

跟踪评级公告

联合[2015] 1529 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持中国诚通控股集团有限公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“10诚通MTN2”和“13诚通MTN1”AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年七月二十八日



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(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

中国诚通控股集团有限公司中期票据跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AAA 评级展望: 稳定
 上次评级结果: AAA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
10 诚通 MTN2	22 亿元	2010/06/29-2017/06/29	AAA	AAA
13 诚通 MTN1	18 亿元	2013/03/08-2020/03/08	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2015 年 7 月 28 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	166.33	201.63	97.31	93.08
资产总额(亿元)	720.11	771.98	672.09	679.29
所有者权益(亿元)	235.25	244.43	261.55	262.42
长期债务(亿元)	130.12	123.26	125.62	121.90
全部债务(亿元)	325.44	352.90	311.24	297.64
营业收入(亿元)	748.69	774.06	682.06	116.59
利润总额(亿元)	12.48	12.77	13.72	0.68
EBITDA(亿元)	39.77	38.62	39.55	--
经营性净现金流(亿元)	-13.51	6.41	85.94	-10.15
营业利润率(%)	5.38	5.12	5.76	7.45
净资产收益率(%)	3.58	3.52	3.35	--
资产负债率(%)	67.33	68.34	61.08	61.37
全部债务资本化比率(%)	58.04	59.08	54.34	53.14
流动比率(%)	127.41	122.02	130.62	133.84
全部债务/EBITDA(倍)	8.18	9.14	7.87	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.57	2.83	2.78	--
经营现金流流动负债比(%)	-4.02	1.62	31.51	--

注: 2015 年一季度财务数据未经审计。

分析师

杨学慧 田 甜

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.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 中国诚通控股集团有限公司(以下简称“公司”)作为国务院国资委直属企业, 继续保持稳定的经营态势, 商品贸易和物流业务仍具有较强的规模和竞争优势。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到受宏观经济增速放缓以及造纸行业持续低位运行影响, 公司收入规模有所下滑、投资收益及营业外收入对利润总额贡献度大等因素对公司经营及发展可能带来的不利影响。

中债信用增进投资股份有限公司(以下简称“中债增进公司”)为公司 2010 年 6 月 29 日发行的“10 诚通 MTN2”债券存续期前 5 年内应偿付的 22 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担保, 该担保已于 2015 年 6 月 29 日到期; 同时公司于“10 诚通 MTN2”存续期第 5 年末已经兑付本金 6.8 亿元, 目前尚余本金 15.2 亿元。

综合考虑, 联合资信维持公司主体长期信用等级为 AAA, 评级展望为稳定; 并维持“10 诚通 MTN2”和“13 诚通 MTN1”AAA 的信用等级。

优势

1. 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, 并积极推进向现代物流业务转变, 发展前景良好。
2. 纸业方面, 公司在国内拥有林地近 500 万亩, 浆纸产能超过 300 万吨, 综合实力位列国内造纸行业前列。
3. 跟踪期内, 公司经营活动现金流入及净额规模大, 对“10 诚通 MTN2”和“13 诚通 MTN1”的保障程度高。

关注

1. 公司贸易业务行业竞争激烈，利润率低，同时受宏观经济增速持续放缓、实体经济需求减弱影响，公司贸易板块收入有所下滑。
2. 造纸业务受行业影响持续低位运行，该板块 2014 年呈亏损状态。
3. 跟踪期内，公司投资收益及营业外收入对利润总额贡献度大。
4. 中冶纸业集团有限公司于 2013 年 3 月无偿划入公司，对公司资产经营业务带来挑战，其资产、债务重组方案后续实施过程中可能会给公司产生或有债务，联合资信将持续关注上述事项发展。

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月之内有效；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。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于中国诚通控股集团公司主体长期信用及存续期内“10 诚通 MTN2”、“13 诚通 MTN1”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

中国诚通控股集团有限公司（以下简称“诚通集团”或“公司”）前身为根据国经贸企【1992】372 号文批准于 1992 年成立的中国华通物产企业集团。2005 年 11 月，根据国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）国资改革【2005】1462 号文，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 2014 年底，公司注册资本为 93.80 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。

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。

截至 2014 年底，公司本部设总裁专务室、总裁办公室、人力资源部、风险管理与法律事务部、财务管理中心、战略发展中心、运营管理中心、资产经营中心等 11 个职能部门（见附件 2）；公司拥有 5 家上市公司，分别是：中储股份有限公司（股票代码：600787，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，以下简称“粤华包”）、广东冠豪高新股份有限公司（股票代码：600433，以下简称“冠豪高新”）、岳阳林纸股份有限公

司（股票代码：600963，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，香港，以下简称“诚通发展”）。

截至 2014 年底，公司资产总额合计 672.09 亿元，所有者权益合计 261.55 亿元（含少数股东权益 128.29 亿元）；2014 年公司实现营业收入 682.06 亿元，利润总额 13.72 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额合计 679.29 亿元，所有者权益合计 262.42 亿元（含少数股东权益 136.82 亿元）；2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 116.59 亿元，利润总额 0.68 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。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素

实际增长 10.9%)。固定资产投资 (不含农户) 502005 亿元, 比上年名义增长 15.7% (扣除价格因素实际增长 15.1%)。全年进出口总额 264335 亿元人民币, 比上年增长 2.3%。

2014 年, 中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元, 比上年增加 11140 亿元, 增长 8.6%。其中, 中央一般公共预算收入 64490 亿元, 比上年增加 4292 亿元, 增长 7.1%; 地方一般公共预算收入 (本级) 75860 亿元, 比上年增加 6849 亿元, 增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元, 同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元, 比上年增加 11449 亿元, 增长 8.2%。其中, 中央本级支出 22570 亿元, 比上年增加 2098 亿元, 增长 10.2%; 地方财政支出 129092 亿元, 比上年增加 9351 亿元, 增长 7.8%。

2014 年, 中国人民银行继续实施稳健的货币政策, 综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具 (SLO)、常备借贷便利 (SLF) 等货币政策工具, 创设中期借贷便利 (MLF) 和抵押补充贷款工具 (PSL); 非对称下调存贷款基准利率; 两次实施定向降准。稳健货币政策的实施, 使得货币信贷和社会融资平稳增长, 贷款结构继续改善, 企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末, 广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%; 人民币贷款余额同比增长 13.6%, 比年初增加 9.78 万亿元, 同比多增 8900 亿元; 全年社会融资规模为 16.46 万亿元; 12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%, 比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年, 中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出, 2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右, 居民消费价格涨幅 3% 左右, 城镇新增就业 1000 万人以上, 城镇登记失业率 4.5% 以内, 进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年, 稳增长为 2015 年经济工作首要任务, 将重点实施 “一带一路”、京津冀协同发

展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间, 并将带动基础设施建设等投资, 从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业分析

1. 贸易

进出口贸易

近年来, 世界经济不平衡性复苏特征明显。美国、日本、欧元区等主要发达经济体都呈现出复苏迹象, 经济增长动力逐步增强, 对中国外贸形势改善构成一定支撑。相比之下, 新兴经济体和发展中国家则出现增速放缓迹象、资本流出、人工成本上升、经济结构调整进展慢等问题, 对内外贸形势构成一定负面因素。

根据海关总署发布的统计数据, 2014 年, 在世界经济复苏放缓, 国内经济下行压力加大的形势下, 中国外贸进出口增速明显放缓。海关统计数据显示, 2014 年中国进出口总值达到 4.30 万亿美元, 同比增长 3.4%, 比 2013 年增速下降 4.1 个百分点; 其中出口 2.34 万亿美元, 同比增长 6.0%; 进口 1.96 万亿美元, 同比增长 0.4%; 贸易顺差 2597.5 亿美元, 同比扩大 12.8%。2014 年, 中国进出口总值 2.02 万亿美元, 同比增长 1.22%, 其中出口 1.06 万亿美元, 同比增长 0.92%; 进口 0.38 万亿美元, 同比增长 0.4%。总体看, 自 2010 年开始, 中国进出口贸易增速出现明显放缓趋势, 2014 年则达到相对低位, 进出口增长乏力。

