

中储发展股份有限公司

2018年公开发行公司债券（第二期）

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2018)011166】

评级对象: 中储发展股份有限公司 2018 年公开发行公司债券(第二期)

主体信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA⁺

评级时间: 2018 年 11 月 22 日

计划发行: 20.00 亿元

本期发行: 10.00 亿元

发行目的: 偿还有息债务及补充流动资金

存续期限: 期限 5 年, 附第 3 年末该
公司调整票面利率选择权
和投资者回售权

偿还方式: 按年单利计息, 每年付息一次, 最后一期
利息随本金的兑付一起支付

增级安排: 无

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 上半年度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	29.44	11.20	14.15	16.89
刚性债务	36.95	64.80	38.19	48.59
所有者权益	84.12	88.16	101.32	100.65
经营性现金净流入量	-1.74	-45.20	7.11	-4.04
合并口径数据及指标:				
总资产	150.68	197.36	187.20	200.77
总负债	63.52	101.50	79.44	90.46
刚性债务	46.73	74.02	49.96	60.75
所有者权益	87.16	95.86	107.77	110.32
营业收入	177.37	152.81	256.03	138.95
净利润	6.61	7.76	13.43	0.73
经营性现金净流入量	-0.70	-39.03	50.46	-6.10
EBITDA	12.61	13.48	21.65	—
资产负债率[%]	42.16	51.43	42.43	45.05
权益资本与刚性债务 比率[%]	186.51	129.51	215.71	181.59
流动比率[%]	263.87	200.14	228.03	157.93
现金比率[%]	101.61	29.04	57.55	38.18
利息保障倍数[倍]	6.38	14.29	12.74	—
净资产收益率[%]	8.89	8.48	13.19	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	-1.95	-78.85	98.10	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-9.77	-56.35	32.27	—
EBITDA/利息支出[倍]	7.50	16.84	14.12	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.27	0.22	0.35	—

注: 根据中储股份经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年上半年度财务数据整理、计算。

分析师

林贻婧 lyj@shxsj.com
喻俐萍 ylp@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

评级观点

优势:

- **规模优势。**中储股份在仓储物流领域运营多年, 仓储网络覆盖亚洲、欧洲、美洲等世界主要经济区域, 在国内 20 多个省、直辖市和自治区投资运营了物流园区, 形成了立足中国、服务全球的仓储物流服务能力, 目前公司拥有土地面积 600 多万平方米, 年吞吐能力 6000 万吨, 具有较好的规模优势。
- **仓储资源质量较好。**中储股份拥有大量的仓储物流资源, 利于公司业务的开展; 且部分仓储资源位于所在城市的中心区域, 市场重估价值大。
- **融资渠道多样化。**作为上市公司, 中储股份可在资本市场进行直接融资, 同时公司与多家银行保持了良好合作关系, 可通过间接融资渠道获得资金周转与补充。
- **股东背景较好。**中储股份的控股股东为中储集团, 受国务院国有资产监督管理委员会实际控制, 公司股东背景较好。

风险:

- **贸易业务发展面临一定压力。**中储股份主营业务中的贸易业务易受宏观经济波动影响, 在当前宏观经济持续低迷的情况下, 公司贸易业务面临一定压力; 目前公司正积极实施贸易业务向全程供应链业务的转型升级。
- **主业盈利能力不强。**中储股份的净利润主要来自于非经常性损益, 且主要为土地拆迁补偿收入和非货币性资产交换取得的投资收益, 主业盈利能力不强。

关注：

- **智慧物流业务尚处培育期。**中储股份近年来大力拓展智慧物流业务,但该业务目前尚处于培育期,盈利能力相对偏弱,关注公司该业务未来经营发展状况。

➤ **未来展望**

通过对中储股份及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析,本评级机构给予公司 AA+主体信用等级,评级展望为稳定;认为本期债券还本付息安全性很强,并给予本期债券 AA+信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



中储发展股份有限公司 2018 年公开发行公司债券（第二期）

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

中储发展股份有限公司（简称“中储股份”、“该公司”或“公司”）前身为天津中储商贸股份有限公司，系 1996 年经原国家体改委及中国证监会批准，由中国物资储运总公司¹（简称“中储集团”）天津公司所属的天津中储南仓一库、南仓二库、南仓三库、西站二库、新港物资公司和新港货运代理公司等六家单位作为共同发起人，以社会募集方式设立的股份有限公司。公司获准向社会公开发行 1900 万股人民币普通股股票，并于 1997 年 1 月 21 日在上海证券交易所挂牌交易（股票简称：中储股份，股票代码：600787），发行后公司股本增至 5163 万股。1998 年 11 月，公司更名为现名，股票简称不变。

2013 年 1 月，该公司完成资产重组，交易完成后公司总股本增至 92991.42 万股，中储集团持股比例变更为 51.33%。2014 年 8 月，公司实施 2013 年度利润分配及资本公积转增股本方案，公司总股本增至 185982.84 万股。2015 年 10 月，经中国证券监督管理委员会《关于核准中储发展股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2015]2273 号）核准，公司获准非公开发行不超过 33997.26 万股新股。本次发行对象为 CLH 12 (HK) Limited 公司，发行价格为 5.86 元/股，本次发行募集资金总额 19.92 亿元，发行完成后，CLH 12 (HK) Limited 对公司的持股比例为 15.45%，中储集团持股比例下降至 43.74%。截至 2018 年 9 月末，公司总股本为 219980.10 万股，中储集团持有公司 45.74% 股份，公司前十大股东持有比例为 69.20%，除 CLH 12 (HK) Limited 外，主要为外部投资者，股权较为分散，因此中储集团为公司控股股东，股东地位较稳定；中国诚通控股集团有限公司（简称“诚通集团”）为中储集团的唯一股东，诚通集团是国务院国有资产监督管理委员会（简称“国务院国资委”）监管的大型中央企业集团，因此，公司最终实际控制人为国务院国资委。

该公司目前主要从事物流和贸易两大业务，其中物流业务为公司的支柱型业务，也是公司一直以来的核心发展重点，主要涉及仓储配送及现货交易市场等领域；贸易业务收入目前仍是公司营业收入的主要来源。公司主业涉及的经营主体及其概况详见附录三。

¹ 2017 年 12 月已更名为“中国物资储运集团有限公司”。

2. 债项概况

(1) 债券条款

经“证监许可[2017]1384号”文件核准，该公司可向合格投资者公开发行面值不超过20亿元的公司债券，采用分期发行，自2017年7月27日起12个月内完成首次发行，其余各期24个月内完成。公司已于2018年7月19日发行了金额5.00亿元、期限5(3+2)年的中储发展股份有限公司2018年公开发行公司债券(第一期)(简称“18中储01”)。本期债券发行规模为10.00亿元，基础发行规模为5亿元(含)，可超额配售不超过5亿元(含)，期限为5年，附第3年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券扣除相关发行费用后的募集资金，拟全部用于偿还有息债务和补充流动资金。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	中储发展股份有限公司2018年公开发行公司债券(第二期)
总发行规模:	20.00亿元
本期发行规模:	10.00亿元,基础发行规模为5亿元(含),可超额配售不超过5亿元(含)
本期债券期限:	期限5年,附第3年末该公司调整票面利率选择权和投资者回售权
债券利率:	与簿记管理人根据利率询价情况确定利率区间后,通过簿记建档方式确定,不超过国务院限定的利率水平
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	采用单利按年计息,不计复利,每年付息一次,到期一次还本,最后一期利息随本金的兑付一起支付
增级安排:	无

资料来源:中储股份

截至2018年10月末,该公司待偿债券本金余额为42.50亿元。

图表 2. 截至2018年10月末公司待偿债券情况(单位:%、亿元)

债项名称	起息日	债券期限	票面利率	债券余额	本息兑付情况
16中储发展PPN001	2016.01.08	3年	4.70	5.00	未到期,正常付息
18中储发展SCP001	2018.06.06	270天	5.62	6.50	未到期,正常付息
16中储发展PPN002	2016.03.04	3年	4.00	10.00	未到期,正常付息
12中储债	2012.08.13	5+2年	5.00	16.00	未到期,正常付息
18中储01	2018.07.19	3+2年	5.78	5.00	未到期,正常付息
合计	-	-	-	42.50	

资料来源:Wind资讯

(2) 募集资金用途

该公司拟将本次扣除发行费用后的募集资金全部用于偿还有息债务和补充流动资金。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018年第三季度，全球经济景气度继续回落，发达经济体与新兴经济体分化明显。油价上涨助推CPI走高，美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策导致全球金融市场动荡并引起市场对全球经济增长前景的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济运行总体平稳，尽管受到外部贸易摩擦、内部强监管等因素的冲击，但有望在货币政策、财政政策、金融监管政策等宏观政策的协同合力下得到对冲。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长。

2018年第三季度，全球经济景气度继续回落，发达经济体与新兴经济体分化明显。油价上涨助推CPI走高，美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策导致全球金融市场动荡并引起市场对全球经济增长前景的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储加息缩表持续推进，利率水平的上升将加大政府与企业的偿债压力，房地产和资本市场存在风险，特朗普的关税政策给全球贸易前景带来隐忧；欧盟经济复苏有所放缓，欧洲央行购债规模进一步缩减并计划于年底结束，英国央行再度加息，英国与欧盟在脱欧问题上的分歧能否达成一致以及联盟内部政治风险均是影响其复苏进程的重要因素；日本经济温和复苏，有所回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，强势美元引发的货币贬值及资本外流压力明显上升；印度经济增长较快，因CPI快速回升印度央行年内再度加息；俄罗斯经济复苏势头有油价上涨支撑，受美国经济制裁影响或有所波动，卢布贬值迫使俄罗斯央行近四年来首度加息；巴西经济复苏缓慢，增长压力大，PMI下滑至收缩区间，消费者信心指数持续下降；南非经济处于衰退边缘，一系列的国内改革及新的经济刺激计划能否扭转经济颓势仍有待观察。

