

# 信用等级公告

联合[2016] 728号

联合资信评估有限公司通过对中国诚通控股集团有限公司及其拟发行的2016年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

中国诚通控股集团有限公司

主体长期信用等级为

AAA

中国诚通控股集团有限公司

2016年度第一期中期票据的信用等级为

AAA

特此公告。



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

# 中国诚通控股集团有限公司

## 2016 年度第一期中期票据信用评级报告

### 评级结果:

主体长期信用等级: AAA  
评级展望: 稳定  
本期中期票据信用等级: AAA

本期中期票据发行额度: 15 亿元  
本期中期票据期限: 3 年  
偿还方式: 按年付息, 到期一次性还本  
发行目的: 补充流动资金和偿还银行贷款

评级时间: 2016 年 10 月 8 日

### 财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 6 月
现金类资产(亿元)	201.63	97.31	136.97	149.70
资产总额(亿元)	771.98	672.09	714.12	781.30
所有者权益(亿元)	244.43	261.55	330.56	337.65
短期债务(亿元)	232.70	182.74	138.41	138.08
长期债务(亿元)	123.26	125.62	116.12	128.84
全部债务(亿元)	355.96	308.36	254.53	266.92
营业收入(亿元)	774.06	682.06	619.07	270.89
利润总额(亿元)	12.77	13.72	15.21	9.09
EBITDA(亿元)	40.36	40.25	53.73	--
经营性净现金流(亿元)	6.41	85.94	31.89	45.69
营业利润率(%)	5.12	5.76	5.93	6.43
净资产收益率(%)	3.46	3.24	3.28	--
资产负债率(%)	68.34	61.08	53.71	56.78
全部债务资本化比率(%)	59.29	54.11	43.50	44.15
流动比率(%)	122.02	130.62	152.63	149.37
经营现金流流动负债比(%)	1.62	31.51	12.83	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.82	7.66	4.74	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.57	2.55	3.94	--

注: 公司 2016 年上半年财务数据未经审计。

### 分析师

刘 哲 刘嘉敏 杨学慧

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)

Http: //www.lhratings.com

### 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“诚通集团”或“公司”)的评级,反映了公司作为国务院国资委直属企业,在产业分布、经营规模、政策支持等方面的优势。同时,联合资信也关注到贸易行业竞争激烈,受宏观经济增速放缓以及造纸行业持续低位运行影响,公司收入规模下滑,主业盈利能力偏弱,投资收益及营业外收入对利润贡献度大等因素对公司经营及发展可能带来的不利影响。

2016 年,国资委、国家发改委等几大部委联合宣布公司将改组成为国有资本运营公司试点企业,侧重于持股管理和资本运作等功能,主要致力于整合运营、改制重组、进入退出等资产经营和资本运作,公司曾先后接受或托管多家困难企业,具有成功的托管经验。改组完成后,预计会给公司带来新的收入和利润增长点。公司于 2016 年 5 月托管中国铁路物资(集团)总公司(以下简称“中铁物资”)的事项不会对公司日常管理、生产经营及偿债能力产生不利影响。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司 EBITDA 和经营活动现金流对本期中期票据保障能力较强。基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低,安全性极高。

### 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 200 万

亩，浆纸产能近 300 万吨，综合实力位列国内造纸行业前列。

3. 公司是国务院国资委直属企业，不断获得国有资本金注入，政府支持力度较大。
4. 公司牵头成立中国国有企业结构调整基金股份有限公司，国有资本运营业务规模有望快速增长。
5. 公司 EBITDA 和经营活动现金流对本期中期票据保障能力较强。

#### 关注

1. 公司贸易板块行业竞争激烈，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，公司贸易业务收入下滑明显。
2. 造纸业务受行业影响，近年来呈亏损状态。
3. 公司应收账款和存货规模较大，存在一定的坏账和跌价风险。
4. 公司投资收益及营业外收入对利润总额贡献度大。
5. 公司尚未完成针对中铁物资实施托管的具体方案，联合资信将持续关注该事项的进展情况。

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因中国诚通控股集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

六、中国诚通控股集团有限公司 2016 年度第一期中期票据自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

# 中国诚通控股集团有限公司

## 2016 年度第一期中期票据信用评级报告

### 一、主体概况

中国诚通控股集团有限公司（以下简称“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 2016 年 6 月底，公司注册资本为 113.00 亿元，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，是公司的实际控制人，持有其 100% 股份。

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、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；五金交电、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 2016 年 6 月底，公司本部设总裁办公室、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、离退休人员管理中心 8 个职能部门；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 2015 年底，公司（合并）资产总额 714.12 亿元，所有者权益 330.56 亿元（含少数股东权益 168.47 亿元）；2015 年公司实现营业收入 619.07 亿元，利润总额 15.21 亿元。

截至 2016 年 6 月底，公司（合并）资产总额 781.30 亿元，所有者权益 337.65 亿元（含少数股东权益 172.41 亿元）；2016 年 1~6 月，公司实现营业收入 270.89 亿元，利润总额 9.09 亿元。

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

### 二、本期中期票据概况

公司拟于 2016 年注册总额度为 45 亿元的中期票据，本期计划发行 2016 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度为 15 亿元，期限为 3 年。

本期中期票据募集资金将用于补充公司流动资金和偿还银行贷款。

本期中期票据无担保。

### 三、宏观经济和政策环境

在国内外需求疲软、传统产业调整带来的经济下行压力的背景下，2016 年上半年，中国继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策上，中国着力推进供给侧改革，通过减税降费和化解落后产能等方式推动产业升级。货币政策上，继续加强金融对实体经济的支持力度，完善宏观审慎管理框架，更多使用定向和创新型货币工具保证流动性的合理充裕。

在上述政策背景下，中国经济保持稳定增长。2016年1-6月份，中国国内生产总值(GDP) 34.1万亿元，同比实际增长6.7%，经济增速保持在2009年以来的较低水平，但经济结构有所优化。具体来看，民间投资和制造业投资增速回落明显导致固定资产投资增速放缓，但消费需求保持平稳增长，进出口略显回稳向好趋势。同时，全国居民消费价格(CPI)指数在2%左右小幅波动，工业生产者出厂价格指数(PPI)同比降幅持续收窄，制造业采购经理指数(PMI)自3月份以来回升至荣枯线上方，就业形势总体稳定。

产业结构调整持续推进，第三产业是稳定经济增长的主要动力。2016年1-6月，中国第一产业发展稳定；第二产业虽然面临着去产能和产业结构调整的双重压力，但出现企稳迹象；第三产业同比增速有所放缓，但仍是稳定经济增长的主要动力。

固定资产投资增速再创新低，拖累经济增速的提升。2016年1-6月份，中国固定资产投资(不含农户) 25.8万亿元，同比增长9.0%，增速继续放缓且再创新低，主要受民间投资、制造业投资增速进一步回落所致。其中房地产开发投资在经历了一季度的高增长后，投资增速出现回落，其稳定经济增长的作用有所下降；制造业投资继续回落，主要受工业去产能持续和内外需求不足影响所致，但高端装备制造投资保持较高增速，促进了工业结构的优化；基础设施投资增速进一步加快，成为避免固定资产投资增速过快下滑的重要支撑力量。

消费增速稳健增长，对经济增长构成支撑。2016年1-6月份，中国社会消费品零售总额15.6万亿元，同比增长10.3%，社会消费品零售总额增速保持稳健增长。其中生活必需品、休闲娱乐类消费和餐饮消费保持稳定快速增长，房地产市场的回暖带动了居住类相关产品消费增速的加快；同时中国消费结构继续呈向以“互联网+”为核心特征的新型消费业态发展的趋势，全国网上零售额占社会消费品零

售总额的比例进一步增长。2016年1-6月份，全国居民人均可支配收入同比增长6.5%，居民可支配收入的稳定增长对消费稳定增长构成了支撑。

贸易呈企稳向好态势，但仍面临诸多不稳定因素。2016年1-6月份，中国进出口总值1.7万亿美元，同比下降8.8%，自3月份起累计降幅逐渐收窄，贸易呈企稳向好态势，但在世界经济低增长、国内外需求疲软的大背景下，中国外贸增长乏力；贸易顺差2571亿美元，同比变动不大。2016年6月份，英国脱欧、国际贸易保护主义抬头等因素对外贸构成负面影响，外贸面临诸多不稳定因素。

在“去产能”的大背景下，为了推动经济结构转型，实现经济在6.5%-7.0%增长、物价温和回升、就业市场稳定等2016年年度目标，2016年下半年，政府将继续推进结构性改革，尤其是供给侧改革，加快新旧发展动能转换，通过实施积极的财政政策和稳健并灵活适度的货币政策，为经济平稳运行托底。在房地产、制造业和民间投资增长乏力的情形下，基础设施建设投资将成为稳定经济的主要动力，财政政策将会维持积极的基调；经济放缓、营改增以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升。为了给去产能、去杠杆的经济结构改革和经济发展提供流动性保障，预计货币政策仍会以灵活审慎的定向货币政策工具应对随时可能出现的国内外风险，维持国内流动性状况保持充裕。在地产销售回落、债券市场信用风险事件时有发生、外汇占款持续下降、私人部门信贷增长乏力等因素影响下，为达到13%的社会融资规模和M2的增长水平年度目标，在汇率稳定以及资本流出规模不大的前提下，下半年存在降准的可能性。

2016年下半年，预计固定资产投资或将在政府和政策的支持下出现改善；社会消费品零售总额仍会保持稳定增长，消费结构的升级也有助于推动相关产业的优化升级；虽然短期内对外贸易状况仍难有明显改善，但对外贸易结

构将进一步优化，有望培养出新的外贸增长点。总体看，预计2016年全年GDP增速为6.7%左右。

#### 四、行业及区域经济环境

公司经营业务主要涉及商品贸易、物流业务和纸浆及纸制品行业，行业整体发展状况及变动对公司经营及财务具有较大影响。

##### 1. 贸易

###### (1) 行业现状

###### 进出口贸易

近年来，在世界经济复苏明显放缓，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。2015年全国进出口总值3.96万亿美元，同比下降8%。其中，出口2.28万亿美元，同比下降2.8%；进口1.68万亿美元，同比下降14.1%。总体看，2014年对外贸易增速出现回落，2015年进出口规模出现整体下降，外贸下行压力加大。

近几年中国采取了一系列措施，如保持出口退税和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等，保证了中国外贸较快发展。但值得注意的是，受国际需求增速放缓和国内成本上升等因素制约，中国的贸易环境不容乐观。人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，中国外贸出口增长空间受到抑制，上述因素都将给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

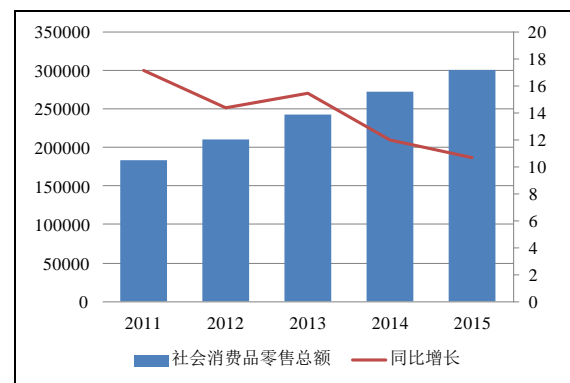
###### 国内贸易

近年来，中国经济规模保持不断扩大的态势，刺激国内贸易稳步发展，但增速有所回落。根据国家统计局数据，2013年国内生产总值471564亿元，同比增长9.2%；同期，社会消费品零售总额181226亿元，同比增长17.1%（扣除价格因素，实际增长11.6%）。2014年国内生产总值636463亿元，同比增长7.4%；

同期，2014年全年社会消费品零售总额262394亿元，同比增长12.0%，扣除价格因素，实际增长10.9%，增速均出现同比下滑。2015年，社会消费品零售总额300931亿元，比上年名义增长10.7%，扣除价格因素实际增长10.6%。其中，限额以上单位消费品零售额142558亿元，增长7.8%。

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 资讯

整体看，中国国内贸易规模在经历高速增长后，增速出现回落。国内贸易与宏观经济息息相关，未来国内贸易的发展情况将与中国产业转型，产能优化，促进消费，加强就业等因素联动密切，连锁经营、供应链延伸、电子商务等现代流通方式的发展也将对国内贸易产生较大促进。行业的不断发展势必促使竞争更加激烈，对于贸易行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