2014 年中国贸易顺差达到 3825.97 亿美元的峰值水平。顺差压力一方面源自出口的改善, 另一方面也反映出国内需求的疲软背景下进口增长未及预期。2013 年, 中国经济呈现企稳回升态势, 拉动了大宗商品进口量的增加; 同时, 美国、日本、德国等主要经济体逐步走出危机实现增长, 促进外贸发展的积极因素开始增多, 中国贸易顺差达到 2597.5 亿美元, 同比增长 12.8%。

预期政府下一步将继续稳定和引导大宗商品进口,积极扩大先进技术设备、关键零部件和能源原材料进口,适度扩大消费品进口,从总体上鼓励进口,控制贸易顺差规模。

国内贸易

近年来国内贸易保持了稳定增长的发展势头,根据国家统计局最新数据,2014年全年社会消费品零售总额 262394 亿元,较上年增长 12.0%,扣除价格因素,实际增长 10.9%,增速同比下降 0.6 个百分点。按经营地统计,城镇消费品零售额 226368 亿元,增长 11.8%;乡村消费品零售额 36027 亿元,增长 12.9%。按消费类型统计,商品零售额 234534 亿元,增长 12.2%;餐饮收入额 27860 亿元,增长 9.7%。在限额以上企业商品零售额中,粮油、食品、饮料、烟酒类零售额比上年增长 11.1%,服装、鞋帽、针纺织品类增长 10.9%,化妆品类增长 10.0%,金银珠宝类与上年持平,日用品类增长 11.6%,家用电器和音像器材类增长 9.1%,中西药品类增长 15.0%,文化办公用品类增长 11.6%,家具类增长 13.9%,通讯器材类增长 32.7%,石油及制品类增长 6.6%,建筑及装潢材料类增长 13.9%,汽车类增长 7.7%。

图 1 社会消费品零售总额情况

(单位:亿元)



资料来源: Wind 资讯

生产资料流通行业受宏观经济形势影响较大,2014年1-11月生产资料行业运行较为平稳,生产资料市场整体供需格局无明显改善,市场价格持续下行,1-11月累计平均价格同比下降 4.01%,比年初下降 2.74%。从监测的九大类产品看,原煤价格继续上涨。建材类产品价格止

跌回升。黑色金属、有色金属、化工产品、成品油等其他 7 大类产品价格继续下降。其中,黑色金属和有色金属价格降幅明显收窄,收窄幅度超过 2 个百分点。

整体看,社会消费品零售总额及生产资料市场相关数据显示,中国国内贸易规模在经历高速增长后,增速逐渐趋稳。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。

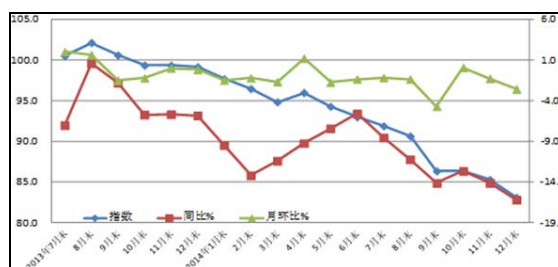
钢材贸易

2014 年,全国粗钢产量 8.2 亿吨,同比增长 0.9%,增幅同比下降 6.6 个百分点;钢材(含重复材)产量 11.3 亿吨,同比增长 4.5%,增幅下降 6.9 个百分点。国内粗钢表观消费 7.4 亿吨,同比下降 3.4%;钢材表观消费 10.5 亿吨,同比增长 1.7%,增幅下降 10.6 个百分点。

2014 年前十个月,中国钢材市场月平均水平库存维持在 3000 万吨以上,11 月份下降到 2500 万吨左右、12 月份下降到 2300 万吨左右。其中企业库存方面,纳入《中国钢铁工业统计月报》统计的 83 家中国钢铁工业协会会员 2014 年前 11 个月各月钢材库存总量基本维持在 1400 万吨上下(12 月降至 1250 万吨左右),比 2013 年底增加 155 万吨、增长 11%左右。

价格方面,2014 年,国内钢材市场价格水平不断走低。截至 12 月末,中国钢铁协会 CSPI 钢材综合价格指数为 83.09 点,环比下降 2.20 点,降幅为 2.58%,较上月加大 1.30 个百分点;同比下降 16.05 点,降幅为 16.19%。

图 2 国内钢材综合价格指数走势



资料来源: 中国物流信息中心

据统计,中钢协会员钢铁企业 2011 年至 2014 年钢材全年平均销售结算价格分别为 4468 元/吨、3750 元/吨、3442 元/吨、3074 元/吨,呈不断下滑趋势。品种钢材中,三级螺纹钢跌至 2791 元/吨,较 2014 年年初下降 785 元/吨;热轧卷板跌至 3131 元/吨,较 2014 年年初下降 528 元/吨。

2014 年,铁矿石、煤炭等大宗原材料价格降幅大于钢材价格,钢铁企业总体经济效益有所起色。纳入中国钢铁工业协会财务指标统计的会员钢铁企业,全年实现销售收入 35882.07 亿元,同比下降 2.98%;实现利税 1090.92 亿元,同比增长 12.15%;实现利润 304.44 亿元,同比增加 87.54 亿元,增长 40.36%。累计亏损面 14.77%,同比下降 4.55 个百分点;亏损额 117.47 亿元,同比下降 8.02%;盈亏相抵后实现利润 304 亿元,增长 40.4%。销售利润率为 0.85%,同比提高 0.26 个百分点,但仍处于工业行业最低水平。

在行业效益整体好转的背后,存在着明显的企业效益分化现象。从 12 月的情况看,纳入中国钢铁工业协会财务指标统计的 88 家企业集团,盈利企业 71 家,盈利额为 63.92 亿元,同比下降 8.80%。其中盈利在 5 亿元以上的企业只有 3 家,合计盈利额 38.27 亿元,占盈利额的 59.87%;其中盈利最多的重钢集团实现利润 11.21 亿元,占盈利额的 33.30%。亏损企业 17 家,亏损额 21.299 亿元,同比增加 9.16%。其中亏损在 5 亿元以上的企业有 2 家,合计亏损额为 18.87 亿元,占亏损额的 54.72%。

另外,行业还存在企业融资难、融资成本高的困难。2014 年,纳入中国钢铁工业协会财务指标统计的会员钢铁企业期间费用同比增长 5.62%,其中管理费用同比下降 7.02%,财务费用同比增长 20.58%,销售费用同比增长 16.51%。12 月末,会员钢铁企业存货占用资金同比下降 5.83%,其中产成品资金占用同比增长 9.31%;企业银行借款同比增长 0.28%,其中短期借款同比增长 0.91%,长期借款同比下降

1.43%;应收账款同比增长 16.06%,应付账款同比增长 5.97%。

未来,钢铁行业消化过剩产能的工作十分艰巨,过剩矛盾短期内很难化解。在全球经济复苏艰难、经济增速明显弱于预期、国内经济增速换挡期和结构调整阵痛期叠加共振、下行压力持续存在的背景下,钢铁需求难有大幅提升,但“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带等国家重点战略将对钢材需求起到一定的拉动作用,在一定程度上提振国内市场的钢材需求,但也会在一定程度上改变钢材需求结构。另外,新颁布的《中华人民共和国环境保护法》于 2015 年开始实施,根据钢铁工业实际投资情况,要达到国家新排放标准,初步估算吨钢环保投资需增加 13%,吨钢运营费用约增加 200 元,较实施前增加 40%左右,钢铁企业环保压力将加大。