2018年第三季度，我国宏观经济运行总体平稳的同时，受外部贸易战及内部强监管等因素在短期内集中发酵影响而面临一定压力。国内CPI上涨有所加快但尚不构成通胀，就业形势仍较好。居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，个税改革带来的税负下降效应一定程度上将会拉动居民消费增长；投资结构不断优化，基建疲弱导致固定资产投资增速下降至历史低位，基础设施领域补短板力度的逐步加大、制造业投资的持续改善以及房地产投资的较快增长将有望支撑整体投资企稳甚至回升；以人民币计价的进出口贸易增速有所回升但受中美贸易战影响将面临一定压力。工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级。房地产

调控进一步趋严、市场秩序整治加强，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国财政政策、货币政策及金融监管政策的协同性明显提升，逐步形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。积极财政政策取向更加积极，减税降费力度不断加大，财政支出聚力增效，在扩大内需及结构调整上发挥更大的作用；地方政府债发行加速并不断创新，防范化解地方政府债务风险特别是隐性债务风险力度加大，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，年内数次定向降准，优化市场流动性结构，保证其合理充裕，积极支持实体经济发展；同时，央行坚持不搞“大水漫灌”式强刺激，为结构性去杠杆提供了稳定的货币环境。宏观审慎政策不断健全完善，金融监管制度补齐同时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，金融体系抗风险及服务实体经济能力不断提升。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及稳中向好的经济发展前景长期内能够对人民币汇率提供有效支撑。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，外商投资环境更加公平便利，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好“三大攻坚战”，短期内虽然我国宏观经济因内外因素集中发酵面临一定压力，但在各类宏观政策协同合力对冲下有望继续保持稳中有进的态势。中美贸易战具有长期性和复杂性，将对我国出口增长形成一定扰动；但从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

该公司目前营业收入主要来源于物流业务和贸易业务，且公司主要贸易货种为钢材，公司经营发展情况受物流行业及钢铁行业影响较大。

A. 物流行业

近年来，随着我国国民经济增速逐渐企稳，我国物流业总体保持稳定发展，运行质量逐步提升。物流业对我国经济发展重要性不断提升，我国物流业面临的政策环境正在不断得到改善；但在市场竞争的压力和经济结构调整的倒逼机制下，物流资源整合加速，社会物流资源集约化运行的趋势明显，物流行业面临竞争加剧。

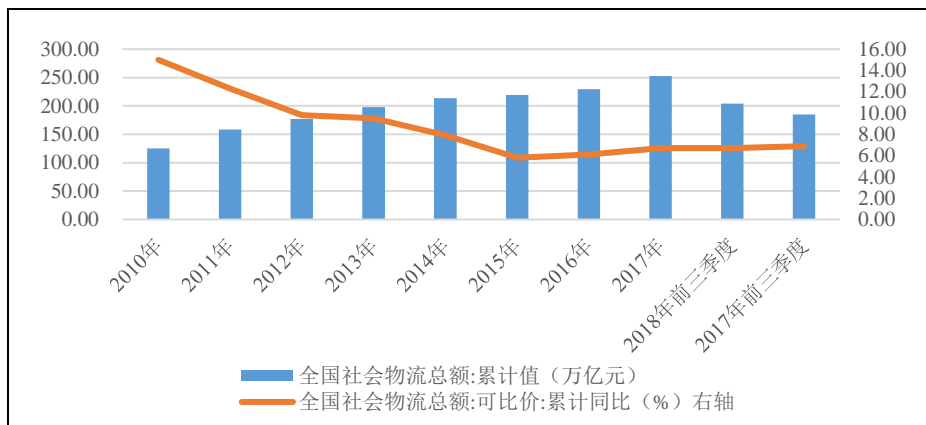
a) 行业概况

物流业是融合运输业、仓储业、货代业和信息业等的复合型服务产业，是国民经济的重要组成部分。随着世界经济分工布局的进一步细化及部分制造业向发展中国家的不断转移，国际间产业合作不断加强，全球产业资源呈集中整合态势。同时，随着我国改革开放的不断推进及与发达国家产业合作不断深入，基于不同区域的不同经济、社会及环境特点，我国区域经济分工布局也不断深化，各类物资、服务贸易不断发展。

物流业作为支撑国民经济发展的基础性、战略性产业，其行业规模与经济增长速度及人均消费水平直接相关，从 2000 年以来看，2000~2010 年是我国物流业高速发展的 10 年，期间物流总规模年复合增速达到 16%，同期全球物流规模年增速为 5% 左右，我国物流市场规模在 2012 年即超越美国居世界第一，2017 年我国物流市场规模（物流总成本衡量）约为 1.63 亿美元，仍为世界第一大物流市场。

近年来，在经济平稳较快增长和人均消费水平不断提升等发展环境持续改善的推动下，我国物流行业总体保持稳定发展。2015~2017 年及 2018 年前三季度，我国社会物流总额分别为 219.20 万亿元、229.70 万亿元、252.80 万亿元和 204.10 万亿元，按可比价格计算，同比分别增长 5.80%、6.10%、6.70% 和 6.70%，2015 年以来增速持续上升，但与 2012~2013 年的 9.80% 和 9.50% 相比，仍存在一定的差距，主要系随着我国国民经济增速逐渐企稳，我国社会物流由高速增长步入稳步发展阶段。

图表 3. 我国社会物流总额及增速情况



资料来源: Wind 资讯

与发达国家相比，我国当前物流设施相对落后，整体物流效率依旧偏低。2015~2017年及2018年前三季度，我国社会物流总费用分别为10.81万亿元、11.06万亿元、12.10万亿元和9.50万亿元，主要由运输费用和保管费用构成，分别同比增长1.98%、2.34%、9.38%和10.47%。同期，我国社会物流总费用占GDP的比重分别为16.00%、14.90%、14.60%和14.60%，呈逐年下降态势，但与世界平均水平10%左右仍存在一定差距，整体上看国内物流效率依旧偏低，物流费用较高。

b) 政策环境

随着物流业对我国经济发展的重要性不断提升，政府亦提高了对物流业发展的重视程度，在此前出台的《物流业发展中长期规划（2014~2020年）》、《物流业降本增效专项行动方案（2016~2018年）》和《全国电子商务物流发展专项规划（2016~2020年）》等政策措施基础上，2017年以来相继出台了《商贸物流发展“十三五”规划》和《关于进一步推进物流降本增效促进实体经济发展的意见》等重要政策文件。在十三届全国人大一次会议中也再次提到要减轻企业税负，其中包括扩大物流企业仓储用地税收优惠范围等。2018年1月，国务院印发了《关于推进电子商务与快递物流协同发展的意见》以进一步解决快递物流制约电子商务发展以及协同发展过程中产生相关问题。总体来看，在“一带一路”国家战略的背景下，国家有关部门陆续出台多项政策有助于规范物流行业的有序发展，推进物流行业的转型升级和创新发展以及物流业的“降本增效”工作等，我国物流业面临的政策环境正在不断得到改善。

c) 竞争格局/态势

近年来，我国物流行业快速发展，但由于起步相对较晚，目前我国物流企业仍面临着规模普遍较小、市场集中度较低及专业化程度不高等问题。随着我国产业结构日益走向规模化和专业化的格局，伴随信息技术的大量应用、电子商务的迅速兴起以及对成本控制要求的提升，网购市场规模快速扩大，加速了物流业从传统物流向现代物流转型，整合步伐或将加快，市场集中度或上升，各种新的业态也开始涌现，物流行业面临的竞争或将加大。

在经营方面，物流行业个体企业差异主要体现在以下几个方面：（1）资产规模：土地、仓储面积及运输设备等资产越丰富，网点覆盖面越广，货物运输量也越大，能够形成一定的规模效应；（2）运输货种：货种丰富，有助于企业分散经营风险，货种附加值高，有助于提升企业盈利水平；（3）运输距离：运输距离远，成本摊薄，超期收益高，从而提升企业收入水平和盈利能力；（4）运输费率：物流企业收费市场化，具体费率水平受到公司性质、竞争程度、管理水平而有所差异，从而影响企业的收入规模和盈利能力。

在财务方面，传统物流企业资产以固定资产和在建工程为主，其中对终端网络及运输车队等固定资产投资相对较大，对企业资金的需求比较高，但随着物流行业资源整合需求日益强劲，物流企业将逐步向轻资产经营方式转变；债务方面，物流行业整体负担不高，平均资产负债率在50%左右，但个体差异较

大；从现金流情况来看，物流业务的现金支付模式使得行业内企业表现出较强的经营收现能力，整体维持了较好的现金回笼能力。

图表 4. 2017 年主要物流企业基本财务情况（单位：亿元，%）

企业名称	总资产	净资产	资产负债率	营业收入	净利润	经营性 现金净流量	毛利率
深圳顺丰泰森控股(集团)有限公司	536.14	214.42	60.01	710.94	47.00	61.79	20.07
中通速递股份有限公司	258.28	214.41	16.98	130.60	31.60	36.31	33.27
中储发展股份有限公司	187.20	107.77	42.43	256.20	13.43	50.46	2.10
圆通速递股份有限公司	141.43	93.63	33.80	199.82	14.47	15.56	11.73
韵达控股股份有限公司	94.00	52.54	44.11	99.86	15.87	29.68	28.98
申通快递股份有限公司	88.09	67.76	23.08	126.57	14.88	20.98	18.45
德邦物流股份有限公司	65.21	30.71	52.90	203.50	5.47	20.01	13.32
张家港保税科技(集团)股份有限公司	33.49	20.78	37.95	10.49	-2.09	0.67	17.39

资料来源：Wind 资讯

d) 风险关注

宏观经济波动风险。近年来，世界经济景气度持续下滑，我国经济增速也开始放缓，物流行业与经济增长速度及人均消费水平直接相关，总体来看，我国物流行业面临一定的宏观经济波动风险。

安全风险。物流企业运输的有毒货物的泄露、易燃易爆物品的爆炸等安全事故会对企业的正常经营造成严重的影响；应重点关注国家和各地将相继出台更为严格的危化品储运资格审查监管制度，并加强危化品物流安全体系和应急处理机制建设，以及企业在安全生产方面的改善措施及投资计划等。

