

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1252 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“07诚通债”、“10诚通MTN1”、“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
二零一四年七月十七日



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
07 诚通债	5 亿元	2007/12/18-2017/12/18	AAA	AAA
10 诚通 MTN1	8 亿元	2010/03/24-2015/03/24	AAA	AAA
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: 2014 年 7 月 17 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	114.21	166.33	201.63	171.14
资产总额(亿元)	651.01	720.11	771.98	773.99
所有者权益(亿元)	214.15	235.25	244.43	240.00
短期债务(亿元)	192.95	195.32	309.02	292.93
全部债务(亿元)	307.92	325.44	432.28	416.70
营业收入(亿元)	650.09	748.69	774.06	153.79
利润总额(亿元)	12.03	12.48	12.77	0.54
EBITDA(亿元)	38.74	41.48	40.36	--
经营性净现金流(亿元)	-6.47	-13.51	6.41	-10.38
营业利润率(%)	6.83	5.38	5.12	5.82
净资产收益率(%)	5.08	3.58	3.52	--
资产负债率(%)	67.10	67.33	68.34	68.99
全部债务资本化比率(%)	58.98	58.04	63.88	63.45
流动比率(%)	119.32	127.41	122.02	119.57
全部债务/EBITDA(倍)	7.95	7.85	10.71	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.77	2.41	2.62	--
经营现金流流动负债比(%)	-2.19	-4.02	1.62	--

注: 2014 年一季度财务数据未经审计; 短期债务指标计算时已将其其他流动负债考虑在内。

分析师

田 甜 车 飞

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, 资产规模、收入及利润规模稳定增长。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, 公司主要经营板块盈利能力下滑、投资收益及营业外收入对利润总额贡献度大、有息债务规模增长较快且债务结构不合理等因素对公司经营造成一定不利影响。

中国农业银行授权其北京分行 (以下简称“中国农业银行”) 对公司 2007 年 12 月发行的“07 诚通债”提供了无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信公开评级, 中国农业银行主体长期信用等级为 AA^{Api}, 中国农业银行担保实力强, 可有效提升“07 诚通债”本息偿还的安全性。

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 月发行的“10 诚通 MTN2”债券存续期前 5 年应偿还的 22 亿元本金及票面利息提供不可撤销的连带责任保证。经联合资信评定, 中债增进公司主体长期信用等级为 AAA, 中债增进公司担保实力强, 可有效提升“10 诚通 MTN2”到期按时偿还的安全性。

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“07 诚通债”、“10 诚通 MTN1”、“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。
2. 跟踪期内, 公司营业收入及利润总额保

持持续增长。

3. 公司现金类资产充裕，经营活动现金流入规模大，对存续期债券保障程度高。
4. “07 诚通债”和 10 诚通 MTN2”分别由中国农业银行和中债增进公司提供了不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了两期债券到期按时偿还的安全性。

关注

1. 公司商品贸易业务易受宏观经济波动，造纸业务受行业影响持续低位运行，跟踪期内，公司主要经营板块盈利能力偏弱有所下滑。
2. 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。
3. 公司有息债务规模增长较快，债务负担持续上升，债务结构有待调整。
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、债务重组细则尚未明确，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债券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“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公司。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制为国有独资公司，并变更为现名。截至 2013 年底，公司注册资本为 66.80 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；五金文化、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 2013 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 1-2）；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 2013 年底，公司资产总额合计 771.98 亿元，所有者权益合计 244.43 亿元（含少数股东权益 125.94 亿元）；2013 年公司实现营业收入 774.06 亿元，利润总额 12.77 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额合计 773.99 亿元，所有者权益合计 240.00 亿元（含少数股东权益 121.39 亿元）；2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 153.79 亿元，利润总额 0.54 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

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长

7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基准利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369

亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财金[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务，改革总体

目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013 年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业分析

1. 贸易

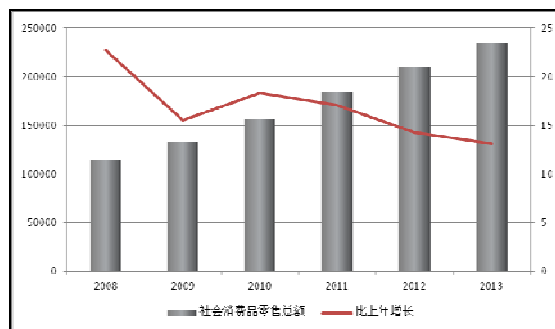
公司贸易业务主要以国内商品贸易为主。

2011 年以来，国内贸易保持了增长的发展势头，但增速有所下滑。根据国家统计局最新数据，2013 年全年社会消费品零售总额 234380 亿元，比上年增长 13.1%，扣除价格因素，实际增长 11.5%，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 202462 亿元，增长 12.9%；乡村消费品零售额 31918 亿元，增长 14.6%。按消费形态统计，商品零售额 208988 亿元，增长 13.6%；餐饮

收入额 25392 亿元，增长 9.0%。在限额以上企业商品零售额中，汽车类零售额比上年增长 10.4%，家具类增长 21.0%，家用电器和音像器材类增长 14.5%。