2. 造纸

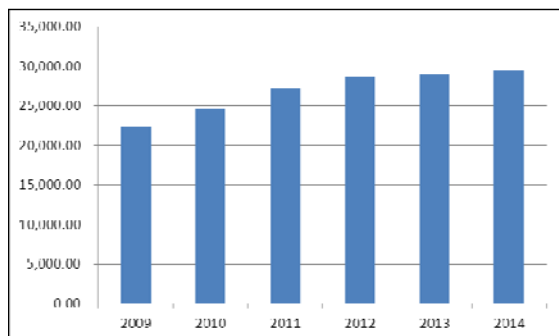
(1) 行业现状

2013 年以来,中国纸品消费市场整体仍实现了一定增长,但延续了增速放缓的态势。由于宏观经济景气度偏低,下游需求短期内难以消化近年来集中释放的新增产能,造纸行业竞争激烈,产品价格持续走低,毛利率下降,期间费用高企等多重因素导致相关企业利润空间收窄。包装、印刷等传统工业消费领域增长乏力,纸品需求持续低迷,造纸行业投资速度和扩张速度持续放缓,全行业过剩产能逐需要一定时间逐步消化。2014 年造纸行业未见实质性改观,主要纸种出厂价格低位徘徊。造纸行业至今未出现明显的复苏迹象,但行业筑底情势有所显现。

根据 Wind 资讯统计,2014 年中国造纸行业企业 2962 家,较 2013 年增加 28 家,基本保持稳定。机制纸及纸板产量 11785.80 万吨,同比增长 2.36%;消费量 11605.70 万吨,同比增长 0.73%。2014 年造纸行业主营业务收入 7879.42 亿元,同比增长 4.03%;产成品库存

319.56 亿元, 同比增长 7.30%; 利润总额 361.91 亿元, 同比下降 3.21%; 资产总计 9432.11 亿元, 同比增长 4.63%; 负债总额 5522.45 亿元, 同比增长 5.26%; 在统计的 2962 家造纸生产企业中, 亏损企业有 376 家 (占 12.69%), 亏损额 59.52 亿元, 同比增长 13.13%。

图 3 2009~2014 年中国机制纸及纸板累计产量
(单位: 万吨)



资料来源: wind 资讯

目前, 中国国内造纸行业不景气, 纸制品价格整体呈现下滑趋势。铜版纸方面, 2013 年以来铜版纸总体呈现底部平稳运行走势。双胶纸方面, 2013 年以来双胶纸价格始终在历史低位窄幅波动, 需求乏力使得上涨缺乏动力, 成本因素又限制了价格继续下行的空间。截至到 2014 年底, 双胶纸行情基本稳定, 市场成交气氛冷清。总体看, 虽上游木浆价格有所回落导致成本面松动, 但多地双胶纸新生产线达产导致新增产能释放, 需求面未见明显提升, 未来前景尚不明朗。白卡包装纸方面, 2013 年上半年白卡纸价格有所回升, 但是下半年又出现了小幅回落。2014 年, 国内各地白卡纸市场整体表现欠佳, 成交气氛不浓。总体看, 白卡包装纸价格仍处在底部徘徊区间, 上游进口废纸趋稳, 加上淘汰了一部分落后产能, 市场饱和度将得到进一步缓解。

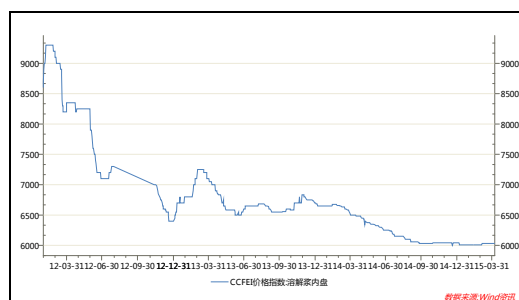
溶解浆

由于国际厂商价格压制, 尽管 2011 年国内溶解浆产能大幅增加, 但国内溶解浆企业 2012 年并未实质性提高市场份额, 企业被迫亏损停产。2013 年 11 月 7 日, 商务部决定对原产于

美国、加拿大和巴西的进口浆粕进行反倾销立案调查, 有利于改善国内溶解浆行业的供应格局, 通过设立反倾销税率提高进口产品价格, 最终实现国内企业市场占有率的提升和盈利的改善。2014 年以来, 国内溶解浆价格持续下降, 基本处于底部震荡状态。总体看, 溶解浆价格在短期内有较大提升的可能性很小, 市场走势仍不明朗。

图 4 2012~2015 年 3 月溶解浆价格指数

(单位: 元/吨)



资料来源: wind 资讯

(2) 行业关注

原材料

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%。

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。根据 Wind 资讯, 2014 年中国废纸累计进口数量 2751.91 万吨, 同比下降 5.89%, 价值 53.48 亿美元, 同比下降 9.81%, 进口均价 194.31 美元/吨; 进口纸浆 1796.40 万吨, 同比增长 6.61%; 价值 120.65 亿美元, 同比增长 6.08%, 进口均价 671.77 美元/吨。

总体看, 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。近几年, 原料市场波动使业内企业面临长期成本上涨压力, 增加了成本管控难度, 同时, 也加大了企业短期盈利波动的风险。

行业集中度和竞争格局

造纸行业是规模效益显著的行业, 行业集

中度越来越高。目前世界前20位造纸企业的产量已经占世界总量的40%以上。

最近几年，造纸行业出现两极分化的发展趋势：一大批纸业公司深陷困境的同时，部分优势企业通过收购兼并、新建项目等方式，扩大生产规模，提高市场份额。

造纸工业发展“十二五”规划也提出了推进兼并重组，提高产业集中度的目标。规划提出在重点发展区域，培育若干跨地区、跨行业、跨所有制、跨国别的具有国际竞争力的综合性大型骨干制浆造纸企业和企业集团；到2015年形成纸及纸板年产100万吨以上企业20余家，木浆年产100万吨以上企业3家，排名行业前30名的企业纸及纸板产量占总产量的比重由目前的42.3%提高至45.0%以上。

未来，中国造纸工业的发展将逐步实现以木纤维、废纸为主原料，非木纤维为辅的多元化原料结构目标，同时与环境协调发展，充分考虑纤维资源、水资源、环境容量、市场需求、交通运输等条件，实现“由北向南”调整，形成合理的产业新布局。

（3）行业政策

淘汰落后产能

根据《国务院关于进一步加强淘汰落后产能工作的通知》（国发〔2010〕7号），2013年8月，工信部依据《工业和信息化部关于下达2013年19个工业行业淘汰落后产能目标任务的通知》公布了今年第二批工业行业淘汰落后产能企业名单。名单涉及全国各地67家企业，淘汰项目全部属于低端造纸行业，并要求有关省区市要采取有效措施做好对淘汰落后产能企业的现场检查验收和发布任务完成公告工作。

工信部在2013年7月公布的第一批名单包含了钢铁、水泥、造纸等行业，第二批名单仅包括造纸行业，且大都为低端低效的小型造纸厂，由此可见，国家对造纸行业落后产能淘汰十分重视。

造纸行业“十二五”规划

2011年12月30日公布的造纸工业发展“十二五”规划（以下简称“规划”）明确了对林纸一体化工程、清洁生产和资源化利用工程以及产品升级换代及装备自主化工程等重点工程的要求和目标，以从产能规模、节能减排、技术装备和综合利用等方面优化造纸行业产业结构。