###### (2) 行业关注

###### 国内经济低迷，导致大宗商品需求下降，产能过剩导致价格波动幅度大，内贸竞争激烈

近年来，虽然国家政策支持扩大消费需求，但内需增长较之前有所放缓。另外，人民生活水平显著提高，居民消费结构不断升级，对国内贸易优化结构与布局提出了新要求；资源环境约束日趋强化，资金、土地、劳动力等要素成本上升，国内贸易加快转变发展方式的迫切性进一步增强；国际国内市场联系

更加紧密，国内贸易领域的市场竞争更加激烈，维护市场正常秩序的任务更加艰巨；部分大宗商品较多依赖进口，受国际市场价格影响较大，市场调控难度增大。

2014 年以来，中国经济增速下降且仍处于转型期，第二产业增速将继续下降，煤炭等能源商品的需求持续下降。同时，房地产调控政策也影响了钢铁、建材等商品的需求。需求对过剩产能的消化仍在释放期，大宗产品等商品的需求仍不能有效支撑相关产品贸易的运行，国内贸易处于低迷状态。

### 外部贸易环境日趋复杂

中国加入世贸组织意味着在新的贸易规则下开展竞争与博弈，不平衡的贸易格局导致中国与西方发达国家的贸易摩擦居高不下。金融危机以来各国贸易限制措施显著增多，主要是提高关税、设置非关税壁垒、滥用反倾销措施等，中国是主要受害者。

自 1995 年以来，中国连续成为全球反倾销调查的重点，涉案损失每年高达 300 亿至 400 亿美元，出口欧盟、美国、日本的产品也屡屡成为召回或通报目标。贸易摩擦不仅来自美欧等发达经济体，也来自于巴西、阿根廷以及印度等发展中国家，其中既有针对中国传统优势产业的，也有针对高新技术产业的。未来贸易保护主义抬头的态势仍可能继续蔓延。

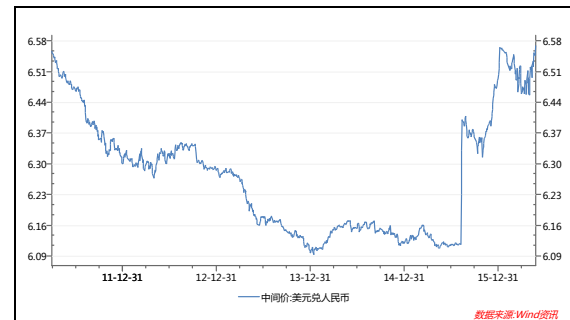
### 人民币汇率风险不断加大

贸易的持续稳定发展是实现国民经济的内外均衡和经济增长的重要保证，汇率变化是影响国家或地区进出口贸易发展的重要因素之一。在贸易顺差持续高位运行，人民币升值压力不断加大的背景下，中国人民银行于 2010 年 6 月 19 日宣布允许人民币汇率更具弹性，人民币汇率每日正负 0.5% 的浮动区间将维持不变，意味中国逐步开始允许人民币升值。政策实施后，人民币汇率进入升值通道。一方面，人民币对美元的升值造成以美元为结算单位商品的出口减少，尤其给中国大部分依靠价格优势而缺乏科技含量的低附加值外贸企业的

经营带来了很大的负面影响；另一方面，从产品下单做货到出货，再到最终结汇，整个周期通常有几个月的时间，汇率的波动造成企业无法准确预测最终销售利润，经营风险加大。

为推进汇率改革，促进对外贸易进一步趋于平衡，中国人民银行宣布，自 2012 年 4 月 16 日起，银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由 0.5% 扩大至 1%，人民币汇率波幅再增一倍，这意味着外贸企业需要更多地对人民币外汇交易进行风险管理，并采取相应的对冲，与此同时，这也可能鼓励更多的企业在外贸中使用人民币作为结算货币，来降低相应的风险。

图 2 美元兑人民币汇率走势图



资料来源：Wind 资讯

2013 年以来人民币加速升值，美元兑人民币中间价汇率累计 40 次创新低，年内累计升值幅将近 3%。2014 年上半年，人民币出现贬值潮，截至 2014 年 6 月 30 日，美元兑人民币汇率为 6.1528 元/美元，较年初贬值 538 个基点。从 2014 年下半年以来，美元兑人民币汇率开始震荡下行。2015 年 8 月 11 日，央行调整人民币汇率中间价报价机制，致使美元兑人民币汇率上升至 6.3232 元/美元，人民币出现大幅贬值。截至 2015 年底，美元兑人民币汇率中间价报 6.4936 元/美元。进入 2016 年，美元兑人民币汇率波动较大，截至 2016 年 9 月 20 日，美元兑人民币汇率为 6.6700 元/美元。总体看，在美联储停止 QE 以及美元加息预期、中国经济增速整体放缓、新兴市场汇率整体走软、外贸顺差压力大、利率市场化等诸多背景下，人



民币贬值趋势较为明显，贸易企业面临一定的汇兑损失风险。

### （3）行业政策

2015年5月，国务院印发《关于加快培育外贸竞争新优势的若干意见》（以下简称“意见”）指出，中国要大力推动外贸由规模速度型转向质量效益型，努力实现五个转变：货物出口向货物、服务、技术、资本输出结合转变；价格优势向技术、品牌、质量、服务为核心的综合竞争优势转变；要素驱动向创新驱动转变；政策引导为主向制度规范和营造法制化国际化营商环境转变；遵守、适应国际经贸规则为主向主动参与国际经贸规则制定转变。《意见》提出六个任务：外贸结构调整、提高外贸国际竞争力、与“一带一路”沿线国家深化贸易合作、建造互利共赢的国际新格局、营造法制化国际化的营商环境、完善政策体系。

2015年8月，国务院办公厅促进内贸流通健康发展的若干意见（国办发【2014】51号，以下简称“意见”），为加快发展内贸流通，意见中指出支持流通企业做大做强，推动优势流通企业利用参股、控股、联合、兼并、合资、合作等方式，做大做强，形成若干具有国际竞争力的大型零售商、批发商、物流服务商；推进内外贸融合发展，拓展国内商品市场对外贸易功能，借鉴国际贸易通行标准、规则和方式，在总结试点经验的基础上，适当扩大市场采购贸易方式的试点范围，打造一批布局合理、功能完善、管理规范、辐射面广的内外贸结合市场。

中国正在积极推进的自由贸易园区战略和“一带一路”建设，有望成为中国外贸新常态的方向和驱动因素。未来，随着贸易行业竞争的日益剧烈，贸易行业的发展趋势要求贸易企业由简单中间商向综合服务商转型。贸易企业通过提供物流、仓储、信息等综合服务获得新的生存支点，服务链的延伸成为未来的发展趋势，在新的竞争格局下资金实力雄厚、业务规模大、专业性强、管理

水平高的公司在提供综合服务方面更具有优势，而中小贸易企业则由于综合服务能力的欠缺而制约其未来的发展。

### （4）行业发展

在未来几年内，国家主张积极完善生产资料现代流通体系。鼓励直采直供、网上购销；支持生产资料流通企业向上下游延伸，形成供应链集成服务模式；将逐步完善佣金代理制，规范发展总经销和总代理；支持发展企业间的电子商务；鼓励具备条件的生产资料生产、流通企业发展内外贸结合的经营模式，建立跨国采购和销售网络；支持生产资料批发市场加快改造升级，提升物流配送、流通加工、价格发布、金融服务、信息引导等综合服务功能，形成一批全国性或区域性生产资料交易中心。

对外贸易方面，其发展与世界经济环境和国民经济的发展密切相关。目前，全球经济恢复尚存在不确定性，中国经济增速略有放缓，对对外贸易的未来发展在一定程度上起到了制约作用。

## 2. 造纸

### （1）行业现状

近年来，中国纸品消费市场整体以缓慢速度增长。根据中国造纸业协会统计，2015年，中国纸与纸板表观消费量约为10400万吨，同比增长约3.2%，延续低迷颓势。考虑到消费的主要构成来自于存量较大的工业与传统文化产业，主要造纸产品如包装用纸和文化用纸的最终需求端都是工业包装与传统文化印刷的情况，在我中国GDP增长将逐步减慢背景下，造纸业整体需求增速难有超预期表现，尤其是在上述与GDP联系密切的包装用纸和市场空间已呈现饱和的文化用纸方面。消费结构中，箱纸板、瓦楞原纸和未涂布印刷书写纸依然是主要消费纸种。

从利润情况上看，据国家统计局统计，2015年造纸及造纸机械行业的生产运行情况

况基本稳定,行业主要工业经济指标较 2014 年趋好。根据国家统计局数据,2015 年造纸及纸制品业主营业务收入为 13923.4 亿元,同比增长 3.03%;利润总额为 744.4 亿元,同比增长 6.5%;亏损企业亏损额为 90.0 亿元,同比减少 1.6 亿元。

从投资层面上看,国家统计局的数据显示,2015 年造纸及纸制品业固定资产投资额累计为 2812.55 亿元,同比仅增长 0.4%,增速同比下滑 6 个百分点。造纸行业固定资产投资主要集中在上游纸浆生产、林木资源的投资、行业节能改造方面和重组改革方面,新增生产线投资很少。

产量方面,2015 年机制纸及纸板累计生产量为 11774.1 万吨,累计同比增长 1.7%,增速下滑 1.1 个百分点。主要原因是受过剩产能改造和行业重组期影响,新增产能逐渐减少,造纸厂普遍存在生产线闲置或关停的状况。而其中新闻纸产量为 350.2 万吨,同比下滑 4.2%,主要由于受到新型互联网媒体对纸质媒体行业的冲击。

2016 年上半年造纸行业生产和经济运行情况整体基本稳定,据国家统计局数据显示,2016 年上半年,造纸及纸制品行业共实现营业收入 6919.8 亿元,同比增长 6.02%;利润总额 340 亿元,同比增长 7.5%。其中纸浆制造业实现营业收入 61.91 亿元,同比下降 4.34%;造纸业实现营业收入 4071.69 亿元,同比增长 5.86%;纸制品制造业实现营业收入 2786.16 亿元,同比增长 6.51%。

根据中国造纸业协会在《中国造纸工业 2015 年产销形势》中表达观点,2015 年造纸行业生产运行整体情况基本保持平稳态势,产销基本平衡,但产品市场分化,有涨有落,全年纸及纸板生产量和表观消费量略有增长。2016 年是“十三五”开局之年,由于经济发展放缓,需求增长也会下降,加上产能的结构性、阶段性过剩问题凸显,造纸产业形势短期内难以得到有效改善,因此,

2016 年国内制浆造纸及纸制品行业生产和消费将会延续 2015 年的态势,行业总体保持平稳,预计大宗商品价格下跌和外部金融环境收紧的现象可能有所缓解,市场可能会形成先低后高态势,整体表现应会略有好转。

### 3. 行业关注

#### 原材料

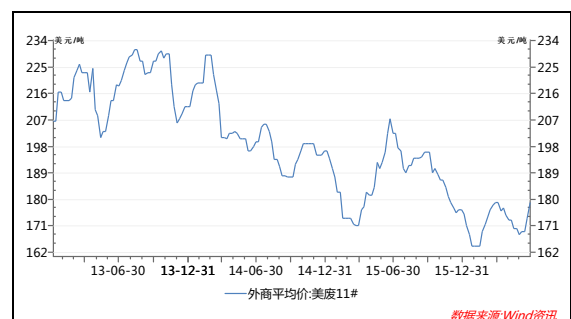
纸浆作为造纸工业的直接原料通常分为木浆、废纸浆及非木浆。目前国际造纸工业纸浆结构中木浆约占 63%,废纸浆约占 34%,非木浆约占 3%。

近年来由于造纸产能的迅速扩张,中国造纸行业的纸浆总体上呈现供不应求的特征,但增长势头已有所减缓。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。

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。根据中国海关总署统计,2015 年中国废纸累计进口数量 2928.44 万吨,同比增长 6.41%,价值 52.80 亿美元,同比下降 1.23%。2015 年,进口废纸价格持续走低,按照海关总署提供数据统计,2015 年 12 月,中国废纸进口均价为 176.31 美元/吨,同比下降 4.99%。截至 2016 年 6 月 30 日,美废 11# 报价 179 美元/吨,同比下降 11.39%。

图 3 美废 11# 外商平均价走势图

(单位:美元/吨)



资料来源: Wind 资讯

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

年来，原料市场景气度下行使业内企业成本压力得到缓解，企业短期盈利波动风险有所降低。

#### 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。

近年来，造纸行业出现两极化的发展趋势：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。

#### 4. 行业政策

##### 淘汰落后产能

根据《国务院关于进一步加强对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，并要求有关省市区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。