图 1 社会消费品零售总额及增长率情况

(单位：亿元、%)

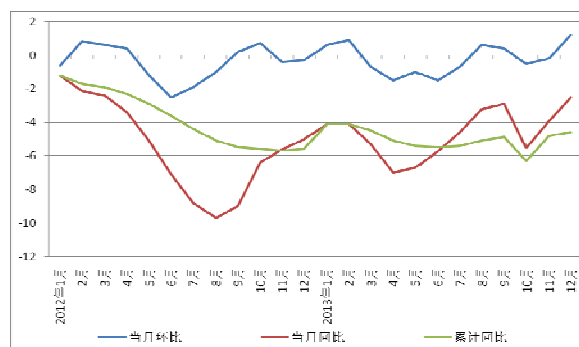


资料来源：Wind

2013 年，由于需求回升缓慢，供需矛盾突出，生产资料市场价格延续震荡下行走势。1-12 月，生产资料市场累计平均价格，比去年同期下降 4.6%，降幅较上年收窄 1 个百分点；比年初下降 1.2%，降幅较上年收窄 0.3 个百分点。从走势上看，全年曾出现三个回升阶段，分别是 1-2 月、8-9 月和 12 月，但因回升幅度较小，持续时间较为短暂，未能扭转全年价格低迷态势。

2013 年生产资料市场继续保持平稳增长，全社会生产资料销售总额 55 万亿元，按可比价计算，同比增长约 11.9%，增速较去年同期持平。同期，全社会物流总额为 200 万亿元，按可比价格计算，同比增长 9.5%，增幅较去年同期回落 0.3 个百分点左右，但仍然快于 GDP 增长。

图 2 生产资料价格总指数变动情况



资料来源：中国物流信息中心，联合资信整理

从国际市场看,国际大宗商品价格整体也呈现下降格局。进口方面,生产资料产品全年累计平均价格同比下降 1.3%,比年初下降 1.8%。其中,工业生产资料累计平均价格同比下降 1.2%,在结构上,除木材和机电类生产资料进口价格同比有所上升外,其他各大类产品进口价格均有所下降,能源类和有色金属类产品价格降幅较为明显;农业生产资料进口累计平均价格同比下降 7.8%。出口方面,生产资料产品全年累计平均价格同比下降 0.9%,比年初下降 1.2%。其中,工业生产资料累计平均价格同比下降 0.9%,在结构上,除建材、木材和汽车类生产资料出口价格同比有所上升外,其他各大类产品出口价格均有所下降,黑色金属、有色金属和能源类产品价格降幅较为明显;农业生产资料出口累计平均价格同比下降 3.0%。

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,增速有所回落。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。

2. 造纸

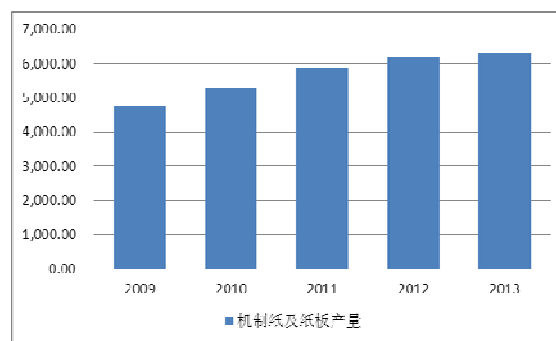
(1) 行业现状

近年来,随着国内造纸产能持续增大,纸及纸板供需矛盾逐步缓和。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,2013 年全国纸及纸板生产企业约 3400 家,全国纸及纸板生产量 10110 万吨,较上年下降 1.37%。消费量 9782 万吨,较上年下降 2.65%,人均年消费量 72 千克(13.61 亿人)。2004-2013 年,机制纸板生产量年均增长 8.26%,消费量年均增长 6.74%。从生产布局与集中度来看,2013 年中国东部地区 12 个省(区、市),纸及纸板产量占全国纸及纸板产量比例为 76.9%,比上年提高 1.5 个百分点;中部地区 9

个省(区)比例占 16.9%,比上年降低 1.5 个百分点;西部地区 10 个省(区、市)比例占 6.2%,与上年持平。

据国家统计局统计,2013 年规模以上造纸生产企业 2934 家;主营业务收入 7575 亿元,同比增长 5.91%;工业增加值增速 5.40%;产成品库存 298 亿元,同比下降 4.33%;利润总额 374 亿元,同比增长 6.95%;资产总计 9015 亿元,同比增长 8.02%;负债总额 5247 亿元,同比增长 4.83%;在统计的 2934 家造纸生产企业中,亏损企业有 401 家,占 13.67%。

图 3 2009~2013 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 1 月,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 1-2 月,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。

（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%。

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。2013 年全国废纸累计进口数量 2924 万吨，同比下降 2.8%，价值 59 亿美元，同比下降 5.5%，进口均价 201.78 美元/吨；进口纸浆 1685 万吨，同比增长 2.4%，价值 113.7 亿美元，同比增长 3.7%，进口均价 674.78 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

