

信用等级公告

联合〔2019〕2251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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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，“13 诚通 MTN1”“16 诚通控股 MTN001”“16 诚通控股 MTN002”“17 诚通控股 MTN001”“17 诚通控股 MTN002”“17 诚通控股 MTN003”“17 诚通控股 MTN004”“18 诚通控股 MTN001”和“19 中国诚通债转股债 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年七月二十四日



中国诚通控股集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级: AAA

上次主体长期信用等级: AAA

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
13 诚通 MTN1	17.3 亿元	2020/03/08	AAA	AAA
16 诚通控股 MTN001	15 亿元	2019/10/12	AAA	AAA
16 诚通控股 MTN002	30 亿元	2021/10/21	AAA	AAA
17 诚通控股 MTN001	25 亿元	2022/09/12	AAA	AAA
17 诚通控股 MTN002	25 亿元	2020/09/19	AAA	AAA
17 诚通控股 MTN003	15 亿元	2020/10/18	AAA	AAA
17 诚通控股 MTN004	10 亿元	2020/12/14	AAA	AAA
18 诚通控股 MTN001	25 亿元	2021/07/25	AAA	AAA
19 中国诚通债转股 01	31 亿元	2024/06/24	AAA	AAA

本次评级展望: 稳定

上次评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2019 年 7 月 24 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	345.67	666.21	1001.04	925.70
资产总额(亿元)	1082.2	1690.6	2474.56	2532.73
所有者权益(亿元)	611.34	1046.2	1540.71	1676.94
短期债务(亿元)	206.17	177.17	228.42	172.72
长期债务(亿元)	138.33	273.72	416.51	437.98
全部债务(亿元)	344.49	450.89	644.93	610.70
营业总收入(亿元)	621.54	828.75	1016.55	231.07
利润总额(亿元)	20.27	24.85	28.23	15.60
EBITDA(亿元)	45.93	52.87	66.08	--
经营性净现金流(亿元)	2.12	10.32	142.74	-15.64
营业利润率(%)	6.71	6.30	6.93	5.51
净资产收益率(%)	2.41	1.02	1.17	--
资产负债率(%)	43.51	38.11	37.74	33.79
全部债务资本化比率(%)	36.04	30.12	29.51	26.70
流动比率(%)	214.65	311.17	292.62	365.43
经营现金流动负债比(%)	0.66	2.99	29.09	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.50	8.53	9.76	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.91	3.71	2.82	--

注: 1. 2019 年一季度财务报表未经审计; 2. 短期债务包含其他流动负债中的有息债务; 3. 长期债务包含长期应付款中的有息债务; 4. 2016-2018 年现金类资产已剔除受限货币资金

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对中国诚通控股集团有限公司(以下简称“公司”)的评级,反映了其作为国务院国资委直属的国有资本运营公司试点企业,拥有重要的业务功能定位,在国家政策支持、无偿接收国有股权及资产划转方面具备显著优势;同时,公司控股经营的物流业务资源丰富,拥有国内最大的仓储占地;林浆纸业务产业链完整,产品线丰富,综合实力强。

跟踪期内,公司继续无偿接收多家中央企业上市公司国有股权,发起成立的中国国有企业结构调整基金股份有限公司(以下简称“国调基金”)首期募集资金已到位 988.26 亿元,带动公司资产规模和资本实力大幅提升,国有资本运营业务收益逐渐显现。同时联合资信也关注到公司控股经营的生产资料贸易业务盈利能力偏弱,本部债务负担偏重等因素对公司经营及发展可能带来的不利影响。

公司现金类资产充裕,对一年内到期债券余额保障能力很强,经营活动现金流入量对存续期内债券余额保障能力强。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA,“13 诚通 MTN1”“16 诚通控股 MTN001”“16 诚通控股 MTN002”“17 诚通控股 MTN001”“17 诚通控股 MTN002”“17 诚通控股 MTN003”“17 诚通控股 MTN004”“18 诚通控股 MTN001”和“19 中国诚通债转股 01”的信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为两大国有资本运营公司试点企业之一,是推进中央企业改革和布局结构调整的重要平台,承担中央企业国有资产整合和国有资本运营的重要职能,具有重要的业务功能定位。

分析师：杨学慧 李明

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

2. 跟踪期内，公司在国有股权及资产划转方面获得政府大力支持。截至2018年底，公司已接收了21家央企上市公司股权无偿划转，总市值509.35亿元（按划入市值计算），计入可供出售金融资产。
3. 公司牵头发起成立中国国有企业结构调整基金股份有限公司，服务于央企、支持重点行业整合和专业化重组。截至2018年底，首期募集资金已到位988.26亿元，公司为实际控制人，纳入合并范围，带动公司资产规模和资本实力大幅提升。
4. 公司拥有中国最大、分布最广的集仓储、配送、信息一体化的物流、集装箱运输和金属分销网络，并积极推进向现代物流业务转变，发展前景良好。
5. 公司现金类资产对一年内到期债券余额保障能力很强，经营活动现金流入量对存续期内债券余额保障能力强。

关注

1. 受宏观经济增速放缓、大宗商品价格震荡影响，公司控股经营的贸易业务盈利能力偏弱，应收账款和存货规模较大，对营运资金形成占用，存在一定的坏账和跌价风险。
2. 公司所有者权益中少数股东权益占比高，2018年将原计入资本公积的股权划转金额转入未分配利润，导致归属于母公司所有者权益中未分配利润占比高，公司权益稳定性较弱。
3. 母公司为控股平台型公司，资产及资本规模偏小，资本运营业务的开展主要依靠外部融资，债务负担偏重。

声 明

一、本报告引用的资料主要由中国诚通控股集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中国诚通控股集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于中国诚通控股集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

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，公司获准改建为国有独资公司，并变更为现名。截至2018年底，公司实收资本为128.00亿元，国务院国资委代表国务院履行出资人职责，是公司的实际控制人，持有其100%股份。

2016年2月，根据党中央、国务院关于深化国有企业改革的重要部署，经国务院国有企业改革领导小组研究决定，公司被确定为中央企业国有资本运营公司试点。公司将以优化中央企业国有资本市场布局结构、提高国有资本配置和运营效率为目标，着力搭建国有资本市场化、专业化运作平台，加快完善资本运营功能，通过资本运作、基金投资管理、金融服务和资产管理，为中央企业加快改革发展、促进国有资本流动重组和结构调整发挥积极作用。

截至2018年底，公司本部设董事会办公室、总裁办公室、人力资源部、法律事务部等15个职能部门（详见附件1-2）；公司直接或间接控股6家上市公司，分别是：中储发展股份有限公司（股票代码：600787.SH，以下简称“中储股份”）、佛山华新包装股份有限公司（股票代码：200986.SZ，以下简称“粤华包”）、广东冠豪高新股份有限公司（股票代码：600433.SH，以下简称“冠豪高新”）、岳阳林

纸股份有限公司（股票代码：600963.SH，以下简称“岳阳林纸”）、中国诚通发展集团有限公司（股票代码：0217.HK，以下简称“诚通发展”）和港中旅华贸国际物流股份有限公司（股票代码：603128.SH，以下简称“华贸物流”）。

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

截至2019年3月底，公司（合并）资产总额2532.73亿元，所有者权益1676.94亿元（含少数股东权益983.86亿元）；2019年1-3月，公司实现营业总收入231.07亿元，利润总额15.60亿元。

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、存续债券概况及募集资金使用情况

公司存续期内由联合资信评级的债券如下表所示，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。截至2019年6月底，除“19中国诚通债转股01”外，其余债券募集资金已全部按计划使用完毕；“18诚通控股MTN001”和“19中国诚通债转股01”未到付息日，其余债券均按时付息。

“19中国诚通债转股01”于2019年6月发行，募集资金31亿元，全部用于市场化债转股项目，截至2019年6月底，募集资金尚未开始使用。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
13 诚通 MTN1	18.00	17.30	2013/03/08	2020/03/08
16 诚通控股 MTN001	15.00	15.00	2016/10/12	2019/10/12