#### 5. 行业发展

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。

“十三五”期间，造纸行业将以调整为主线，包括原料的调整、资源的调整、区域发展的调整。通过调整，提高发展的质量，用先进产能代替落后产能，提高经济效益，实现行业和谐、持续、绿色发展。“十三五”期间，行业要以解决主要问题为导向，坚持市场引导和行业引导相结合，培育龙头企业和特色企业；坚持自主创新，加快技术进步，加大国际合作，提高品牌知名度；通过调整布局、资源整合，提高产业集中度，实现企业数量减少30%，主营业务收入争取达到500亿元。

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，形成合理的产业新布局。

#### 6. 物流

##### (1) 行业现状

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213.50万亿元，同比增长7.94%，增幅比上年回落3.63个百分点。从社会物流总额的构成情况看，工业品物流总额196.90万亿元，同比增长8.48%，增幅比上年回落1.22个百分点。进口货物物流总额12.0万亿元，同比下降0.83%，增幅比上年回落6.41个百分点。2014年全国物流业增加值为3.5万亿元，同比下降10.26%。

2015年全国社会物流总额213.50万亿元，同比增长7.94%，增幅比上年回落3.63个百分点。从社会物流总额的构成情况看，工业品物流总额196.90万亿元，同比增长8.48%，增幅比上年回落1.22个百分点。进口货物物流总额12.0万亿元，同比下降0.83%，增幅比上年回落6.41个百分点。2015年全国物流业增加值为3.5万亿元，同比下降10.26%。受宏观经济增速放缓影响，物流需求规模速减缓、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。

整体看，受宏观经济增速放缓影响，物流需求规模速减缓、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。

## （2）行业政策

2014年11月18日，国家发改委、交通部、商务部、国家铁路局、中国民航局、国家邮政局及国家标准委联合印发《关于中国物流业信用体系建设的指导意见》。《意见》提出了加强物流信用服务机构培育和监管、推进信用记录建设和共享、积极推动信用记录应用、开展专业物流领域信用建设试点、加强物流信用体系建设的组织协调等十余项措施。《意见》对建立健全物流业信用体系，营造公平竞争、诚信经营的市场环境，发挥市场在物流资源配置中的决定性作用和更好地发挥政府作用，促进物流业加快转型升级；对于降低社会物流成本，提高物流效率，提升经济运行的质量和效益具有重要意义。

2015年9月29日，国务院办公厅印发《国务院办公厅关于推进线上线下互动加快商贸流通创新发展转型升级的意见》，指出要转变物流业发展方式。运用互联网技术大力推进物流标准化，重点推进快递包裹、托盘、技术接口、运输车辆标准化，推进信息共享和互联互通，促进多式联运发展。大力发展智慧物流，运用北斗导航、大数据、物联网等技术，构建智能化物流通道网络，建设智能化仓储体系、配送系统。发挥互联网平台实时、高效、精准的优势，对线下运输车辆、仓储等资源进行合理调配、整合利用，提高物流资源使用效率，实现运输工具和货物的实时跟踪和在线化、可视化管理，鼓励依托互联网平台的“无车承运人”发展。推广城市共同配送模式，支持物流综合信息服务平台建设。鼓励企业在出口重点

国家建设海外仓，推进跨境电子商务发展。

总体看，中国物流环境和条件不断改善，各行业增长带动大宗商品物流需求的上升，为物流行业企业的发展带来机遇。

## 7. 区域经济环境

近年来，北京市经济社会保持平稳健康发展势头，综合实力不断增强。根据《北京市2015年国民经济和社会发展统计公报》，2015年北京实现地区生产总值22968.6亿元，比上年增长6.9%。其中，第一产业增加值140.2亿元，下降9.6%；第二产业增加值4526.4亿元，增长3.3%；第三产业增加值18302亿元，增长8.1%。按常住人口计算，全市人均地区生产总值达到106284元（按年平均汇率折合17064美元）。

2015年，北京市全市完成地方公共财政预算收入4723.9亿元，比上年增长12.3%；地方公共财政预算支出5751.4亿元，增长27.1%。其中，用于城乡社区、节能环保、交通运输、社会保障和就业的支出分别增长77.9%、42.1%、37.8%和37.6%。

零售业方面，2015年北京市全年实现社会消费品零售总额10338亿元，比上年增长7.3%。限额以上批发和零售企业中，汽车类实现零售额1751亿元，下降4.7%；通讯器材类实现零售额1217.4亿元，增长31.1%；中西药品类实现零售额843.8亿元，增长5.6%；文化办公用品类实现零售额582.8亿元，增长10.4%；家用电器和音像器材类实现零售额432.9亿元，增长15.6%。限额以上批发和零售企业实现网上零售额2016.9亿元，增长40.2%。

总体来看，北京市经济平稳运行，产业结构不断优化，第三产业占比逐步提升，财政实力稳步加强，为公司发展提供了较好的外部环境。

## 五、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至2016年6月底，公司注册资本为

113.00 亿元，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，是公司的实际控制人，持有其 100% 股份。

## 2. 企业规模和竞争力

公司是直属于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。

### 资产经营管理

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 14 户中央企业所屬子企业，涉及资产 311 亿元，净资产 -48.03 亿元，职工人数 4.7 万人；变现和盘活了资产 32 亿元，整合孵化出有效资产 109 亿元；共清理退出困难子企业 238 户，分流安置人员 3.4 万人，管理离退休职工 1.5 万人。

经过多年的发展，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，未来，公司会在国有经济和中央企业布局与结构调整中继续发挥重要作用。

### 物流服务

目前公司是中国陆地仓储物流龙头企业，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。2015 年，在中国经济增速放缓，部分大宗商品流通下滑的情况下，全年完成吞吐量约 4700 万吨，年运输量达到 2137 万吨，仓储客户超过 2 万家，“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。2015 年公司综合物流业务收入约 45 亿元，市场份额处于国内领先地位。

### 生产资料贸易

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。2015 年，公司克服

宏观经济增长乏力，产能过剩，市场低迷，融资困难等因素，从资源、市场、模式、服务等多方面进行调整，主动压缩风险较大的贸易业务规模，并积极实施内外贸结合、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约 1866 万吨，其中钢材销售量 828 万吨，有色金属销售量 76 万吨，生铁炉料销售量 259 万吨，煤炭销售量 500 万吨，整体贸易量在国内具有较大的影响力。

### 纸业

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。通过一系列兼并收购，目前在国内已拥有林地近 200 万亩，浆纸产能超过 350 万吨，综合实力位列国内造纸行业前列，产品涵盖文化纸、白卡纸、特种纸及木浆等众多品种。公司旗下岳阳林纸和银河纸业是中国文化纸市场的主要生产企业之一，文化纸合计产能在国内文化纸市场居于前列；红塔仁恒是国内白卡纸行业标准的制定者，长期占有高端白卡市场三分之一的市场份额；冠豪高新是中国特种纸行业的龙头企业，无碳复写纸和热敏纸处于行业领导地位。

## 3. 人员结构

截至 2016 年 6 月底，公司高级管理人员 13 人，其中总裁 1 人、副总裁 5 人、总会计师 1 人，副总会计师 1 人，总法律顾问 1 人，总裁助理 1 人，工会书记 1 人，董事会秘书 1 人，纪委副书记 1 人。

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

公司总裁兼党委副书记朱碧新先生，1965 年出生，博士学历，高级经济师，国务院特殊津贴专家。曾任中国路桥（集团）总公司党委委员、纪委书记、工会主席，中国交通建设集

团有限公司党委常委、副总裁、总法律顾问，兼任中交地产有限公司董事长、绿城中国有限公司董事会联席主席。2015年12月至今任中国诚通控股集团有限公司董事、总裁、党委副书记。朱碧新先生亦担任第九届中华全国青年联合会委员，第一、二届中央企业青年联合会常委等职务。

截至2015年底，公司本部及其并表子公司共有职工23431人。从学历构成来看，硕士及以上学历人员占2.48%，本科占19.06%，专科占23.37%，中专及以下学历占55.09%。

总体看，公司高层管理人员综合素质高，相关行业从业经验丰富；员工整体文化素质较高。

#### 4. 重大事项

##### 公司将改组为国有资本运营公司

2016年2月25日，国资委、国家发改委和人社部共同对外披露国企改革“十项改革试点”时称，国资委下属的两家投资平台公司——中国诚通控股集团有限公司和中国国新控股有限责任公司，成为国有资本运营公司试点企业，侧重于持股管理和资本运作等功能，主要致力于整合运营、改制重组、进入退出等资产经营和资本运作。

目前，诚通集团正在制定改组国有资本运营公司总体方案，改组的内容主要包括以下几点：1、调整公司战略定位，注重国有企业布局结构调整，提升国有资本运营效率；2、变更公司名称与主业经营范围，名称将变更为“中国诚通资本运营有限公司”，主业范围调整为“持股管理、资产管理、资本运作、金融服务、股权投资、委托投资、发起设立基金及基金管理公司、金融企业债权收购及处置等”；3、完善公司治理结构；4、健全资本运营核心功能，围绕“资金、资产、资本（股权）”三个不同形态之间的转化与循环，建立与之相适应的功能；5、重塑公司组织架构；6、调整公司管控模式；7、强化内外部监督机制。

综合来看，改组后诚通集团的主业为开展资本运作，更加注重国有资本的结构调整和价值增值，同时会重组整合和剥离部分原有业务，加大对关系国家安全、国计民生和国民经济命脉的重要行业和领域的资本投入。未来，诚通集团将主要通过基金运作等方式，以财务性投资为主，支持中央企业和国有重点项目投资、中央企业兼并收购和海外投资、核心产业发展与结构升级、投资孵化战略新兴产业，参与中央企业整体上市、上市公司非公开发行股份、增持上市公司股份等。联合资信将持续关注公司的改组情况，动态分析改组国有资本运营公司对诚通集团经营情况、盈利水平以及偿债能力的影响。

##### 全面托管中国铁路物资（集团）总公司

2016年4月29日，国资委宣布，鉴于中国铁路物资（集团）总公司（以下简称“中国铁物”）2009年至2013年盲目追求规模扩张，违规开展大量钢材、铁矿石、煤炭等大宗商品融资性贸易，造成巨额损失，决定由诚通集团对中国铁物实施托管，以进一步促进中国铁物的改革脱困和转型发展工作。

中国铁物目前已无存续期内债券，下属子公司中国铁路物资股份有限公司（以下简称“中铁物股份”）68亿元公募债券已于2016年8月13日全部按期兑付，100亿元私募债券将于2018年底到期，兑付压力极大。

截至2015年底，中铁物股份（合并）资产总额545.55亿元，所有者权益60.47亿元（含少数股东权益7.98亿元）；2015年中铁物股份实现营业收入478.15亿元，利润总额-3.30亿元。

截至2016年3月底，中铁物股份（合并）资产总额530.00亿元，所有者权益58.70亿元（含少数股东权益7.52亿元）；2016年1~3月中铁物股份实现营业收入88.52亿元，利润总额-0.69亿元。

针对上述事项，诚通集团已于2016年5月3日发布《中国诚通控股集团有限公司关于

托管中国铁路物资（集团）总公司的公告》，公告称：诚通集团依据国资委决定，对中国铁路实施托管。诚通集团作为国资委国有资本运营平台，先后接收或托管中国寰岛、国企合作等困难企业，具有成功的托管经验。托管期间，各主体权利义务不变，托管不会对诚通集团日常管理、生产经营及偿债能力产生不利影响。联合资信将持续关注该托管事项。

### 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，诚通集团携手中国邮政储蓄银行、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，共同发起设立中国国有企业结构调整基金股份有限公司，基金总规模为人民币3500亿元，首期募集资金为人民币1310亿元。

该基金将立足和服务于央企，支持国有骨干企业优化产业布局、加快转型升级、提升国际化经营能力，支持重点行业国有企业实行业务整合和专业化重组，协助国有企业实现结构调整和转型升级，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。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。

## 六、管理分析

### 1. 法人治理结构

公司是国务院国资委国有独资公司治理试点单位，依据《公司法》及其它相关法律法规，公司设有董事会、监事会和经理层。

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

员会、薪酬与考核委员会和审计委员会共四个专门委员会。

公司是国务院国资委首批7家董事会试点企业之一，董事会目前由8名董事组成，其中非外部董事3人（含职工董事1人），外部董事5人（由国资委选聘）。5名外部董事有丰富的国企领导岗位工作经验或科研院所、专业协会资历，包括投资决策、资产重组、财务管理等专业经验。外部董事的进入提高了董事会的专业水平，降低了决策风险。根据国资委国有独资公司建立和完善董事会试点的要求，国资委已将考核的职权授予公司董事会。