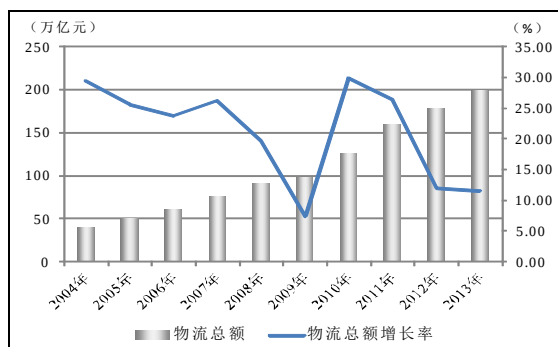
造纸工业作为国民经济的基础原材料工业，在目前国内造纸工业人均消费纸量远低于发达国家水平的背景下，行业仍具有较好的增长空间。但是，目前造纸行业集中度仍然较低，

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，2013年全国社会物流总额197.8万亿元，同比增长9.5%，增幅比上年回落0.3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181.5万亿元，同比增长9.7%，增幅比上年回落0.3个百分点。进口货物物流总额12.1万亿元，同比增长6.4%，增幅比上年回落1.3个百分点。农产品物流总额同比增长4.0%，增幅比上年回落0.6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30.4%，增幅比上年加快6.9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20.3%，增幅比上年加快10.2个百分点。2013年全国物流业增加值为3.9万亿元，同比增长8.5%；物流业增加值占GDP的比重为6.8%，占服务业增加值的比重为14.8%。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4 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

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 359.4 亿，净资产 11.66 亿，职工人数 5.7 万人；变现和盘活了资产 20 多亿元，整合孵化出有效资产 60 多亿元；共清理退出困难子企业 289 户，分流安置人员 3.59 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 2013 年底，公司仓储物流设施占地面积 1326 万平方米，年吞吐量约 4700 万吨，年运输量达到 1839 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。

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，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，目前国内已拥有林地近 500 万亩，造纸产能达到 335 万吨，制

浆产能 40 万吨，综合实力位列国内造纸行业前列。产品涵盖纸浆、文化类印刷用纸、涂布白板纸、白卡纸、无碳复写纸、热敏纸、不干胶标签纸等众多品种，其中税票纸、彩票纸、烟卡纸和利乐液包纸在细分行业处于龙头地位，具有较强的细分行业竞争力、控制力和影响力。

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，公司营业收入保持小幅稳定增长。其中 2013 年公司实现主营业务收入 763.35 亿元，同比增长 3.04%。从收入构成看，商品贸易业务仍是公司第一大收入来源（占公司主营业务收入比重保持在 75%以上），2013 年公司实现商品贸易业务收入 592.92 亿元，同比增长 3.15%；纸浆及纸制品业务、物流业务收入规模及占主营业务收入比重基本保持稳定，2013 年公司分别实现收入 115.43 亿元和 39.00 亿元，同比分别增长 7.77%和下降 0.08%。

从主营业务毛利率看，公司主营业务毛利率呈现小幅下滑趋势，其中 2013 年为 4.70%，较上年同期下降 0.57 个百分点，盈利能力持续下滑。

2014 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 152.98 亿元，为 2013 年全年的 20.04%；公司分别实现商品贸易业务、纸浆及纸制品和物流业务收入 115.89 亿元、23.75 亿元和 10.36 亿元，较上年同期分别下降 9.62%、下降 7.36%和增长 12.59%；公司主营业务毛利率 5.68%，较 2013 年有所回升。

表 1 公司主营业务收入概况

项目	收入（亿元）			占比（%）			毛利率（%）		
	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月
商品贸易业务	574.84	592.92	115.89	77.59	77.67	75.76	1.69	1.07	1.30
纸浆及纸制品	107.11	115.43	23.75	14.46	15.12	15.52	14.60	14.35	15.54
物流业务	39.03	39.00	10.36	5.27	5.11	6.77	20.22	17.71	18.77
其他	19.86	16.00	2.98	2.68	2.10	1.95	29.17	38.16	52.23
合计	740.84	763.35	152.98	100.00	100.00	100.00	5.27	4.70	5.68

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。

2013 年，公司实现商品贸易收入 592.92 亿元，同比增长 3.15%。从收入结构看，前五大商品为钢材、有色金属、贵金属、生铁炉料和煤炭，占比分别为 33.46%、39.83%、2.52%、11.39%和 4.65%。同期，公司商品贸易业务毛利率由 2012 年的 1.69%小幅下降至 1.07%。

表 2 公司商品贸易业务板块经营情况（单位：万吨）

指标	2011 年	2012 年	2013 年
1、钢材	626	695	624
2、有色金属	41	77	88
3、贵金属	377	526	260
4、木材建材（农产品）	4	6	13
5、生铁炉料	567	722	707
6、煤炭	194	385	404
7、化工材料	20	9	10
8、纸浆及纸制品	2	21	16
9、其他	52	26	36

资料来源：公司提供

从商品贸易量来看，2013 年公司主要商品贸易量除有色金属和煤炭有所增长外，其他受市场需求持续低迷影响，较上年均有所下降，其中贵金属贸易量下降较快，2013 年完成 260 万吨，同比下降 50.57%。

2014 年 1~3 月，公司实现商品贸易收入 115.89 亿元，同比下降 9.62%；毛利率为 1.30%，较 2013 年全年小幅提高 0.23 个百分点，仍处于微利水平。