16 诚通控股 MTN002	30.00	30.00	2016/10/21	2021/10/21
17 诚通控股 MTN001	25.00	25.00	2017/09/12	2022/09/12
17 诚通控股 MTN002	25.00	25.00	2017/09/19	2020/09/19
17 诚通控股 MTN003	15.00	15.00	2017/10/18	2020/10/18
17 诚通控股 MTN004	10.00	10.00	2017/12/14	2020/12/14
18 诚通控股 MTN001	25.00	25.00	2018/07/25	2021/07/25
19 中国诚通债转股债 01	31.00	31.00	2019/06/24	2024/06/24

资料来源：中国货币网，联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

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

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，我国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费

减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）

14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，我国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能

源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，我国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，我国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年我国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所

放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；我国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，我国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年我国 GDP 增速在 6.3% 左右。

五、行业分析

1. 国有资本运营

(1) 背景

国有资本投资运营平台是根据国资委当初的概念而来，1998 年，成立上海国资委（上海是国内最早探索国资投资运营公司的区域之一）；2003 年 3 月 16 日，国务院成立国务院国有资产监督管理委员会（国资委）。经过多年的发展，国资委形成了一对多、大跨度监管，国资系统内部形成了较“垄断”的格局，将民企排斥在外，国企与民企之间形成了严格的划分，构筑的壁垒也越来越高，国企对外缺乏国际竞争力，对内十分强大，主要靠地产、金融、多元经营获利，主业经营整体较弱。

国有资本投资运营公司的设立，将以前国资管理体制的两层级架构，转化为国资监管三层级。国资委的监管职能依然保留，但其管人、

管事、管资产三个特征职能向下迁移至国资委和国有企业之间，形成一个夹层公司——也就是国有资本投资运营平台。其组织形式由“国资委—国有企业”转变成“国资委—投资、运营公司—国有企业”。

2013 年 11 月，十八届三中全会明确提出“完善国有资产管理体制，以管资本为主加强国有资产监管，改革国有资本授权经营体制，组建若干国有资本投资运营公司”，《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》（中发 22 号文）、《国务院关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》（国发 63 号文）等陆续对改组组建国有资本投资、运营公司提出了具体要求。

其中，国有资本运营公司以资本运营为主，运营的对象是持有的国有资本（股本），包括国有企业的产权和公司制企业中的国有股权。国有资本运营公司侧重改善国有资本的分布结构和质量效益，强调资金的周转循环、追求资本在运动中增值，提高资源配置效率。国有资本运营公司的经营方式包括兼并或分立，成立合资公司、公司制改建、培育上市公司、产权转让置换等。

表 2 国有资本运营公司资本运作方式

主要类型	运作方式
企业	合并、托管、收购、兼并、分立、重组、战略联盟
资产	剥离、置换、出售、转让、资产证券化
股权	发行股票、债券、配股、增发、转让股权、送股、转增、回购、MBO
融资	PE、VC、融资租赁
经营活动	PPP、特许经营

资料来源：《德勤国企改革系列白皮书之五》

国有资本运营公司是纯粹控股企业，不从事具体的产品经营，主要开展股权运营，行使股权管理权利，在资本市场通过资本运作有效组合配置国有资本。所以，国有资本运营公司一般由如下平台构成：国有资本流动平台、金控平台、国有资本母基金平台、综合性投资平台、国有资本证券化推动平台、重大关切管理

平台（重大任务、项目、工程推进平台）、PPP管理中心、合作联盟平台（国际化平台、资产管理平台、僵尸公司处置平台、创新平台（科技金融与创新服务，土地储备平台，无效低效资产，产权交易中心。相比之下，央企层面国有资本运营公司只有六个平台：国有资本母基金平台、创新平台（科技金融与创新服务）、国有资本证券化推动平台、合作联盟平台（国际化平台）、资产管理平台、国企改革重组平台。

（2）现状

自十八届三中全会提出“支持有条件的国有企业改组为国有资本投资公司”以来，国资委一直在积极推动中央企业进行两类公司的试点探索。2014年以来，已经在10家中央企业和122家地方国有企业开展试点。中央企业层面，自2014年开始，国资委分两批确定了10家中央企业开展国有资本投资、运营公司改革试点，其中8家是国有资本投资公司——中粮集团、国投公司、神华集团、宝武钢铁、中国五矿、招商局集团、中交集团和保利集团，2家是国有资本运营公司——中国诚通和中国国新。自2016年确定国有资本投资运营公司的“2+8”试点格局之后，试点企业数量在两年多时间内一直未发生变化。2018年12月28日，国资委宣布新一批11家中央企业国有资本投资公司试点启动，包括航空工业集团、国家电投、国机集团、中铝集团、中国远洋海运、通用技术集团、华润集团、中国建材、新兴际华集团、中广核、南光集团。

数据显示，10家两类公司试点企业2016年实现利润总额2450亿元，较上年增加765亿元，同比增加45%，远远超过央企平均水平。2017年，10家国有资本投资运营试点企业加快培育战略性新兴产业，提高国有资本配置效率，全年效益同比增长31%。

从运营公司试点层面看，目前诚通集团、中国国新两家企业共发起设立6只基金，总规模近9000亿元，初步形成了系列化、差异化、

协同化运营公司基金系。这些基金的实际运作，正在为中央企业提供融资新渠道。另外，试点企业还通过受让国资上市公司股权及参与国企改革ETF等方式加快国有股权流转。

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

（3）政策

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

2019年1月16日，国资委公开《中央企业工资总额管理办法》（以下简称“《办法》”）。

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

2019年4月28日,国企改革重磅文件《改革国有资本授权经营体制方案》(以下简称“《方案》”)印发,明确了国资委、财政部及其他部门、机构作为出资人代表机构的履职方式,实行清单管理,分类开展授权放权。《方案》提到,将更多具备条件的中央企业纳入国有资本投资、运营公司试点范围,赋予企业更多经营自主权。《方案》明确,制定出台出资人代表机构监管权力责任清单,清单以外事项由企业依法自主决策,清单以内事项要大幅减少审批或事前备案。将依法应由企业自主经营决策的事项归位于企业,将延伸到子企业的管理事项原则上归位于一级企业,原则上不干预企业经理层和职能部门的管理工作,将配合承担的公共管理职能归位于相关政府部门和单位。此次改革的另一大亮点是对国有资本投资运营公司极大的放权。对国有资本投资、运营公司,一企一策有侧重、分先后地向符合条件的企业开展授权放权。内容主要包括战略规划和主业管理、选人用人和股权激励、工资总额和重大财务事项管理等,亦可根据企业实际情况增加其他方面授权放权内容。根据《方案》,授权国有资本投资、运营公司根据出资人代表机构的战略引领,自主决定发展规划和年度投资计划。国有资本投资公司围绕主业开展的商业模式创新业务可视同主业投资。授权国有资本投资、运营公司依法依规审核国有资本投资、运营公司之间的非上市公司产权无偿划转、非公开协议转让、非公开协议增资、产权置换等事项。

(4) 关注

作为改革路径的一种全新探索,国有资本运营公司的改组和组建,没有现成的成功案例可参考,也没有普适性的解决方案。各个试点需要根据自身实际情况,探索出各自的方案,为改革探索出新路。过程中面临的主要挑战包括:

核心能力建设

资本运营公司的核心能力即资本运作能

力,重点有风险管控、战略设计、投融资全生命周期配套专业能力等,如有短板,需立即着手提升,必要时可以请专业服务机构协助,补充能力的不足。

完善治理结构

目前在中央政策层面,并没有对国资委和国有资本运营公司的权责界面划分的具体建议,只是要求国有资产监管机构要准确把握依法履行出资人职责的定位,科学界定国有资产出资人监管的边界,建立监管权力清单和责任清单,实现以管企业为主向以管资本为主的转变。该管的要科学管理、绝不缺位,不该管的要依法放权、绝不越位。这给国有资本运营试点企业的改革带来了很大的挑战。

资本运营公司需要完善董事会、监事会和党委的治理关系,明确和国资委或上级监管机构的权责划分,国资监管机构通过派出董事和监事依据公司章程及议事规则参与公司治理,改变原有的政府意志主导投融资平台公司发展的模式,实现国有资本运营公司的市场化运作。