（4）行业发展

行业发展前景

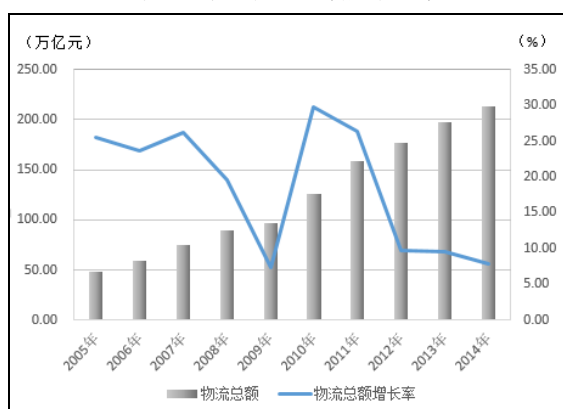
造纸工业作为国民经济的基础原材料工业，在目前国内造纸工业人均消费纸量远低于发达国家水平的背景下，行业仍具有较好的增长空间。但是，目前造纸行业集中度仍然较低，原料依赖强、环保压力大的问题仍然存在，这将促使造纸企业继续进行大规模整合，未来行业内资源优势明显、整合能力强的大型企业有望取得竞争优势，获得较好的发展。

3. 物流

近年来中国物流业总体规模快速增长，服务水平显著提高，发展的环境和条件不断改善。根据中国物流与采购联合会统计，2014年全国社会物流总额231.5万亿元，同比增长7.9%，增幅比上年回落1.6个百分点但仍保持较快增长。从社会物流总额的构成情况看，工业品物流总额196.9万亿元，同比增长8.3%，增幅比上年回落1.1个百分点。进口货物物流总额12.0万亿元，同比增长2.1%，增幅比上年回落4.3个百分点。农产品物流总额同比增长4.1%，增幅比上年提高0.1个百分点。受电子商务和网络购物快速增长带动，单位与居民物品物流总额保持快速增长态势，同比增长32.9%，增幅比上年上升2.5个百分点；受绿色经济、低碳经济和循环经济快速发展带动，再生资源物流总额快速增长，同比增长14.1%，增幅比上年回落6.2个百分点。2014年社会物流总费用与GDP的比率有所下降。2014年社会物流总费用10.6万亿元，同比增长6.9%。社会物流总费用与GDP的比率为16.6%，比上年下降0.3个百分点。与此同时，

去年物流业总收入平稳增长。数据显示，2014年物流业总收入7.1万亿元，同比增长6.9%。这说明由于2013年货运量、货物周转量的调整以及GDP的修订，社会物流总费用及与GDP的比率、物流业总收入也进行了相应调整。物流发展形势总体良好、稳中有进。物流需求规模保持较快增长但增速减缓、物流服务价格低位震荡、物流企业盈利能力偏弱，经济运行中的物流成本依然较高；物流市场分化明显，物流行业转型升级加快。

图5 中国物流总额及增长率



资料来源：Wind资讯

仓储物流方面，近年来市场走势总体较为平稳，仓储设施更新换代带来较大市场空间。中西部地区高质量仓储物业市场发展速度较快，但竞争也较为激烈。据统计，目前长三角地区高端仓储物业存量占全国约 1/2 的市场份额，环渤海地区占据约 1/4，中西部地区市场规模相对较小，仅占市场总量的 6%。考虑到未来中西部地区承接沿海地区产业转移、旺盛的消费市场以及有竞争力的租金价格等因素，市场份额有望逐步扩大。

在市场竞争方面，目前市场高品质仓储物业的来源主要包括：（1）专业从事高端仓储设施开发租赁的物流地产开发商，如普洛斯、宝湾、丰树等；（2）出于自身业务需求或是寻求改变轻资产运营模式的物流服务商，如宝供物流（PGL）、嘉里大通（Kerryeas）、招商物流等；（3）出于自身业务需求的生产及商贸流通企业，代表企业有苏宁电器、京东商城、当当网等。总体而言，物流企业、生产及商贸流通企业与专业物流地产开发商之间合作关系大于竞争关系，行业内竞争主要来源于专业物流地产开发商之间，竞争较为激烈。市场进入时间早晚、资金筹措能力强弱、政府关系维护是否良好、战略选择（偏激进还是保守）等因素的差异是目前影响专业物流地产开发商的市场地位的主要因素。

总体看，行业政策长期向好，物流业战略振兴规划的出台和实施细则的逐步推出实施，将引导物流业走上中长期稳定发展的轨道。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司为国有独资企业，国务院国有资产监督管理委员会代表国务院履行出资人职责，持有公司 100 %股份，为公司的实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

公司是直属国务院国资委的大型企业集团，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。

表 1 公司主要业务分布

业务种类	二级子公司	上市子公司
资产经营管理	中国诚通资产管理公司、诚通人力资源有限公司、中国诚通东方资产经营管理公司	—
综合物流	中国物资储运总公司、中国物流有限公司	中储股份
生产资料贸易	中国物资储运总公司、中国诚通金属（集团）公司	中储股份
林浆纸	中国纸业投资总公司	粤华包、冠豪高新、岳阳林纸

文化传媒、旅游、海外等	中国包装总公司、中国唱片总公司、中国诚通香港有限公司、中国诚通国际投资有限公司等	诚通发展
-------------	--	------

资料来源：公司提供

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，承担央企重组的职能。公司成为试点企业以来，共接收 6 户中央企业和 13 户中央企业所属子企业，涉及资产 552.07 亿元，净资产-71.05 亿元，职工人数 7.84 万人；变现和盘活了资产 46.83 亿元，整合孵化出有效资产 83.41 亿元；共清理退出困难子企业 421 户，分流安置人员 5.91 万人，管理离退休职工 1.5 万人。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和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。

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。截至 2014 年底，公司自有仓储物流设施占地面积 1217 万平方米，年吞吐量约 4990 万吨，年运输量达到 2365 万吨，仓储客户稳定在 20000 家左右，“中国储运”、“中国物流”等品牌，在行业内具有较高的市场美誉度和影响力。2014 年公司综合物流业务收入超过 47 亿元，市场份额处于国内领先地位。

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。2014 年，公司生产资料贸易主业主动实施内外贸结合、多品种经营的策略，多措并举规避业务风险，全年完成物资销售量达到 1805 万吨，其中钢材销售量 692 万吨，有色金属销售量 104 万吨，生铁炉料销售量 440 万吨，煤炭销售量 387 万吨。

纸业方面，2010 年 9 月经国资委批准，公司成为唯一将林浆纸业务定位为主业的央企。公司通过一系列兼并收购，目前在国内已拥有林地近 500 万亩，浆纸产能超过 300 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。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度、高层管理人员等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，公司营业收入呈现下降趋势，2014 年实现营业收入 682.06 亿元，同比下降 11.88%，主要由于（1）国内经济增速放缓，实体经济需求减弱，加之国内钢铁、化工产能严重过剩，部分大宗商品价格持续下跌，而公司贸易业务的主要经营品种就处于钢材、煤炭、有色、化工等大宗商品行业，受经济形势、行

业产能过剩等影响较为明显；（2）由于贸易风险不断累积，2014 年公司主动压缩低效贸易业务 21%。

从收入构成来看，商品贸易业务始终为公司营业收入的主要构成部分，但占比逐年下降，2014 年为 74.77%，较上年减少 2.90 个百分点；纸浆及纸制品板块规模不断扩大，占营业收入的比重持续增长，2014 年达 17.18%，较 2013 年提高 1.97 个百分点；物流业务在营业收入中的比重较低，2014 年占比为 6.95%，较 2013

年上升 1.84 个百分点。

从毛利率看，公司综合毛利率呈现小幅上升趋势，2014 年为 5.96%，较上年同期增加 1.26 个百分点，盈利能力小幅提升。

2015 年 1~3 月，受贸易板块收入进一步下滑影响，公司实现营业收入 116.59 亿元，为 2014 年全年的 17.09%，同比下降 31.91%。同期，受益于物流业务毛利率上升，公司综合毛利率有所回升，为 7.53%。