造纸业务

公司目前纸业板块主要集中在中国纸业及其下属各子公司。2013 年，公司实现纸浆及纸制品收入 115.43 亿元，同比增长 7.77%；毛利率为 14.35%，较上年小幅下降 0.25 个百分点。

跟踪期内，公司纸业板块在行业经营形势严峻的大环境下推行“去库存化”策略，销量同比增长 8.9%；且基于以销定产的原则，由于库存下降明显，产量同比略有增长，仅增长 2.9%。在销量增长较明显的同时，售价较高的白卡纸和特种纸所占比例也有所提升。

表 3 公司林浆纸业务板块生产经营情况（单位：万吨）

指标	2011 年	2012 年	2013 年
1、生产量	247	206	212
（1）涂布白板纸	19	16	11
（2）白卡纸	51	44	51
（3）特种纸	13	8	8
（4）商品浆	27	25	37
（5）文化纸	102	85	81
（6）工业包装纸	28	26	24
2、销售量	241	200	218
（1）涂布白板纸	21	16	11
（2）白卡纸	51	43	53
（3）特种纸	8	8	8

指标	2011 年	2012 年	2013 年
(4) 商品浆	24	23	39
(5) 文化纸	100	86	83
(6) 工业包装纸	26	23	24

资料来源：公司提供

2014 年 1~3 月，公司实现纸浆及纸制品收入 23.75 亿元，同比下降 7.36%；毛利率 15.54%，较 2013 年全年提高 1.19 个百分点。

物流业务

2013 年，公司物流业务实现营业收入 39.00 亿元，较上年同期相比基本保持稳定。从收入结构看，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动产监管业务，收入占比分别为 15.61%、16.28%、20.64%、9.35%和 6.20%。2013 年，公司物流业务毛利率为 17.71%，同比下降 2.51 个百分点。

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

作为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，公司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。

鉴于公司的特殊职能，公司在央企整合中具有较大的发展空间。近年来，公司在资产经营方面积累了丰富的经验，资产经营业务与公司实业业务相互独立、封闭运营。凭借有效的管理模式，通过内部整合、引资改造、股权转让及清算关闭等多种方式不断盘活托管资产，有效资源陆续进入公司相关产业，使得公司各

实业业务不断壮大。

根据国务院国有资产监督管理委员会 2013 年 3 月 5 日《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。截至 2012 年 12 月 31 日，中冶纸业资产总额 194.10 亿元，负债总额 186.41 亿元，所有者权益 7.69 亿元；2012 年全年，中冶纸业实现营业收入 103.67 亿元，利润总额 -16.83 亿元。2013 年 3 月 1 日，中冶纸业正式交由公司管理。

经清产核资后，截至 2013 年底，中冶纸业资产合计 116.20 亿元，负债总额 166.01 亿元，所有者权益合计 -49.81 亿元；2013 年，中冶纸业实现营业收入 49.60 亿元，利润总额 -16.20 亿元。

中冶纸业的划入有益于进一步充实公司造纸业务经营规模。但同时，受中国造纸行业持续低迷影响，中冶纸业连年亏损，部分核心业务处于半停工、停产状态；且中冶纸业整体债务负担重等不利因素给后续资产、债务整合带来诸多不利影响。经国资委审批同意，中冶纸业作为资产管理业务相关资产，2 年内暂不纳入公司合并报表范围。同时，根据财政部财企[2013]233 号《财政部、国资委关于下达中国诚通控股集团有限公司 2013 年中央国有资本经营预算（拨款）的通知》，公司收到中国纸业投资有限公司重组中冶纸业项 5.00 亿元，公司将该项拨款作增加国家资本金处理。目前公司关于中冶纸业资产、债务重组计划尚未明确，联合资信将持续关注重组事项后续发展。

八、募集资金使用情况

2007 年 12 月公司发行 5 亿元公司债券“07 诚通债”，主要募集资金项目为中储物流中心改

造项目、中储股份上海洋山保税港区物流仓库项目、中储股份无锡物流中心项目、中储股份上海吴淞物流项目、中储股份上海浦东合庆物流项目、中储股份上海浦东合庆物流项目、江苏盐城大丰港仓储物流中心项目以及中国物流公司与中铁国际货代公司合作项目。目前募集资金已全部按计划投入使用。

公司分别于 2010 年、2013 年发行共 3 期中期票据“10 诚通 MTN1”、“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。

九、财务分析

公司提供的 2011~2012 年财务数据已经利安达会计师事务所有限责任公司审计，2013 年财务数据已经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。2014 年 1~3 月财务数据未经审计。

截至 2013 年底，公司资产总额合计 771.98 亿元，所有者权益合计 244.43 亿元（含少数股东权益 125.94 亿元）；2013 年公司实现营业收入 774.06 亿元，利润总额 12.77 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额合计 773.99 亿元，所有者权益合计 240.00 亿元（含少数股东权益 121.39 亿元）；2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 153.79 亿元，利润总额 0.54 亿元。