规范管控模式

国有资本运营公司作为政企分开的隔离层,是市场化的出资人,仅以出资额为限对企业行使出资人权利。资本运营公司需调整优化总部部门设置及职能设计,提升总部管控全局的能力,加强公司总部对全资、控股和参股企业的科学管理,针对不同行业、不同定位的下属单位科学确定管控策略。

2. 大宗商品贸易

(1) 行业现状

大宗商品主要指可进入流通领域、非零售环节、具有商品属性、用于工农业生产与消费使用的大批量买卖的物质商品,一般处于最上游,被广泛作为工业基础原材料。大宗商品具有交易量巨大、同质化程度强、流通性强、价格波动受供需状况影响显著等特征,且可设计为期货、期权作为金融工具,更好的实现价格

发现功能并规避价格波动风险。

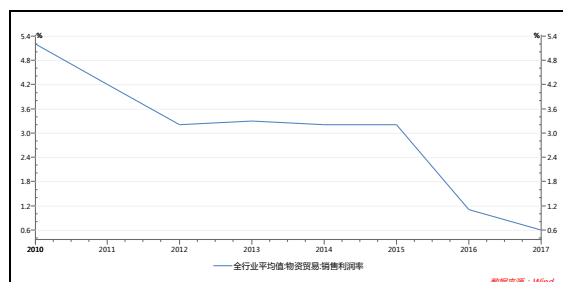
目前，中国的大宗行业发展还处于初级阶段，现阶段，国家的经济发展与大宗商品市场呈现出越来越密切的关系。近年来，中国经济规模保持不断扩大的势态，刺激国内贸易稳步发展，但增速持续下滑。近年来，中国大宗商品销售总额增速呈现放缓趋势。2013 年以前，销售总额增速保持在接近 12% 的高速发展水平。2014-2016 年，随着国民经济运行进入“新常态”，销售总额增速出现适度放缓，保持在 8% 左右。2017 年-2018 年，销售总额增速下降至 5.3% 和 4.6%，连续两年低于 GDP 增速。2018 年，经济增速稳中趋缓，上半年相对较好，但下半年稳中有变的态势较为明显。在此背景下，大宗商品市场销售规模增速也有明显下滑。据初步估算，2018 年全年，大宗商品销售总额达到 72.8 万亿元，可比价同比增长 4.6%，增速较上年同期下降 0.7 个百分点。从全年走势来看，四个季度平均增速分别为 5.1%、4.3%、4.5% 和 1.5%，呈明显下行趋势。

（2）行业关注

生产资料流通领域准入门槛低，流通主体数量较多，行业集中度低，且随着信息化程度的不断加深，主要流通产品价格日益透明，贸易商购销差价逐渐被摊薄，行业盈利能力很低。

2012 年以来，物资贸易全行业销售利润率不断下行，2017 年全年销售利润率仅为 0.60%。总体看，中国流通领域主体数量众多，盈利能力很低。

图 1 物资贸易全行业销售利润率平均值（%）



资料来源：Wind 资讯

近年来，宏观经济持续低迷，大宗商品价格大幅波动对贸易企业周转经营及价格风险控制形成较大压力，贸易企业存货跌价风险激增，同时价格下跌导致下游弃货拒收现象频发，贸易行业诉讼规模大幅增加。虽然 2016 年以来，受益于房地产市场阶段性回暖、供给侧改革政策推进及行业资源阶段性供需错配的影响，部分大宗商品呈回升势头，但是未来供需格局仍难以支持商品价格上涨；对贸易流环节风险控制能力提出更高挑战。

贸易活动所涉环节较多，管理难度较大，且贸易企业多与第三方仓储及物流公司合作，部分贸易企业与仓储公司配合出具虚假仓单或将仓单重复质押骗取银行信贷；同时贸易企业内部风控流程执行不力，也较易出现货权丢失现象，贸易行业货权控制能力有待关注。

生产资料流通及进出口贸易中，部分中小贸易商受限于资金规模、资源渠道、订单整合能力等，无法通过银行审核独立开具信用证或从银行渠道取得资金，通常依托大型贸易商资金优势及报关清算优势开展业务，一般中小型贸易商仅预付一定比例保证金，由大型贸易商为其代理采购或代开信用证。在商品下跌的市场环境中，该类客户由于不具备真实商品需求，且资金实力和信誉资质相对较弱，抗风险能力较差，较易出现资金断裂及信用违约风险，若同时出现丢失货权的情形，大型贸易商易出现货款两失的风险；考虑到中小型贸易商资产构成以营运资金为主，无可抵押及变现资产，因此贸易活动中，对于下游客户中贸易商占比大的业务需给予关注。

随着传统贸易行业利润逐渐摊薄，贸易业务逐渐转向衍生托盘贸易、融资性贸易等模式，贸易盈利点逐渐从简单的购销价差，转向赚取资金占用利息、利率差异、汇率差异及配套物流、信息服务等，贸易本质也从买卖关系转向资金融通等风险更为隐蔽的形式。基于非真实贸易背景的融资性贸易模式需给予关注。

3. 造纸

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

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

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

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

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

4. 物流

近年来，中国物流业总体规模较快增长，

服务水平显著提高，发展的环境和条件不断改善。

图2 中国物流总额及增长率（单位：万亿）



资料来源：Wind 资讯

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

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

保管费用 0.60 万亿元，管理费用 0.20 万亿元，同比均变化不大。2018 年社会物流总费用与 GDP 的比率为 14.77%，同比增加 0.17 个百分点。物流收入方面，2018 年物流业总收入 10.10 万亿元，比上年增长 14.50%，增速同比增加 3.00 个百分点。

整体看，2018 年以来，物流行业需求规模平稳增长、结构不断优化。

六、基础素质分析

公司是国务院国资委监管的大型中央企业，是国务院国资委首批 7 家中央企业董事会试点企业之一。2005 年 6 月，国务院国资委以国资厅改革〔2005〕116 号文件确定公司为国有资产经营公司试点单位，搭建国有资产重组

和资本运作平台，探索中央企业非主业资产及不良资产市场化、专业化运作和处置的途径。2016 年 2 月，公司被确定为中央企业国有资本运营公司试点，依法自主开展国有资本运作，通过股权运作、价值管理、有序进退，促进国有资本合理流动，实现保值增值。在此定位下，公司的资产规模、资本实力及盈利能力有望实现快速增长。

跟踪期内，公司不断加快资本运营公司功能建设和业务开展，已经形成资本运营、资产经营、持股管理等资本运营功能板块；同时控股经营生产资料贸易、综合物流服务和造纸业务，通过产业经营促进企业提质增效和价值创造，实现资本运营与控股经营的优势互补、相互促进。

表 3 2018 年公司控股经营业务主要子公司财务数据（单位：%、亿元）

公司名称	持股比例	资产总额	所有者权益	营业收入	利润总额	净利润
中国诚通国际贸易有限公司	70.00	17.58	3.38	157.84	0.28	0.11
中国物资储运集团有限公司	100.00	243.85	129.30	388.89	10.22	7.89
中国物流股份有限公司	40.00	99.06	37.93	39.31	0.96	0.83
港中旅华贸国际物流股份有限公司	45.82	54.80	39.43	94.45	4.29	3.37
中国纸业投资有限公司	100.00	364.87	157.13	279.83	4.42	2.85

资料来源：公司提供

生产资料贸易

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

物流服务

公司物流服务业务主要由子公司中国储运、华贸物流和中国物流股份有限公司（以下简称“中国物流”）负责运营。公司是中国陆地仓储物流龙头企业，全资子公司中国储运是国家首批 5A 级物流企业、国内最大的仓储物流企业；公司自有仓储物流设施占地面积 1305

万平方米，拥有铁路专用线 122 条，总长度 130.63 公里；年运输量达到 2500 万吨，仓储客户超过 2 万家，“中国储运”、“中国物流”、“华贸物流”等品牌在行业内具有较高的市场美誉度和影响力。