表 2 公司业务板块经营情况

项目	收入（亿元）			占比（%）			毛利率（%）		
	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
商品贸易业务	596.37	510.11	76.65	77.67	74.77	65.74	1.07	2.69	2.14
纸浆及纸制品	116.09	117.20	25.81	15.12	17.18	22.14	14.35	14.10	13.69
物流业务	41.72	47.42	10.48	5.11	6.95	8.99	17.71	15.67	17.58
其他	9.17	7.33	3.65	2.10	1.10	3.00	38.16	40.11	48.49
合计	763.35	682.06	116.59	100.00	100.00	100.00	4.70	5.96	7.53

资料来源：公司提供

商品贸易业务

公司商品贸易业务主要由中国物资储运总公司（以下简称“中储公司”）和中国诚通金属（集团）公司（以下简称“金属公司”）负责经营，主要业务涉及钢铁、有色金属、贵金属、生铁炉料、煤炭等大宗生产材料。

2014 年，公司实现商品贸易收入 510.11 亿元，同比下降 14.46%。从毛利率情况看，受行业竞争激烈以及钢材贸易市场低迷影响，公司商品贸易业务毛利率较低，2014 年，公司主动调整战略，压缩了低效贸易业务 21%，使得当年毛利率提高至 2.69%，实现毛利润 13.70 亿元，同比增长 126.45%（2013 年仅实现毛利润 6.05 亿元）。

公司商品贸易以钢材及有色金属贸易为主，2014 年前五大贸易商品钢材、有色金属、生铁炉料、煤炭和化工材料合计占贸易业务收入的比重为 91.55%。

表 3 公司商品贸易业务板块经营情况（单位：万吨）

指标	2012 年	2013 年	2014 年
钢材（万吨）	695	624	692
有色金属（万吨）	77	88	104
贵金属（吨）	526	260	361
食品及农产品（万吨）	6	13	53
生铁炉料（万吨）	722	707	440
煤炭（万吨）	385	404	387
化工材料（万吨）	9	10	24
纸浆及纸制品（万吨）	21	16	33
其他（万吨）	26	36	71

资料来源：公司提供

从商品贸易量来看，跟踪期内公司钢材和煤炭贸易量基本稳定，2014 年分别为 692 万吨和 387 万吨；有色金属、食品及农产品和化工材料贸易量不断增加，2014 年分别为 104 万吨、53 万吨和 24 万吨，同比分别增长 18.18%、307.69%和 140.00%；贵金属贸易量波动较大，

2014 年完成 361 吨；生铁炉料贸易量下降较快，2014 年为 440 万吨，同比下降 37.77%。

跟踪期内，公司贸易业务模式与结算方式无明显变化，先与下游客户签订协议并收取保证金，然后向上游供应商全额支付货款，下游结算时以全额提货为主，部分客户给予不超过 1 个月的账期。公司坚持统进分销的策略以保证对上游的议价能力，销售网络覆盖程度高，竞争力较强。

2015 年 1~3 月，公司商品贸易板块实现收入 76.65 亿元，为 2014 年全年的 15.03%，毛利率为 2.14%，较 2014 年下降 0.55 个百分点。

造纸业务

公司纸业板块主要集中在中国纸业及其下属各子公司。截至 2014 年末，公司林地面积与前期持平，在国内拥有林地约 500 万亩，浆纸产能超过 300 万吨，综合实力位列国内造纸行业前列。

2014 年，公司实现纸浆及纸制品收入 117.20 亿元，同比增长 0.96%。从收入结构看，文化纸、白卡纸、包装纸、商品浆和特种纸为公司前五大销售商品，收入占比分别为 41.23%、24.52%、8.63%、9.39%和 8.33%。2014 年，公司实现纸浆及纸制品毛利润 16.52 亿元，同比下降 4.95%；毛利率为 14.10%，较 2013 年的 14.35%有所下降。

表 4 2013~2014 年公司纸业收入情况

项目（亿元）	2013 年	2014 年
涂布白板纸	-	0.49
白卡纸	31.2	28.74
特种纸	9.58	9.76
商品浆	13.47	11
文化纸	40.22	48.32
工业包装纸	9.87	10.11
彩色印刷	2.55	2.45
林业	1.34	1.24
造纸化工	0.84	3.35
其他	7.02	1.74
合 计	116.09	117.20

资料来源：公司提供

从产销量来看，受造纸行业景气度低迷影响，公司纸业产量和销量均小幅下降，2014 年分别为 208 万吨和 216 万吨，较 2013 年分别下降 1.89%和 0.92%。从产品结构来看，2014 年公司关闭佛山诚通纸业，涂布白板纸减少 10 多万吨的产量，泰格林纸的文化纸和冠豪高新的特种纸产销量的提高弥补了该部分损失；随着行业竞争加剧，卡纸产量减少 3 万吨，销量减少约 4 万吨。

表 5 公司林浆纸业务板块生产经营情况（单位：万吨）

指标	2012 年	2013 年	2014 年
1、生产量	206	212	208
（1）涂布白板纸	16	11	0
（2）白卡纸	44	51	48
（3）特种纸	8	8	9
（4）商品浆	25	37	32
（5）文化纸	85	81	97
（6）工业包装纸	26	24	23
2、销售量	200	218	216
（1）涂布白板纸	16	11	2
（2）白卡纸	43	53	49
（3）特种纸	8	8	9
（4）商品浆	23	39	36
（5）文化纸	86	83	95
（6）工业包装纸	23	24	24

资料来源：公司提供

2015 年 1~3 月，公司纸业板块实现营业收入 25.81 亿元，占 2014 年全年的 22.02%；受纸品价格持续低迷影响，公司纸业板块毛利率降至 13.69%。考虑到造纸行业需求后续增长动力不足，纸价存在进一步下跌风险，预计短期内造纸板块盈利能力改善幅度有限。

物流业务

物流是公司的传统优势产业，目前业务涵盖仓储、运输、配送、国际代理、现货市场租赁、集装箱多式联运、仓单质押等多种模式。

2014 年，公司物流业务实现营业收入 47.42 亿元，同比增长 13.66%。从收入结构看，2014

年除集装箱和动产监管业务收入小幅下降之外，其他业务收入都呈现增长态势。公司前五大业务分别为仓储业务、装卸业务、运输配送业务、国际货运代理业务和现货市场业务，2014年收入占比分别为14.87%、15.54%、24.78%、30.56%和5.04%。2014年，公司物流业务毛利率为15.67%，同比减少2.04个百分点。

表6 2013~2014年公司物流业务收入情况

项目（亿元）	2013年	2014年
仓储业务	6.51	7.05
装卸业务	6.79	7.37
运输配送业务	8.61	11.75
国际货运代理业务	12.25	14.49
集装箱	1.93	1.83
现货市场	2.19	2.39
加工业务	0.12	0.21
动产监管	2.59	1.58
其他物流业务	0.7	0.75
合 计	41.72	47.42

资料来源：公司提供

2014年，公司实现物流业务量2.05亿吨，同比上升54.14%；完成运输量0.24亿吨，同比上升33.33%；实现国际货运代理量0.48亿吨，同比下降11.11%；实现仓储业务总吞吐量0.50亿吨，同比增长6.38%。

表7 公司物流业务情况

项目	2013年	2014年
物流业务量（亿吨）	1.33	2.05
运输量（亿吨）	0.18	0.24
国际货运代理量（亿吨）	0.54	0.48
仓储业务总吞吐量（亿吨）	0.47	0.50

