进公司内设业务营运部、资金部、风险管理部、计划财务部和综合部共五个部门。经营范围包括: 投资及融资的信用增进; 信用增进的评审、培训、策划、咨询服务; 信用产品发行和交易; 金融资产投资; 投资及投资相关的策划、咨询; 资产受托管理; 经济信息咨询; 人员培训; 与信用增进有关的新技术、新产品的开发、授权使用及转让; 组织、主办会议及交流活动; 以及其他法律法规不禁止的行为或活动。

成立以来, 中债增进公司明确了市场定位与发展战略, 初步形成了内控与风险管理架构, 制定了比较稳健的业务和资金管理办法, 高管人员具备较高的专业素质。然而, 目前公司人员尚未全部到位, 法人治理结构和制度体系尚未健全, 盈利模式和定价方法正在制定和完善过程中, 未来业务运营、投资状况以及风险管理能力也有待观察。

中债增进公司制订了资金、资产及预算管理办法, 会计核算方法将采用 2006 年出台的《企业会计准则》, 但准备金计提等具体的会计政策正在研究过程中。中债增进公司提供了 2009 年 9 月末的资产负债表、现金流量表和利润表, 以上报表未经审计。截至 2009 年 9 月末, 中债增进公司资产总额 600278.78 万元, 负债总额 22.23 万元, 所有者权益 600256.55 万元。2009 年 1~9 月, 中债增进公司实现利润总额 256.55 万元, 主要来源于银行存款利息收入。

经联合资信评估有限公司评定, 中债增进公司主体长期信用等级为 AAA, 该评级结论反映了中债增进公司的综合代偿能力极强。

中债增进担保实力强，有效提升了本期票据的信用水平。综合看，本期票据存续期限前五年内不能按期还本付息的风险极低；鉴于中债增进公司尚未确定是否对后两年期的本期票据提供信用增进服务，联合资信将通过跟踪评级确定后两年期的本期票据的信用等级。

九、综合评价

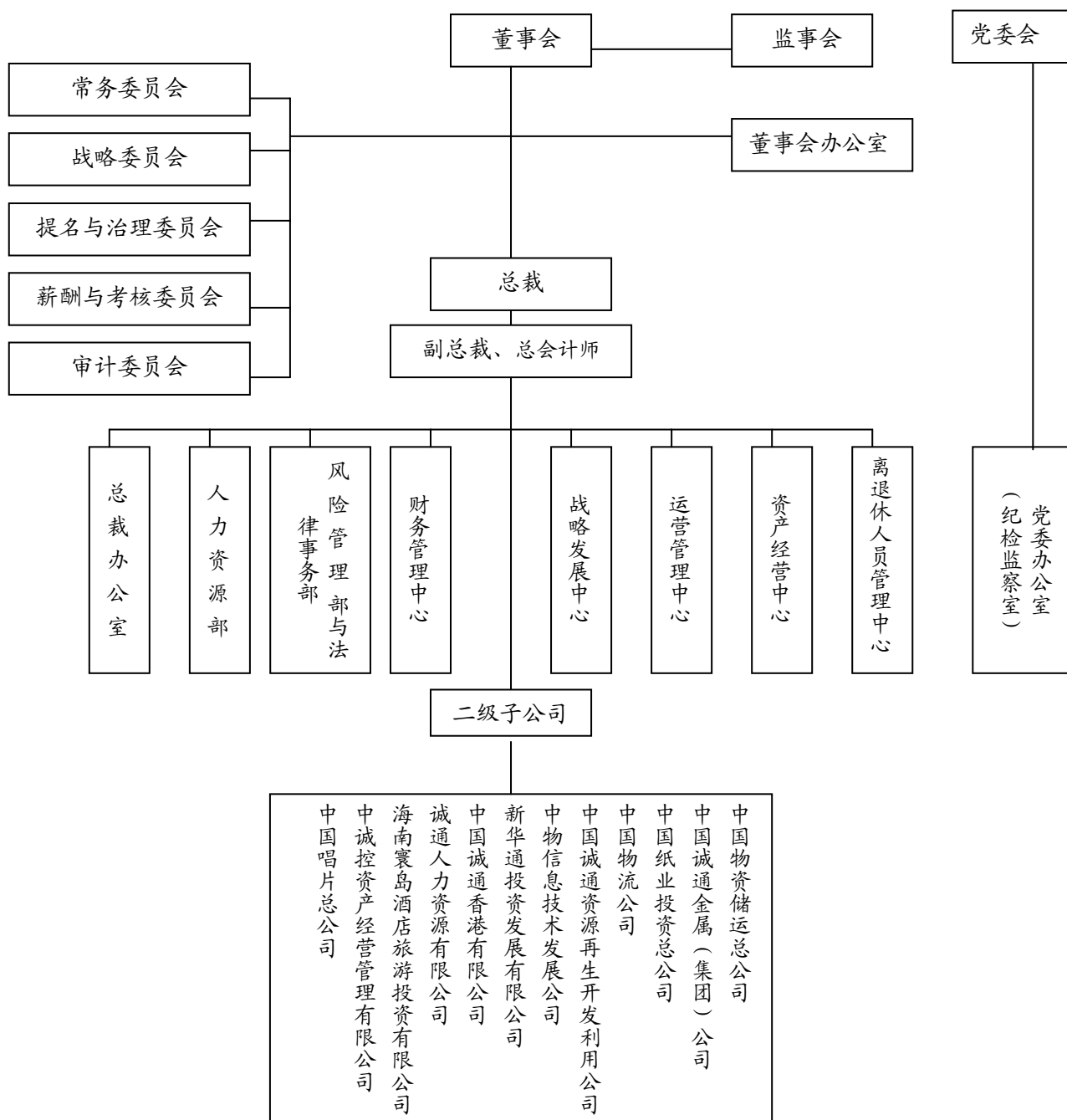
公司是国务院国资委直属大型央企。在资产经营板块，公司是国务院国资委确定的两家国有资产经营公司之一，实践经验丰富，得到国资委的政策支持力度大；但公司物流及贸易业务易受宏观经济波动影响，整体盈利能力一般。