监事会是国资委派驻企业的监督机构，代表股东对企业经营管理及企业效果进行独立的监督和评估，公司目前监事会由8名监事组成，其中职工监事2名。

经理层是公司经营管理的执行机构，负责执行董事会决议，实施集团发展战略；按照集团年度总体经营目标，组织实施年度经营计划，进行预算管理；调配集团资源，组织经营活动；代理集团日常经营、管理事务。

公司党委按照双向进入、交叉任职的原则参与董事会和经营班子工作。

总体看，公司的法人治理结构符合国有独资公司特点，公司治理试点工作已初显成效。

### 2. 内部管理

#### 制度建设情况

公司注重内部管理，制定并落实各项管理办法。

#### （1）国有资本与财务管理

为适应现代企业制度需要，规范企业经营行为，维护国有资本权益，公司制定了《国有资本与财务管理暂行办法》，旨在明确公司内部各级企业和管理、经营部门的职责，加强对国有资本投入、营运和收益的监管，监控企业财务风险，提高资本经营效益。

#### （2）预算管理

为保证经营活动的计划有序，加强成本费

用支出的控制管理，分析考核公司经营过程及成果，公司制定了《中国诚通控股集团有限公司全面预算管理暂行办法》，实行“统一管理、分级负责、分类考核”的全面预算管理体制。公司设立预算工作领导小组，加强对预算工作的组织和领导。领导小组组长由总裁担任，成员为总裁会议成员，并根据业务分工履行各自职责。预算工作领导小组下设预算管理办公室，成员由各部门负责人或预算编制负责人组成，集团总会计师兼任主任，财务管理、运营管理、战略发展、资产经营等中心负责人兼任副主任。日常办事机构设在集团财务管理中心。

### （3）经营资金管理

公司制定了《中国诚通控股集团有限公司资金集中管理暂行办法》，旨在加强资金集中管理，发挥诚通财务有限责任公司金融服务功能，优化融资结构，提高资金使用效率、效益，防范资金风险，提升资金集约经营水平。集团内经营类资金的融通和运用，以集团为主导，以财务公司为载体，通过集中统筹集团各级成员单位账户、结算、预算、融资和资金信息等业务，保障资金供给，优化存贷结构，降低融资成本，增加资金规模效益。

### （4）人力资源管理

公司人事管理工作实行分级分类管理。公司对所属单位的人事工作进行管理、协调、指导和监督。所属单位按人事管理权限负责本单位人事工作。各子公司按《公司法》、《公司章程》和有关规定，建立健全董事会、监事会、经理班子和党群组织。公司全资子公司董事长、副董事长、监事，全资子公司总经理、副总经理、总会计师（财务总监），党委书记、党委副书记，以及所属的控、参股子公司中按照该公司章程规定或股东方商定由诚通集团派出的领导班子成员由公司董事会进行管理和任免。

### （5）风险管理

公司制定了《中国诚通控股集团有限公司

全面风险管理办法（试行）》。公司设立风险管理部履行全面风险管理的职责，对总经理或其委托的高级管理人员负责，同时对审计委员会负责，主要职责包括：组织协调全面风险管理日常工作，指导、监督有关职能部门、各业务单位以及全资、控股子公司开展全面风险管理工作；研究提出跨职能部门的重大决策风险评估报告和重大风险管理解决方案等。

### （6）投资管理

公司制定了《中国诚通控股集团有限公司投资管理暂行办法》，集团董事会是集团投资管理的最高决策机构，负责集团年度投资预算的审批，集团战略发展中心代表集团负责对所属企业投资活动的日常管理工作，负责投资项目的合规性审查，并向集团总裁办公会提出审查意见。集团风险管理部、财务管理中心、资产经营中心和运营管理中心等部门为集团投资活动的会签部门，分别依据其规定的职责提出审查意见。对特别重大或管理层认为必要的投资项目，由分管领导报集团总裁批准后可以聘请外部专家组成专项审核委员会进行审核。集团对投资活动实行立项管理和审批管理。集团战略发展中心会同相关部门对立项申请提出书面审查意见，报集团总裁办公会审核、审批。

### （7）对套期保值管理

公司制定了《中国诚通控股集团有限公司套期保值业务管理办法》，对所属全资、控股、具有实际控制权的企业的套期保值业务进行管理，包括套期保值业务的资格审批、情况备案、监督检查等。二级公司以及所属企业从事、新增、变更套期保值业务，必须报公司审批同意后方可实施。获准企业只能在境内期货市场从事套期保值业务，不得从事境外期货业务。进行期货交易的品种仅限于企业主营业务相关的现货商品，不得超越主营业务的现货范围。规定要严守套期保值原则，与现货的品种、规模、方向、期限相匹配，禁止任何形式的投机交易、场外交易。



### (8) 担保业务管理

公司制定了《中国诚通集团担保业务管理办法》，来规范公司及所属企业的担保行为。公司原则上不对集团系统之外的单位提供担保，除按照持股比例与其他股东共同为参股公司提供担保以外，集团只为全资和控股公司提供担保；所有对外、对内担保事项均由集团统一审批管理，未经公司履行审批程序，所属公司不得对外提供担保，不得相互提供担保；集团做出的任何对外担保行为，须按程序经董事会同意或经其授权；以保证担保方式提供对外担保的，原则上只提供一般责任保证，不提供连带责任保证，并在担保合同中明确约定保证方式。

### 管理体系和架构

公司实行三级管理体制，公司对二级子公司直接负责，再通过二级子公司对三级公司进行投资控股。目前，公司下属企业运营主体较多，经营规模大小不一，还存在一定程度业务交叉的情况。同时，公司管理链条过长，实际控制的5家上市公司中，3家（中储股份、冠豪高新、诚通发展）为三级子公司，2家（粤华包、岳阳林纸）为四级子公司。

结合未来业务整合以及内部组织机构调整，公司计划逐步实现三级公司为成本控制中心，二级公司为运营和利润中心，集团本部成为战略管理中心。

总体上看，公司目前实行的管理制度能适应目前生产经营需要，内部管理较为完善，但在管理级次和业务链条方面仍有优化空间。

## 七、经营分析

### 1. 经营概况

公司主营业务为资产经营管理、物流服

务、商品贸易和林浆纸业务。近三年，公司收入规模不断下降，2015年实现营业收入617.87亿元，较2014年下降9.30%，主要由于（1）全球经济增速持续放缓，实体经济需求减弱，加之国内钢铁、煤炭产能严重过剩，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为钢材、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）由于贸易行业整体风险不断累积，公司主动压缩融资性贸易和仓单质押等高风险业务。

从收入构成来看，商品贸易业务始终为公司收入的主要来源，但占比逐年下降，三年分别为76.76%、72.59%和71.14%；纸浆及纸制品板块规模有所波动，近三年占营业收入比重持续上升，2015年达18.72%，较2014年提高1.04个百分点；物流业务在营业收入中比重较低，2015年占比7.27%，较上年有所增长。

近三年，公司综合毛利率持续上升，2015年为5.95%。商品贸易业务因行业竞争激烈，毛利率一直处于较低水平；纸业板块受行业景气度持续低位影响，毛利率呈下滑趋势；物流业务依靠仓储-物流-贸易一体化优势，利润率水平较高。2015年公司商品贸易、纸业板块及物流业务毛利率分别为1.53%、12.98%和16.12%。

2016年1~6月，受商品贸易业务收入下降影响，公司实现营业收入270.39亿元，占2015年全年的43.76%，同比下降6.14%。同期，受三家亏损纸业子公司（骏泰、沅江、洪纸）不再纳入合并影响，公司纸业板块毛利率有所上升，带动公司整体毛利率小幅上升至6.48%。

表1 2013年~2016年上半年公司营业收入情况（单位：亿元、%）

项目	2013年			2014年			2015年			2016年1-6月		
	收入	占比	毛利率	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	763.35	98.83	4.70	675.59	99.17	5.50	613.02	99.22	5.55	267.33	98.87	6.29
商品贸易	592.92	76.76	1.07	494.55	72.59	1.30	439.52	71.14	1.53	181.56	67.15	1.16

纸浆及纸制品	115.43	14.94	14.35	120.48	17.68	13.14	115.66	18.72	12.98	58.75	21.73	14.44
物流业务	39.00	5.05	17.71	42.90	6.30	16.42	44.89	7.27	16.12	20.44	7.56	17.52
其他主营业务	16.00	2.07	38.13	17.67	2.59	44.43	12.95	2.10	39.23	6.57	2.43	40.30
<b>2.其他业务小计</b>	<b>9.07</b>	<b>1.17%</b>	<b>42.82</b>	<b>5.66</b>	<b>0.83</b>	<b>47.54</b>	<b>4.84</b>	<b>0.78</b>	<b>55.92</b>	<b>3.06</b>	<b>1.13</b>	<b>23.55</b>
<b>合计</b>	<b>772.42</b>	<b>100.00</b>	<b>5.15</b>	<b>681.25</b>	<b>100.00</b>	<b>5.85</b>	<b>617.87</b>	<b>100.00</b>	<b>5.95</b>	<b>270.39</b>	<b>100.00</b>	<b>6.48</b>

资料来源：公司提供

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、委贷业务、销售材料、租赁和其他项目。

## 2. 商品贸易业务

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，目前是公司主要支柱产业之一，近三年营业收入占比在 70% 以上。该业务板块主要由中国诚通金属（集团）公司（简称“诚通金属”）和中国物资储运总公司（简称“中国储运”）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。

经过多年的发展，公司充分利用遍布全国主要中心城市的便利条件和仓储运输配套服务功能完善的优势，以仓储为依托，在全国建立了包括钢材、汽车、建材、副食品等各类商品现货市场，可提供仓储、联运、加工、质押融资、信息咨询和结算等多种服务。同时，公司拥有国内最完备的金属营销服务网络，黑色金属主要销售品种包括板材、建材、型材、管材等品类；铜、铝、铅、锌、镍等有色金属集成供应和综合服务能力处于行业前列，在铁矿石进口方面拥有一定的资源优势。除此之外，公司还代理国内主要钢铁生产企业、有色金属冶炼企业各类型产品及国外原材料，为汽车、船舶、家电、冶金、装备制造、新能源等行业有影响力的生产企业和贸易企业提供多品种金属材料配套供应。

表 2 2013~2015 年公司贸易业务收入情况

项目（亿元）	2013 年	2014 年	2015 年
钢材	196.07	180.22	160.24
有色金属	237.54	167.81	145.11

贵金属	15.00	12.74	9.53
生铁炉料	67.90	40.46	15.34
煤炭	27.71	22.06	20.81
化工材料	5.00	15.71	40.22
农产品	5.31	13.36	7.81
纸浆及纸制品	6.51	8.79	9.71
其他	31.87	33.40	30.74
<b>合计</b>	<b>592.92</b>	<b>494.55</b>	<b>439.52</b>

资料来源：公司提供

2013~2015 年，公司贸易业务收入持续下滑，三年分别为 592.92 亿元、494.55 亿元和 439.52 亿元；从贸易品种来看，公司贸易以钢材及有色金属贸易为主，2015 年前五大贸易商品钢材、有色金属、化工材料、煤炭和生铁炉料合计占贸易业务收入的比重为 86.85%。毛利率方面，受行业竞争激烈以及钢材、煤炭等贸易市场低迷影响，公司商品贸易业务毛利率较低，近年来，公司主动调整战略，压缩了部分低效贸易业务，使得毛利率小幅上升，三年分别为 1.07%、1.30% 和 1.53%。

2016 年 1~6 月，公司贸易板块实现收入 181.56 亿元，毛利率为 1.16%，较 2015 年略有下降。

表 3 公司商品贸易业务板块经营情况

指标	2013 年	2014 年	2015 年
钢材（万吨）	624	692	828
有色金属（万吨）	88	104	76
贵金属（吨）	260	361	283
食品及农产品（万吨）	13	53	24
生铁炉料（万吨）	707	440	259
煤炭（万吨）	404	387	500
化工材料（万吨）	10	24	67

纸浆及纸制品（万吨）	16	33	25
其他（万吨）	36	71	86

资料来源：公司提供

从贸易量来看，近三年公司钢材、煤炭和化工材料贸易量呈增长态势，2015 年分别为 828 万吨、500 万吨和 67 万吨，同比分别增长 19.65%、29.20%和 179.17%；有色金属、贵金属和食品及农产品贸易量在 2014 年出现峰值，2015 年受下游需求低迷、商品价格低位震荡以及贸易商之间抢占市场份额等多因素影响，都出现明显下滑，分别为 76 万吨、283 吨和 24 万吨，同比分别下降 26.92%、307.69%和 140.00%；生铁炉料贸易量近三年持续下降，主要受困于钢材市场低迷不振，2015 年贸易量为 259 万吨，同比下降 41.14%。总体来看，在全球经济增速乏力，国内钢铁、煤炭产能严重过剩，部分大宗商品价格持续下跌的背景下，公司的贸易收入呈下滑态势。