资料来源：公司提供

2015年1~3月，公司物流业务实现收入10.48亿元，占2014年全年的22.10%，毛利率小幅提高，为17.58%。

整体看，公司通过大力实施产业链的延伸，创新业务模式，增加高端、高附加值业务的比

重，国际货运代理业务等附加值较高的新型物流业务种类收入逐步提升，基本实现了从传统仓储物流服务向现代综合物流服务的经营模式升级性转型，在国家产业政策向好的趋势下，物流业务具有较好的前景和持续发展能力。但综合物流服务主业对土地、资金等资源具有一定的依赖性，同时信息化和网络化运营程度不高，影响了业务核心竞争力的提升。

资产经营业务

公司是国务院国有资产监督管理委员会确定的2家国有资产经营公司试点之一，所承接的项目主要为国家投融资体制改革、国有企业改革的整合性资产，具有一定公益性。

2013年，根据国务院国有资产监督管理委员会《关于中国冶金科工集团有限公司所属中冶纸业集团有限公司资产重组有关问题的批复》（国资改革[2013]92号）文件，中国冶金科工集团有限公司将所属中冶纸业集团有限公司（以下简称“中冶纸业”）100%国有产权自2012年12月31日起无偿划转至中国诚通控股集团有限公司。2013年3月1日，中冶纸业正式交由公司管理。

从目前中冶纸业债务重组进展来看，因清偿部分债务，中冶纸业待解决金融债务减少至88.57亿元，剩余债务中，山东板块37.8亿元债务拟由中国纸业出资2亿元成立临清新银河实业有限公司承接部分金融债务，通过企业分立合并的方式将核心资产与挂账债务分离，公司未来拟通过处置美利纸业股票偿还相关债务；北京、宁夏和上海板块50.8亿元债务拟通过发放银团贷款偿还原不良贷款，再通过处置资产、股票和其他合理方式偿还银团贷款本息。由于中冶纸业的划转属于公司国有资产处置业务范围，暂不并入公司合并报表，考虑到其资产运营的独立性，短期内预计不会对公司现有业务的经营和财务状况产生重大影响。联合资信将持续关注资产重组事项后续发展。

八、募集资金使用情况

公司存续期内中期票据包括“10 诚通 MTN2”和“13 诚通 MTN1”，募集资金主要用于补充营运资金和置换银行贷款优化债务融资结构。目前，募集资金已全部按计划投入使用。

中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增进公司”）为公司 2010 年 6 月 29 日发行的“10 诚通 MTN2”债券存续期前 5 年内应偿付的 22 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，该担保已于 2015 年 6 月 29 日到期；同时公司于“10 诚通 MTN2”存续期第 5 年末已经兑付本金 6.8 亿元，目前尚余本金 15.2 亿元。

九、财务分析

公司 2013~2014 年财务报表经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2015 年一季度财务报表未经审计。

公司 2014 年合并范围内企业总户数增加 28 户，其中新投资设立 24 户（三级企业 14 户，四级企业 8 户，五级及以下企业 2 户），并购 3 户（四级企业），沅江纸业有限责任公司重新纳入合并范围新增 1 户（四级企业）。2014 年合并范围内企业总户数减少 8 户，其中股权转让 1 户，清算注销 7 户（其中二级企业 1 户，三级企业 2 户）。合并范围内二级企业户数不变，为 12 户。

截至 2014 年底，公司资产总额合计 672.09 亿元，所有者权益合计 261.55 亿元（含少数股东权益 128.29 亿元）；2014 年公司实现营业收入 682.06 亿元，利润总额 13.72 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额合计 679.29 亿元，所有者权益合计 262.42 亿元（含少数股东权益 136.82 亿元）；2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 116.59 亿元，利润总额 0.68 亿元。

1. 盈利能力

2014 年公司实现营业收入 682.06 亿元，同比下降 11.88%；同期，公司营业成本同比下降 12.45%，略高于营业收入降幅；受此影响，公司营业利润率由 2013 年的 5.12% 上升至 5.76%，增长 0.64 个百分点。

期间费用方面，2014 年公司期间费用合计占营业收入的比重为 6.07%，较 2013 年的 4.99% 增加 1.08 个百分点，公司期间费用控制能力有所下降。

2014 年，公司取得投资收益 7.93 亿元，同比增长 140.30%，主要系 2014 年中储股份处置子公司确认股权投资收益 3.62 亿元，诚通资产处置子公司新华通投资发展有限公司确认投资收益 1.37 亿元。同期，公司实现营业外收入 13.37 亿元，同比增长 13.31%，主要来自政府补助、拆迁补偿收入和非流动资产处置利得（分别为 3.33 亿元、3.37 亿元和 4.48 亿元）。2014 年公司实现利润总额和净利润为 13.72 亿元和 8.48 亿元，同比分别增长 7.44% 和 0.36%，投资收益和营业外收入等非经营性损益是公司利润的主要来源。

从盈利指标来看，2014 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 3.88% 和 3.35%，公司整体盈利能力偏弱。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 116.59 亿元，净利润 0.25 亿元；分别为 2014 年全年的 17.09% 和 2.95%；同期公司营业利润率为 7.45%，较 2014 年上升 1.69 个百分点。

总体看，跟踪期内，受贸易板块收入下滑影响，公司整体收入规模下降，盈利能力仍偏弱，投资收益及营业外收入对公司利润贡献度大。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2014 年公司经营活动产生的现金流入及流出分别为 867.57 亿元和 781.63 亿元，分别较上年下降 7.80% 和 16.37%，构成主要以销售商品、提供劳务收到的现金和

购买商品、接受劳务支付的现金为主，另外公司收到和支付其他与经营活动有关的现金分别为 51.05 亿元和 58.27 亿元，同比分别下降 8.03% 和 3.65%，主要系公司的部分大宗商品贸易业务采用境外信用证结算所致；2014 年公司经营活动产生的现金流量净额为 85.94 亿元，较上年大幅提升。2014 年，公司现金收入比为 119.01%，较 2013 年上升 5.37 个百分点，公司现金收入质量处于较好水平。

公司投资活动主要表现为以收回投资收到的现金为主的现金流入，以及以投资支付、购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为主的现金流出。2014 年，受处置子公司收到的现金净额增加影响，公司投资活动现金流量净额 1.10 亿元，表现为净流入。同期，公司筹资活动前现金流量净额为 86.59 亿元，公司经营活动产生的现金能够满足投资活动的需求。

筹资活动方面，2014 年公司筹资活动现金流入合计 253.68 亿元，主要为取得借款收到的现金；另外公司收到其他与筹资活动有关的现金系公司发行的中期票据和短期融资券。同期筹资活动现金流出合计 338.31 亿元，主要为偿还债务支付的现金和支付的其他与筹资活动有关的现金。2014 年，公司筹资活动现金流量净额为 -84.64 亿元，表现为净流出。

2015 年 1~3 月，公司经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为 141.49 亿元和 -10.15 亿元；公司投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为 11.59 亿元和 5.57 亿元。2015 年 1~3 月，公司现金收入比为 101.47%，较 2014 年全年下降 17.54 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流入量有所下降，收入实现质量处于较好水平，公司经营活动产生的现金基本能够满足投资活动的需求。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2014 年底，公司资产总额合计 672.09 亿元，同比下降 12.94%，主要来自流动资产的减少。从资产构成看，流动资产占 53.01%，非流动资产占 46.99%，公司资产仍以流动资产为主。

截至 2014 年底，公司流动资产合计 356.25 亿元，同比下降 26.19%；下降主要来自应收票据、预付款项和其他应收款的减少。从流动资产结构看，2014 年公司流动资产主要由货币资金（占 21.82%）、应收票据（占 5.53%）、应收账款（占 13.84%）、预付款项（占 10.32%）、其他应收款（占 7.92%）和存货（占 28.63%）等构成。

2014 年底公司货币资金合计 77.62 亿元，其中银行存款占 76.72%，现金占 0.61%，其他货币资金占 22.67%，其他货币资金主要是票据保证金等受限资金。