造纸

纸业方面，公司经营主体为全资子公司中国纸业投资有限公司（以下简称“中国纸业”）及其下属子公司。2010 年 9 月经国资委批准，中国纸业成为唯一将林浆纸业务定位为主业的央企。目前公司在国内拥有林地近 200 万亩，造纸产能近 250 万吨，综合实力位列国内造纸行业前列，产品涵盖文化纸、白卡纸、特种纸及木浆等众多品种。公司旗下岳阳林纸和银河纸业是中国文化纸市场的主要生产企业之一，文化纸合计产能在国内文化纸市场居

于前列；红塔仁恒是国内白卡纸行业标准的制定者，长期占有高端白卡市场三分之一的市场份额；冠豪高新是中国特种纸行业的龙头企业，无碳复写纸和热敏纸处于行业领导地位。

七、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、内控体系、管理制度、高层管理人员等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司正处于向国有资本运营公司改组转型阶段，主营业务包括资产经营、资本运营和控股经营的商品贸易、物流服务和林浆纸等业务。

2018 年公司实现营业收入 1011.66 亿元，同比增长 22.90%。分板块来看，贸易业务为公司收入的最主要来源，经营品种主要有钢材、有色金属、化工材料、煤炭等大宗商品；在供给侧结构性改革的持续推进下，大宗商品价格普遍呈上涨趋势，受益于此，2018 年公司完成贸易收入 567.25 亿元，同比增长 8.99%，占营业收入的比重为 56.07%；林浆纸业务受益于公

司产品转型升级，2018 年实现收入 166.29 亿元，同比增长 20.93%，占营业收入的比重为 16.44%；物流业务近三年持续增长，2018 年实现收入 235.18 亿元，同比大幅增长 73.56%，主要由于（1）华贸物流于 2017 年 9 月纳入合并范围；（2）中国储运“无车承运人”平台业务量大幅增长。公司其他主营业务及其他业务主要包括物业租赁、人力资源、酒店管理、固定资产出租，对公司收入贡献小。

从盈利能力来看，公司综合毛利率有所波动，2018 年为 6.94%。其中，贸易板块属于微利经营，毛利率较低，2018 年为 1.43%，同比下降 0.06 个百分点；纸业板块 2018 年以来下游需求低迷，盈利能力有所下滑，当期毛利率为 15.58%，同比下降 2.27 个百分点；跟踪期内，物流业务毛利率有所提升，主要系 2018 年华贸物流全年纳入合并范围，其国际空运、国际海运及特种物流业务盈利能力较强，带动公司物流板块毛利率同比增长 3.38 个百分点至 9.59%。

2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 230.02 亿元，同比增长 14.39%；同期，公司综合毛利率为 5.55%，同比下降 1.21 个百分点。

表 4 近年来公司营业收入情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
1.主营业务小计	611.65	98.70	6.68	815.42	99.06	5.95	1003.43	99.19	6.59
商品贸易	393.20	63.45	1.75	520.48	63.23	1.49	567.25	56.07	1.43
林浆纸业务	130.96	21.13	14.98	137.51	16.71	17.85	166.29	16.44	15.58
物流业务	54.39	8.78	15.07	135.50	16.46	6.21	235.18	23.25	9.59
其他主营业务	33.10	5.34	18.73	21.93	2.66	35.64	34.70	3.43	27.54
2.其他业务小计	8.06	1.30	13.87	7.72	0.94	32.47	8.23	0.81	50.26
合计	619.71	100.00	6.78	823.14	100.00	6.21	1011.66	100.00	6.94

注：其他主营业务包括：租赁、包装科技与服务、人力资源、酒店经营管理和其他业务等；其他业务包括固定资产出租、销售材料等
资料来源：公司提供

2. 商品贸易业务

业务概况

公司商品贸易业务源于原国家物资部所属流通企业担负的国民经济流通主渠道和“蓄水池”功能，历经几十年发展，已形成覆盖全国主要市场、功能完善的生产资料贸易服务网

络，目前是公司控股经营的主要产业之一，跟踪期内营业收入占比在 55%以上。

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

合的运营模式，钢材、有色金属等产品贸易在市场上具备一定的竞争实力。2018 年实现贸易业务收入 567.25 亿元，同比增长 8.99%；实现毛利润 8.10 亿元，同比增长 4.52%。

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

总体看，跟踪期内公司贸易板块发展平稳，业务仍主要集中于钢铁市场和有色金属市场，受贸易行业特点及宏观经济形势波动等因素影响，贸易业务盈利能力较低。考虑到公司作为传统大型钢贸企业，拥有覆盖全国的金属分销网络，同时依托现代物流业务的既有资源和渠道，有利于减少公司竞争压力，并增强在行业内整体竞争力。

3. 物流业务

物流业务是公司的核心业务，也是公司的传统优势产业。目前公司物流业务涵盖了仓储、运输、配送、国际代理、现货市场租赁、集装箱多式联运、仓单质押等多种业务模式，主要由旗下核心子公司中国储运、中国物流和华贸物流具体经营。

跟踪期内，公司大力实施传统仓储业务转型升级，坚定执行大客户战略，积极推动供应链管理、智慧物流（“互联网+物流”）、冷

链物流、医药物流、城市标准配送和物流贸易等新型高端、高附加值业务。2018 年，公司物流业务实现收入 235.18 亿元，同比增长 73.56%，主要由于中储股份控股子公司中储南京智慧物流科技有限公司（以下简称“中储智运”）打造的“无车承运人”平台业务量高速增长以及华贸物流业务持续增长并实现全年并表。毛利润方面，2018 年公司物流业务实现毛利润 22.55 亿元，同比大幅增长 168.13%，主要受益于物流运输业务量的增长及华贸物流国际空运、海运及特种物流业务盈利能力较强等因素拉动。

表 5 公司物流业务经营情况

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

资料来源：公司提供

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

总体来看，跟踪期内公司物流业务大力实施转型升级，物流收入和利润均实现快速增长；未来，在国家产业政策向好的趋势下，公司物流业务具有较好的前景和持续发展能力。

4. 纸业

公司纸业板块以中国纸业为产业发展平台，主要依托旗下的粤华包、冠豪高新和岳阳林纸三家上市公司经营。2018 年，公司实现纸业收入 166.29 亿元，同比增长 20.93%，实现毛利润 25.90 亿元，同比增长 5.50%。

表 6 2018 年纸业经营主体主要财务数据（单位：%、亿元）

公司名称	持股比例	资产总额	所有者权益	营业收入	利润总额	经营净现金流
粤华包	65.20	57.95	35.23	36.83	-0.56	2.05
冠豪高新	26.10	39.75	26.31	25.50	1.27	1.89
岳阳林纸	42.18	148.65	81.90	70.13	4.64	8.44

资料来源：联合资信根据公开资料整理

公司纸业产品涵盖文化纸、白卡纸、特种纸、工业包装纸及木浆等众多品种；在国内烟卡市场、热敏纸市场和文化纸市场均位居第一，无碳复写纸市场排第二位。为进一步提高纸业核心竞争力，公司以纸浆为核心，林纸为基点，积极推进林浆纸一体化战略，控制上游资源，由横向单一方式扩张增加到对产业链的纵向延伸。截至2018年底，公司造纸产能约200万吨，商品浆40万吨（生产溶解浆时产能30万吨），国内控制林地近200万亩，海外林地96万公顷。

 表7 公司纸浆与纸制品板块主要产品情况
 （单位：万吨）

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

资料来源：公司提供

总体看，公司纸业板块已经形成了林、浆、纸一体化的完整产业链，纸品结构持续优化，白卡纸和特种纸在细分市场处于龙头地位，其他纸品均是完全市场化、充分竞争的产品，整体竞争优势尚可。

5. 资产经营

2005 年 6 月 13 日，国务院国资委以国资厅改革〔2005〕116 号文件确定公司为国有资产经营公司试点单位，搭建国有资产重组和资本运作的平台，按照市场化原则，运用专业化手段，推进中央企业战略性重组和结构调整。