目前公司整体资产质量较好，债务负担适中，未来几年投资规模一般，预计债务负担将保持平稳。在物流和贸易板块，公司贸易-物流-仓储一体化优势和综合物流服务能力强，业务运营良好。在纸业板块，公司产品线较丰富，高端产品市场竞争力强。

本期中期票据相对公司目前债务规模较小；EBITDA、现金类资产以及现金流入量对本期中期票据的覆盖程度较高。

中债增进担保实力强，有效提升了本期票据的信用水平。综合看，本期票据存续期限前五年内不能按期还本付息的风险极低；鉴于中债增进公司尚未确定是否对后两年期的本期票据提供信用增进服务，联合资信将通过跟踪评级确定后两年期的本期票据的信用等级。

附件 1 公司组织结构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 3 月
流动资产：				
货币资金	302658.31	452338.92	560067.31	651788.42
交易性金融资产	5.74	138.04	1266.93	1201.67
短期投资	3519.40	0.00	0.00	0.00
应收票据	40486.33	77776.12	100455.86	109321.29
应收账款	100771.95	159964.31	237793.94	214548.75
预付款项	328656.70	307424.30	352509.45	468760.80
应收利息	3414.00	0.00	1498.78	781.16
应收股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	71880.82	199651.63	138770.00	93842.77
存货	193949.41	257958.25	345648.93	456473.09
一年内到期的非流动	0.00	0.00	0.00	10.00
其他流动资产	639.73	269.94	268.85	276.83
流动资产合计	1045982.39	1455521.51	1738280.05	1997004.78
	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产：	0.00	0.00	0.00	0.00
可供出售金融资产	210839.16	70378.72	133073.10	129752.16
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应收款	13097.80	10390.71	0.00	0.00
长期股权投资	217427.01	62507.63	53173.45	66638.33
# 股权分置流通权	19143.87	0.00	0.00	39198.40
投资性房地产	17802.16	19546.77	40188.79	
固定资产	473672.94	508498.47	708579.53	695197.81
在建工程	23709.51	13393.06	14826.57	21062.33
工程物资	1362.90	0.70	116.82	0.00
固定资产清理	0.00	30.34	102.32	100.49
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00	0.00
油气资产	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	99488.70	99963.75	93595.89	96214.78
开发支出	0.00	774.81	0.00	0.00
合并差价	1497.40	0.00	0.00	0.00
商誉	0.00	19157.70	29524.39	29524.39
长期待摊费用	1864.46	2322.36	2306.89	3085.66
递延所得税资产	3343.38	13558.49	16818.64	15385.83
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1083249.31	820523.50	1092306.39	1096160.16
资产总计	2129231.70	2276045.01	2830586.44	3093164.94

附件2-2 合并资产负债表（负债及股东权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 3 月
流动负债：				
短期借款	317280.71	315849.49	454154.48	518782.01
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	256561.11	327639.02	436238.80	479657.96
应付账款	95526.52	80791.53	108542.88	113811.47
预收款项	120143.96	167907.02	186934.77	257658.42
应付职工薪酬	14145.56	12789.89	15376.33	12016.36
应交税费	-331.39	-12465.05	-12169.72	-21956.93
应付利息	561.48	1366.76	172.50	1580.94
应付股利	1162.55	1289.87	0.00	1195.93
其他应付款	133065.65	165902.18	152045.03	136639.40
一年内到期的非流动负债	25848.17	14600.00	18000.00	12000.00
其他流动负债	41358.91	49936.28	1134.53	7023.36
流动负债合计	1005323.22	1125606.98	1360429.62	1518408.92
非流动负债：	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	17582.62	52059.13	58619.13	72303.34
应付债券	50000.00	50000.00	50000.00	129280.00
长期应付款	1047.40	114.84	9003.98	1776.15
专项应付款	11967.32	56195.68	24439.14	42168.01
预计负债	0.00	397.08	4955.10	4128.10
递延所得税负债	51460.92	15772.02	27417.38	25928.65
# 递延税款贷项	443.57	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	625.40	867.00	985.76	999.31
非流动负债合计	133127.22	175405.75	175420.50	276583.56
负债合计	1138450.45	1301012.74	1535850.13	1794992.47
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（或股本）	256016.56	256016.56	256016.56	256016.56
资本公积	435790.34	438017.05	510256.52	480883.37
减：库存股				
盈余公积				
未确认投资损失	-6997.28	0.00	0.00	0.00
未分配利润	-31956.06	-20086.14	1814.02	7859.66
外币报表折算差额	-5553.04	-8023.52	-5048.16	0.00
归属于母公司所有者权益合计	647300.52	665923.94	763038.94	744759.59
少数股东权益	343480.73	309108.33	531697.37	553412.87
所有者权益（或股东权益）合计	990781.26	975032.27	1294736.32	1298172.47
负债和所有者权益（或股东权益）总计	2129231.70	2276045.01	2830586.44	3093164.94