1. 盈利能力

2013 年公司实现营业收入 774.06 亿元，同比增长 3.39%；同期，公司营业成本同比增长 3.74%，略高于营业收入增速。受此影响，公司营业利润率由 2012 年的 5.38% 小幅下降至 5.12%。

期间费用方面，2013 年，公司期间费用合计 38.66 亿元，较上年同期下降 10.82%；公司期间费用合计占公司营业收入比重的 4.99%，较上年同期下降 0.80 个百分点，公司期间费用

控制能力较好。

2013 年，公司实现投资收益 3.30 亿元，同比下降 55.74%，主要来自处置长期股权投资以及可供出售金融资产取得的投资收益；公司实现营业外收入 11.80 亿元，同比增长 2.56%，主要来自政府补助及拆迁补偿收入（分别为 4.00 亿元和 3.66 亿元）。2013 年公司实现利润总额和净利润为 12.77 亿元和 8.45 亿元，同比分别增长 2.34% 和 5.11%；公司投资收益及营业外收入等非经营性损益对利润总额影响大。

从盈利指标来看，2013 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 3.85% 和 3.52%，同比分别下降 0.81 和 0.05 个百分点。

2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 153.79 亿元，为 2013 年全年的 19.87%；利润总额 0.54 亿元，为 2013 年全年的 4.23%；营业利润率为 5.82%，较 2013 年提高 0.70 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司收入规模稳定增长；受贸易以及纸业务利润下滑影响，公司各项盈利指标有所下滑，2014 年 1 季度有所回升，但公司整体盈利能力仍偏弱；公司投资收益及营业外收入对利润总额贡献度大。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2013 年公司经营活动产生的现金流入及流出分别为 940.98 亿元和 934.57 亿元，分别较上年增长 25.03% 和 21.98%，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 55.51 亿元和 60.48 亿元，同比分别增长 25.31% 和 62.83%，主要系诚通香港公司的大宗商品贸易业务所采用境外信用证结算所致；2013 年公司经营活动产生的现金流量净额为 6.41 亿元。2013 年，公司现金收入比为 113.64%，较 2012 年上升 19.22 个百分点，公司收现质量有所提升。

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。2013 年，公司投资活动现金流量净额-32.93 亿元，表现为净流出。2013 年，公司筹资活动前现金流量净额为-26.52 亿元，公司经营活动产生的现金无法满足投资活动的需求，对外部融资的需求较高。

筹资活动方面，2013 年公司筹资活动现金流入合计 241.03 亿元，较上年下降 15.23%，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 2013 年公司发行的 18 亿元中期票据。同期筹资活动现金流出合计 222.69 亿元，较上年下降 10.70%，主要为偿还债务支付的现金。2013 年，公司筹资活动现金流量净额为 18.34 亿元，同比下降 47.57%。

2014 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 167.92 亿元和-10.38 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 0.35 亿元和-7.56 亿元。2013 年 1~3 月，公司现金收入比为 103.54%，较 2013 年全年下降 10.09 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流入量继续保持较大规模，收入实现质量有所提升，公司对外投资仍然主要依靠银行等外部融资渠道解决资金需求。

3. 资本及债务结构 资产

截至 2013 年底，公司资产总额合计 771.98 亿元，较 2012 年增长 7.20%，其中流动资产占 62.52%，非流动资产占 37.48%，流动资产比例较上年进一步上升。

截至 2013 年底，公司流动资产合计 482.65 亿元，同比增长 12.65%，增长主要来自应收票据、存货和其他流动资产的增加。从流动资产结构看，2013 年公司流动资产主要由货币资金（占 16.64%）、应收票据（占 25.11%）、应收账款（占 8.50%）、预付款项（占 12.36%）、其他应收款（占 7.24%）、存货（占 21.38%）和其他流动资产（占 8.43%）构成。

截至 2013 年底，公司货币资金合计 80.30 亿元，同比下降 12.18%，构成主要以银行存款为主（占 78.11%）。公司货币资金中受限资金为 8.04 亿元，主要系票据、信用证保证金。

截至 2013 年底，公司应收票据 121.19 亿元，同比增长 63.97%，构成主要为银行承兑汇票（占 99.19%）。

截至 2013 年底，公司其他应收款净额 34.96 亿元，同比下降 16.73%，主要为往来款项。从账龄看，1 年以内的款项占 49.64%，1~2 年占 3.92%，2~3 年占 1.27%，3 年以上款项占 45.18%，账龄较长。公司共计提坏账准备 11.30 亿元，计提比例 24.43%，计提充分。

截至 2013 年底，公司存货净额 103.21 亿元，较上年增长 8.31%，构成主要以原材料（占 15.46%）、库存商品（占 39.42%）和消耗性生物资产（占 27.95%）为主；公司计提跌价准备 2.79 亿元，计提比例 2.63%。