截至 2014 年底，公司应收票据余额为 19.68 亿元，同比下降 83.76%，主要由于公司将部分票据背书转让；公司应收票据以银行承兑汇票（占 91.77%）为主。

截至 2014 年底，公司应收账款净额 49.22 亿元，主要为应收的货款；从账龄来看，1 年内款项占 85.42%，1~2 年款项占 5.60%，2~3 年款项占 2.39%；3 年以上款项占 6.59%；公司共计提坏账准备 3.87 亿元，计提比例 7.47%。

截至 2014 年底，公司预付款项合计 36.71 亿元，主要为公司商品贸易业务预付货款，1 年内款项占 89.06%。

截至 2014 年底，公司其他应收款净额为 28.17 亿元，同比下降 19.42%，主要为往来款项以及应收股权和债权转让款、土地补偿款等；从账龄看，1 年内款项占 51.93%，1~2 年占 4.88%，2~3 年占 3.25%，3 年以上款项占 39.94%。公司共计提坏账准备 11.60 亿元，计提比例 29.38%，计提比例充分。

截至 2014 年底，公司存货净额 101.86 亿

元，同比下降 1.31%，主要由原材料（占 20.84%）、库存商品（占 38.23%）和消耗性生物资产（占 30.44%）构成；公司计提跌价准备 2.56 亿元，计提比例 2.45%。

截至 2014 年底，公司非流动资产合计 315.84 亿元，同比增长 9.16%。从资产构成看，2014 年底公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 4.01%）、固定资产（占 58.61%）、在建工程（占 9.84%）和无形资产（占 11.41%）等构成。

截至 2014 年底，公司可供出售金融资产 12.66 亿元，主要为公司持有的农业银行（601288）股票、光大银行（06818.HK）股票、神州租车（00699.HK）股票以及其他上市公司股票。截至 2014 年底，公司对东兴证券股份有限公司投资 1.83 亿元，持股比例为 2.5%，2015 年 2 月 26 日，东兴证券股份有限公司在上海证券交易所上市（股票代码 601198），首次公开发行 A 股股票 50000 万股，发行价格 9.18 元，发行后公司总股本为 250400 万股；按照发行价格来估算，公司所持东兴证券的可供出售金融资产账面价值会上升约 4 亿元，由此将带动公司所有者权益中的资本公积大幅增加。

截至 2014 年底，公司长期股权投资为 5.91 亿元，主要为对联营企业投资，公司计提长期股权投资减值准备 2.73 亿元，计提比例为 31.60%。

截至 2014 年底，公司固定资产原值 284.85 亿元，其中土地资产、房屋及建筑物和机械设备分别占 3.76%、34.68%和 56.31%；2014 年底公司累计计提折旧 94.74 亿元，累计计提减值准备 4.99 亿元，固定资产净额为 185.12 亿元。

2014 年底公司在建工程合计 31.09 亿元，同比增长 12.52%，主要来自造纸板块在建项目新增投资。2014 年底公司无形资产 36.05 亿元，主要为土地使用权（占 97.58%）。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额合计 679.29 亿元，较 2014 年底增长 1.07%。其中流动资产合计 379.74 亿元，较 2014 年底增长

6.59%，主要来自应收账款、预付款项和其他应收款的增长；非流动资产合计 299.55 亿元，较 2014 年底下降 5.16%，主要由于可供出售金融资产、固定资产和其他非流动资产的减少所致。

总体看，跟踪期内，公司资产规模有所下降，构成仍以流动资产为主，流动资产中现金类资产、存货占比较大；非流动资产中固定资产、无形资产占比高。公司资产构成相对稳定，符合企业经营特点。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益合计 261.55 亿元，同比增长 7.00%；其中归属于母公司所有者权益合计 133.27 亿元，同比增长 12.48%；少数股东权益合计 128.29 亿元，同比增长 1.86%。公司根据财政部财资[2014]3 号《财政部、国资委关于下达中国诚通控股集团有限公司 2014 年中央国有资本经营预算（拨款）的通知》，将下达公司国有经济结构调整支出 16.00 亿元作为增加国家资本金处理，同时将下达公司境外投资及对外经济技术合作支出 3 亿元作为增加公司资本金处理；截至 2014 年底，公司实收资本合计 93.80 亿元，同比增长 25.40%。

从所有者权益结构看，截至 2014 年底，公司所有者权益中实收资本占 70.39%，资本公积占 25.67%、未分配利润占 10.75%。

截至 2015 年 3 月底，所有者权益合计 262.42 亿元（含少数股东权益 136.82 亿元），较 2014 年底增长 0.33%；归属于母公司权益合计 125.60 亿元，较 2014 年底下降 5.75%；同期，公司资本公积 23.06 亿元，较上年底下降 11.16 亿元。

总体看，跟踪期内公司所有者权益结构稳定性好。

负债

截至 2014 年底，公司负债合计 410.54 亿元，同比下降 22.18%，其中流动负债占 66.43%，非流动负债占 33.57%。流动负债占比有所下降，公司负债结构仍以流动负债为主。

截至 2014 年底，公司流动负债 272.74 亿元，同比下降 31.05%，主要来自其他流动负债、应付票据、短期借款和其他应付款的下降。截至 2014 年底，公司短期借款为 91.13 亿元，其中质押借款占 4.54%，抵押借款占 11.25%，保证借款占 65.56%，信用借款占 18.65%；应付票据 69.64 亿元，同比下降 33.13%；应付账款 38.03 亿元，同比增长 42.23%，主要为应付购货款。

截至 2014 年底，公司非流动负债合计 137.80 亿元，同比增长 4.41%，构成主要以长期借款和应付债券为主。其中公司长期借款 25.37 亿元，同比略有下降；应付债券 100.25 亿元，同比增长 2.45%，主要包括公司及其下属子公司发行的中期票据和企业债。

截至 2015 年 3 月底，公司负债合计 416.88 亿元，较 2014 年底增长 1.54%；其中流动负债占 68.06%，非流动负债占 31.94%。公司债务结构较 2014 年底变化不大。

有息债务方面，截至 2014 年底，公司全部债务合计 311.24 亿元，同比下降 11.81%，主要来自短期债务的减少。其中短期债务占 59.64%，长期债务占 40.36%，公司有息债务以短期债务为主，符合以贸易业务为主的经营特征，但债务结构有待完善。截至 2015 年 3 月底，公司全部债务 297.64 亿元，较 2014 年底下降 4.37%，其中短期债务占 59.04%，长期债务占 40.96%，债务结构变化不大。

截至 2014 年底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化和资产负债率分别为 32.45%、54.34%和 61.08%，分别较上年下降 1.07、4.74 和 7.26 个百分点。截至 2015 年 3 月底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化和资产负债率分别为 31.72%、53.14%和 61.37%，较上年底变化不大。

总体看，跟踪期内，公司有息债务规模有所下降，构成仍以短期债务为主，债务结构有待改善。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，跟踪期内公司流动比率有所上升，2014 年为 130.62%；受存货规模增长影响，公司速动比率不断下降，2014 年为 93.27%。同期，公司经营现金流动负债比为 31.51%，较 2013 年的 1.62%有明显好转。公司短期偿债能力良好。

长期偿债能力方面，2014 年公司 EBITDA 合计 39.55 亿元，较 2013 年底小幅增长 2.41%；公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 2.78 倍和 7.87 倍。考虑到公司作为国资委下属的国有资产经营公司试点，能够得到政府的政策以及资金等方面的支持，公司整体偿债能力强。

截至 2014 年底，公司无对外担保。

截至 2014 年底，公司共获银行授信额度 403.79 亿元，尚未使用 179.76 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司子公司中储股份、冠豪高新、粤华包、诚通发展、岳阳林纸为上市公司，直接融资渠道畅通。