附件3 利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 1-3 月
一、营业收入	2503221.20	3140555.63	3343135.58	941039.56
减: 营业成本	2367383.80	2960168.95	3159876.29	883598.16
营业税金及附加	6333.01	7983.47	9929.97	2370.94
销售费用	31946.41	31432.35	42215.72	13811.16
管理费用	54126.27	55810.69	67806.65	18826.02
财务费用	20358.35	28097.12	23727.23	6937.69
资产减值损失	5530.38	29830.77	15042.80	68.61
其它	0.00	0.00	0.00	0.00
加: 公允价值变动收益 (损失以“—”号填列)	143.43	-214.90	186.61	14.39
投资收益 (损失 以“—”号填列)	22724.82	10942.19	19878.30	1399.06
其中: 对联营 企业和合营企业的投资收 益				
汇兑收益 (损益 以“—”号添列)				
二、营业利润 (亏损以“—” 号填列)	40411.23	37959.58	44601.82	16840.43
加: 营业外收入	5747.30	7431.55	14055.09	656.77
减: 营业外支出	4121.83	1290.67	3936.91	300.28
其中: 非流动 资产处置损失	0.00	0.00	0.00	0.00
三、利润总额 (亏损总额 以“—”号填列)	42036.71	44100.46	54720.00	17196.92
减: 所得税费用	12478.70	11476.22	11118.43	3315.80
加: 未确认投资损失	-188.44	0.00	0.00	0.00
四、净利润 (净亏损以“—” 号填列)	29369.57	32624.23	43601.58	13881.11
其中: 归属于母公司 所有者的净利润	11277.28	16732.85	22567.38	6048.17
少数股东损益	18092.29	15891.39	21034.19	7832.95

附件 4-1 现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 1-3 月
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	2739280.23	3583697.45	3816572.56	1218894.53
收到的税费返还	4894.45	1087.55	3043.61	461.12
收到其他与经营活动有关的现金	208345.64	93706.45	277823.30	194387.47
经营活动现金流入小计	2952520.32	3678491.44	4097439.47	1413743.11
购买商品、接受劳务支付的现金	2630902.53	3366853.25	3528585.04	1245987.82
支付给职工以及为职工支付的现金	53177.08	67542.80	81296.01	26441.31
支付的各项税费	33327.65	49025.01	56299.16	24078.28
支付其他与经营活动有关的现金	197157.38	135882.90	382988.25	225855.58
经营活动现金流出小计	2914564.63	3619303.96	4049168.46	1522363.00
经营活动产生的现金流量净额	37955.68	59187.48	48271.01	-108619.88
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	50964.09	8400.22	15096.96	465.26
取得投资收益收到的现金	14177.14	7584.10	6329.52	341.69
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	17095.09	3773.27	7821.85	2684.62
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	68.35	48045.59	300.00
收到其他与投资活动有关的现金	18787.16	4311.46	35963.71	239.24
投资活动现金流入小计	101023.48	24137.40	113257.64	4030.81
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	76876.11	40868.81	43925.86	9799.60
投资支付的现金	25748.75	17597.43	36799.78	2106.92
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	540.83	20645.58	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	2006.44	21990.38	6449.06	0.00
投资活动现金流出小计	104631.31	80997.43	107820.28	11906.52
投资活动产生的现金流量净额	-3607.83	-56860.04	5437.35	-7875.71
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	58843.27	206857.15	57390.53	10323.02
取得借款收到的现金	552356.37	796542.64	798810.14	365876.96
收到其他与筹资活动有关的现金	90494.83	343.00	15540.22	2162.60
筹资活动现金流入小计	701694.47	1003742.79	871740.89	378362.58
偿还债务支付的现金	560986.70	818991.84	806893.78	143758.78
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	24231.38	35614.67	31377.24	6376.90
支付其他与筹资活动有关的现金	54765.85	340.53	1825.70	18947.42
筹资活动现金流出小计	639983.94	854947.04	840096.72	169083.10
筹资活动产生的现金流量净额	61710.54	148795.75	31644.17	209279.48
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	409.84	-1469.50	-379.55	-1.99
五、现金及现金等价物净增加额	96468.23	149653.70	84972.99	92781.89
加: 期初现金及现金等价物余额	206190.09	302685.22	462212.78	559006.53
六、期末现金及现金等价物余额	302658.31	452338.92	547185.77	651788.42