截至 2013 年底，公司其他流动资产 40.69 亿元，同比大幅增长 175.83%，主要系短期投资大幅增加所致。

截至 2013 年底，公司非流动资产合计 289.33 亿元，同比小幅下降 0.80%，构成较 2012 年底变化不大。

截至 2013 年底，公司投资性房地产 19.51 亿元，同比下降 21.85%，主要系重新分类至无形资产-土地使用权所致。

截至 2013 年底，在建工程 27.64 亿元，同比增长 103.55%，系工程增加投资所致。公司在建工程主要为东海岛特种纸及涂布纸项目（一期）、中储总公司-奉贤项目、常州综合物流中心、海南中商农产品市场项目和南京铜井港五期等项目，其中东海岛特种纸及涂布纸项目（一期）预计投资总额 15.41 亿元，项目建设内容为新建特种纸原纸生产线及涂布纸加工生产线、陆续搬迁公司现所在地四条涂布生产线，发展公司特种纸领域的无碳复写纸和热敏纸的主营业务，建设周期为 3 年，截至 2013 年底，已完成土建及厂房工程，重要生产线设备已安

装，完工进度达到 95%，将在厂房及配套工程建设完成后进场安装调试。

表 4 公司主要在建工程项目情况 (单位: 亿元)

项目名称	预算金额	本期增加	期末余额
中储总公司-奉贤项目	4.67	0.72	2.73
南京铜井港五期	3.86	1.29	2.16
物流服务中心大楼	1.36	0.65	1.44
中储辽宁物流园	2.60	0.68	1.05
成都物流中心库房	1.17	0.47	0.58
东海岛特种纸及涂布纸项目（一期）（含购买土地）	15.41	7.54	11.19
三期生产车间扩建项目	0.98	0.48	0.51
全国有色金属贸易服务平台设备及软件开发	3.00	0.35	0.38
常州综合物流中心	3.70	1.84	2.74
海南中商农产品市场项目	5.50	0.63	2.16
合计	42.25	14.65	24.93

资料来源：公司提供

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额合计 773.99 亿元，较 2013 年底小幅增长 0.26%。其中流动资产合计 479.14 亿元，较上年底下降 0.73%；非流动资产合计 294.85 亿元，较上年底增长 1.91%。流动资产中货币资金 60.75 亿元，较上年底下降 24.35%；应收账款 50.85 亿元，较上年底增长 23.63%；预付账款 72.29 亿元，较上年底增长 21.16%。非流动资产中在建工程 33.90 亿元，较上年底增长 22.66%。

总体看，跟踪期内，公司资产规模稳定增长，构成以流动资产为主，货币资金较为充裕，整体资产质量较好。

所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益合计 244.43 亿元，较上年增长 3.90%，增长来自实收资本及未分配利润的增加；其中归属于母公司所有者权益合计 118.49 亿元，同比增长 2.81%；少数股东权益合计 125.94 亿元，同比增长 3.90%。

从归属于母公司所有者权益结构看，2013 年底，公司实收资本占 63.13%，资本公积占 28.39%、未分配利润占 12.28%。截至 2013 年底，公司实收资本合计 74.80 亿元，较 2012 年底增长 11.98%，主要系根据财政部财企[2013]233 号《财政部、国资委关于下达中国诚通控股集团有限公司 2013 年中央国有资本经营预算（拨款）的通知》，公司收到中央国有资本经营预算产业升级与发展支出 8.00 亿元（其中 5.00 亿元系中国纸业投资有限公司重组中冶纸业项目拨款），该项拨款作增加公司国家资本金处理；公司资本公积 33.64 亿元，同比下降 9.90%，主要系可供出售金融资产公允价值变动所致。

截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益合计 240.00 亿元，较上年底下降 1.81%；其中归属于母公司权益合计 118.60 亿元，较上年底增长 2.81%。

总体看，跟踪期内公司所有者权益结构稳定性好。

负债

截至 2013 年底，公司负债合计 527.55 亿元，同比增长 8.80%，增长主要来自流动负债中应付票据以及其他流动负债的增长。负债构成中，流动负债占 74.98%，非流动负债占 25.02%，流动负债占比有所上升。

截至 2013 年底，公司流动负债 395.56 亿元，同比增长 17.63%。其中应付票据 104.15 亿元，同比增长 47.42%；其他流动负债 79.38 亿元，同比增长 49.26 亿元，主要来自贸易项下信用证贴现款的大幅增长。

截至 2013 年底，公司非流动负债 131.98 亿元，同比下降 11.16%，构成主要以长期借款和应付债券为主。其中公司长期借款 25.41 亿元，同比下降 55.65%；应付债券 97.85 亿元，同比增长 34.37%，主要系公司发行“13 诚通 MTN1”以及子公司岳阳林纸发行公司债（“岳纸 12 公司债”，期限 5 年，发行额度为 8.50 亿元）所致。

截至 2014 年 3 月底，公司负债合计为 533.99 亿元，较 2013 年底增长 1.22%，其中流动负债占 75.04%，非流动负债占 24.96%，较上年底变化不大。

有息债务方面，截至 2013 年底，公司全部债务合计 432.28 亿元，同比增长 32.83%，主要来自短期债务的增长。其中截至 2013 年底公司短期债务合计 309.02 亿元，占全部债务的 71.49%，较上年底上升 11.47 个百分点；公司长期债务 123.26 亿元，同比下降 5.27%。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 2014 年 3 月底，公司全部有息债务 416.70 亿元，较 2013 年底下降 3.60%，其中短期债务占为 70.30%，较上年底小幅回落 1.19 个百分点；长期债务占 29.70%。