多元化业务拓展风险。近年来，物流业企业沿着行业上下游不断拓展多元化业务，目前主要涉及供应链金融和贸易业务等，易受产业链业务风险影响，且受限现金类资产、应收账款、存货等或将快速增长，将对资产质量及流动性产生一定影响；此外，多元化业务拓展也将对企业的管理能力提出更高的要求。

B. 钢贸行业

2018 年以来，钢铁行业延续了 2017 年的市场行情，产能利用率处于较高水平，粗钢产量继续恢复增长，产品价格保持高位，主要钢企盈利水平继续向好，财务质量继续改善，给钢贸企业创造了较好的发展条件。但随着贸易企业竞争日益剧烈，贸易企业盈利空间逐步压缩。

除物流行业外，该公司目前主要从事钢材贸易业务，因此钢铁行业的波动形势对公司整体发展影响较大。

钢铁行业是国民经济的基础性产业，为建筑、机械、汽车、家电、造船等行业提供了重要的原材料保障，其发展与宏观经济发展及全国固定资产投资密切相关，是典型的顺周期行业。2018 年以来，钢铁行业延续了 2017 年的市场行情，产能利用率处于较高水平，粗钢产量继续恢复增长，产品价格保持高位，主要钢企盈利水平继续向好，财务质量继续改善。

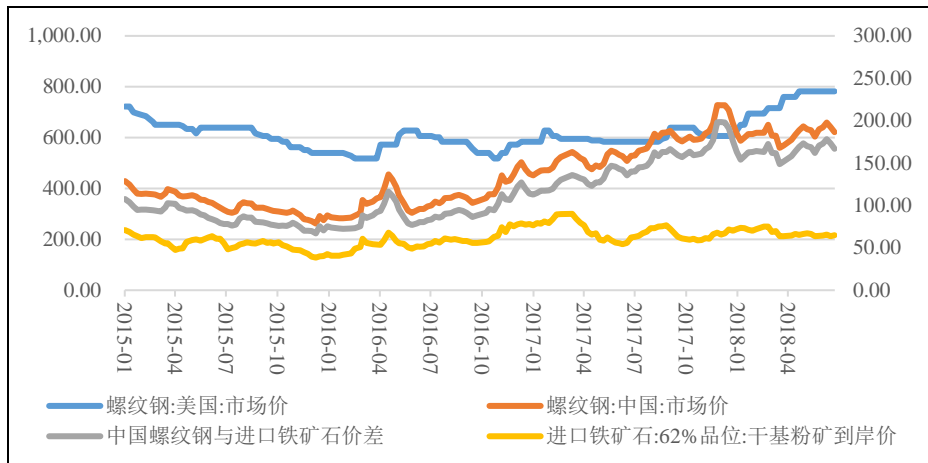
2017 年及 2018 年上半年，我国粗钢产量分别为 8.32 亿吨和 4.51 亿吨，同比分别增长 2.89% 和 7.48%，而钢材产量分别为 10.48 亿吨和 5.31 亿吨，同比分别减少 7.89% 和 3.75%，主要由于取缔“地条钢”政策的严格实施，使得统计口径外的粗钢产能大幅减少，需求转至正规钢企，从而粗钢产量有明显增长；而终端的钢材产量在 2016 年已经完成增长，目前去产能进入收尾，下游需求趋于稳定并有所分化，钢材产量有所减少，预计粗钢和钢材产量将趋于稳定。

从下游细分行业情况来看，房地产需求占建筑钢材需求的 50% 以上，对钢材需求影响大。为抑制楼市过热，2016 年 9 月开始，我国多个热点城市陆续加大限贷、限购、限价力度，从 2017 年以来数据来看，政策调控效果已开始显现，2017 年我国商品房新房销售面积为 16.94 亿平方米，累计同比增长 7.70%，较上年同期涨幅收窄 14.80 个百分点；其中住宅销售面积为 14.48 亿平方米，累计同比增长 5.30%，较上年同期收窄 17.10 个百分点；根据 CREIS 中指数据的资料显示，2017 年度楼市总体成交量较 2016 年下降 16.17%，其中一线城市下降幅度达 37%，成交规模降到 2011 年以来同期新低。为平抑楼价，土地出让面积继续增加，投资规模和新开工面积仍保持增长，对钢铁行业形成利好。但成交面积的下降最终将传导至投资领域，未来房地产开发规模仍具有一定不确定性。

铁路投资和汽车行业也是重要的用钢领域。2016 年，受购置税优惠即将到期、限超政策以及车企产品布局调整的影响，汽车销售市场出现回暖，当年汽车产销增幅显著上升；2017 年以来，受购置税优惠退坡影响，乘用车增速下滑，使得汽车产销增速均有所放缓，但整体来说，近年来汽车行业市场空间大，其良好发展对钢铁行业形成一定支撑。铁路投资方面，铁道统计公报显示 2016 年全国铁路完成固定资产投资 8015 亿元，新线投产 3281 公里；2017 年投资完成 8010 亿元，投产新线 3038 公里，其中高速铁路 2182 公里。根据国家铁路局发布的《铁路“十三五”发展规划征求意见稿》，此期间铁路固定资产投资规模将达到 3.5~3.8 万亿元，其中基本建设投资约 3 万亿元、建设新线 3 万公里，对钢铁需求亦起到一定稳定作用。整体来看，随着我国经济进入中高速增长阶段，钢铁行业下游需求基本趋于稳定，有助于钢铁行业稳定发展。

铁矿石为钢材生产所需的最主要的原燃料之一，我国铁矿石资源相对较为贫乏且品味较低，对外依存度处于高位，进口铁矿石占全部铁矿石需求的比例超过 60%，因此易受进口铁矿石价格影响，同时国内钢材需求量也易对国际铁矿石价格产生影响。全球优质铁矿石集中在澳大利亚和巴西等国，主要由必和必拓、淡水河谷、力拓和 FMG 四大矿业巨头垄断，随着产能的陆续释放，上述四大企业产量及世界占比近年来持续扩大，2015 年占比已达 50%，2017 年上述四大企业铁矿石产量合计 10.71 亿吨，产量继续增长。而与此同时，全球粗钢产量增长乏力，2015 年全球粗钢产量 15.96 亿吨，同比下降 1.93%，为近五年来首次下降，2016 及 2017 年仅微增至 16.05 亿吨和 16.94 亿吨，对铁矿石需求支撑乏力，铁矿石供需失衡矛盾加大。

图表 5. 铁矿石价格、国际和国内钢材价格比较（螺纹钢为例，单位：美元/吨）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

目前我国对钢铁行业积极实施的去产能、去杠杆、降成本、鼓励行业重组等措施已经取得一定成果，其中去产能措施效果明显。从去产能效果来看，目前供给端有明显收缩，产能利用率明显提升，根据公布的 2015 年 12 亿吨粗钢产能推测，2015~2017 年产能利用率分别为 67%、71%和 77%，产能利用率明显提高，同最高点 2010 年的 82%的差距也大幅缩小。而取缔“地条钢”所释放出的约 8000 万吨(按 60%的产能利用率估计)粗钢需求亦带动需求端扩张，加之宏观经济恢复，钢铁行业整体呈现供需两旺态势，粗钢产量进一步增长，而钢价也有大幅上涨，带动钢铁行业盈利明显改善。

2018 年下半年，良好的宏观和行业背景有助于钢铁行业稳定增长；但随着宏观经济进入中高速增长阶段，钢铁需求不会大幅增加；而随着去产能进入收尾阶段，产能收缩规模亦不大；受需求和产能所限，预计钢材产量不会大幅增加，钢材价格高位波动；但钢铁行业成本端压力将会加大，包括原燃料、人工等成本会持续增加，严格的环保政策亦会加大环保支出压力，预计 2018 年下半年及 2019 年钢铁企业盈利空间会收窄。从长期来看，钢铁行业目前行业集中度仍偏低，无法充分发挥钢铁行业的规模优势，兼并重组收效甚微，市场化重组进程缓慢，未来几年钢铁行业资产重组仍是政策重点；钢材产品结构目前仍以中低端为主，在当前下游需求分化的形势下，具有优质产品结构和技术实力的钢企将具更强竞争力；在严格的环保政策下，环保投入不足、资本实力较弱的小型钢企将被淘汰出局，市场份额将向大型钢企集中。

从物流贸易行业发展情况来看，贸易行业竞争日益剧烈，贸易行业的发展趋势要求贸易企业向综合服务商转型。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优势。

从政策支持情况来看，近年来政府不断出台相关政策支持外贸、促进进口、调整结构政策不断升级，如《关于加强进口促进对外贸易平衡发展的指导意见》、《关于促进进出口稳增长、调结构的若干意见》及《关于支持外贸稳定增长的

若干意见》。随着电子商务迅速发展，政府又出台了《关于加快培育外贸竞争新优势的若干意见》、《关于促进进出口稳定增长的若干意见》及《关于加快实施自由贸易区战略的若干意见》支持跨境电子商务发展，促进进出口稳定增长。目前，自由贸易试验区建设的推进也在较大程度上促进了贸易企业的发展。

总体来看，随着贸易企业竞争日益剧烈，贸易企业盈利空间逐步压缩，但受益于宏观经济恢复好转，去产能及环保政策等带动粗钢产量继续恢复增长，钢价上涨至较高水平，钢企盈利水平持续改善以及国家政策对贸易行业的支持，钢贸企业目前所处环境尚可。

2. 业务运营

该公司营业收入主要来源于物流业务和贸易业务，其中物流业务为公司核心业务，具有一定的规模优势，且公司拓展的智慧物流业务自 2016 年以来成为了该板块业务收入增长的主要来源，但该业务目前仍处于快速发展期，盈利不佳，拉低了公司物流业务板块整体盈利水平；公司贸易业务收入规模随着钢材市场变化呈现较大的波动性，该业务毛利率低，公司主业盈利能力不强。

该公司业务收入主要由物流业务和贸易业务构成，其中，物流业务是公司的支柱型业务，经过多年经营积累了丰富的资源，包括物流园区、土地及铁路线等，公司目前具备公、铁运输转换的重要条件。公司天津、青岛、上海等地区分子公司拥有靠近港口的优势，无锡、南京等地区分公司拥有货运码头，有利于形成水、公、铁运输方式的转换及联运。