附件 4-2 现金流量补充表

(单位: 人民币万元)

补充资料	2007 年	2008 年	2009 年
1.将净利润调节为经营活动现金流量:			
净利润	29369.57	32624.23	43601.58
加: 资产减值准备	11847.31	29830.77	15042.80
减: 未确认投资损失	-188.44	0.00	0.00
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	21372.93	22552.72	80485.77
无形资产摊销	1855.80	2149.42	3907.81
长期待摊费用摊销	319.93	606.81	762.15
待摊费用减少(减: 增加)	0.00	0.00	0.00
预提费用增加(减: 减少)	0.00	0.00	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“一”号填列)	-2801.96	-2811.20	-4059.86
固定资产报废损失(收益以“一”号填列)	172.55	0.00	0.00
公允价值变动损失(收益以“一”号填列)	143.43	214.90	-186.61
财务费用(收益以“一”号填列)	21069.24	32910.48	29409.81
投资损失(收益以“一”号填列)	-22868.25	-10942.19	-19878.30
递延所得税资产减少(增加以“一”号填列)	-387.23	-6166.75	-2012.46
递延所得税负债增加(减少以“一”号填列)	51338.08	135.88	-545.57
存货的减少(增加以“一”号填列)	-71428.76	-86906.18	-83835.59
经营性应收项目的减少(增加以“一”号填列)	-147850.18	-198009.45	-49233.11
经营性应付项目的增加(减少以“一”号填列)	146803.45	242998.04	34812.59
其他	-811.79	0.00	0.00
经营活动产生的现金流量净额	37955.68	59187.48	48271.01
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:	0.00	0.00	0.00
债务转为资本	0.00	0.00	0.00
一年内到期的可转换公司债券	0.00	0.00	0.00
融资租入固定资产	0.00	0.00	0.00
3.现金及现金等价物净变动情况:	0.00	0.00	0.00
现金的期末余额	302658.31	452338.92	547185.77
减: 现金的期初余额	206190.09	302685.22	462212.78
加: 现金等价物的期末余额	0.00	0.00	0.00
减: 现金等价物的期初余额	0.00	0.00	0.00
现金及现金等价物净增加额	96468.23	149653.70	84972.99

附件 5 主要计算指标

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 3 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	10.45	6.25	4.11	--
存货周转次数(次)	6.05	4.25	3.19	--
总资产周转次数(次)	0.66	0.54	0.46	--
现金收入比(%)	109.43	114.11	114.16	113.20
盈利能力				
营业利润率 (%)	5.17	5.49	5.18	5.85
总资本收益率(%)	3.76	3.78	3.16	--
净资产收益率(%)	2.96	3.35	3.37	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	6.39	9.48	7.74	13.44
全部债务资本化比率(%)	40.24	43.81	43.99	48.28
资产负债率(%)	53.47	57.16	54.26	58.03
偿债能力				
流动比率(%)	104.04	129.31	127.77	131.52
速动比率(%)	84.75	106.39	102.37	101.46
经营现金流动负债比(%)	3.78	5.26	3.55	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.79	3.11	5.76	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.49	7.43	6.01	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.05	0.00	1.83	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	1.46	0.07	0.67	--
本期中期票据偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.40	0.47	0.77	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	36.91	45.98	51.22	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.47	0.74	0.60	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	0.16	0.01	0.24	--

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×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%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
本期中期票据偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期中期票据到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 7 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 中国诚通控股集团有限公司 2010年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

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，提供相关资料。中国诚通控股集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，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及相关信息，如发现中国诚通控股集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如中国诚通控股集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至中国诚通控股集团有限公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送中国诚通控股集团有限公司、主管部门、交易机构等。



中债信用增进投资股份有限公司 2009 年信用评级分析报告

评级结果

主体信用等级: AAA

评级时间

2009 年 10 月 20 日

主要数据

项 目	2009 年 9 月
资产总额(万元)	600278.78
负债总额(万元)	22.23
所有者权益(万元)	600256.55
利润总额(万元)	256.55

分析师

蒋建国

Tel: 010-85679696-8812

E-mail: jiangjg@lianheratings.com.cn

韩 夷

Tel: 010-85679696-8896

E-mail: hanyi@lianheratings.com.cn

田 兵

Tel: 010-85679696-8821

E-mail: tianbing@lianheratings.com.cn

地址

北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
中环世贸广场 D 座 7 层 (100022)

Fax: 010-85679228

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“公司”)由中国银行间市场交易商协会联合 6 家实力雄厚的国有企业股东共同发起设立,是国内首家专业债券信用增进机构,其市场定位是成为完善我国债券市场基础设施建设、引领我国信用增进行业发展的支柱企业。基于公司强大的股东背景和资本实力、良好的业务发展前景、高管层较高的专业素质等因素,联合资信评估有限公司评定中债信用增进投资股份有限公司主体信用等级为 AAA,该评级结论反映了公司的综合代偿能力极强。