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

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

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

2016 年，公司托管中国铁物，深入推进其债务重组和改革脱困工作，妥善化解 68 亿元公募债兑付危机，通过顶层设计，加快资产盘活和清收清欠，迅速使中国铁物扭亏为盈，经营业绩快速增长。截至 2018 年底，公司完成了包括对中国寰岛（集团）公司、中国唱片集团有限公司、哈尔滨电气集团有限公司阿继项目的划转及托管，对中国国际企业合作公司、中国包装有限责任公司、欧洲商业开发投资管理中心、中商企业集团公司、中冶纸业集团有限公司的接收，对中国康利实业公司项目历史遗留问题的解决，对华诚投资管理有限公司的

托管以及对重组普天集团下属 8 户企业的接收。

6. 资本运营

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

牵头成立中国国有企业结构调整基金股份有限公司

2016 年 9 月 26 日，受国务院国资委委托，公司作为主发起人，联合中国邮政储蓄银行、招商局集团、兵器工业集团、中国石化、神华集团、中国移动、中国中车集团、中交集团和金融街集团等 9 家企业，共同发起设立中国国有企业结构调整基金股份有限公司（以下简称“国调基金”），基金总规模为人民币 3500 亿元，首期募集资本金为人民币 1310 亿元，截至 2018 年底，首期募集资金已到位 988.26 亿元，公司出资 300 亿元，实缴比例 30.36%¹，公司作为实际控制人，纳入合并范围。截至 2018 年底，国调基金资产总额 981.09 亿元，所有者权益 977.72 亿元；2018 年，国调基金实现营业收入 9.10 亿元，利润总额 2.57 亿元。

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

国调基金主要立足和服务于央企，重点支持央企行业整合、专业化重组、产能调整、国

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

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

上市公司国有股权无偿划转

作为中央企业国有资本运营公司试点，为优化资本结构，并经国务院国资委批准，2016 年以来公司下属北京诚通金控投资有限公司（下称“诚通金控”²）陆续接收了一些上市公司的国有股权无偿划转，截至 2018 年底，公司共接收了 21 家央企上市公司股权，总市值 509.35 亿元（按划入市值计算），计入可供出售金融资产。截至 2018 年底，诚通金控资产总额 424.78 亿元，所有者权益 423.60 亿元；2018 年，诚通金控实现利润总额 6.57 亿元，净利润 6.56 亿元。

表 8 公司接收的上市公司国有股权无偿划转

证券名称	股票代码	无偿划转股权比例(%)	是否完成过户手续
中远海控	601919	3.00	是
中远海科	002401	4.00	是
宝钢股份	600019	2.95	是
武钢股份（宝钢股份）	600005	2.45	是
中材节能	603126	4.99	是
中国能源建设	03996.hk	1.74	是
中国建材	03323.hk	0.96	是
桂冠电力	600236	3.70	是
华贸物流	603128	4.22	是

²北京诚通金控投资有限公司于 2015 年 11 月 27 日注册成立，诚通集团持有其 100% 的股权。诚通金控是公司根据中央企业结构调整和改组资本运营公司要求搭建的资本平台公司之一，自 2016 年 8 月份开始纳入公司财务报表合并范围。

¹按照章程，公司持股比例为 22.90%。

际华集团	601718	4.25	是
新兴铸管	000778	2.09	是
华侨城 A	000069	3.24	是
中国交建	601800	1.97	是
中国石油	601857	0.53	是
中国中车	601766	1.30	是
中国铁建	601186	2.30	是
中国中铁	601390	1.86	是
中国石化	600028	1.03	是
中国电建	601699	3.09	是
中国化学	601117	1.85	是
天地科技	600582	8.74	是

资料来源：公司提供

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

全面托管中国铁路物资集团有限公司

2016 年 4 月 29 日，国务院国资委决定由公司对铁路物资集团有限公司（以下简称“中国铁物”）实施托管，由公司董事长、党委书记马正武兼任中国铁物总经理、党委书记。在托管期间，中国铁物实行管理委员会体制，马正武先生任管理委员会主任。管理委员会主要职责是负责中国铁物债务重组、风险损失追偿、业务整合、资产盘活等工作；同时通过托管倒逼中国铁物加快风险处置和改革脱困工作的进程。在托管期间，各主体权利义务不变，中国铁物不纳入公司合并报表。

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

产生的现金流量净额 13.07 亿元。

截至 2018 年底，中国铁物有息债务余额合计 160.5 亿元。其中，银行有息债务余额 115.50 亿元，银行间市场私募债券余额 42.5 亿元，政府借款 2.5 亿元。

银行有息债务方面，中国铁物已与主要债权银行达成债务重组方案，2018 年如期兑付 68.1 亿元重组债务。截至 2018 年底，到期的银行有息债务已陆续完成展期或兑付。

银行间市场私募债券方面，中国铁物存续三支私募债券（13 铁物资 PPN001、13 铁物资 PPN002、14 铁物资 PPN001），余额合计 85 亿元，分别于 2018 年 11 月 29 日、2018 年 12 月 13 日和 2019 年 2 月 13 日到期全部兑付。

7. 未来发展

2019 年，公司的重点工作主要从以下几方面展开：

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

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

九、财务分析

公司提供的 2018 年合并财务报告经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2019 年一季度财务报表未经审计。

2018 年，公司新纳入合并范围的企业共 12 家，其中包括托管期结束纳入合并范围的沅江纸业有限公司，不再纳入合并范围的 9 家。截至 2018 年底，公司纳入合并范围的子企业

共 153 家。其中二级子企业共 22 家，较 2017 年底无变化。合并范围的变化对公司财务数据可比性有一定影响。截至 2019 年 3 月底，公司纳入合并范围二级子公司 22 家，较上年底无变化。

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

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额 2532.73 亿元，所有者权益 1676.94 亿元（含少数股东权益 983.86 亿元）；2019 年 1-3 月，公司实现营业总收入 231.07 亿元，利润总额 15.60 亿元。

1. 资产质量

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

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产合计 1435.97 亿元，同比增长 33.55%；增长主要来自货币资金及以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产的增加。

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

随着国有资本运营试点工作的推进，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产大幅增长，2018 年为 619.65 亿元，较期初增加 247.52 亿元。从构成来看，债务工具

投资为 145.00 亿元，权益工具投资为 474.63 亿元。

表9 截至2018年底公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产前五名（单位：亿元）

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

资料来源：公司审计报告

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

公司于 2018 年执行了财政部财会（2018）15 号文，对一般企业财务报表格式进行了修订，将应收股利和应收利息重分类至其他应收款中，截至 2018 年底，公司其他应收款为 103.73 亿元，较上年底调整后的金额增加 11.98 亿元。除应收股利和应收利息外，其他应收款主要包括往来款项、债权转让款、土地补偿款等。公司其他应收款前五名余额占其他应收款总额的 38.26%，集中度较高。

表10 截至2018年底公司其他应收款前五名

（单位：亿元、%）

债务人名称	性质	账面余额	占其他应收款合计的比例
天津中储恒丰置业有限公司	往来款	15.25	12.26
中国铁路物资（集团）总公司	往来款	10.00	8.04

永州市国土局	土地款	8.95	7.19
郑州管城商都新区管理委员会	代垫土地整理款、保证金	7.40	5.95
南京泓通置业有限公司	股东借款	6.00	4.82
合计	--	47.60	38.26

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

截至 2018 年底，公司存货为 181.28 亿元，同比增长 18.52%，主要由开发成本（占 36.34%）、消耗性生物资产（占 20.63%）、库存商品（占 22.49%）、原材料（占 11.04%）构成，其中消耗性生物资产主要为岳阳林纸的林业资产；公司共计提跌价准备 4.15 亿元，计提比例为 2.24%。

非流动资产

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

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

截至 2018 年底，可供出售金融资产为 471.91 亿元，同比增长 136.42%，主要以可供出售权益工具为主，权益工具中①按公允价值计量的账面价值为 334.25 亿元，同比增加 199.69 亿元，主要系根据国资委批复无偿划入上市公司股票所致。从构成上看，主要包括中国石油（601857.SH）9.73 亿股 A 股股票 70.14 亿元、中国石化（600028.SH）9.48 亿股 A 股