截至 2013 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 33.52%、63.88%和 68.34%，分别较上年下降 2.09、增长 5.84 和 1.01 个百分点。截至 2014 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 34.02%、63.45%和 68.99%。

总体看，跟踪期内，公司有息规模增长较快，且主要以短期债务为主，债务结构有待改善，公司债务负担有所加重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2013 年底公司流动比率和速动比率分别为 122.02%和 95.92%，分别较 2012 年底下降 5.39 和 3.15 个百分点；截至 2014 年 3 月底，上述指标分别为 119.57%和 91.63%。2013 年，公司经营现金流负债比由负转正，为 1.62%。考虑到公司现金类资产充裕且经营活动现金流入规模大，能够满足公司经营所需的短期资金周转，公司短期偿债能力尚可。

长期偿债能力方面，2013 年公司 EBITDA 合计 40.36 亿元，较 2012 年底小幅下降 2.70%；

公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 2.62 倍和 10.71 倍。整体看，公司长期偿债能力指标有所弱化。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 2013 年底，公司对外担保合计为 0.28 亿元，金额较小，或有负债风险小。

截至 2013 年底，公司共获银行授信额度 427.63 亿元，尚未使用 192.90 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、岳阳纸业为上市公司，直接融资渠道畅通。

5. 存续期债券保障能力分析

公司于 2010 年 3 月 24 日发行了额度为 8 亿元的中期票据（“10 诚通 MTN1”），将于 2015 年 3 月 24 日到期。截至 2013 年底，公司现金类资产为 201.63 亿元，剔除受限资金 8.04 亿元后为一年内到期的债券待偿还额（“10 诚通 MTN1”）的 24.20 倍；2013 年公司经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为 940.80 亿元和 6.41 亿元，分别为一年内到期的债券待偿还额的 117.62 倍和 0.80 倍。公司现金类资产和经营活动现金流入量对一年内到期的债券待偿还额的保障程度良好。

公司分别于 2007 年 12 月 18 日发行了额度为 5 亿元的公司债（“07 诚通债”）、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。截至 2013 年底，公司现金类资产为 201.63 亿元，剔除受限资金 8.04 亿元后为“07 诚通债”、“10 诚通 MTN2”和“13 诚通 MTN1”的 4.30 倍；2013 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 40.36 亿元、940.80 亿元和 6.41 亿元，对公司债和两期中期票据的保护倍数分别为 0.90 倍、20.91 倍和 0.14 倍。公司 EBITDA 和经营活动现金净流量对公司债和两期中期票

据覆盖程度偏弱，现金类资产和经营性现金流入量对公司债和两期中期票据保障程度高。

“07 诚通债”由中国农业银行股份有限公司授权其北京分行提供无条件不可撤销连带责任担保。经联合资信公开评级，中国农业银行股份有限公司主体长期信用等级为 AAApi，具有很强的担保能力，其提供的连带责任担保可有效提升“07 诚通债”的安全性和偿还能力。

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 月发行的“10 诚通 MTN2”债券存续期前 5 年应偿还的 22 亿元本金及票面利息提供不可撤销的连带责任保证。经联合资信评定，中债增进公司主体长期信用等级为 AAA，中债增进公司担保实力强，可有效提升“10 诚通 MTN2”到期按时偿还的安全性。

6. 过往债务履约能力

根据中国人民银行企业基本信用报告查询，截至2014年6月16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。

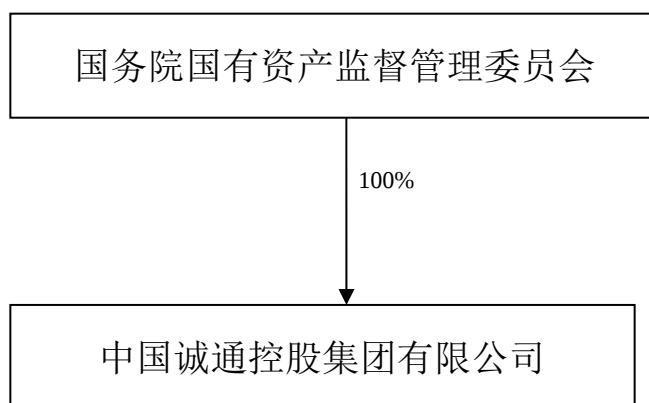
7. 抗风险能力

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，近年来公司经营及资产规模不断扩大，在物流及纸业领域的竞争实力不断增强。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。