优势

- 公司拥有强大的股东背景,这有助于公司在业务运营过程中得到股东的支持;公司的资本实力较强,并且股东有能力和意愿在需要时增加公司资本;
- 公司作为国内首家专业债券信用增进机构,且成立初期以提供中小企业直接融资增信服务为主营业务,得到政府政策支持的可能性较大;
- 公司高管层的专业素质高,这有助于公司在运营初期即具备较高的专业化运作水平。

关注

- 公司刚刚成立,人员未全部到位,盈利模式、定价方法和制度体系正在制定和完善过程中,业务运营、投资状况和风险管理水平有待观察;
- 目前,我国尚未出台有关金融担保机构设立和监管的法律法规,金融担保业务中潜在风险的控制有待完善。

一、公司概况

中债信用增进投资股份有限公司成立于2009年9月21日，是国内首家专业债券信用增进机构，接受中国人民银行监管，由中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）联合6家银行间市场成员单位共同发起设立，注册资本60亿元，公司股东及持股情况见表1。

表1 公司股东及持股情况表 单位：亿元/%

股 东	出资金额	持股比例
中国石油天然气集团公司	9.9	16.5
国网资产管理有限公司	9.9	16.5
中国中化股份有限公司	9.9	16.5
北京国有资本经营管理中心	9.9	16.5
首钢总公司	9.9	16.5
北京万行中兴实业投资有限公司	9.9	16.5
中国银行间市场交易商协会	0.6	1
合 计	60	100

公司经营范围：投资及融资的信用增进；信用增进的评审、培训、策划、咨询服务；信用产品发行和交易；金融资产投资；投资及投资相关的策划、咨询；资产受托管理；经济信息咨询；人员培训；与信用增进有关的新技术、新产品的开发、授权使用及转让；组织、主办会议及交流活动；以及其他法律法规不禁止的行为或活动。公司经营范围以公司登记机关核定为准。

公司内设业务营运部、资金部、风险管理部、计划财务部、综合部五个部门。

联系地址：北京市西城区金融街甲9号

法定代表人：时文朝

二、运营环境

（一）担保行业发展概况

随着市场经济发展，中小企业在国民经济中的地位日益重要，但因其信用水平低，在发展中存在着融资难的问题，在此背景下，我国专业信用担保机构应运而生。从1993年至今，

在政府的推动和引导下，以政策性担保机构为主导，以商业性、互助性担保机构为补充的中小企业信用担保体系迅速发展。目前，国内已有各类担保机构近5000家。随着市场对担保服务需求不断多元化，信用担保领域日益广泛，担保品种不断增加。目前，担保机构经营的业务品种主要包括中小企业贷款担保、住房置业担保、贸易履约保证、财产保全担保、工程建设保证等；个别担保机构的业务也涉足金融担保业务。

2007年10月，中国银监会发布《关于有效防范企业债担保风险的意见》，要求各银行自该意见发布之日起一律停止对以项目债券为主的企业债券进行担保，对公司债券、信托计划、保险公司收益计划等其他融资性项目原则上不再进行担保，这使得提供资本市场外部信用增级服务的主体由银行转移至其他机构或担保公司。

近年来，我国债券市场规模呈现较快增长，截至2009年6月末，我国债券市场的债券余额为16.11万亿元，同比增长15%左右。其中，政府债券、央行票据、金融债、非金融企业债务融资工具分别占33.93%、25.82%、27.56%和12.49%。涵盖企业债、中期票据、短期融资券、公司债和可转债等品种的非金融企业债务融资市场处于快速的发展轨道，在债券总额中的占比不断上升，体现出非金融企业通过债券市场融资的需求十分强劲。非金融企业债务融资工具发行主体的信用等级呈现多元化，AA级以下的发行主体数量逐步增加；另一方面，债券的增信方式呈多样化趋势，担保公司、母公司或第三方担保、组合增信、应收账款质押、资产抵质押等增信方式均有体现，增信成为低信用等级发行主体进行直接融资的重要途径，这为金融担保公司的发展奠定了一定基础。

目前国内专业担保机构普遍存在业务规模小、资本实力弱、信息披露不规范、信用等级不高问题，其主要业务是为中小企业间接融资提供担保服务，能够为企业债券（证券）等

金融产品提供信用增级服务的担保机构数量不多。而涉足金融担保业务的担保机构也存在业务集中度较高、专业化服务能力不足等问题，中小企业直接债务融资仍面临较大的难度。债券等资本市场金融产品具有规模大、期限长等特点，要求为这些产品提供信用增级服务的担保公司必须具有很强的资本实力和出色的风险管理能力。

2009年9月，中债信用增进投资股份有限公司在北京成立，这标志着我国首家专业债券信用增进机构的诞生，对于发展直接融资市场，完善信用风险分担机制，缓解中小企业融资困难的现状具有重要作用。