股票 47.85 亿元、宝钢股份（600019.SH）6.54 亿股 42.48 亿元、中国电建（601669.SH）4.72 亿股 22.94 亿元以及其他上市公司股票，上述股票无质押等受限情况。②按成本计量的账面价值为 40.31 亿元，同比增加 35.97 亿元，主要系国调基金对外投资增加所致。

表11 截至2018年底按成本法计量的主要可供出售金融资产（单位：%、亿元）

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

资料来源：公司审计报告

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

表12 截至2018年底持有基金明细（单位：股、亿元）

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

注：融通国际现金收益增强基金每份面值为 100 美元

资料来源：公司审计报告

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

有限公司 3.85 亿股，影响金额 16.37 亿元。

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

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

总体看，随着国有资本运营业务规模的快速增长，国调基金对外投资及根据国资委批复无偿划入上市公司股票带动公司资产规模快速增长。公司流动资产中，交易性金融资产占比高，变现能力强，货币资金相对充裕。非流动资产中可供出售金融资产占比高。公司整体资产质量良好。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额合计 2532.73 亿元，较 2018 年底增加 58.17 亿元，主要来自以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产以及可供出售金融资产的增长。截至 2019 年 3 月底，公司货币资金 165.68 亿元，较上年底减少 229.56 亿元，主要系国调基金对外投资增加、偿还到期债务及诚通财务有限责任公司吸收存款减少等因素共同影响所致；公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为 741.38 亿元，较 2018 年底增加 121.73 亿元，主要系国调基金的投资增加所致；可供出售金融资产为 701.15 亿元，较 2018 年底增长 272.30 亿元，主要系季报未将部分金融资产重分类为其他权益投资工具以及 2019 年继续无偿接收部分国有股权划转；其他科目变动不大。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

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

截至 2018 年底，公司实收资本合计 128.00 亿元，同比无变化。资本公积为 74.03 亿元，同比减少 64.07 亿元，主要系公司将原计入资本公积的股权划转金额转入未分配利润，减少资本公积 63.83 亿元。未分配利润为 482.00 亿元，同比增加 442.79 亿元，主要系公司下属诚通金控按需上缴专项收益金，将本年收到的划拨股权 369.54 亿元及期初 63.83 亿元转入未分配利润核算所致。

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

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 1676.94 亿元，较上年底增长 8.84%，主要来自资本公积和少数股东权益的增长。归属于母公司权益合计 693.08 亿元，较 2018 年底增长 11.20%；其中，公司资本公积 533.75 亿元，较上年底增加 459.71 亿元，主要系季报未对个别报表中的金融资产进行重分类所致；公司少数股东权益为 983.86 亿元，占所有者权益的 58.67%。整体看，公司少数股东权益及未分配利润占比大，所有者权益稳定性较弱。

负债

截至 2018 年底，公司负债合计 933.85 亿元，同比增长 44.93%，其中流动负债占 52.55%，非流动负债占 47.45%。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 490.73 亿元，同比增长 42.02%，主要由短期借款（占

25.32%)、吸收存款及同业存放(占 19.95%)、应付票据及应付账款(占 17.85%)、其他应付款(占 10.68%)和一年内到期的非流动负债(占 10.78%)等构成。截至 2018 年底,公司短期借款为 124.24 亿元,同比下降 8.91%;吸收存款及同业存放同比大幅增长至 97.92 亿元,全部为子公司诚通财务有限责任公司吸收的活期存款;公司应付票据及应付账款为 87.59 亿元,其中应付票据为 34.74 亿元,同比增长 15.67%,应付账款为 52.85 亿元,同比增长 14.78%;截至 2018 年底,其他应付款为 59.66 亿元。其中往来款为 23.87 亿元,主要为对北京聚鑫博锐经贸有限责任公司 10.40 亿元及对中商企业集团公司 2.1 亿元,其余为子公司中国纸业、中商控股、诚通地产、中国物流对公司关联企业或与其子公司少数股东产生的往来款。

截至 2018 年底,公司非流动负债合计 443.12 亿元,同比增长 48.29%,主要来自长期借款和应付债券的增长。截至 2018 年底,公司长期借款为 133.55 亿元,同比增长 73.22%,其中抵押借款占 21.44%,保证借款占 13.93%,信用借款占 63.18%,剩余为国家开发银行专项贷款;应付债券同比增长 44.82%至 275.95 亿元,主要系公司 2018 年发行了 25 亿元中期票据及 95 亿元公司债所致。从期限分布看,2021 年 7-10 月债券到期较为集中,集中偿债压力较大。

表13 截至2018年底公司存续期债券明细

(单位:亿元)

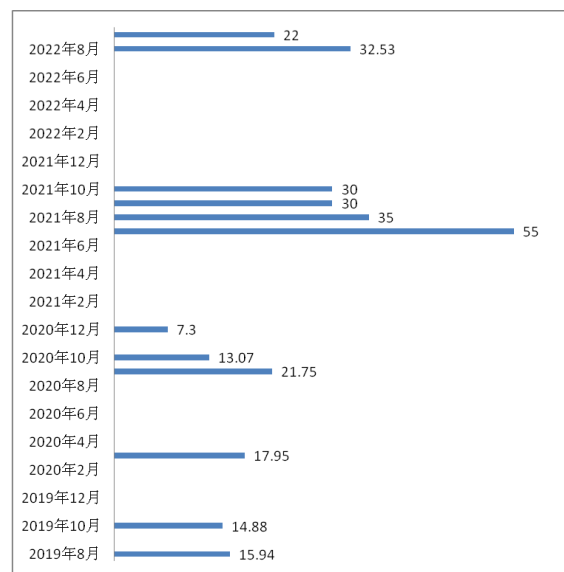
债券名称	发行金额	发行日期	债券期限	期末余额
13 诚通 MTN1	18.00	2013/3/6	7 年	17.30
16 诚通控股 MTN001	15.00	2016/10/11	3 年	14.97
16 诚通控股 MTN002	30.00	2016/10/20	5 年	29.70
17 诚通控股 MTN001	25.00	2017/9/13	5 年	22.00
17 诚通控股 MTN002	25.00	2017/9/20	3 年	22.08
17 诚通控股 MTN003	15.00	2017/10/19	3 年	13.12
17 诚通控股	10.00	2017/12/15	3 年	7.24

MTN004				
18 诚通控股 MTN001	25.00	2018-7-23	3 年	25.00
18 诚通 01	30.00	2018/7/6-2018/7/10	3 年	29.98
18 诚通 02	35.00	2018/8/27-2018/8/28	3 年	34.97
18 诚通 03	30.00	2018/9/13-2018/9/14	3 年	27.98
12 中储债	15.87	2012/8/13	7 年	15.99
16 中储发展 PPN001	4.97	2016/1/8	3 年	5.00
16 中储发展 PPN002	9.94	2016/3/4	3 年	10.00
18 中储 01	5.00	2018/7/19	5 年	2.90
18 中储 02	10.00	2018/12/3	5 年	9.50
USD5 million 3.625% Guaranteed Notes due 2022	5 亿美元	2017/8/8	5 年	34.18
合计	--	--	--	321.91

注:“16中储发展PPN001”及“16中储发展PPN002”已到期兑付

资料来源:公司审计报告

图3 未来3年债券到期集中度情况(单位:亿元)



资料来源:联合资信整理

截至 2019 年 3 月底,公司负债合计 855.79 亿元,较 2018 年底下降 8.36%;其中流动负债占 44.84%,非流动负债占 55.16%,公司债务结构较 2018 年底有所优化。截至 2019 年 3 月底,公司一年内到期的非流动负债为 17.92 亿元,较 2018 年底减少 34.97 亿元;吸收存款及同业存放为 34.41 亿元,较 2018 年底下降 63.52 亿元;其他科目变动不大。

有息债务方面,截至 2018 年底,公司全

部债务合计 644.93 亿元，其中短期债务占 35.42%，长期债务占 64.58%，债务构成以长期债务为主。2018 年，公司资产负债率和全部债务资本化比率均有所下降，长期债务资本化比率呈上升趋势，上述指标 2018 年底分别为 37.74%、29.51%和 21.28%。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务为 610.70 亿元，较 2018 年底下降 5.31%，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 33.79%、26.70%和 20.71%，指标均较上年底有所优化。