从盈利模式看，公司贸易板块以传统模式为主，主要靠购销差价即低买高卖来获取利润。销售方式为直销和分销，一般按照一级代理、二级批发、三级零售、最后是终端客户的层次分销方式。公司目前拥有全国最大的金属连锁分销网，并将上海、大连、鞍山、沈阳、天津、北京、郑州、西安、成都、武汉、广州、珠海等地的分、子公司作为分销中心，同时拥有上海香山钢材市场、南京钢材市场、无锡建材市场等近 20 多家交易市场，形成了以统进分销为主线的一体化运营体系和将销售、加工、配送融为一体的服务体系，在行业中处于领先水平。

结算方面，公司的采购业务一般为货到付款，但部分业务会根据供应商资信状况预付一定货款，预付业务必须遵循业务部门调查申报、总经理审批授权、经办责任人全程负责的原则；销售业务一般实行现款交易的方式，但也会根据市场需求、客户资信状况进行赊销，赊销业务需要由销售部门调查申报、总经理审批授权、经办责任人全程负责。允许赊销的品

种、客户需要每月由有关销售人员充分调查客户的资信情况及公司产品的市场适销程度后，提出赊销授信限额建议，并向公司提供担保人或担保物，经销售部门审核后报送总经理批准，未经批准任何人不得擅自办理赊销业务。

综合来看，公司贸易板块业务主要集中于钢铁市场和有色金属市场，目前行业内整体较为低迷，公司贸易业务短期内存在一定风险。考虑到公司作为大型钢贸企业，拥有覆盖全国的金属分销网络，依托物流业务的既有资源和渠道，通过积极推进仓储、配送、加工、运输、仓单质押等现代物流业务，形成一体化的物流及贸易业务，有利于公司减少竞争压力，并增强在行业内整体竞争力。

### 3. 物流业务

物流业务是公司的核心业务，也是公司的传统优势产业，近三年营业毛利润约占公司总体毛利润的 20%。该业务板块主要由公司旗下核心子公司中国储运和中国物流有限公司（简称“中国物流”）负责经营。

中国储运是国内最大的仓储企业，也是全国最大的综合物流提供商之一。目前公司物流业务涵盖了仓储、运输、配送、国际代理、现货市场租赁、集装箱多式联运、仓单质押等多种业务模式。

#### 仓储与配送业务

公司在全国主要中心城市和交通枢纽地区建设了数个现代物流中心，这些物流中心拥有连接各主要城市的铁路专用线、集装箱运输通道以及自备列车、各类载重车辆，可为客户提供全天候、全方位、全过程的配送服务。公司拥有直属大型仓库 62 家，包括 9 个期货交割库，加盟仓库 100 多家，仓储客户稳定在 20000 家左右，仓储总占地总面积 1300 万平方米，其中自有仓库面积 506 万平方米，年吞吐能力超过 6500 万吨，现货市场面积超过 72 万平方米，基本构建了覆盖全国主要城市的仓储物流网络。

公司在上海、天津、青岛、石家庄等地的物流中心和仓库是当地的标准物流园区或示范库，是上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所、全国棉花交易市场的指定交割仓库。

凭借丰富的从业经验以及良好的市场信誉，公司已经建立起庞大的客户资源和品牌优势，与国内外多家大型企业建立了物流合作关系。公司仓储物流业务主要客户包括了国内知名生产企业和大型经销企业，如海尔、美的、苏宁、雀巢、伊利、可口可乐、中铁、五矿、中石油、中化、神华、中钢、宝钢、武钢、包钢、一汽等。

#### 货代及运输业务

公司在全国主要中心城市和港口设有货代公司，形成覆盖国内、辐射海外的全球运输网络，开展包括租船订仓、报关报险、保险、港口中转、接运、集装箱拼装、拆箱、分拨等服务。目前还开发了俄罗斯经满洲里直达常州的陆路口岸进口转关国际货运业务，在重庆、常州等地拥有海关监管车队和堆场。

运输方面，公司已形成以铁路、公路运输为主，多种运输方式并存的物流网络，具有城市间铁路、公路干线、水运等的独特优势，网络遍及全国，拥有 120 余条总长 130.63 公里铁路专用线，7 条连接南北的集装箱运输干线，多条城际公路运输专线。公司拥有大型物件运输的最高资质，先后参与完成了首都机场扩建工程、长江三峡工程、黄河小浪底水利枢纽工程等几十个国家重点项目。

公司下属子公司中国物流与铁路部门建立了战略合作关系，目前是铁路系统外最大的铁路集装箱运输代理企业，车皮调动具有一定优势，并在部分地区享有运价下浮 12%~16% 的优惠条件，在重庆、成都、常州、武汉、贵州等地处于相对垄断地位。

公路运输方面，公司形成了以成都、北京、南京、沈阳等为中心向全国各地集中配送服务体系，公司拥有大件运输、冷藏运输、集装箱

运输、普通货运等各类运输车辆，由于运输盈利水平较低，近年来公司逐渐将普通货物运输外包给其他运输公司经营。

#### 质押监管业务

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

目前，中国储运已与多家金融机构合作，监管点达数百家，监管物品种涉及黑色金属、有色金属、煤炭及制品类、棉麻类、化工轻工材料及制品类等多种。监管类型已从过去的静态质押监管发展到动态质押和权力质押，部分仓储企业采用统一授信监管模式，即将部分固定资产抵押给银行并获得银行授信额度，然后由仓储企业直接对中小企业放款，这一类型的优势是仓储企业获得的利润点较高，但其风险也相应增大。

表 4 2013~2015 年公司物流业务收入情况

项目(亿元)	2013年	2014年	2015年
仓储业务	5.51	7.05	8.88
装卸业务	5.79	7.24	8.16
运输配送	8.61	9.81	11.62
现货市场	2.19	2.34	3.31
加工业务	0.12	0.13	0.12
集装箱业务	1.93	1.71	2.95
动产监管业务	2.59	1.57	0.80
国际货运代理业务	11.53	12.59	8.62
其他物流	0.74	0.46	0.43
<b>合计</b>	<b>39.00</b>	<b>42.90</b>	<b>44.89</b>

资料来源：公司提供

近三年，公司物流业务收入不断增长，2015 年实现收入 44.89 亿元，同比增长 4.64%。收入构成方面，仓储业务、装卸业务、运输配送、国际货运代理等传统物流模式是公司物流业务板块收入和利润的主要来源，2015 年这四个子业务在公司物流板块的营业收入中占比达到 83.05%，营业利润中占比达到 78.45%；其中国际货运代理业务受到工程项目货运代

理大幅下降以及大宗散货业务量减少影响，2015 年收入下滑明显，同比下降 31.53%。现货市场、集装箱业务等高毛利的物流业务近年来发展较快，2015 年分别实现收入 3.31 亿元和 2.95 亿元，同比增长 41.45% 和 72.51%，这两个子业务占物流板块营业利润的比重合计为 16.85%，占比较高。

2016 年 1~6 月，公司物流业务实现收入 20.44 亿元，占 2015 年全年的 45.53%，毛利率小幅上升，为 17.52%。

表 5 公司物流业务经营情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年
运输量（万吨）	1839	2365	2137
国际货运代理量（万吨）	2487	4773	2137
仓储业务总吞吐量（万吨）	4700	4990	4693
加工量（万吨）	49	59	50
仓储期末库存量（万吨）	257	251	272

资料来源：公司提供

从物流业务量来看，2015 年公司物流业务累计实现吞吐量 4693 万吨，同比下降 5.95%，主要由于煤炭吞吐量减少所致；累计完成运输量 2137 万吨，同比下降 9.64%，主要由于煤炭行业景气度持续低迷，公路运输量较上年下降 12.83% 所致；累计完成国际货运代理量 2137 万吨，同比大幅下降 55.23%，主要受铁矿砂等大宗散货代理量下降影响；加工量累计完成 50 万吨，同比下降 15.25%，随着卷板价格持续走低，部分钢贸商因经营不善选择转向或缩小规模来维持运行，导致卷板加工量需求大幅下降。

从结算方式来看，国内运输配送业务中，市场客户结算方式为现金或银行转账，不支持

各类票据；部分长协客户为了维护关系，可以接受部分银行承兑汇票，但金额占比不大，不接受商业承兑汇票，基本以电汇方式收取款项。

长期协议运输合同每自然年续签一次，合同中对运输货物的数量、运价、结算方式等条款作出了较为具体的约定：运价由基准运价和效率联动调整价组成，年度内基准运价不变，联动调整价根据实际装卸时间或油价变动确定，货主在公司完成运输任务并开具正式发票后付款结算，结算方式为现金或银行转账，不支持各类票据，长期合同的签署能确保公司每年获得较为稳定的运费收入。

总体来看，公司的物流业务已经从仓储主导型向储运并重的综合物流方向转变，运输配送、国际货运代理已经成为公司物流收入的主要贡献者；同时，附加值较高的现货市场等业务种类发展较快，为公司盈利能力稳步提升以及增强市场竞争优势创造了有利条件。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。但物流服务主业对土地、资金等资源具有一定的依赖性，同时公司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。

#### 4. 纸业

纸业板块是公司近几年发展起来的业务板块，2010 年 9 月，经国资委批准，公司成为唯一将林浆纸生产、开发及利用定位为主业的中央企业。目前公司林浆纸业务主要依托中国纸业旗下的粤华包、冠豪高新、岳阳林纸三家上市公司经营。

表 6 公司纸业板块主要经营企业概况

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

岳阳林纸	岳阳等	文化纸、包装纸等	报刊杂志、书籍等
------	-----	----------	----------

资料来源：公司提供

公司产品涵盖文化类印刷用纸、涂布白板纸、白卡纸、无碳复写纸、热敏纸、不干胶标签纸等多个品种，在国内烟卡市场、热敏纸市场和文化纸市场均位居第一，无碳复写纸市场排第二位。为进一步提高纸业核心竞争力，公司以纸浆为核心，林纸为基点，积极推进林浆纸一体化战略，控制上游资源，由横向单一方式扩张增加到对产业链的纵向延伸。截至目前，公司造纸产能达250万吨，商品浆产能40万吨，自有林地近200万亩。2015年8月，公司收购中粮集团海外林业项目，接收加蓬三利公司，在海外林地面积达95万公顷，完成了海外林业的初步战略布局。

公司文化纸的生产和销售平台主要依托于下属子公司岳阳林纸，岳阳林纸造纸产能约为103万吨，溶解浆30万吨，林地近200万亩，产品主要包括文化纸、轻型包装纸和商品浆，生产和销售规模位列国内纸业上市公司前三名，行业地位较高。岳阳林纸是国内最早推行林浆纸一体化的企业，目前林业资源较为丰富，各造纸厂均配有自备浆线，木浆自给率超过60%，在资源性生产成本方面有一定的优势，但主要产品文化纸属于中低端产品，附加值较低，盈利空间有限。

公司高级白卡纸、高级涂布白板纸主要由下属上市公司粤华包经营，粤华包造纸产能约75万吨。近年来，由于涂布白板纸收入持续负增长，利润呈亏损状态，公司调整产品结构，不再生产白板纸，同时加快创新转型，积极研发新品种、开拓新市场。

公司特种纸的生产经营主要依托于上市公司冠豪高新，其造纸产能约为16万吨。冠豪高新是国内特种纸行业的龙头企业，无碳复写纸全国销量排名第一，热敏纸销量排名第二；是国家税务总局、中国印钞造币总公司指定增值税专用发票无碳复写纸唯一供应商，也是EMS特快专递专用无碳复写纸唯一供应商；

公司自主研发的三防特种热敏纸应用于中国体育彩票、民航登记卡及铁路列车票等高端产品。

表 7 2013~2015 年公司纸业收入情况

项目（亿元）	2013 年	2014 年	2015 年
涂布白板纸	5.02	0.49	-
白卡纸	31.20	28.94	28.21
特种纸	9.58	9.82	12.95
商品浆	13.47	19.74	17.69
文化纸	40.22	43.24	38.40
工业包装纸	9.87	10.11	4.46
彩色印刷	2.55	2.48	2.45
林业	1.34	0.47	0.42
造纸化工	0.84	3.03	3.48
其他	1.33	2.16	7.60
<b>合计</b>	<b>115.43</b>	<b>120.48</b>	<b>115.66</b>