（二）政策与监管

我国现有担保机构主要是为中小企业提供融资担保服务。目前，国内担保机构由当地的中小企业管理部门和财政部门进行行业监管，并由中小企业管理部门进行资本经营评价与考核。为引导、扶持和规范担保机构的发展，自1999年6月国家经贸委发布《关于建立中小企业信用担保体系试点的指导意见》以来，国家相关部门已相继出台了一系列的法律规定，如《关于建立中小企业信用担保体系试点的指导意见》、《关于鼓励和促进中小企业发展的若干政策意见》、《财政部关于印发〈中小企业融资担保机构风险管理暂行办法〉的通知》、《中小企业促进法》、《关于加强地方财政部门对中小企业信用担保机构财务管理和政策支持若干问题的通知》、《担保企业会计核算办法》等。

2009年2月9日，国务院办公厅发布《进一步明确融资性担保业务监管职责的通知》（下称《通知》），《通知》中明确要求建立融资性担保业务监管部际联席会议，加强对融资性担保业务的管理，制定相关的管理监督制度，并提出了“谁审批设立、谁监督管理”的原则，确定地方相应的监管职责。可以看出，未来一段时间，随着担保行业监管细则的陆续出台，我国担保公司行业发展将进一步规范化、监管力

度进一步提高。

现阶段，我国尚未出台有关金融担保机构设立和监管的法律法规，金融担保业务中潜在风险的控制有待完善。

三、竞争力分析

● 股权结构及公司治理

公司注册资本60亿元，均为货币资金。股东由交易商协会及6家有实力且市场形象较好的银行间市场成员组成。强大的股东背景使公司在业务开展、资本补充及风险防御等方面得到股东支持的可能性较大。

按照公司法及其他相关要求，公司初步搭建了由股东会、董事会和监事会组成的公司治理架构。股东会是公司最高权力机构，由全体股东组成，股东会每年召开1次会议，由董事会依法召集。

根据公司章程，董事会由9名董事组成。其中，交易商协会提名2名董事候选人，其余6家股东各提名1名董事候选人，经由股东会选举产生该8名董事；另设1名职工董事，由职工通过民主选举产生。董事会设董事长1人，由交易商协会提名，经全体董事选举产生。董事会每年至少召开2次会议，负责公司重大事项的决策。公司尚未执行独立董事制度，董事会成员多具有大型企业相关管理经验，这将有助于董事会进行科学决策。

公司监事会由3名监事组成，包括2名股东监事和1名职工监事，股东监事由股东大会选举产生，职工监事由职工选举产生。监事会主席由全体监事选举产生。监事可以列席董事会会议，公司董事、高级管理人员不得兼任监事。监事会行使对公司财务进行检查、对董事及高级管理人员执行公务的行为进行监督等职权。监事会每6个月至少召开1次会议。公司尚未执行独立监事制度。

公司实行董事会领导下的总裁负责制，设总裁1名，由董事会聘任或解聘，行使主持公

公司的日常经营管理工作、组织实施公司年度经营计划和投融资方案等由董事会授予的各项职权，并接受董事会的指导和监事会的监督。公司高管层设有风险总监、财务总监、投资总监、营运总监和首席法律顾问各 1 名，由总裁提名、经董事会通过后任命，分别承担相应的管理职能。公司注重组建高水平的专业团队，各总监及首席法律顾问分别由拥有多年相关领域从业经验、并曾取得良好业绩的专业人士担任，这将有助于确保公司具备较高的专业化运营水平。随着运营的逐步开展，公司的治理架构有望持续规范，但董、监事会及管理层的实际运行情况尚待观察。

● 组织架构及内部控制

公司聘请外部专业咨询机构对公司内部部门设置、岗位设置及人员配置情况进行了规划。根据业务及职能的不同，公司设立了业务营运部、资金部、风险管理部、计划财务部、综合部等五个部门。其中，业务营运部主要负责公司市场营销、前台业务操作与产品推广、客户关系维护等方面的工作；资金部负责投资、交易及市场融资管理；风险管理部负责全面风险管理，是公司风险管理政策、制度和流程的具体拟定和执行机构；计划财务部主要负责公司财务核算和资产负债管理工作；综合部负责承办公司股东会、董事会、监事会、总裁办公会等各种会议，承担公司日常运转、人力资源管理等服务保障工作。目前公司高管层人员已经全部到位，但多数部门员工尚未完全到岗，部分专业人员由股东单位暂时借调，人力资源缺口较大。公司重视人才发展战略，计划通过社会招聘、校园招聘等多种方式为公司培养和储备人才。公司各部门已逐步开始正常运作。

目前公司的内控体系初具雏形。公司出台了全面风险管理政策，制定了针对业务种类细化的管理办法，如增信业务管理办法、投资管理办法等；并规定了涉及资金、经费、人力资源、薪酬、印章、预算等方面的内控制度。公司风险管理部负责统一管理公司运营过程中所