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

3. 盈利能力

2018 年公司实现营业总收入 1016.55 亿元，同比增长 22.66%，主要系商品贸易及物流业务收入大幅增长所致，主要系物流业务及商品贸易收入大幅增长所致。同期，公司营业成本同比增长 21.93%；公司营业利润率为 6.93%，同比增加 0.64 个百分点。

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

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

2018 年，公司投资收益主要为国调基金持有交易性金融资产期间取得的投资收益（新准则适用）15.24 亿元及可供出售金融资产等取得的投资收益 7.75 亿元；其他收益为 2.91 亿元，同比减少 5.68 亿元，主要系 2018 年中储股份无车承运业务补贴金额 5.83 亿元不再计

入其他收益，直接冲减主营业务成本所致；公允价值变动收益为-14.06 亿元，主要来源于国调基金持有的交易性金融资产公允价值变动损失 13.81 亿元；同期，公司资产处置收益为 9.42 亿元，同比减少 0.73 亿元，主要由拆迁补偿款 8.93 亿元构成。

2018 年，公司实现利润总额 28.23 亿元，同比增长 13.60%，投资收益、资产处置收益等非经常性损益为公司利润的主要来源。

从盈利指标来看，2018 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.88%和 1.17%，同比分别增加 0.23 和 0.15 个百分点，公司整体盈利能力偏弱。

2019 年 1-3 月，公司实现营业总收入 231.07 亿元，同比增长 13.99%；利润总额 15.60 亿元，同比增长 52.64%，主要系公允价值变动收益及投资收益同比增长所致。公司当期实现公允价值变动收益 33.78 亿元，主要系国调基金所持股权公允价值增加所致；当期实现投资收益 1.07 亿元；当期公司营业利润率为 5.51%，较 2018 年减少 1.42 个百分点。

总体看，跟踪期内物流和贸易业务带动公司收入大幅增长，同时，国调基金投资股权的公允价值变动及投资收益对公司利润形成一定补充，公司盈利能力有一定改善。

4. 现金流

从经营活动来看，2018 年公司经营活动产生的现金流入及流出分别为 1277.75 亿元和 1135.01 亿元，同比分别增长 36.57%和 22.67%。2018 年，收到其他与经营活动有关的现金为 150.91 亿元，同比增长 192.51%，主要系财务公司吸收存款规模上升所致。同期，公司经营活动产生的现金流量净额大幅增长，为 142.74 亿元。2018 年，公司现金收入比为 102.17%，较 2017 年下降 1.60 个百分点，公司收入实现质量一般。

公司投资活动现金流入以收回投资收到的现金为主，投资活动现金流出以投资支付的

现金为主。2018 年公司取得投资收益收到的现金为 27.06 亿元，投资活动现金流量表现为净流出 323.34 亿元，主要受国调基金投资支出规模影响。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要为吸收投资收到的现金和取得借款获取的现金，筹资活动现金流出主要是偿还债务支付的现金。2018 年，公司筹资活动现金流量净额为 307.66 亿元，其中吸收投资收到的现金为 190.76 亿元，主要为国调基金吸收投资所致。

2019 年 1-3 月，公司经营活动现金流入量和流出量分别为 209.89 亿元和 225.53 亿元，经营活动净现金流表现为净流出 15.64 亿元，主要由于客户存款和同业存放款项净增加额减少所致；公司投资活动产生的现金流量净额 -77.77 亿元，其中收回投资收到的现金 179.10 亿元，投资支付的现金 255.86 亿元；同期，公司筹资活动产生的现金流量净额为 -55.03 亿元。

总体看，公司经营活动现金流入量规模大，整体收入实现质量一般；受国调基金项目投资需要，公司投资活动现金流出规模较大，未来存在一定对外融资需求，考虑到国调基金未来出资逐步到位，公司融资压力尚可。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018 年底公司流动比率及速动比率均有所下降，分别为 292.62%和 255.68%；同期，公司经营现金流动负债比为 29.09%，较 2017 年增加 26.10 个百分点。截至 2019 年 3 月底，公司流动比率和速动比率均大幅上升，分别为 365.43%和 317.40%。总体看，公司现金类资产充裕，交易性金融资产和可供出售金融资产流动性强，公司短期偿债能力很强。

长期偿债能力方面，2018 年，公司 EBITDA 为 66.08 亿元，同比增长 25.70%；EBITDA 利息倍数为 2.82 倍，较上年有所下降；同期，全部债务/EBITDA 上升为 9.76 倍。考

虑到公司作为国资委下属的国有资产运营公司试点单位，能够得到政府的政策以及资金等方面的支持，公司整体偿债能力很强。

截至 2018 年底，公司对外担保余额合计不超过 7.55 亿元，主要是下属子公司中储股份对合营企业的担保，被担保方均正常经营且提供了反担保，风险处于可控范围内。

截至 2018 年底，公司共获得银行授信总额度 1010 亿元，尚未使用额度为 683 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司子公司中储股份、冠豪高新、粤华包、诚通发展、岳阳林纸、华贸物流均为上市公司，具备直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

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

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

截至 2018 年底，母公司所有者权益合计 124.42 亿元，其中实收资本为 128.00 亿元，资本公积为 22.39 亿元，未分配利润为 -26.92 亿元。

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

总体看，母公司为控股平台型公司，资产及资本规模偏小，资本运营业务的开展主要依靠外部融资，债务负担偏重。

8. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G10110106010377405），截至2019年7月9日，公司本部无未结清及已结清不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

9. 抗风险能力

公司为国资委直属企业，主营业务涉及资本运营、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极强。

十、存续期内债券偿还能力

截至本报告出具日，公司存续期内债券余额合计 288.30 亿元，一年内到期的债券余额合计 32.30 亿元。

表14 公司存续债券保障情况

项 目	2018 年
一年内到期债券余额（亿元）	32.30
现金类资产/一年内到期债券余额（倍）	30.99
经营活动现金流入量/应付债券余额（倍）	4.43
经营活动现金流净额/应付债券余额（倍）	0.50
EBITDA/应付债券余额（倍）	0.23

资料来源：联合资信根据公开资料整理

截至 2018 年底，公司现金类资产（剔除受限货币资金）为 1001.04 亿元，对一年内到期债券余额的保障倍数为 30.99 倍；2018 年，公司 EBITDA 为 66.08 亿元，为存续期内债券余额的 0.23 倍；经营活动现金流入量为 1277.75 亿元，为存续期内债券余额的 4.43 倍；经营活动净现金流为 142.74 亿元，为存续期内债券余额的 0.50 倍。

整体看，公司现金类资产对一年内到期债券余额的保障能力很强，经营活动现金流入量对存续期内债券余额的保障能力强。

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“13 诚通 MTN1”“16 诚通控股 MTN001”“16 诚通控股 MTN002”“17 诚通控股 MTN001”“17 诚通控股 MTN002”“17 诚通控股 MTN003”“17 诚通控股 MTN004”“18 诚通控股 MTN001”和“19 中国诚通债转股债 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