资料来源：公司提供

2013~2015年，公司纸浆及纸制品收入有所波动，2015年实现收入115.66亿元。从收入结构看，文化纸、白卡纸、商品浆、特种纸和包装纸为公司前五大销售商品，收入占比分别为33.20%、24.39%、15.29%、11.20%和3.86%。同期，公司实现纸浆及纸制品毛利润15.02亿元，同比下降5.12%；毛利率为12.98%，较2014年减少0.16个百分点。

2016年1~6月，公司纸业板块实现营业收入58.75亿元，占2015年全年的50.80%；同期，受三家亏损纸业子公司（骏泰、沅江、洪纸）不再纳入合并影响，公司纸业板块毛利率有所上升，为14.44%。

表 8 公司林浆纸业务板块生产经营情况（单位：万吨）

指标	2013 年	2014 年	2015 年
<b>1、生产量</b>	<b>212</b>	<b>188</b>	<b>177</b>
(1) 涂布白板纸	11	0	0
(2) 白卡纸	51	48	48
(3) 特种纸	8	9	12
(4) 商品浆	37	31	20

指标	2013年	2014年	2015年
(5) 文化纸	81	81	86
(6) 工业包装纸	24	19	11
<b>2、销售量</b>	<b>218</b>	<b>196</b>	<b>175</b>
(1) 涂布白板纸	11	2	0
(2) 白卡纸	53	49	46
(3) 特种纸	8	9	12
(4) 商品浆	39	36	21
(5) 文化纸	83	80	86
(6) 工业包装纸	24	20	10

资料来源：公司提供

从产销量来看，2013~2015年，公司纸业产量和销量均呈下降趋势，2015年分别为177万吨和175万吨，同比分别下降5.85%和10.71%；在纸业板块行业经营形势严峻的大环境下，公司推行“去库存化”策略，且基于以销定产的原则，产销率均在98%以上。

从产品结构来看，2014年以来公司关闭佛山诚通纸业，涂布白板纸减少10万吨的产量，岳阳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。2015年公司商品浆和工业包装纸产销量下滑明显，在造纸行业产能严重过剩的环境下，公司商品浆、包装纸等产品技术水平一般，产品质量和产品成本没有竞争优势，使得产销量下滑。

从采购与销售结算方式来看，公司制浆所需原木，一方面来源于自身经营的林业供应，另一方面由于部分高端纸品生产用浆国内无法生产，需依赖于国外进口，付款条件为款到发货，主要以银行承兑汇票和进口信用证的结算方式进行采购。纸制品销售过程中，现金约占20%，银行承兑汇票约占70%，销售平均账期为90-120天左右。

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，近三年纸品结构相对稳定，产销量有所下滑，除了白卡纸和特种纸在细分市场处于龙头地位之外，其他纸品均是完全市场化、充分竞争的产品，整体竞争优势不明显，加之近年来造纸行业景气度持续低迷，短期内该板块盈利能力改善幅度有限。

## 5. 资产经营

2005年6月，国务院国有资产监督管理委员会以国资厅改革【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，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。资产经营行业是国家投融资体制改革和国有企业改革的产物，目前中央企业需要重组整合的资产数量较多，运作空间大。但从该行业的性质分析，带有一定公益性，受政策的影响该行业具有事业单位的特点，从目前情况看是非竞争非盈利的行业，是适应国资委企业布局、结构调整应运而生的产业。

作为直接与国资委对接的资产经营试点平台，公司总部负责战略分析、制定资产经营总体工作目标、提出企业重组工作计划、编制资产经营预算和组织指导重组有关工作，下属二级公司负责项目的具体实施。

公司专门从事资产经营的子公司主要包括：中国诚通资产经营管理公司（原中国资产经营管理公司、中国新元资产管理公司、新华通投资发展公司合并成立）、诚通人力资源有限公司、中国寰岛（集团）公司、中国国际企业合作公司、中国诚通东方资产经营管理公司、华诚投资管理有限公司等。

### 资产经营工作情况

成为试点企业以来，公司共接收6户中央企业和14户中央企业所属子企业，涉及资产311亿元，净资产-48.03亿元，职工人数4.7万人；变现和盘活了资产32亿元，整合孵化出有效资产109亿元；共清理退出困难子企业238户，分流安置人员3.4万人，管理离退休职工1.5万人。

具体来看，2008年公司将原中国国际企业合作公司人力资源业务融入组建诚通人力资源有限公司，增加了市场化人力资源业务；公司将中国寰岛集团的海洋旅游资产剥离后进行孵化，并于2011年注入诚通发展公司，实现上市，公允价值为2.5亿元左右；2010年6

月，公司以 23.91 亿元收购莫斯科格林伍德国际贸易中心进行孵化，计划打造成中国商品批发交易中心。2012 年公司对资产进行处置，回流 2 亿元资金，结束华诚投资管理有限公司的破产工作。

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。

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，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拨款 5.00 亿元，公司将该项拨款作增加国家资本金处理。截至 2015 年底，中冶纸业金融债务问题已经解决，妥善安置富余员工 8700 余人，关停并转子公司 18 家，淘汰落后产能 36.5 万吨，3 家子公司实现脱困。

值得注意的是，国有资产经营业务政策性较强，政策的变动会给经营带来一定的不确定性，债务重组、整合孵化过程中也需要大量的过桥资金，虽然国资委对此给予了一定政策支持和专项拨款，但公司在一定时点仍存在外部融资压力，具有一定的财务风险。为规避上述风险，根据《关于选择中国诚通控股集团有限公司进行国有资产经营公司试点有关问题的

通知》（国资厅改革[2005]116 号）的要求，公司对试点期间移交的企业或资产，单独建帐，独立核算，不作为公司的资产合并报表，实现了公司资产经营和产业经营分类建帐、分别核算，减少了公司的资产经营风险。

综合来看，随着中央企业战略性布局和结构性调整的深入，预计将有更多国有资产需要重新进行资源配置和处置，资产经营公司作为一种新型的公司运营模式，其发展具有较大的市场前景。公司作为国资委确立的两家资产经营试点企业之一，在资产经营工作方面已经积累了一定的实践经验，并且拥有一批具有专业素质的人才队伍，预计公司在未来中央企业的布局和结构调整中将扮演举足轻重的作用。但是，联合资信也关注到资产经营项目资金需求大、资产处置环节复杂、盈利能力不稳定，该业务发展对政策的依赖性强，具有一定不确定性。

## 6、其他主营业务

公司的其他主营业务收入规模较小，主要为包装科技与服务、海上旅游业务、酒店管理业务、金融以及租赁等业务。2015 年，公司其他主营业务收入合计 12.95 亿元，较 2014 年有所下降。

金融业务方面，公司筹建的诚通财务有限责任公司（以下简称“诚通财务公司”）已于 2012 年 5 月 25 日获得银监复[2012]236 号文《中国银监会关于诚通财务有限责任公司开业的批复》批准成立，注册资金 10.00 亿元。诚通财务公司的批准成立将为公司融资、资金管理提供有力帮助，随着诚通财务公司的健康发展，公司整体融资成本有望进一步降低，为公司的整体发展提供有力支持。

## 7. 经营效率

2013~2015 年，公司销售债权周转次数不断上升，三年分别为 5.47 次、5.90 次和 9.24 次；同期，公司存货周转次数和总资产周转次



数均呈下降趋势,2015年分别为5.87次和0.89次。总体看,公司经营效率一般。

### 8. 未来发展

未来1-2年内,公司的工作聚焦一个目标:完成国有资本运营公司改组。为此要推进两个层面工作,筑牢四大保障。

推进两个层面工作即集团总部和各二级公司分工协作,互为支撑,互相促进。集团总部高效实施国有资本运营公司改组,搭建运行框架,调整组织结构,设立结构调整基金,打造金融板块,丰富运作模式,完善治理机制。各二级公司抓好提质增效、结构调整、创新转型、内部改革和国际化经营五大工作。

筑牢四大保障,一是提升财务管理,夯实资本运营的管控保障;二是严防风险,维护改革发展的环境保障;三是推进人才强企,强化转型升级的队伍保障;四是加快信息化建设,增强创新发展的技术保障。

总体看,公司未来将聚焦国有资本运营公司改组,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。

## 八、财务分析

### 1. 财务质量及财务概况

公司提供了2013~2015年合并财务报告,其中利安达会计师事务所对2013年财务报告进行了审计,立信会计师事务所(特殊普通合伙)对2014-2015年财务报告进行了审计,均出具了标准无保留意见的审计结论。公司2016年上半年财务报表未经审计。

2014年,公司合并范围因清算不再纳入合并范围企业1户,公司2015年合并范围内企业总户数增加40户,其中新投资设立30户,无偿划转10户;2015年合并范围内企业总户数减少7户,其中:运营需要转入平台1户,拟清算注销转入资产平台管理5户,清算完毕1户。2016年1~6月,公司合并范围新增企

业17户(其中投资新设14户,股权收购3户),因注销合并范围内企业减少3户。合并范围的变化对公司的财务数据可比性影响不大。

截至2015年底,公司(合并)资产总额714.12亿元,所有者权益330.56亿元(含少数股东权益168.47亿元);2015年公司实现营业收入619.07亿元,利润总额15.21亿元。

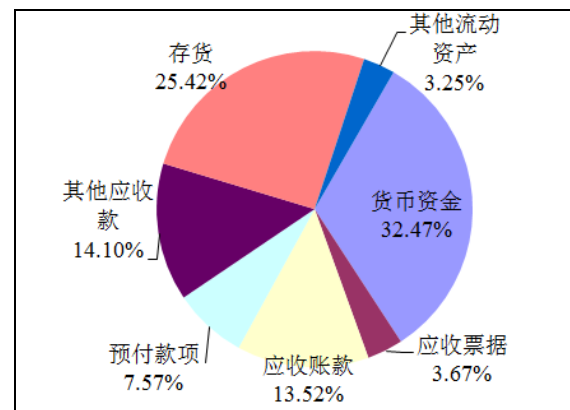
截至2016年6月底,公司(合并)资产总额781.30亿元,所有者权益337.65亿元(含少数股东权益172.41亿元);2016年1~6月,公司实现营业收入270.89亿元,利润总额9.09亿元。

### 2. 资产质量

2013~2015年,公司资产规模波动下降,年均降幅3.82%;截至2015年底,公司资产总额合计714.12亿元,同比增长6.25%。从资产构成看,流动资产占53.13%,非流动资产占46.87%,公司资产仍以流动资产为主。

#### 流动资产

图4 2015年底公司流动资产构成



资料来源:公司提供

2013~2015年,公司流动资产波动下降,年均降速为11.33%;截至2015年底,公司流动资产合计379.44亿元,同比增长6.51%;增长主要来自其他应收款规模的增加。从流动资产结构看,2015年公司流动资产主要由货币资金(占32.47%)、应收账款(占13.52%)、其他应收款(占14.10%)和存货(占25.42%)等构成。

2013~2015年,公司货币资金年均复合增长23.76%;2015年底公司货币资金合计122.99亿元,其中银行存款占77.09%,现金占0.40%,其他货币资金占22.51%,其他货币资金主要是票据保证金等受限资金,受限资金占比较高。

2013~2015年,公司应收票据年均复合下降66.14%,2013年,公司应收票据中有90.41亿元银行承兑汇票系诚通发展从贸易业务结算中取得,期限自出票日起一年内,其中74.54亿元金额的票据已向银行作附追索权的贴现,因诚通发展承诺承兑任何已贴现应收票据,故在票据结付前继续将该已贴现的票据列入应收票据,并将所收现金确认为银行贷款;2014年以来,随着诚通香港全面停止有色金属大宗贸易,应收票据余额快速下降;截至2015年底,公司应收票据余额为13.90亿元,同比下降29.37%,主要以银行承兑汇票(占97.91%)为主。

2013~2015年,公司应收账款不断增长,年均复合增长11.68%。截至2015年底,公司应收账款净额51.20亿元,主要为应收的货款;从账龄来看,1年内款项占84.85%,1~2年款项占5.90%,2~3年款项占2.61%;3年以上款项占6.63%;公司共计提坏账准备4.07亿元,计提比例7.55%。

2013~2015年,公司预付款项快速减少,年复合下降30.70%,主要是由于贸易行业景气度较低且风险不断累积,公司主动压缩高风险业务,预付款项相应减少。截至2015年底,预付款项合计28.66亿元,主要为公司商品贸易业务预付货款,1年内款项占78.61%。

2013~2015年,公司其他应收款波动上升,年复合增长23.62%。公司其他应收款主要为往来款项、应收股权和债权转让款和土地补偿款等。截至2015年底,公司其他应收款同比增长91.68%,主要是由于2015年沅江纸业有限责任公司及北京兴诚旺实业有限公司纳入资产经营平台重组整合,不再纳入当期财务报表合并范围,相应借款转入其他应收款所