面临的信用风险、市场风险、流动性风险、操作风险和集中度风险。

随着未来业务的发展，公司内部管理架构需逐步完善，专业化的人才队伍建设亟需加强，内审及稽核体系尚待逐步建立。

● 战略规划

公司的市场定位是成为完善我国债券市场基础设施建设、引领我国信用增进行业发展的支柱企业。根据公司的战略规划，公司在业务发展初期主要为优质中小企业及部分低信用级别的大型企业债务融资工具发行提供信用增进服务；随着债券市场发展及公司内部风险控制机制的完善，公司将通过适当扩大增进服务范围、创新信用增进手段等方式扩大服务范围，逐步实现多方式全方位提供债券信用增进业务的经营目标。

总体看，公司资本实力雄厚，高管人员具备较高专业水平，且在业务开展、资本补充及风险抵御等方面获得股东支持的可能性较大；公司短期战略规划清晰，客户定位明确，以上因素都将有助于公司未来业务的发展。然而，目前公司在公司治理、人力资源配置等方面仍面临较大的提升空间，中长期发展规划尚需在实践过程中进一步明确，内控水平尚待接受实践检验。

四、风险管理分析

公司刚刚成立，盈利模式和定价方法正在制定和完善过程中，未来业务运营情况尚待观察。公司从国有商业银行聘请了风险管理方面的专家，借鉴国内外同业经验，正在着手进行风险管理体系的设计，目前各项制度正在逐步完善过程中，风险管理团队将不断充实。公司制定了涵盖信用风险、市场风险、流动性风险、操作风险和集中度风险的全面风险管理政策，初步搭建了风险管理的组织架构。公司董事会承担风险管理的最终责任，监事会负责监督董事会和高管层在风险管理方面的履职情况，高

管层负责制定和审查公司风险管理政策和程序，建立风险管理的组织结构和信息系统，风险管理部向风险总监报告工作，负责对各类风险实施管理，制订相应的制度，明确相关部门的风险管理职责和业务流程。

公司确定了较为稳健的风险偏好，并分别设定了增信业务和资金业务的风险偏好指标，总的原则是积极规避增信业务的高违约风险，实施稳健的资金投资策略，通过专业风险管理系统和专家决策，形成符合公司风险收益控制政策的产品组合，实现风险分散化管理，保证公司稳定运营并保持良好的盈利能力。

对于增信业务，公司规定单一客户的信用风险集中度不高于 15%，增信杠杆率不高于 10 倍。公司的目标客户信用评级标准为 BBB 以上。公司将优先考虑高新技术企业、环保节能企业以及属于国家鼓励支持行业的中小企业，并限制单一行业的风险集中度。

公司制订了增信业务管理办法，规定了业务受理、调查、审批、合同签订、增信后管理和档案管理等流程的操作方法。客户经理受理业务申请后，就客户准入条件、申请材料 and 风险缓释措施进行初步审查。符合初审条件的项目，由客户经理和风险部门评价审核人员共同进行现场调查，分别出具意见。公司实行有权审批人会议审批制度，每次审批会议至少由随机产生的 5 名审批人参加，其中审批牵头人一名，项目通过需经审批牵头人同意并有超过 2/3 全部参会的审批人同意，公司总裁和风险总监有权否决审批同意的项目增信业务。客户经理至少按月度实地或非实地对客户进行跟踪检查，至少每季度实地检查一次，并依照信贷业务五级分类原则实施业务风险初分类，风险管理部对分类结果进行认定。公司将从客户、行业和资产组合三个层次实施项目监控，分散业务风险。公司正在制订客户评级打分卡制度，未来 1 至 2 年内将形成涵盖客户评级和债项评级的内部评级体系、风险定价体系和跟踪监测体系。

公司制定了资金管理办法和投资管理办法，就相关岗位职责、授权管理、操作流程作出了规定。公司可用资金的约 50%将配置于银行存款和低风险理财产品，另外 50%进行投资，投资品种将主要集中于 AAA 级大型国有企业债券，此外也包括国债和央票。公司不投资股票及其衍生品，近期也不会实施股权投资。公司就投资组合设定了一系列指标，如投资组合风险价值占比、潜在损失率等指标，以控制投资风险。

总体看，公司确立了较为稳健的风险偏好，初步搭建了风险管理框架，而相关制度流程的完善和专业人员的到位需要一段时间，各项风险管理制度能否满足实际需要及其执行情况仍有待观察。

五、财务分析

公司制订了资金、资产及预算管理办法，会计核算方法将采用 2006 年出台的《企业会计准则》，但准备金计提等具体的会计政策正在研究过程中。

公司提供了 2009 年 9 月末的资产负债表、现金流量表和利润表，以上报表未经审计。截至 2009 年 9 月末，公司资产总额 600278.78 万元，其中货币资金 450275.45 万元，主要为银行存款，短期投资 150000 万元，是低风险银行理财产品；负债总额 22.23 万元；所有者权益 600256.55 万元，其中注册资本金 600000 万元，全部为货币资金。2009 年 9 月，公司实现利润总额 256.55 万元，主要是来自于银行利息收入。

总体看，公司拥有强大的股东背景和资本实力，明确了市场定位与发展战略，初步形成了内控与风险管理架构，制定了比较稳健的业务和资金管理办法。公司人员尚未全部到位，法人治理结构和制度体系尚未健全，未来业务运营、投资状况以及风险管理能力也有待观察。