5. 存续期债券保障能力分析

公司分别于 2010 年 6 月 29 日和 2013 年 3 月 8 日发行了两期中期票据（“10 诚通 MTN2”和“13 诚通 MTN1”），额度分别为 22 亿元和 18 亿元，其中“10 诚通 MTN2”已于 2015 年 6 月 29 日兑付本金 6.8 亿元，目前尚余本金 15.2 亿元。

2014 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为 39.55 亿元、867.57 亿元和 85.94 亿元，对两期中期票据的保护倍数分别为 1.19 倍、26.13 倍和 2.59 倍。公司 EBITDA 对两期中期票据覆盖程度尚可，经营性现金流入量和净流量对两期中期票据保障程度高。

中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增进公司”）为公司 2010 年 6 月 29 日发行的“10 诚通 MTN2”债券存续期前 5 年内应偿付的 22 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，该担保已于 2015 年 6 月 29 日到期。

6. 过往债务履约能力

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G10110106010377405），截至2015年7月27日，公司无未结清及已结清不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

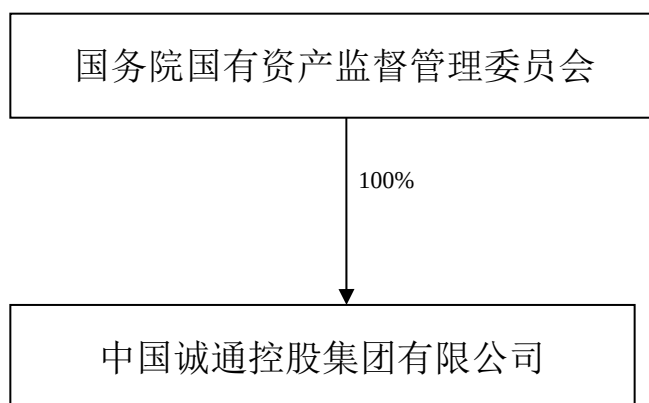
7. 抗风险能力

公司为国资委直属企业，主营业务涉及资产经营管理、综合物流服务、生产资料贸易和纸业，基于对公司自身经营和财务风险，以及国资委对于公司在政策及资金方面支持的综合判断，公司整体抗风险能力很强。

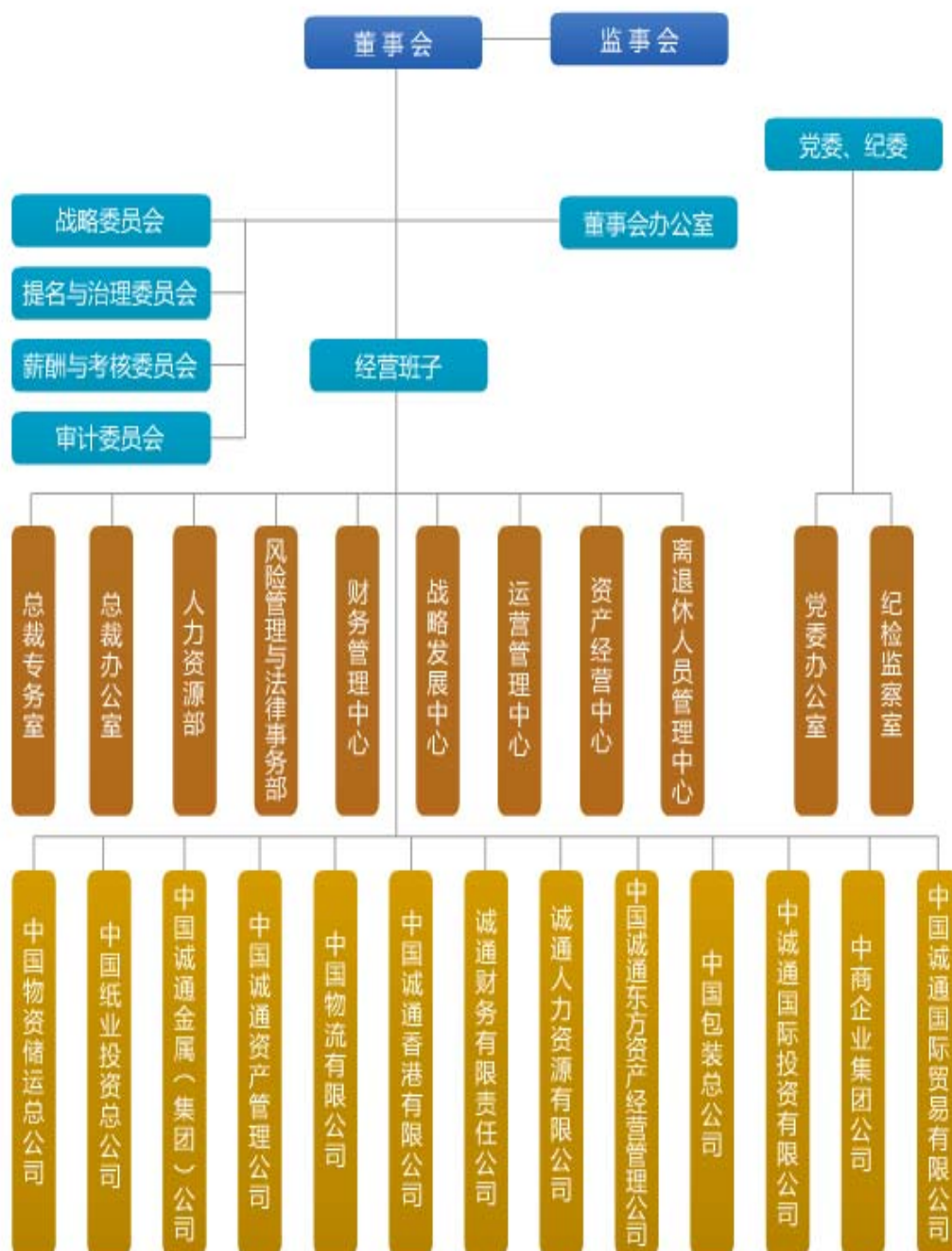
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定；并维持“10诚通MTN2”和“13诚通MTN1”AAA的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要计算指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	166.33	201.63	97.31	93.08
资产总额(亿元)	720.11	771.98	672.09	679.29
所有者权益(亿元)	235.25	244.43	261.55	262.42
短期债务(亿元)	195.32	229.64	185.62	175.74
长期债务(亿元)	130.12	123.26	125.62	121.90
全部债务(亿元)	325.44	352.90	311.24	297.64
营业收入(亿元)	748.69	774.06	682.06	116.59
利润总额(亿元)	12.48	12.77	13.72	0.68
EBITDA(亿元)	39.77	38.62	39.55	--
经营性净现金流(亿元)	-13.51	6.41	85.94	-10.15
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.70	5.47	5.90	--
存货周转次数(次)	7.10	7.38	6.26	--
总资产周转次数(次)	1.09	1.04	0.94	--
现金收入比(%)	94.41	113.64	119.01	101.47
营业利润率(%)	5.38	5.12	5.76	7.45
总资本收益率(%)	4.34	3.82	3.88	--
净资产收益率(%)	3.58	3.52	3.35	--
长期债务资本化比率(%)	35.61	33.52	32.45	31.72
全部债务资本化比率(%)	58.04	59.08	54.34	53.14
资产负债率(%)	67.33	68.34	61.08	61.37
流动比率(%)	127.41	122.02	130.62	133.84
速动比率(%)	99.07	95.92	93.27	96.61
经营现金流流动负债比(%)	-4.02	1.62	31.51	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.57	2.83	2.78	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.18	9.14	7.87	--

注：公司 2015 年一季度财务数据未经审计。

附件 3 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/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 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，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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其含义同中长期债券信用等级