致。从账龄看,公司2015年底其他应收款中1年内款项占77.34%,1~2年占4.34%,2~3年占1.60%,3年以上款项占16.72%。公司共计提坏账准备8.17亿元,计提比例17.41%,计提较为充分。公司其他应收款前五名余额占其他应收款总额的39.72%,集中度较高。

2013~2015年,公司存货规模有所下降,年复合下降3.42%;截至2015年底,公司存货净额96.28亿元,同比下降5.48%,主要由原材料(占19.38%)、库存商品(占34.38%)和消耗性生物资产(占34.19%)构成;公司计提跌价准备4.14亿元,计提比例4.12%。

2013~2015年,公司其他流动资产波动较大,分别为40.69亿元、42.49亿元和12.32亿元,截至2015年,其他流动资产同比大幅下降70.99%,主要是由于诚通香港2014年底全面停止有色金属大宗贸易,贸易信用证于2015年全部到期,信用证保证金存款也大幅减少,同时中储股份年末持有的短期债券下降共同影响所致。

#### 非流动资产

2013~2015年,公司非流动资产规模平稳增长,年均增速7.55%。截至2015年底,公司非流动资产合计334.68亿元,同比增长5.96%。从资产构成看,2015年底公司非流动资产主要由固定资产(占53.56%)、在建工程(占4.76%)和无形资产(占13.12%)等构成。

2013~2015年,公司可供出售金融资产快速上升,年均复合增长77.88%;截至2015年底为24.22亿元,权益工具主要为公司持有的东兴证券(601198)股票14.53亿元、中金公司(03908.HK)股票2.39亿元、神州租车(00699.HK)股票1.96亿元以及其他上市公司股票。债务工具主要系子公司诚通发展购买的3000万美元海航债券。

截至2015年底,公司长期应收款16.62亿元,同比增长226.51%,主要包括:1、佛山华新包装股份有限公司处置佛山诚通纸业有限责任公司4.90亿元,根据签署的《债权债务清偿

协议》，佛山诚通纸业有限公司在 2019 年 12 月 31 日前清偿全部借款本金及利息；2、岳阳林纸子公司湘江纸业位于永州冷水滩区下河线的工业用地（513.33 亩）由永州市土地储备中心收回，合计补偿金额 3.87 亿元，截至 2015 年底已收到 5000 万元；3、岳阳林纸子公司湘江纸业位于永州冷水滩区下河线的工业用地（570.46 亩）由永州市土地储备中心收回，合计补偿金额 5.50 亿元。

2013~2015 年，公司长期股权投资波动下降，年均降幅 32.03%。截至 2015 年底，公司长期股权投资为 7.50 亿元，主要为对子公司和联营企业投资，公司计提长期股权投资减值准备 2.92 亿元，计提比例为 28.02%。

2013~2015 年，公司固定资产年复合增长 2.29%。截至 2015 年底，公司固定资产原值 270.68 亿元，其中土地资产、房屋及建筑物和机械设备分别占 3.72%、35.71%和 55.69%；2015 年底公司累计计提折旧 88.41 亿元，固定资产净额为 179.26 亿元。2013~2015 年，公司在建工程波动下降，年复合下降 24.05%，2015 年底为 15.94 亿元，同比下降 48.74%，主要系冠豪高新东海岛特种纸及涂布纸项目（一期）转固影响，导致在建工程规模下降。

2013~2015 年，公司无形资产年均复合增长 17.93%。2015 年底为 43.90 亿元，较 2014 年底增长 21.75%，主要是新增加公司导致无形资产（林地开采权）大幅增加，截至 2015 年底无形资产主要为土地使用权（占 83.80%）和林地开采权（占 14.51%）。

公司其他非流动资产主要包括预付物流基地项目款、预付土地款等。2013~2015 年，其他非流动资产波动较大，其中 2014 年底较 2013 年底增加 11.53 亿元，主要系公司预付物流基地项目款和土地款大幅增加所致。

截至 2016 年 6 月底，公司资产总额合计 781.30 亿元，较 2015 年底增长 9.41%，主要来自预付款项及存货的增长。截至 2016 年 6 月底，公司预付款项为 44.92 亿元，较 2015 年底

增长 56.76%，主要是由于预付供货款和项目建设款增加所致；公司存货为 122.60 亿元，较 2015 年底增长 27.34%，其他科目变动不大。

总体看，公司货币资金相对充裕，存货以商品贸易业务库存、造纸业务在产品 and 产成品为主，变现能力尚可；其他应收款主要为资产经营整合重组平台内企业的往来款，一定程度占用资金，存在一定减值风险。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。

### 3. 负债及所有者权益

#### 所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益快速增长，年复合增长率为 16.29%，截至 2015 年底，公司所有者权益合计 330.56 亿元，同比增长 26.38%；其中归属于母公司所有者权益合计 162.09 亿元，同比增长 21.62%；少数股东权益合计 168.47 亿元，同比增长 31.33%。截至 2015 年底，公司实收资本合计 103.80 亿元，同比增长 10.66%，主要系国有资本注资用于补充中国纸业资本金。

从所有者权益结构看，截至 2015 年底，归属于母公司所有者权益中，实收资本占 68.39%，资本公积占 21.31%、未分配利润占 16.05%。

截至 2016 年 6 月底，所有者权益合计 337.65 亿元（含少数股东权益 172.41 亿元），较 2015 年底增长 2.14%；归属于母公司权益合计 165.23 亿元，较 2015 年底增长 1.94%；同期，公司实收资本 113.00 亿元，较 2015 年底增长 9.20 亿元，主要受资本公积转增股本影响所致。2016 年 1~6 月，公司其他综合收益为 -9.50 亿元，主要是由于俄罗斯企业外币折算差额及可供出售金融资产价值变动所致。

整体看，公司少数股东权益占比较大，所有者权益结构稳定性一般。

#### 负债

2013~2015 年，公司负债规模快速下降，

年均降幅为 14.73%。截至 2015 年底，公司负债合计 383.56 亿元，同比下降 6.57%，其中流动负债占 64.81%，非流动负债占 35.19%。流动负债占比有所下降，公司负债结构仍以流动负债为主。

2013~2015 年，公司流动负债年均降幅为 20.72%，2015 年底为 248.60 亿元，同比下降 8.85%，主要来自应付票据、应付账款和一年内到期的非流动负债的下降。截至 2015 年底，公司流动负债占比较高的包括短期借款（占 36.58%）、应付票据（占 12.71%）、应付账款（占 12.42%）和其他流动负债（占 13.09%）等。

2013~2015 年，公司短期借款年均降幅为 8.01%，截至 2015 年底，公司短期借款为 90.93 亿元，其中质押借款占 7.39%，抵押借款占 0.62%，保证借款占 70.43%，信用借款占 21.56%。

2013~2015 年，公司应付票据快速下降，年均降幅为 44.93%，主要是 2014 年以来随着诚通香港停止开展有色金属大宗贸易，相应银行承兑汇票大幅减少所致，截至 2015 年底，公司应付票据 31.58 亿元，同比下降 54.65%。

2013~2015 年，公司应付账款年复合增长 7.46%，主要为应付购货款。2015 年底为 30.88 亿元，同比下降 18.80%，主要是一年以内的应付账款到期付款所致。2013~2015 年，预收款项及其他应付款年均降幅分别为 17.18% 和 12.29%，2015 年底分别为 17.04 亿元和 18.72 亿元。

公司其他流动负债主要包括短期融资券、超短期融资券和信用证贴现款等。2013~2015 年，公司其他流动负债波动较大，分别为 79.38 亿元、6.05 亿元和 32.55 亿元，其中 2013 年底其他流动负债账面价值较高，主要为诚通发展贸易项下的附追索权的信用证票据贴现款 72.83 亿元。2014 年以来，诚通发展停止开展大宗贸易，2014 年末和 2015 年末信用证票据贴现款为零；2015 年其他流动负债同比大幅增

长主要是短期融资券及超短期融资券增加所致。

公司非流动负债近年保持相对稳定，2013~2015 年，公司非流动负债年均增幅为 1.12%，各科目构成比较稳定。截至 2015 年底，公司非流动负债合计 134.96 亿元，同比下降 2.06%，其中占比较高的主要为长期借款（占 16.07%）和应付债券（占 69.97%）。

2013~2015 年，公司长期借款年均降幅为 7.61%，截至 2015 年底，公司长期借款为 21.69 亿元，同比下降 14.51%，其中抵押借款占 22.78%，保证借款占 46.70%，信用借款占 28.22%，剩余为国家开发银行专项贷款。

2013~2015 年，公司应付债券年复合下降 1.76%。截至 2015 年底，公司存续的债券包括“2007 诚通债”、“13 诚通 MTN1”及“2010 诚通 MTN2”等，应付债券金额合计 94.43 亿元。

2013~2015 年，公司全部债务规模快速下降，年复合下降 18.79%，截至 2015 年底，公司调整后全部债务规模为 287.08 亿元，其中短期债务占 59.55%，长期债务占 40.45%，近年来债务构成比较稳定。近三年公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率持续下降，三年平均值分别为 58.85%、52.43% 和 29.44%，2015 年底分别为 53.71%、46.48% 和 26.00%；公司债务负担有所减轻，处于行业适宜水平。

截至 2016 年 6 月底，公司负债合计 443.65 亿元，较 2015 年底增长 15.67%；其中流动负债占 67.02%，非流动负债占 32.98%。公司债务结构较 2015 年底变化不大。截至 2016 年 6 月底，公司吸收存款及同业存放为 31.20 亿元，较 2015 年底大幅增加 21.86 亿元，主要系吸收资本运营相关款项所致；其他应付款为 65.55 亿元，较 2015 年底增长 250.20%，主要是由于为保证资金安全，收取托管企业闲余资金；应付债券为 104.05 亿元，较 2015 年底增长 10.19%；其他科目变动不大。截至 2016 年 6

月底，公司调整后全部债务为 285.97 亿元，较 2015 年底变动不大，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 56.78%、45.86% 和 27.62%。

总体看，公司负债规模不断下降，负债结构以流动负债为主，有息债务以短期债务为主，构成比较稳定，公司债务负担近年来有所减轻，处于适宜水平。

#### 4. 盈利能力

2013~2015 年，公司营业收入持续下降，年均降幅为 10.57%；2015 年公司实现营业收入 619.07 亿元，同比下降 9.23%，主要由于（1）全球经济增速持续放缓，实体经济需求减弱，加之国内钢铁、煤炭产能严重过剩，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为钢材、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）由于贸易行业整体风险不断累积，公司主动压缩融资性贸易和仓单质押等高风险业务。同期，公司营业成本同比下降 10.94%，略高于营业收入降幅；受此影响，公司营业利润率由 2014 年的 5.76% 上升至 5.93%，增加 0.17 个百分点。

期间费用方面，近三年公司销售费用、财务费用基本保持平稳，管理费用有所增长，2015 年公司期间费用合计占公司营业收入的比重为 6.84%，较上年增加 0.77 个百分点，公司期间费用控制能力有所下降。

2015 年，公司资产减值损失为 7.62 亿元，主要由计提的坏账损失（5.77 亿元）和存货跌价损失（1.36 亿元）构成。

近三年公司投资收益波动增长，三年分别为 3.30 亿元、7.93 亿元和 6.49 亿元，2014 年投资收益较 2013 年同比大幅增长 140.30%，主要系当期中储股份处置子公司股权确认投资收益 3.62 亿元以及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；2015 年公司取得投资收益 6.49 亿元，主要是

处置部分股票取得的投资收益（2.85 亿元）和处置长期股权投资产生的投资收益（2.58 亿元）。

从营业利润来看，受收入规模下降、期间费用高企的影响，2013~2015 年，公司营业利润波动下降，分别为 1.43 亿元、1.93 亿元和 -6.88 亿元；扣除投资收益等非经常性损益后，近三年公司的主业呈连续亏损状态，2015 年受宏观经济增速进一步放缓、大宗商品贸易量减少、造纸行业持续低迷以及公司大额计提资产减值损失等多因素影响，公司主业亏损面扩大。

2013~2015 年，公司营业外收入不断增长，分别为 11.80 亿元、13.37 亿元和 22.97 亿元，营业外收入主要为政府补助、非流动资产处置利得和拆迁补偿收入，2015 年营业外收入同比增长 71.84%，主要是由于公司获得拆迁补偿收入 9.53 亿元和债务重组利得<sup>1</sup>6.01 亿元。近三年政府补助分别为 4.00 亿元、3.33 亿元和 2.31 亿元；拆迁补偿收入分别为 3.37 亿元、3.66 亿元和 9.53 亿元。同期，公司分别实现利润总额 12.77 亿元、13.72 亿元和 15.21 亿元，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。