综合上述因素，联合资信评估有限公司评

定中债信用增进投资股份有限公司主体信用等级为 AAA, 该评级结论反映了公司的综合代偿能力极强。

附录 1 2009 年 9 月末资产负债表

（单位：人民币万元）

资 产	2009.9.30	负债及所有者权益	2009.9.30
流动资产:		流动负债:	
货币资金	450275.45	短期借款	
短期投资	150000.00	应付票据	
应收票据		应付帐款	
应收帐款		预收帐款	
减:坏帐准备		其他应付款	22.23
应收帐款净额		应付工资	
预付帐款		应付福利费	
应收出口退税		未交税金	
应收补贴款		未付利润	
其他应收款	0.50	其他未交款	
存货		预提费用	
待转其他业务支出		一年内到期的长期负债	
待摊费用		其他流动负债	
待处理流动资产净损失			
一年内到期的长期债券投资			
其他流动资产			
流动资产合计	600275.95	流动负债合计	22.23
长期投资		长期负债:	
长期投资		长期借款	
固定资产:		应付债券	
固定资产原价	2.83	长期应付款	
减:累计折旧			
固定资产净值		其他长期负债	
固定资产清理		其中:住房周转金	
在建工程		长期负债合计	
待处理固定资产净损失		递延税款	
固定资产合计	2.83	递延税款贷项	
无形资产及递延资产:		负债合计	22.23
无形资产		所有者权益:	
递延资产		实收资本	600000.00
		资本公积	
无形资产及递延资产合计		盈余公积	
其他长期资产:		本年利润	256.55
其他长期资产		未分配利润	
递延税项:		所有者权益合计	600256.55
递延税款借项			
资产总计	600278.78	负债及所有者权益总计	600278.78

附录 2 2009 年 9 月利润表

(单位：人民币万元)

项 目	2009 年 9 月
一、主营业务收入	
减：主营业务成本	
营业税及附加	
二、主营业务利润	
加：其他业务利润	
减：业务及管理费用	166.14
财务费用	-422.69
三、营业利润	256.55
加：投资收益	
补贴收入	
营业外收入	
减：营业外支出	
四、利润总额	256.55
减：所得税	
五、净利润	

附录3 2009年9月现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009年9月
一、业务活动产生的现金流量:	
提供劳务收到的现金	
收到税费返还	
收到的其他与业务活动有关的现金	442.24
现金流入小计	442.24
购买商品、接受劳务支付的现金	161.86
支付给员工以及为员工支付的现金	0.50
支付的其它与业务活动有关的现金	
支付各项税费	4.43
现金流出小计	166.79
业务活动产生的现金流量净额	275.45
二、投资活动产生的现金流量:	
收回投资所收到的现金	
取得投资收益所收到的现金	
处置固定资产、无形资产所收回的现金	
收到的其他与投资活动有关的现金	
现金流入小计	
购建固定资产、无形资产所支付的现金	
对外投资所支付的现金	
支付的其他与投资活动有关的现金	
现金流出小计	
投资活动产生的现金流量净额	
三、筹资活动产生的现金流量:	
吸收投资收到的现金	600000.00
取得借款收到的现金	
收到的其他与筹资活动有关的现金	
现金流入小计	600000.00
偿还债务所支付的现金	
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	
支付其他与筹资活动有关的现金	
现金流出小计	
筹资活动产生的现金流量净额	600000.00
四、汇率变动对现金的影响额	
五、现金及现金等价物净增加额	
加: 期初现金及现金等价物余额	
六、期末现金及现金等价物余额	600275.45

附录 4 金融担保机构信用等级的设置及含义

金融担保机构的信用评级是指专业信用评级机构对专业从事金融担保业务的担保机构所承担各种债务如约还本付息能力和意愿的评估，是对其总体代偿风险的综合评价。

金融担保机构信用等级的设置采用三等九级制。一等（投资级）包括四个信用级别，即 AAA 级、AA 级、A 级和 BBB 级，二等（投机级）包括四个信用级别，即 BB 级、B 级、CCC 级和 CC 级，三等（破产级）包括一个信用级别，即 C 级。

AAA 级：代偿能力最强，投资与担保业务风险管理能力极强，风险最小。

AA 级：代偿能力很强，投资与担保业务风险管理能力很强，风险很小。

A 级：代偿能力较强，投资与担保业务风险管理能力较强，尽管有时会受经营环境和其他内外部条件变化的影响，但是风险小。

BBB 级：有一定的代偿能力，投资与担保业务风险管理能力一般，易受经营环境和其他内外部条件变化的影响，风险较小。

BB 级：代偿能力较弱，投资与担保业务风险管理能力较弱，有一定风险。

B 级：代偿能力较差，投资与担保业务风险管理能力弱，有较大风险。

CCC 级：代偿能力很差，在经营、管理、抵御风险等方面存在问题，有很大风险。

CC 级：代偿能力极差，在经营、管理、抵御风险等方面有严重问题，风险极大。

C 级：濒临破产，没有代偿债务能力。

AA—CCC 级可用“+”、“-”进行微调。