国务院国有资产监督管理委员会	
	100%
中国诚通控股集团有限公司	

```
graph TD; SASAC[国务院国有资产监督管理委员会] --> BoardSupervisors[监事会]; SASAC --> BoardDirectors[董事会]; SASAC --> PartyCommittee[党委]; BoardSupervisors --> StrategicComm[战略委员会]; BoardSupervisors --> NominationComm[提名与治理委员会]; BoardSupervisors --> CompensationComm[薪酬与考核委员会]; BoardSupervisors --> AuditComm[审计委员会]; BoardDirectors --> OperatingTeam[经营班子]; BoardDirectors --> CapitalOpsComm[资本运营专业委员会]; OperatingTeam --> BoardOffice[董事会办公室]; OperatingTeam --> GeneralMgmt[总裁办公室]; OperatingTeam --> HRDept[人力资源部(党委组织部)]; OperatingTeam --> LegalAffairs[法律事务部]; OperatingTeam --> AuditDept[审计部]; OperatingTeam --> FinanceMgmt[财务管理部]; OperatingTeam --> StrategicMgmt[战略管理部]; OperatingTeam --> ComprehensiveMgmt[综合管理部]; OperatingTeam --> AssetMgmt[资产管理部]; OperatingTeam --> EquityMgmt[股权管理部]; OperatingTeam --> CapitalOps[资本运营部]; OperatingTeam --> FinanceMgmt[金融管理部]; OperatingTeam --> Int'lBiz[国际业务部]; PartyCommittee --> DiscInsCom[纪律检查委员会]; PartyCommittee --> Union[工会]; PartyCommittee --> MassWork[党群工作部(党委办公室、维稳信访办公室)]; PartyCommittee --> DiscInsRoom[纪检监察室(巡视办公室)]; OperatingTeam --> ChinaResources[中国物资储运集团有限公司]; OperatingTeam --> ChinaPaper[中国纸业投资有限公司]; OperatingTeam --> ChinaCredAsset[中国诚通资产管理有限公司]; OperatingTeam --> ChinaLogistics[中国物流股份有限公司]; OperatingTeam --> ChinaCredHongKong[中国诚通香港有限公司]; OperatingTeam --> ChinaCredHK[中国诚通(香港)资产管理有限公司]; OperatingTeam --> ChinaCredInvest[中国诚通投资有限公司]; OperatingTeam --> CTFW[诚通财务有限责任公司]; OperatingTeam --> CTHR[诚通人力资源有限公司]; OperatingTeam --> ChinaCredEast[中国诚通东方资产经营管理公司]; OperatingTeam --> ChinaPackaging[中国包装有限责任公司]; OperatingTeam --> ChinaCredIntl[中诚通国际投资有限公司]; OperatingTeam --> CNCC[中商控股集团集团有限公司]; OperatingTeam --> ChinaCredIntlTrade[中国诚通国际贸易有限公司]; OperatingTeam --> CTFM[诚通基金管理有限公司]; OperatingTeam --> ChinaHealthy[中国健康养老集团有限公司]; OperatingTeam --> CTRP[诚通房地产投资有限公司]; OperatingTeam --> ChinaHuaShi[港中旅华贸国际物流股份有限公司]
```

The organizational chart illustrates the hierarchical structure of the State-owned Assets Supervision and Administration Commission (SASAC). At the top is SASAC, which oversees three main bodies: the Board of Supervisors (监事会), the Board of Directors (董事会), and the Party Committee (党委).
The Board of Supervisors oversees four committees: the Strategic Committee (战略委员会), the Nomination and Governance Committee (提名与治理委员会), the Compensation and考核 Committee (薪酬与考核委员会), and the Audit Committee (审计委员会).
The Board of Directors oversees the Operating Team (经营班子) and the Capital Operations Professional Committee (资本运营专业委员会). The Operating Team includes various departments such as the Board Office (董事会办公室), General Management Office (总裁办公室), Human Resources Department (人力资源部(党委组织部)), Legal Affairs Department (法律事务部), Audit Department (审计部), Finance Management Department (财务管理部), Strategic Management Department (战略管理部), Comprehensive Management Department (综合管理部), Asset Management Department (资产管理部), Equity Management Department (股权管理部), Capital Operations Department (资本运营部), Finance Management Department (金融管理部), and International Business Department (国际业务部).
The Party Committee oversees the Discipline Inspection Commission (纪委), the Union (工会), the Mass Work Department (党群工作部(党委办公室、维稳信访办公室)), and the Discipline Inspection Room (纪检监察室(巡视办公室)).
Below the Operating Team are numerous subsidiaries, including China Resources (中国物资储运集团有限公司), China Paper Industry Investment (中国纸业投资有限公司), China Cred Asset (中国诚通资产管理有限公司), China Logistics (中国物流股份有限公司), China Cred Hong Kong (中国诚通香港有限公司), China Cred HK (中国诚通(香港)资产管理有限公司), China Cred Invest (中国诚通投资有限公司), CTFW (诚通财务有限责任公司), CTHR (诚通人力资源有限公司), China Cred East (中国诚通东方资产经营管理公司), China Packaging (中国包装有限责任公司), China Cred Int'l (中诚通国际投资有限公司), CNCC (中商控股集团集团有限公司), China Cred Int'l Trade (中国诚通国际贸易有限公司), CTFM (诚通基金管理有限公司), China Healthy (中国健康养老集团有限公司), CTRP (诚通房地产投资有限公司), and China Hua Shi (港中旅华贸国际物流股份有限公司).

附件 2 公司下属二级子企业（按合并口径）

序号	企业名称	持股比例（%）	注册资本	主营业务
1	中国物资储运集团有限公司	100.00	239928.53 万元	物资储运
2	中国纸业投资有限公司	100.00	503300.00 万元	造纸林业
3	北京诚通投资有限公司	100.00	20000.00 万元	资产经营管理
4	中国物流股份有限公司	40.00	250000.00 万元	物流运输
5	中国包装有限责任公司	100.00	72439.22 万元	包装业务
6	中商控股集团有限公司	100.00	120000.00 万元	资产管理
7	中诚通国际投资有限公司	100.00	256388.80 万元	投资控股
8	中国诚通香港有限公司	100.00	100 万港币	投资控股
9	中国诚通国际贸易有限公司	70.00	20000.00 万元	商品贸易
10	诚通人力资源有限公司	100.00	4600.00 万元	人力资源
11	中国诚通资产经营管理公司	100.00	17513.00 万元	资产经营
12	诚通财务有限责任公司	100.00	500000.00 万元	财务公司
13	中国诚通投资有限公司	100.00	8000 万港币	投资
14	中国诚通（香港）资产管理有限公司	100.00	2000 万港币	资产管理
15	诚通基金管理有限公司	100.00	12700.00 万元	投资管理
16	北京诚通金控投资有限公司	100.00	400000.00 万元	投资管理
17	中国国有企业结构调整基金股份有限公司	22.90	13100000 万元	投资
18	中国健康养老集团有限公司	100.00	1000000 万元	服务
19	北京诚通资本运营有限公司	100.00	10.00 万元	商务服务
20	北京诚通资本投资有限公司	100.00	10.00 万元	投资与资产管理
21	诚通房地产投资有限公司	50.31	700000.00 万元	地产投资
22	港中旅华贸国际物流股份有限公司	45.81	100541.52 万元	装卸搬运和运输代理

附件3 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	345.67	666.21	1001.04	925.70
资产总额(亿元)	1082.26	1690.61	2474.56	2532.73
所有者权益(亿元)	611.34	1046.25	1540.71	1676.94
短期债务(亿元)	206.17	177.17	228.42	172.72
长期债务(亿元)	138.33	273.72	416.51	437.98
全部债务(亿元)	344.49	450.89	644.93	610.70
营业总收入(亿元)	621.54	828.75	1016.55	231.07
利润总额(亿元)	20.27	24.85	28.23	15.60
EBITDA(亿元)	45.93	52.87	66.08	--
经营性净现金流(亿元)	2.12	10.32	142.74	-15.64
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.11	9.95	10.94	--
存货周转次数(次)	4.71	5.11	5.63	--
总资产周转次数(次)	0.69	0.60	0.49	--
现金收入比(%)	102.69	103.77	102.17	104.20
营业利润率(%)	6.71	6.30	6.93	5.51
总资本收益率(%)	2.77	1.65	1.88	--
净资产收益率(%)	2.41	1.02	1.17	--
长期债务资本化比率(%)	18.45	20.74	21.28	20.71
全部债务资本化比率(%)	36.04	30.12	29.51	26.70
资产负债率(%)	43.51	38.11	37.74	33.79
流动比率(%)	214.65	311.17	292.62	365.43
速动比率(%)	167.87	266.91	255.68	317.40
经营现金流动负债比(%)	0.66	2.99	29.09	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.91	3.71	2.82	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.50	8.53	9.76	--

注：1. 2019年一季度财务报表未经审计；2. 短期债务包含其他流动负债中的有息债务；3. 长期债务包含长期应付款中的有息债务；4. 2016-2018年现金类资产已剔除受限货币资金

附件 4 主要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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (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	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业总收入×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(非流动) 负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

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

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