在业务开展模式方面，该公司正逐步构建供应链物流、供应链金融、供应链生态三层结构的供应链服务平台，形成链式供应链和圈式供应链两条业务主线，使其具备物流、贸易、金融多种功能，为产业链各方提供充分整合、互利共赢的供应链生态环境。

从区域分布情况来看，该公司业务覆盖全国范围，并于 2016 年开始拓展境外业务。具体来看，公司营业收入主要来源于天津、江苏、陕西、广东、河北、河南及山东等地区，其中 2015~2017 年及 2018 年上半年度来源于天津、江苏及陕西三地的营业收入占总营业收入的比重分别为 73.50%、72.65%、77.50% 及 82.56%，且江苏地区占比自 2015 年以来呈逐年上升态势。2016~2017 年及 2018 年上半年度，公司境外营业收入占比分别为 1.69%、1.31% 和 1.21%。

图表 6. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围	业务的核心驱动因素
物流业务	全国	资源/管理/品牌/技术等
贸易业务	全国	资本/管理/品牌等

资料来源：中储股份

该公司其他业务主要系由全资子公司中储小额贷款（天津）股份有限公司开展的小额贷款业务，河北中储房地产开发有限公司开展的房地产业务以及中

储恒科物联网系统有限公司（简称“中储恒科”）开展的物联网产品的研发和销售业务等，公司其他业务收入规模不大，2015~2017 年及 2018 年上半年度分别实现业务收入 2.53 亿元、2.11 亿元、2.95 亿元和 0.74 亿元，对公司营收贡献度不高。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 7. 公司核心业务收入及变化情况

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年上半年度
营业收入(亿元)	177.37	152.81	256.03	138.95
其中：主营业务收入(亿元)	174.79	150.44	252.15	137.68
在营业收入中所占比重(%)	98.55	98.45	98.48	99.09
其中：物流业务(亿元)	25.43	36.16	78.81	55.70
物流业务占主营业务收入比重(%)	14.55	24.04	31.25	40.45
贸易业务(亿元)	149.36	114.28	173.34	81.99
贸易业务占主营业务收入比重(%)	85.45	75.96	68.75	59.55
综合毛利率(%)	3.51	4.91	2.10	3.10
其中：物流业务(%)	16.89	13.54	0.99	8.28
贸易业务(%)	1.16	1.84	1.57	1.46

资料来源：中储股份

从营收构成情况来看，2015~2017 年及 2018 年上半年度，该公司分别实现主营业务收入 174.79 亿元、150.44 亿元、252.15 亿元和 137.68 亿，其中物流业务收入占比逐年上升，同期分别为 14.55%、24.04%、31.25% 和 40.45%，2016 年上升的原因系公司为规避风险压缩贸易业务规模；2017 年以来上升的原因主要系公司开展的智慧物流业务收入规模大幅增长。2015~2017 年及 2018 年上半年度，公司贸易业务收入分别为 149.36 亿元、114.28 亿元、173.34 亿元和 81.99 亿元，同期占主营业务收入的比重分别为 85.45%、75.96%、68.75% 和 59.55%，呈逐年下降态势，但仍然是公司主营业务收入的主要来源。

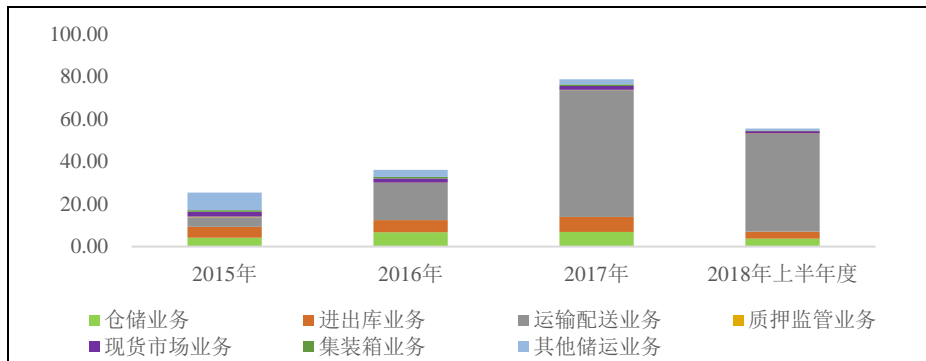
从盈利水平来看，2015~2017 年及 2018 年上半年度，该公司综合毛利率分别为 3.51%、4.91%、2.10% 和 3.10%，其中物流业务毛利率分别为 16.89%、13.54%、0.99% 和 8.28%，2017 年下降幅度很大，主要原因系公司于 2015 年正式拓展的智慧物流业务在 2017 年实现了较大规模收入，但因为该业务目前仍处于培育期，经营亏损，拉低了公司当年物流业务整体毛利率水平。2018 年上半年度，物流业务盈利水平恢复性上升，主要系当期智慧物流业务政府补助 4.12 亿元冲减其营业成本。

A. 物流业务

物流业务为该公司核心业务，是营业毛利的主要来源。2015~2017 年及 2018 年上半年度，物流业务收入分别为 25.43 亿元、36.16 亿元、78.81 亿元和 55.70 亿元，营业毛利分别为 4.29 亿元、4.89 亿元、0.78 亿元和 4.61 亿元，2017 年以来物流业务收入规模大幅增长，但营业毛利却大幅缩减，主要系受智慧物流

业务快速拓展导致。从物流业务的类型来看，公司物流业务主要包括仓储、进出库、运输配送、质押监管、现货市场和集装箱等。

图表 8. 公司物流业务收入构成情况（单位：亿元）



资料来源：中储股份

仓储及进出库业务是该公司物流业务的核心和基础业务，运营实体均为下属各公司。公司仓储面积较大，硬件建设较好，并且业务开展较早，积累的物流网络资源具有明显优势。公司仓储资源主要包括仓储用地、铁路专用线、运输车辆和仓储机械化设备，其中仓储用地和铁路专用线属于核心资源，公司的仓储用地分布较广，在国内 20 多个省、直辖市和自治区投资运营了物流园区，我国实体网络覆盖主要城市，拥有土地面积 600 多万平米，年吞吐能力 6000 万吨。从运输线路来看，公司拥有近 50 条专用线，累计长度近 40 公里，具备公、铁运输转换的重要条件；公司天津、青岛、上海等地区分子公司拥有靠近港口的优势，无锡、南京等地区分公司拥有货运码头，有利于形成水、公、铁运输方式的转换及联运。2015~2017 年及 2018 年上半年度，公司分别实现仓储业务收入 4.23 亿元、6.70 亿元、6.95 亿元和 3.67 亿元，进出库业务收入分别为 5.09 亿元、5.84 亿元、6.98 亿元和 3.35 亿元，受公司合并 HenryBath & Son Limited（简称“HB 集团”）和成都中储发展物流有限责任公司²的因素影响，2016 年以来公司仓储业务和进出库业务收入均出现增长。近年来，随着城市化进程的加快，公司一些地处城市核心区域的仓储用地和铁路专用线面临着政府收储的问题，这为公司实施现址开发改造及筹建新的物流基地提供了有利的契机。

该公司的运输配送业务主要包括钢材及生活资料运输、船板配送、超市配送等。公司以我国中心城市的物流中心为依托，已经成为国内外众多大型制造企业和零售商的区域配送基地，但运输配送业务门槛较低，市场集中化程度不高，行业缺乏规范管理，价格竞争激烈。为提高业务竞争力，公司于 2014 年 7 月成立了中储南京智慧物流科技有限公司（简称“南京智慧物流”），并于 2015 年正式拓展智慧物流业务，打造了中国最大的“无车承运人”平台——中储智运平台。该业务开展模式主要为公司设立平台，货主将货源及运输要求、竞价模式发布在平台上，平台通过智能配对将这些信息推送给适配车辆，车货双方

² 该公司收购 HB 集团 51% 股权价格为 34880.49 万元，2016 年 1 月完成交割相关手续；公司收购成都中储发展物流有限责任公司 100% 股权价格为 8389.44 万元，2016 年 1 月完成交割相关手续。

竞价成交后，生成平台与货主、平台与承运人会员的两份电子合同，收取保证金，待车主将货物运到货主指定地点，公司向货主收取运费，同时向车主支付运费。近年来智慧物流业务快速发展带动运输配送收入规模大幅提升，2015~2017年及2018年上半年度，运输配送业务收入分别为4.47亿元、17.47亿元、59.79亿元和46.27亿元，但由于该业务目前仍处于培育期，盈利能力偏弱，同期智慧物流业务毛利率分别为1.24%、-5.15%、-6.79%和2.35%，从而拉低了公司整体物流业务毛利率。

图表 9. 南京智慧营收简况（单位：亿元）

项目	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年上半年度
营业收入	0.15	13.28	56.02	44.49
其他收益	0.00	0.00	5.26	0.00
营业利润	-0.10	-1.08	-0.20	0.27
营业外收入	0.00	1.16	0.02	0.01
净利润	-0.10	0.002	-0.18	0.21

资料来源：中储股份

该公司的现货市场业务采取前厅后库的经营模式，为大型原材料生产商、经销商、零售商等提供迅速进入市场的交易平台，2015~2017年及2018年上半年度公司分别实现收入2.20亿元、1.93亿元、1.87亿元和1.08亿元。

该公司集装箱业务可实现拆、装、拼箱、分拨、发运、集港等配套服务，该业务对外贸景气度较为敏感，具有一定的波动性，2015~2017年及2018年上半年度分别实现收入0.74亿元、0.75亿元、0.78亿元和0.36亿元。

该公司的质押监管业务始于1999年，是我国最早开展质押监管业务的企业之一。2013年以前，公司质押监管业务量始终居于国内前列，进入2013年之后，公司本着缩量避险的原则，不断压缩整顿质押监管业务，公司质押监管业务量呈快速下滑的趋势，收入亦随之减少，2015~2017年及2018年上半年度分别为0.40亿元、0.16亿元、0.11亿元和0.05亿元。