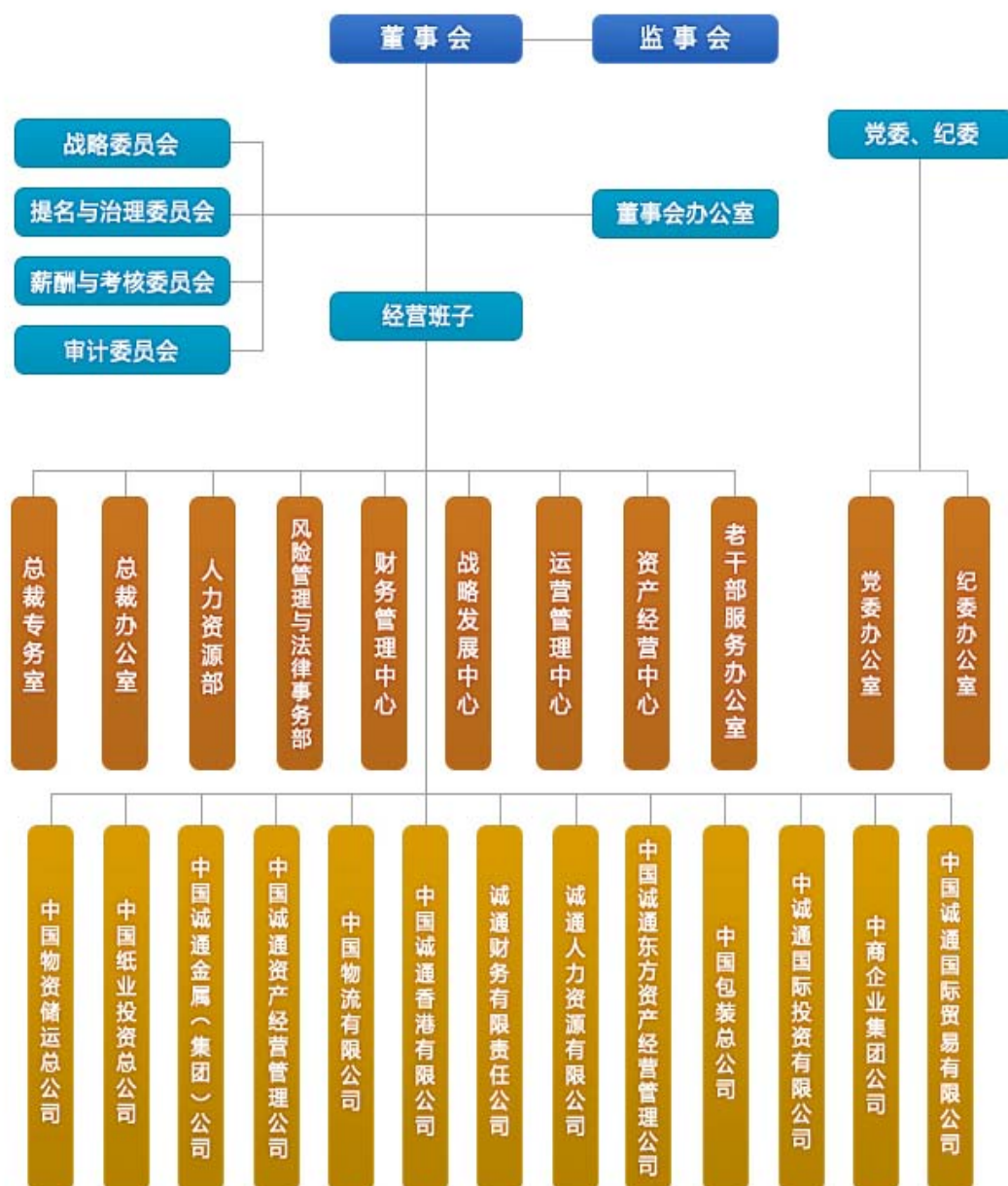
十、结论

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“07 诚通债”、“10 诚通 MTN1”、“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	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	114.21	166.33	201.63	171.14
资产总额(亿元)	651.01	720.11	771.98	773.99
所有者权益(亿元)	214.15	235.25	244.43	240.00
短期债务(亿元)	192.95	195.32	309.02	292.93
长期债务(亿元)	114.97	130.12	123.26	123.77
全部债务(亿元)	307.92	325.44	432.28	416.70
营业收入(亿元)	650.09	748.69	774.06	153.79
利润总额(亿元)	12.03	12.48	12.77	0.54
EBITDA(亿元)	38.74	41.48	40.36	-
经营性净现金流(亿元)	-6.47	-13.51	6.41	-10.38
财务指标				
销售债权周转次数(次)	11.79	7.70	5.47	-
存货周转次数(次)	8.13	7.10	7.38	-
总资产周转次数(次)	1.26	1.09	1.04	-
现金收入比(%)	108.26	94.41	113.64	103.54
营业利润率(%)	6.83	5.38	5.12	5.82
总资本收益率(%)	5.54	4.66	3.85	-
净资产收益率(%)	5.08	3.58	3.52	-
长期债务资本化比率(%)	34.93	35.61	33.52	34.02
全部债务资本化比率(%)	58.98	58.04	63.88	63.45
资产负债率(%)	67.10	67.33	68.34	68.99
流动比率(%)	119.32	127.41	122.02	119.57
速动比率(%)	84.30	99.07	95.92	91.63
经营现金流动负债比(%)	-2.19	-4.02	1.62	-
EBITDA 利息倍数(倍)	2.77	2.41	2.62	-
全部债务/EBITDA(倍)	7.95	7.85	10.71	-

注：公司 2014 年一季度财务数据未经审计；短期债务指标计算时已将其他流动负债考虑在内。

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/主营业务收入×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 主体长期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

银行间债券市场中长期债券信用评级设置及其含义同主体长期信用等级