从整体盈利指标来看，近三年公司总资产收益率呈上升趋势，净资产收益率呈波动下降态势，2015 年分别为 8.11% 和 3.28%，公司整体盈利能力偏弱。

2016 年 1~6 月，公司实现营业收入 270.89 亿元，同比下降 6.33%，系 2015 年全年的 43.76%，利润总额 9.09 亿元，同比增长 4.28%，系 2015 年全年的 59.73%；公司当期实现投资收益 3.10 亿元，主要系公司本部减持东兴证券股票 3 亿元，获得营业外收入 6.85 亿元，系中国物资储运公司土地变现收入，二者合计占利润总额比重 109.57%，为公司利润的主要来源。

<sup>1</sup>债务重组利得系中粮集团有限公司下属子公司东鹏海外有限公司与公司下属子公司龙邦投资发展有限公司签订资产转让协议，将其持有的加蓬地区林地资产转让予龙邦投资发展有限公司，转让完成同时中粮集团有限公司豁免诚通集团因持有该笔资产而产生的 59651.22 万元债务。

当期公司营业利润率为 6.43%，较 2015 年上升 0.51 个百分点。

总体看，受实体经济需求减弱、大宗商品价格持续下跌以及融资性贸易板块压缩的影响，公司收入持续下滑；近年来，公司扣除非经常性损益持续为负，随着贸易量的持续缩减以及资产减值计提增大，公司 2015 年主业亏损扩大，公司利润对投资收益及营业外收入依赖程度大。

## 5. 现金流

从经营活动来看，近三年公司经营活动产生的现金流入及流出均呈下降趋势，2015 年分别为 780.77 亿元和 748.89 亿元，分别较上年下降 10.00% 和 4.19%。近三年，公司经营活动产生的现金流量净额波动较大，其中 2013 年，公司经营活动产生的现金流量净额较低，主要是诚通香港当年贸易业务发展迅速，但由于其贸易结算品种主要为远期信用证，企业在采购时付出较多的现款，收到较多的远期信用证，并将这些信用证进行贴现（贴现对应筹资活动现金流入）所致。2014 年度，公司调减诚通香港贸易业务规模，购买商品、接受劳务支付的现金大幅下降，当年经营活动产生的现金流量净额同比大幅增长。2015 年，企业经营性现金流量净额为 31.89 亿元，同比下降 62.89%。2015 年，公司现金收入比为 107.05%，较 2014 年减少 11.96 个百分点，公司收现质量有所下滑。

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。近三年，公司投资活动现金流量净额波动较大，分别为-32.93 亿元、1.10 亿元和-2.31 亿元，其中 2014 年公司投资活动现金流量净额较 2013 年大幅增加 34.01 亿元，主要系公司当年获得的投资光大银行 H 股和农业银行股票投资收益大幅增加的同时降低了对外投资活动所致。2015 年，公司投资

活动产生的现金流量净额较 2014 年下降 3.41 万元，转为净流出，主要系子公司中国物流于 2015 年集中拿地造成的投资性活动现金流出大幅增加所致。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要为取得借款获取的现金和吸收投资收到的现金，筹资活动现金流出主要是偿还债务支付的现金，金额波动较大。2014 年，筹资活动出现现金净流出且金额较大，主要是诚通香港对远期信用证进行贴现，信用证到期后，对应筹资活动现金流出所致。2015 年，公司筹资活动现金流量净额为 8.67 亿元，主要是公司当年发行了 20 亿元超短期融资券，同时偿还了到期的 8 亿元中期票据。

2016 年 1~6 月，公司经营活动现金流量和经营活动现金净流量分别为 396.87 亿元和 45.69 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-7.86 亿元和-16.93 亿元。2016 年 1~6 月，公司现金收入比为 103.60%，较 2015 年全年下降 3.45 个百分点。

总体看，公司经营活动现金流入量规模大，公司整体收入实现质量一般；公司经营活动产生的现金基本能够满足投资活动的需求。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，近三年公司流动比率快速上升，2015 年为 152.63%；公司速动比率波动上升，2015 年为 113.90%。同期，公司经营现金流动负债比为 12.83%，较 2014 年下滑 18.68 个百分点。截至 2016 年 6 月底，公司流动比率和速动比率分别为 149.37% 和 108.14%。总体看，公司短期偿债能力良好。

长期偿债能力方面，2013~2015 年，公司 EBITDA 波动上升，三年分别为 40.36 亿元、40.25 亿元和 53.73 亿元；EBITDA 利息倍数波动中有所上升，三年分别为 2.57 倍、2.55 倍和 3.94 倍；同期，全部债务/EBITDA 呈下降趋势，近三年指标分别为 10.79 倍、7.81 倍和 5.34 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 2015 年底，公司无对外担保。

截至 2016 年 6 月底，公司共获银行授信额度 437.36 亿元，尚未使用 264.55 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。

#### 7. 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 2016 年 8 月 1 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。

#### 8. 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。

### 九、本期中期票据偿债能力分析

#### 1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中票发行额度为 15 亿元，为 2016 年 6 月底长期债务和调整后全部债务的 11.64% 和 5.25%，对公司现有债务影响较小。

截至 2016 年 6 月底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 56.78%、45.86% 和 27.62%，以公司 2016 年 6 月底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 57.60%、47.13% 和 29.87%，公司债务负担将有所加重，但仍处于合理水平。考虑到本期中期票据中部分资金用于偿还银行贷款，本期中期票据发行后公司实际债务负担将低于上述模拟值。

#### 2. 本期中期票据偿还能力分析

2013~2015 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 940.98 亿元、867.57 亿元和 780.77 亿元，分别为本期中期票据拟发行额度的 62.73 倍、57.84 倍和 52.05 倍；公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力很强。公司经营活动产生的现金流量净额分别为 6.41 亿元、85.94 亿元和 31.89 亿元，分别为本期中期票据拟发行额度的 0.43 倍、5.73 倍和 2.13 倍，公司经营活动现金净流量对本期中期票据覆盖程度尚可。同期，公司 EBITDA 分别为 40.36 亿元、40.25 亿元和 53.73 亿元，分别为本期中期票据发行额度的 2.69 倍、2.68 倍和 3.58 倍，公司 EBITDA 对本期中期票据保障能力较强。

总体看，公司 EBITDA 和经营活动现金流对本期中期票据的保障能力较强。

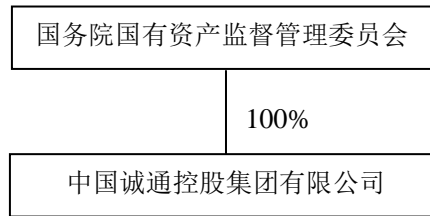
### 十、结论

公司是国务院国资委直属大型央企，在股东的持续大力支持下，资本金得到不断充实。近年来，受宏观经济增速放缓以及造纸行业持续低位运行影响，公司收入规模出现下滑，主业盈利能力偏弱，投资收益及营业外收入对利润贡献度大。公司积极调整商品结构，主动实施内外贸结合、多品种经营的策略，压缩高风险业务规模，积极开展专业化经营，供应链管理，一体化服务，逐步向现代流通商转型。

目前，公司整体资产质量较好，债务负担适宜，有息债务以短期债务为主，债务结构逐年不断优化，长、短期偿债能力较强。综合看，公司主体信用风险极低。

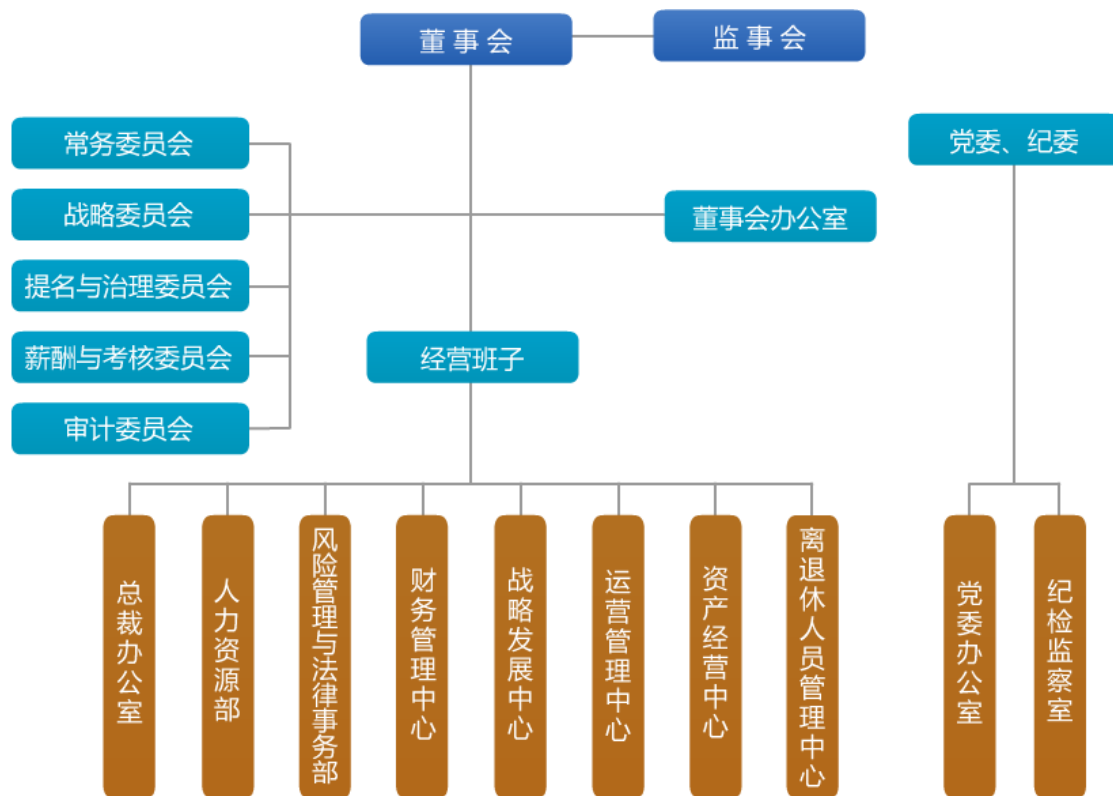
公司 EBITDA 对本期中期票据保障能力较强。基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 截至 2016 年 6 月底公司股权结构





附件 1-2 截至 2016 年 6 月底公司组织结构图



**附件2 主要财务数据及指标**

项目	2013年	2014年	2015年	2016年6月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	201.63	97.31	136.97	149.70
资产总额(亿元)	771.98	672.09	714.12	781.30
所有者权益(亿元)	244.43	261.55	330.56	337.65
短期债务(亿元)	232.7	182.74	138.41	138.08
长期债务(亿元)	123.26	125.62	116.12	128.84
全部债务(亿元)	355.96	308.36	254.53	266.92
营业收入(亿元)	774.06	682.06	619.07	270.89
利润总额(亿元)	12.77	13.72	15.21	9.09
EBITDA(亿元)	40.36	40.25	53.73	--
经营性净现金流(亿元)	6.41	85.94	31.89	45.69
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	5.47	5.90	9.24	--
存货周转次数(次)	7.38	6.26	5.87	--
总资产周转次数(次)	1.04	0.94	0.89	--
现金收入比(%)	113.64	119.01	107.05	103.60
营业利润率(%)	5.12	5.76	5.93	6.43
总资本收益率(%)	5.37	7.25	8.11	--
净资产收益率(%)	3.46	3.24	3.28	--
长期债务资本化比率(%)	33.52	32.45	26.00	27.62
全部债务资本化比率(%)	59.29	54.11	43.50	44.15
资产负债率(%)	68.34	61.08	53.71	56.78
流动比率(%)	122.02	130.62	152.63	149.37
速动比率(%)	95.92	93.27	113.90	108.14
经营现金流流动负债比(%)	1.62	31.51	12.83	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.57	2.55	3.94	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.82	7.66	4.74	--

注：公司2016年上半年财务报表未经审计。

### 附件 3 主要计算指标的计算公式（新准则）

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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	
<b>经营效率指标</b>	
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/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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%
<b>本期中期票据偿债能力</b>	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

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 4-1 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 4-2 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

## 附件 4-3 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。

## 联合资信评估有限公司关于 中国诚通控股集团有限公司 2016年度第一期中期票据的跟踪评级安排

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

中国诚通控股集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。中国诚通控股集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注中国诚通控股集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现中国诚通控股集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

如中国诚通控股集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

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