B. 贸易业务

该公司国内贸易业务主要为代理钢材、生铁炉料、煤炭等商品，目前公司已经取得了国内大部分钢厂的代理权；另外，公司还从事进口代理业务，是我国拥有铁矿石进口代理许可证的贸易商之一，代理的客户主要是国内无铁矿石进口权的中小型钢铁企业和贸易商。

该公司目前主要贸易模式有基于公司物流优势的代理采购（进口）、保值销售业务，还有长期合作客户的工程配送业务等。其中，代理采购（进口）业务中，公司收取客户一定比例保证金，支付上游供方货款采购货物，货物进入公司仓库、自管库或存放港口后，一定期限内客户回款，公司按比例转移货权；保值销售业务操作模式中，货物进入公司仓库或自管库后，公司支付一定比例货款，客户确定最低销售价格后，公司和客户共同销售，收到货款后公司放货，一定期限内未销售完货物，客户按一定价格回购，确保公司贸易收益。公司参

与政府基础设施及保障房建设、工程类央企采购、热电厂等市政企业采购项目招标，投标成功后签订合同，基于公司物流优势安排送货至指定地点，客户一定在期限内回款。

在采购环节，该公司主要从钢厂直接进货。经过多年的业务合作，公司与国内多家钢厂建立了良好的战略合作关系，并成为多家钢厂的总代理。公司年初根据各地分支机构的分销能力与钢厂签订合同，确定当年供货数量。在销售环节，公司主要销售模式包括先销后进、先进后销和工程配送。先销后进模式是收取保证金、凭单订货、款到发货，该模式可以有效地规避市场风险，减少库存商品存量，迅速回笼资金，大幅度增加市场代理量；先进后销模式是指公司直接面对客户从事批发零售，由于近年来钢材价格波动较大，公司为了规避风险，该种模式在贸易业务中占比有所下降；工程配送模式是指公司参与由政府批准建设工程项目的原材料供应招投标活动，通过招投标取得重点工程指定供应商资格，工程配送业务的开展有效提高了公司业务量和企业知名度。

2015~2017 年及 2018 年上半年度，该公司贸易业务收入分别为 149.36 亿元、114.28 亿元、173.34 亿元和 81.99 亿元，其中钢材贸易业务收入占比较大，同期占贸易业务收入的比重分别为 72.70%、72.40%、66.26% 和 69.29%。受钢材市场价格波动因素影响，2016 年公司为了规避风险压缩贸易规模，当年贸易业务收入同比下降 23.48%，随着市场价格回暖，2017 年公司贸易业务收入同比增长 51.68%。

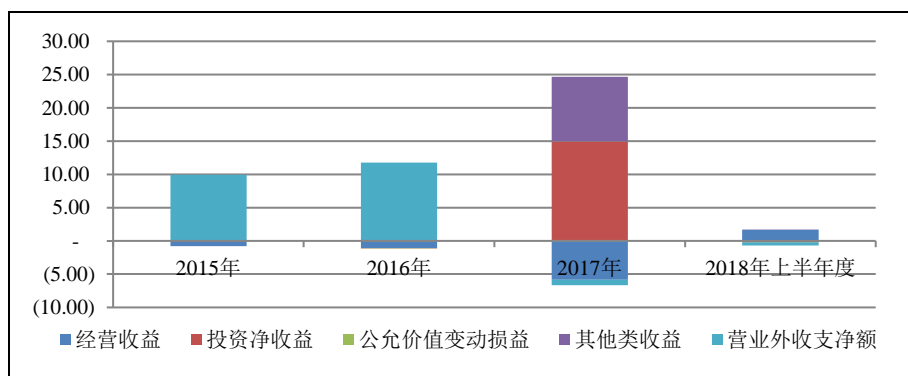
图 10. 公司贸易业务产品收入占比情况（单位：%）

品种	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年上半年度
钢材	72.70	72.40	66.26	69.29
生铁炉料	7.70	9.33	9.99	6.74
煤炭	7.93	4.31	6.27	7.12
其他	11.66	13.96	17.48	16.85
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：根据中储股份所提供资料整理、绘制

（2）盈利能力

图 11. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据中储股份所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益，其他类收益=资产处置收益+其他收益

该公司主业盈利能力不强,近年来经营收益表现不佳,2015~2017年及2018年上半年度分别为-0.81亿元、-1.10亿元、-5.86亿元和1.68亿元,2017年亏损规模较大,主要系受智慧物流业务拉低公司综合毛利率水平所致,2018年上半年度转亏为赢,一方面系受益于公司加强业务管理,相关费用支出有所下降,另一方面原因系智慧物流业务补贴账务处理变化所致。从营业毛利来源来看,2015~2016年公司营业毛利主要来源于物流业务,同期物流业务营业毛利分别为4.29亿元和4.89亿元,占总营业毛利的比重分别为68.89%和65.27%;2017年公司营业毛利主要来源于贸易业务板块,主要系公司开展的智慧物流业务亏损叠加业务规模扩大所致,当年物流业务营业毛利同比下降73.84%至0.78亿元。

2015~2017年及2018年上半年度,该公司期间费用分别为6.18亿元、6.52亿元、9.09亿元和3.98亿元,主要为管理费用和销售费用,其中管理费用分别为3.76亿元、4.36亿元、5.38亿元和2.05亿元,销售费用分别为1.29亿元、1.46亿元、2.33亿元和1.00亿元,随着公司业务规模扩大叠加人工成本上升,年度间呈增长态势。受融资成本及融资规模扩大因素影响,2018年上半年度公司财务费用同比增长222.96%至0.94亿元,在一定程度上影响公司业绩。2015~2017年及2018年上半年度,公司期间费用率分别为3.48%、4.27%、3.55%和2.87%,处于相对较低水平。2015~2017年,公司分别发生资产减值损失0.79亿元、1.54亿元和0.47亿元,主要是由坏账损失以及股票价格波动造成的可供出售金融资产减值损失构成,2016年同比增长95.38%,主要系根据账龄结构计提的坏账准备增加所致。

图表 12. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年上半年度
营业收入合计 (亿元)	177.37	152.81	256.03	138.95
营业毛利 (亿元)	6.23	7.50	5.38	6.54
其中: 物流业务 (亿元)	4.29	4.89	0.78	4.61
贸易业务 (亿元)	1.73	2.11	2.72	1.19
期间费用率 (%)	3.48	4.27	3.55	2.87
其中: 财务费用率 (%)	0.64	0.46	0.54	0.67
全年利息支出总额 (亿元)	1.68	2.22	1.53	-
其中: 资本化利息数额 (亿元)	0.07	1.42	0.01	-

资料来源: 根据中储股份所提供数据整理

该公司盈利对投资净收益及营业外收入等依赖性较强。2015~2017年及2018年上半年度,该公司投资净收益分别为0.08亿元、-0.01亿元、14.94亿元和-0.20亿元,2016年及2018年上半年度公司出现了投资损失,主要原因系对合营企业南京电建中储房地产有限公司(简称“南京中储电建”)及联营企业天津滨海中储物流有限公司等公司在权益法下确认了投资损失;2017年投资净收益同比大幅增加14.95亿元,主要系当年将其持有中储房地产开发有限公司(简称“中储地产”)及天津中储恒盛置业有限公司(简称“恒盛置业”)100%股权置换诚通集团下属控股子公司诚通房地产投资有限公司(简称“诚通

地产”) 35%股权, 取得投资收益 14.59 亿元。

2015~2017 年及 2018 年上半年度, 该公司营业外净收入分别为 9.81 亿元、11.76 亿元、-0.80 亿元和 -0.49 亿元, 其中 2015~2016 年金额较大, 主要系 2015 年以来, 受我国各地城市化工作不断推进影响, 公司部分原有物流用地被当地政府要求拆迁, 而由此产生的政府拆迁补偿款。2017 年以来公司发生营业外净支出, 一方面原因系公司根据财政部于 2017 年度发布的《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》对营业外收入科目确认发生变化, 确认营业外收入减少; 另外一方面原因系 2017 年及 2018 年上半年度公司根据法院判决书针对涉诉事项分别计提预计负债 1.47 亿元和 0.64 亿元, 相应增加 2017 年及 2018 年上半年度合并报表营业外支出 1.47 亿元和 0.64 亿元。

此外, 2017 年该公司获得其他收益 6.63 亿元 (包括智慧物流业务板块政府补贴 6.51 亿元) 以及资产处置收益 3.10 亿元 (系公司原计入营业外收入的拆迁补偿款, 按照最新会计准则, 调整至该科目)。

图表 13. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年上半年度
投资净收益 (亿元)	0.08	-0.01	14.94	-0.20
营业外收入 (亿元)	10.00	12.23	1.11	0.28
其中: 政府补助 (亿元)	0.19	1.29	0.29	0.11
拆迁补偿款 (亿元)	9.53	10.38	-	-
其他收益 (亿元)	-	-	6.63	0.02
其中: 智慧物流	-	-	6.51	0.00
资产处置收益 (亿元)	-	-	3.10	-0.008
其中: 拆迁补偿款 (亿元)	-	-	3.10	0.00

资料来源: 根据中储股份所提供数据整理

(3) 运营规划/经营战略

近年来, 该公司不断拓展物流基地和物流地产建设, 持续进行土地储备。2015 年度, 公司共购买了 7 块土地, 其中仓储用地 3 块, 工业用地 2 块, 合计支付土地款 14.78 亿元。2016 年公司共购买了 3 块土地, 其中 2 块为住宅、商服等用地, 1 块为工业用地, 合计支付土地价款 29.16 亿元。其中, 公司拍得的津北辰顺 (挂) 2015-118 地块、津北辰顺 (挂) 2016-016 地块和津东新 (挂) 2016-071 地块均为公司之前被收储土地。2017 年, 公司共购买 3 块土地, 其中 2 块为仓储用地, 1 块为工业用地, 合计支付 2.03 亿元。

图表 14. 公司拍地情况 (单位: 亿元, 万平方米)

地块名称	土地性质	地理位置	土地金额	土地面积
2015 年公司拍地情况				
津辰港 (挂) G2015-002	仓储用地	天津陆路港	0.89	13.68

地块名称	土地性质	地理位置	土地金额	土地面积
XY2014-15-1	工业用地	河南荥阳	0.57	15.95
XY2014-17-1	工业用地		0.31	8.77
LT4-(55)-17	仓储用地	陕西西安	1.59	37.51
MJTD-2015-54	仓储用地	河南孟津县	0.42	14.08
MJTD-2015-55	商业用地			5.42
津北辰顺(挂)2015-118	城镇住宅、商服、 公园与绿地	天津	11.00	10.71
2015 年小计	-	-	14.78	106.12
2016 年公司拍地情况				
津北辰顺(挂)2016-016	城镇住宅、商服、 科教	天津市北辰区	8.63	7.43
津东新(挂)2016-071	城镇住宅、商服 (含消防站、献血 站)	天津市河东区	19.43	4.55
津辰港(挂)G2016-012	工业用地	天津陆路港物流装 备产业园	1.10	24.42
2016 年小计	-	-	29.16	36.40
2017 年拍地情况				
JZGT2017T25	物流仓储用地	山西古陶路北侧、 环城西路西侧	0.73	16.76
(2017)032	工业用地	石家庄装备制造产 业园区, 吴家屯村 西	0.27	4.33
郑政出[2017]46 号	仓储用地	郑州豫十路南、紫 晨路东	1.03	15.16
2017 年小计	-	-	2.03	36.25
总计	-	-	43.94	178.77

资料来源：根据中储股份所提供资料整理、绘制

2017 年，该公司将其持有中储地产及恒盛置业 100%股权转让至诚通集团下属控股子公司诚通地产³，以及引入外部投资者对天津中储恒丰置业有限公司（简称“恒丰置业”）进行增资，对恒丰置业持股比例下降至 35%。截至 2018 年 6 月末，公司主要商业房地产类项目仅为 1 项，即中储城市广场项目，该项目计划总投资额为 5.57 亿元，当期末累计投资金额为 5.52 亿元，累计销售回笼资金 2.47 亿元。

此外，除上述项目外，该公司还与中国电建地产集团有限公司（以下简称“电建地产”）及南国置业股份有限公司（以下简称“南国置业”）签订投资合作协议共同出资设立了南京中储电建⁴。南京中储电建注册资本为 1.00 亿元，公司、南国置业和电建地产分别持股 49.00%、26.01%和 24.99%，共同投资开发江苏省南京市鼓楼区小市街道张王庙路以西中储二期地块，该项目已于 2016

³ 2017 年末诚通地产业务资产总额为 79.63 亿元，负债总额 25.82 亿元；2017 年实现营业总收入 430.59 万元，净利润为-5196.36 万元。

⁴ 电建地产控股股东为中国电力建设股份有限公司，实际控制人为国资委；根据天眼查结果显示南国置业为控股股东为自然人许晓明。

年开工，计划投资总额（含土地款）46.47 亿元，为支持该项目开发与拓展，南京中储电建取得土地的出让金 26.60 亿元及项目建设确需股东提供财务资助的资金，由三方股东按出资比例予以资助并收取相应的资金占用费。截至 2018 年 6 月末，南京中储电建项目已经累计投资 38.16 亿元，累计回笼 22.60 亿元，2018 年上半年度销售了 2 栋住宅，销售面积为 3.81 万平方米。

截至 2018 年 6 月末，该公司非募集资金物流基地项目主要为天津中储陆通期货交割分拣加工中心项目和天津中储陆港现代物流配送中心项目，项目进度分别为 96% 和 78%，上述项目计划投资总额为 6.67 亿元，同期末累计已投入资金 5.64 亿元。

图表 15. 截至 2018 年 6 月末公司主要物流基地项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划投资额	累计投资额
天津中储陆通期货交割分拣加工中心项目	3.90	3.06
天津中储陆港现代物流配送中心项目	2.77	2.58
合计	6.67	5.64

资料来源：根据中储股份所提供资料整理、绘制

该公司于 2015 年通过非公开发行股票募集资金总额 19.92 亿元，公司扣除与发行有关的费用人民币 0.21 亿元，实际募集资金净额为人民币 19.71 亿元。根据公司于 2017 年 3 月 18 日发布的《关于终止部分非公开发行募投项目并将剩余募集资金永久性补充流动资金的公告》，公司拟终止中储电子商务及物流信息化建设项目投资计划，并将拟用于投资该项目的 0.60 亿元募集资金永久性补充流动资金，截至 2018 年 6 月末本次募集资金投资项目情况如下表所示。

图表 16. 公司非公开发行股票募集资金拟投资项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划投资额	使用募集资金	募集资金累计投入
中储辽宁物流产业园项目（一期二阶段）	3.91	3.88	0.71
中储股份上海临港物流园区奉贤分区物流基地二期（A0402）项目	2.54	1.53	1.22
中储恒科物联网系统有限公司称重物联网产业园项目	2.18	2.18	0.50
中储西部国际钢铁物流基地项目	6.34	6.34	4.47
中储电子商务及物流信息化建设项目（变更为永久补充流动资金）	0.60	0.60	0.60
补充流动资金及偿还银行贷款	5.39	5.39	5.39

资料来源：根据中储股份所提供资料整理、绘制

总体来看，该公司主要资本性支出分为募投项目及非募投项目，目前项目总投资额均较小，公司未来资本性支出压力不大。在融资安排方面，公司目前主要计划使用债务类工具融资，本次注册发行的公司债券以及经“中市协注[2017]SCP29 号”文件核准注册超短期融资券 50 亿元，自 2017 年 1 月 23 日起 2 年内有效。截至 2018 年 10 月末，上述债券发行额度分别使用 5.00 亿元和 6.50 亿元。

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司控股股东为中储集团，最终实际控制人为国务院国资委，公司股权结构清晰。公司法人治理结构较为完善，高管团队相关行业经验丰富且稳定性较好，能够满足公司日常经营管理需要。

(1) 产权关系

该公司系中储集团旗下重要的物流公司，截至 2018 年 9 月末中储集团持有公司股权比例为 45.74%，公司前十大股东持有股份 69.20%，除 CLH 12 (HK) Limited 外，主要为金融机构类投资者，股权较为分散；同期末，中储集团未质押公司股权，控股地位较稳定。国务院国资委为公司最终实际控制人。

中储集团是诚通集团的全资子公司，注册资本 23.99 亿元，是一家具有 50 多年历史的专业物流经营企业。截至 2017 年末，中储集团资产总额为 206.95 亿元，所有者权益为 124.70 亿元；2017 年，中储集团实现营业总收入 262.53 亿元，净利润 18.12 亿元；经营性现金净流量为 44.41 亿元。

诚通集团是国务院国资委旗下两家国有资产经营公司试点企业之一和首批中央企业建立和完善国有独资公司董事会试点企业之一，主营资产经营管理、现代物流、综合贸易以及造纸等。截至 2018 年 6 月末，诚通集团资产总额为 1889.05 亿元，所有者权益为 1209.58 亿元；2017 年及 2018 年上半年度，诚通集团分别实现营业总收入为 828.75 亿元和 482.86 亿元，净利润分别为 10.65 亿元和 8.68 亿元；经营性现金净流量分别为 10.32 亿元和 24.36 亿元。

(2) 主要关联方及关联交易

在关联交易方面，为了建立防止控股股东及关联方占用该公司资金的长效机制，杜绝大股东及关联方资金占用行为的发生，该公司制定了《防止大股东及关联方资金占用专项制度》，其中，规定了公司在履行关联交易决策程序时，须严格执行关联方回避制度，并履行相应的信息披露义务，保证关联交易的公允性和交易行为的透明度；公司不得以垫支工资、福利、保险、广告等期间费用，预付投资款等方式将资金、资产和资源直接或间接地提供给大股东及其关联方使用等方面。

2017 年，该公司发生较大规模非货币性资产关联交易，主要系公司将其持有的中储地产及恒盛置业 100% 股权以股份认购的方式转让给诚通地产，转让价格总计 24.59 亿元，诚通地产以其增发的 24.50 亿股及 0.09 亿元现金作为对价，转让后公司持有诚通地产 35% 股权。

除上述外，该公司关联交易主要体现在出售商品和提供劳务上，规模不大，2017 年及 2018 年上半年度分别为 1.70 亿元和 0.40 亿元；公司关联方资金拆

借金额相对较大，同期公司发生向诚通财务有限责任公司（简称“诚通财务”）资金拆入发生额分别为 13.53 亿元和 10.00 亿元，同时向关联方资金拆出发生额分别为 8.82 亿元和 4.00 亿元。此外，公司对南京中储电建提供担保总额 7.40 亿元，南京中储电建提供了反担保，截至 2018 年 6 月末担保余额为 3.49 亿元。

图表 17. 公司主要关联方交易情况（单位：亿元）

关联交易	发生额	
	2017 年	2018 年上半年度
其中：购销商品、提供和接受劳务	0.14	0.00
其中：出售商品/提供劳务	1.70	0.40
其中：岳阳林纸股份有限公司	0.68	0.31
湖南骏泰浆纸有限责任公司	0.35	0.16
关联资金拆借	2017 年	2018 年上半年度
其中：拆入	13.53	10.00
其中：诚通财务	13.53	10.00
其中：拆出	8.82	4.00
其中：南京中储电建	0.88	0.00
恒丰置业	7.70	4.00
关联担保	关联担保规模	
	2017 年	2018 年上半年度
其中：公司作为担保方	7.40	7.40
其中：南京中储电建	7.40	7.40
其中：公司作为被担保方	28.40	28.40
其中：诚通集团	16.00	16.00
中储集团	5.00	5.00
南京中储电建	7.40	7.40

资料来源：中储股份

(3) 公司治理

根据《公司法》和其他有关法律法规的规定，该公司建立了较为完善的法人治理结构，公司三会齐全，股东大会是公司最高权力机构。董事会是公司的常设决策机构，由 11 名董事组成，设董事长 1 名，副董事长 2 名。监事会是公司的监督机构，由 3 名监事组成，其中 2 名监事由股东代表出任，1 名监事由公司职工代表出任。

此外，该公司还在董事会内部按照功能分别设立了审计与风险管理委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会、战略与投资管理委员会四个专门委员会，并制定了相关规章制度，规范了董事会各专业委员会的工作流程，进一步完善了公司的治理结构。

该公司董事长为韩铁林，历任机械工业部管理干部学院副处长，北京四维电气有限公司副总经理，北京奥瑞恩科技开发公司总经理，北京中达塑料制品有限公司董事长，中国物资储运总公司财务本部常务副部长、部长、总经济师，

公司总经理，中国物资储运总公司总经理，太平洋证券股份有限公司董事(兼)；现任中国物资储运集团有限公司执行董事、总经理，公司党委书记、八届董事会董事长，诚通财务董事(兼)，Henry Bath & Son Limited 董事长(兼)，诚通地产董事(兼)。

该公司高层管理人员均拥有较长行业从业经历和丰富的经营管理经验，队伍稳定、整体素质较高，能够满足公司目前生产经营发展需要。此外，公司现任董事及高级管理人员最近三年无违法及重大违规记录。

2. 运营管理

(1) 管理架构/模式

该公司主要业务运营主体包括本部及下属全资及控股子公司。在对子公司管理方面，公司下属全资子公司、控股子公司根据实际情况，在符合企业制度的基本原则、权限和要求的前提下，制订与其经营规模、业务特点相适应的企业制度。同时，公司还通过定期召开生产经营分析会并编制物流业务交流简报和贸易业务信息参考等方式，使相关人员及时了解各分(子)公司生产经营情况，确保各管理层级、各管理部门与各分(子)公司保持畅通的沟通。

该公司根据业务发展需要，设有总经理办公室、人力资源部、财务部、审计部、证券部、战略部、运营管理中心及资产管理中心等部门。其中，总经理办公室主要负责公司日常业务的经营管理，经董事会授权，对外签订重大合同等职责；财务部主要履行财务管理、全面预算管理、经济运行分析等有关职能。公司组织架构详见附录二。

(2) 经营决策机制与风险控制

该公司与子公司均具有法人地位，在各自经营范围内实行自主经营、独立核算、自负盈亏，并依法独立承担民事责任；根据国家产业政策及其经济发展战略，审批全资和控股子公司的发展战略、经营方针和投融资计划，建立资产经营责任制，确保公司发展战略的实施。在风险控制方面，该公司主要按照业务板块针对性开展。物流业务方面，公司将业务流程中的重点环节集中到总部，进行统一审核，同时制定了大量的业务管理制度，突出了体系化、规范化管理特点，使业务节点也都尽量达到风险可控。金融物流业务(即质押监管业务)方面，公司制定了《金融物流业务操作规范》，以促进金融物流业务的稳步发展，公司通过对开发、评审、操作、巡查等业务环节的标准化、规范化管理，有效的防控金融物流业务风险，提高业务操作管理水平。在贸易业务方面，公司加强对业务的追踪与管理，对各家贸易单位(部门)的贸易业务执行情况进行综合检查，内容涉及基础管理、客户管理、合同评审管理、采购和销售管理、库存管理、业务合规性、资金管理和异常管理等方面。

(3) 投融资及日常资金管理

在财务管理方面，该公司资金实行高度集中管理，分（子）公司每天将其在开户行账户资金归集到母公司账户，如分（子）公司有资金需要，可再从母公司账户划出。统一管理实现了资金安全、避免存贷款双高，资金得到了有效使用。在融资授信方面，分公司授信由公司统一申请，子公司由总部为其融资提供担保。公司实行全面预算管理，成本控制方面，以预算控制为主，实行年度预算、月度计划和周调剂相结合的方式。公司财务管理部财务对资金运行情况实行全流程监控，关注异常数据，及时发现风险。

在投资管理方面，该公司制定了《投资管理办法》，公司结合实际，建立并优化投资管理信息系统，加强投资基础信息管理，提升投资管理的信息化水平，对企业年度投资计划执行、投资项目实施等情况进行全面全程的动态监控和管理。公司投资管理主要遵循原则包括战略性原则、保值增值原则及底线控制原则，在实际操作中主要分为投资事前、事中及事后管理三个程序进行；并且根据项目可行性研究报告、项目审计报告、评估报告、后评价报告等作为项目考核和责任界定的主要依据，对相关人员进行追责。

(4) 不良行为记录

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2018 年 11 月 6 日，公司存在 2 笔欠息记录（系银行系统原因导致），无其他债务违约记录。根据公开信息，截至 2018 年 11 月 21 日，公司及核心子公司无重大不良行为记录。

图表 18. 主要不良行为记录列表（最近三年，截至 2018 年 11 月 21 日）

信息类别	信息来源	查询日期	实际控制人	本部	核心子公司	
			诚通集团	中储股份	南京智慧物流	上海中储物流配送有限公司
欠息	征信报告	2018.11.06	未提供	2 ⁵	未提供	未提供
诉讼	审计报告/公开资料	2018.11.21	16	7	无	无

资料来源：根据中储股份所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理

财务

2018 年以来，由于物流业务规模迅速扩大带动营运资金需求上升，该公司资产负债率较上年末有所上升，叠加两支债券将集中于 2019 年一季度到期，公司短期刚性债务规模扩大，即期偿债压力上升。但公司经营获现能力较强，资产流动性亦处于较好水平，均能对公司债务的到期偿付提供较好的保障。

⁵ 其中 1 笔欠息金额为 71.05 万元，欠息发生日期为 2008 年 7 月 21 日，结清日为当月 22 日；另外 1 笔欠息金额为 18.94 万元，欠息发生日期为 2010 年 6 月 21 日，结清日为当月 22 日，系银行系统原因导致。

1. 数据与调整

瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2015~2017 年度财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见审计报告。公司遵循财政部发布的《企业会计准则—基本准则》、于 2006 年 2 月 15 日及其后颁布和修订的 42 项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定，以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号—财务报告的一般规定》（2014 年修订）的披露规定。

根据财政部于 2017 年度发布的《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》，该公司按照财政部的要求时间开始执行新会计准则，并对相关数据进行调整，具体如下表：

图表 19. 新会计准则对公司报表调整影响

序号	项目名称	2017 年	2016 年追溯后	2016 年追溯前
1	资产处置收益	3.10	10.54	0.00
2	其他收益	6.63	0.00	0.00
3	营业外收入	1.11	1.69	12.23

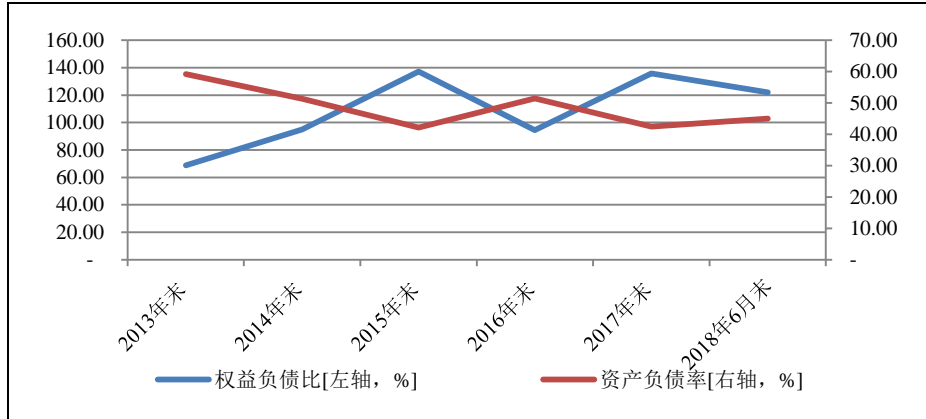
资料来源：中储股份

2017 年末，该公司合并范围较上年末减少 3 家全资子公司，分别为中储地产、恒盛置业及恒丰置业，其中中储地产及恒盛置业不再并表，主要系公司将其持有两家公司 100% 股权以股份认购的方式转让给诚通地产，转让价格总计 24.59 亿元，诚通地产以其增发的 24.50 亿股及 0.09 亿元现金作为对价，转让后公司持有诚通地产 35% 股权；恒丰置业不再并表，主要系公司以公开挂牌方式引入 4 家投资者对其进行增资，募集资金总额为 0.93 亿元，增资完成后，恒丰置业注册资本由 0.50 亿元增加至 1.43 亿元，公司持股比例下降至 35%。此外，公司合并范围较上年末增加 1 家全资子公司，系公司新购买的安伯莱贸易（上海）有限公司（简称“安伯莱公司”），收购价格为 1.47 亿元，安伯莱公司主要资产为系仓储用地，系公司为了拓展有色金属保税仓储业务所购。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 20. 公司财务杠杆水平变动趋势



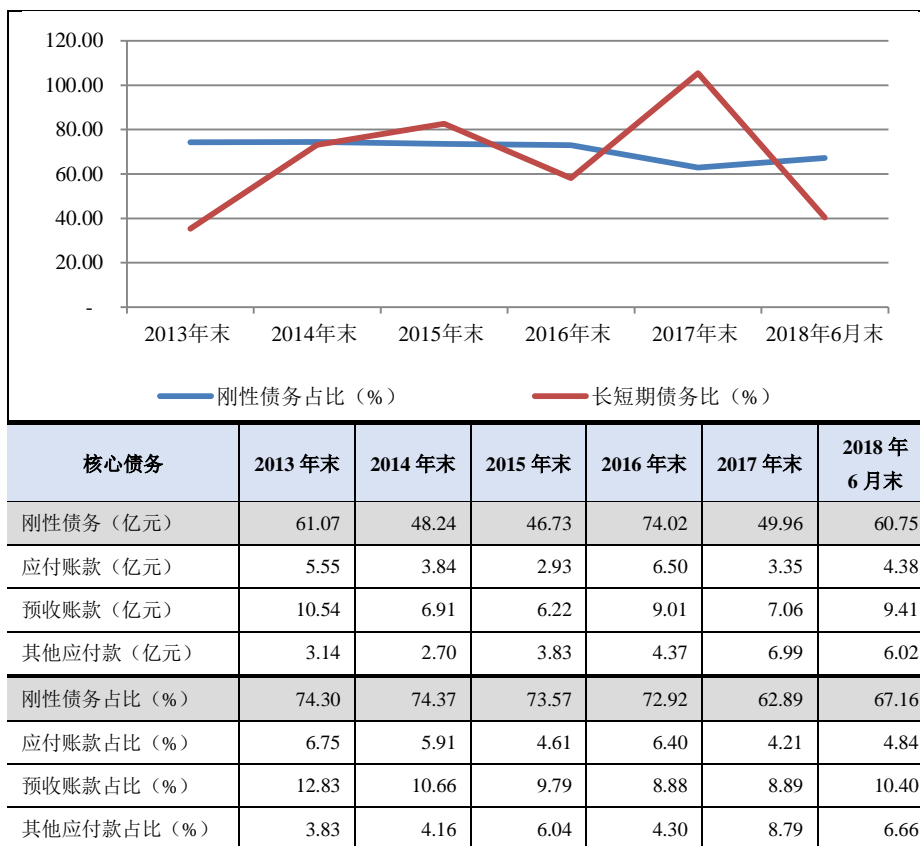
资料来源：根据中储股份所提供数据绘制

该公司整体负债经营水平适中，且随着公司于 2017 年剥离房地产相关业务，资产负债率有所下降，但随着公司业务规模扩大，营运资金需求增长因素影响，2018 年 6 月末又有所上升。2015~2017 年末及 2018 年 6 月末负债总额分别为 63.52 亿元、101.50 亿元、79.44 亿元和 90.46 亿元，资产负债率分别为 42.16%、51.43%、42.43%和 45.05%，2016 年末较上年末上升 9.27 个百分点，主要原因系随着公司加大地产业务的投资，使得公司营运资金需求加大，进而负债规模有所扩大；随着公司剥离相关业务，2017 年末资产负债率有所下降。2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，公司权益负债比分别为 137.22%、94.44%、135.67%和 121.96%，总体来看，公司权益对负债的保障程度较好，财务杠杆处于适中水平。

受益于盈利积累，该公司所有者权益逐年增长，2015~2017 年末及 2018 年 6 月末分别为 87.16 亿元、95.86 亿元、107.77 亿元和 110.32 亿元，主要由实收资本、资本公积金、盈余公积金和未分配利润构成。同期末，公司实收资本、资本公积金和盈余公积合计占所有者权益的比重分别为 77.68%、72.37%、68.61%和 68.09%，呈逐年下降态势，主要系公司未分配利润积累，以及 2016 年公司完成对 HB 集团 51%股权的收购导致当期末少数股东权益余额较上年末增长 307.77%至 2.25 亿元所致。总体来看，公司所有者权益结构较为稳定。

(2) 债务结构

图表 21. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据中储股份所提供数据绘制

从债务期限来看，该公司债务期间结构呈一定的波动性，2015~2017 年末及 2018 年 6 月末流动负债占负债总额的比重分别为 54.76%、63.27%、48.66% 和 71.23%，目前以流动负债为主。从债务构成情况来看，主要由刚性债务、应付账款、预收款项及其他应付款构成，2015~2017 年末 2018 年 6 月末合计占负债总额的比重分别为 94.00%、92.51%、84.79% 和 89.06%。同期末，刚性债务余额分别为 46.73 亿元、74.02 亿元、49.96 亿元和 60.75 亿元，占债务总额的比重分别为 73.57%、72.92%、62.89% 和 67.16%，公司面临一定的债务偿付压力。同期末，应付账款余额分别为 2.93 亿元、6.50 亿元、3.35 亿元和 4.38 亿元，呈现一定的波动性，2016 年末较上年末增长 121.83%，主要系公司物流业务规模扩大及合并范围扩大所致；2017 年末较上年末下降 48.53%，主要系偿还了到期应付款项所致。2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，预收款项余额分别为 6.22 亿元、9.01 亿元、7.06 亿元和 9.41 亿元，2016 年末较上年末增长 44.96%，主要系部分贸易业务客户结算周期加长所致；2017 年末较上年末下降 21.62%，主要系达到收入结转条件；受结算时间影响 2018 年 6 月末较上年末增长 33.18%。2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，公司其他应付款余额分别为 3.83 亿元、4.37 亿元、6.99 亿元和 6.02 亿元，主要系往来款和保证金，2017 年末较上年末增长 59.97%，主要系当期末应付土地购买款项及往来暂借款增加所致。

(3) 刚性债务

图表 22. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 6 月末
短期刚性债务合计	40.71	22.34	20.30	39.59	16.44	42.84
其中: 短期借款	14.02	0.80	9.40	14.68	5.68	9.91
应付票据	26.29	16.59	9.68	8.14	7.69	7.71
应付利息	0.40	0.51	0.42	1.03	0.87	0.99
应付短期融资券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	6.50
一年内到期的长期借款	0.00	1.92	0.00	0.00	0.65	0.64
其他短期刚性债务	0.00	2.51	0.80	15.73	1.54	17.09
其中: 一年内到期的应付债券	0.00	0.00	0.00	15.00	0.00	15.00
中长期刚性债务合计	20.36	25.91	26.43	34.43	33.52	17.92
其中: 长期借款	1.96	0.00	0.50	3.55	2.59	1.94
应付债券	18.40	25.91	25.93	30.88	30.93	15.98

资料来源: 中储股份 (四舍五入, 存在尾差)

从刚性债务期限来看, 2015~2017 年末及 2018 年 6 月末, 该公司短期刚性债务占刚性债务总额的比重分别为 43.45%、53.48%、32.90%和 70.51%, 呈现较大波动, 2016 年末处于相对偏高水平, 主要系当年公司购置土地款增加, 使得公司营运资金需求扩大所致; 2018 年 6 月末上升至较高水平, 一方面原因系公司物流业务规模迅速扩大营运资金需求上升, 另一方面原因系发行规模分别为 5.00 亿元和 10.00 亿元的“16 中储发展 PPN001”和“16 中储发展 PPN002”将于 2019 年一季度到期, 划分为短期类债务。

从刚性债务构成情况来看, 该公司刚性债务主要来源于发行债券。2015~2017 年末, 公司发行债券本息余额分别为 25.93 亿元、45.88 亿元、30.93 亿元和 37.48 亿元, 以一般公司债和定向工具为主, 占刚性债务的比重分别为 55.48%、61.99%、61.92%和 61.69%。公司银行借款主要为保证借款, 主要由中储集团为公司提供连带责任保证, 2016 年末公司长期借款余额较上年末大幅增加 3.05 亿元至 3.55 亿元, 主要系国家开发银行专项贷款, 系国家发展基金有限公司委托国家开发银行股份有限公司贷款给中储集团及公司专项用于建设公司部分的分、子公司物流项目的款项。

图表 23. 公司 2017 年末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构 (单位: 亿元)

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年 (不含 2 年)	2~3 年 (不含 3 年)	3~5 年 (不含 5 年)	5 年及以上
3%以内	9.88	0.65	-	-	1.94
4%~5% (不含 5%)	3.68	-	-	-	-
5%~6% (不含 6%)	2.00	30.93	-	-	-
合计	15.56	31.58	-	-	1.94

资料来源: 中储股份

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 24. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 上半年度
营业周期(天)	40.96	49.51	52.82	124.66	72.37	-
营业收入现金率(%)	126.02	118.97	111.21	114.80	112.62	103.59
业务现金收支净额(亿元)	-4.74	10.56	-9.91	-42.98	41.59	-5.23
其他因素现金收支净额(亿元)	2.59	3.03	9.20	3.95	8.86	-0.86
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	-2.15	13.60	-0.70	-39.03	50.46	-6.10
EBITDA(亿元)	7.08	10.58	12.61	13.48	21.65	-
EBITDA/刚性债务(倍)	0.12	0.19	0.27	0.22	0.35	-
EBITDA/全部利息支出(倍)	7.64	7.84	7.50	16.84	14.12	-

资料来源：根据中储股份所提供数据整理

注：业务收支现金净额指的是除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额系经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

得益于物流业务较好的收现能力，该公司主业收现能力保持在较好水平，2015~2017 年及 2018 年上半年度，公司营业收入现金率分别为 111.21%、114.80%、112.62%和 103.59%，2018 年上半年度弱于全年水平，系受结算时点影响所致，但仍处于较好水平。受房地产业务前期投入规模较大因素影响，公司 2015~2016 年业务现金收支净额分别为-9.91 亿元和-42.98 亿元，受益于公司业务规模扩大及收回部分房地产项目垫资，2017 年净流入 41.59 亿元。其他影响公司经营性现金流的因素主要包括土地补偿款、政府补助及往来款项等，2015~2017 年及 2018 年上半年度，其他因素现金收支净额分别为 9.20 亿元、3.95 亿元、8.86 亿元和-0.86 亿元。同期公司经营活动产生的现金流量净额分别为-0.70 亿元、-39.03 亿元、50.46 亿元和-6.10 亿元。

2015~2017 年，该公司 EBITDA 分别为 12.61 亿元、13.48 亿元和 21.65 亿元，逐年增长，主要为利润总额，同期利润总额分别为 9.10 亿元、10.64 亿元和 18.02 亿元，主要为公司拆迁补偿款及无车承运补助等，占 EBITDA 的比重分别为 72.20%、78.94%和 83.23%。同期，EBITDA 对刚性债务的保障倍数分别为 0.27 倍、0.22 倍和 0.35 倍，对利息支出保障倍数分别为 7.50 倍、16.84 倍和 14.12 倍，总体来看 EBITDA 对利息支出的覆盖保障度较好，对刚性债务的保障能力处于相对偏弱水平。

(2) 投资环节

图表 25. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 上半年度
收回投资与投资支付净流入额	1.15	-0.65	-1.31	-2.03	1.00	-0.28
处置与购建固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-3.98	-4.81	-4.25	-5.44	-7.97	-1.91
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.19	5.97	0.00	0.00	-14.29	0.00
投资环节产生的现金流量净额	-2.64	0.51	-5.56	-7.47	-21.26	-2.20

资料来源：根据中储股份所提供数据整理

近年来，该公司持续保持一定规模物流业务相关项目投资，处置与购建固定资产、无形资产及其他长期资产持续呈现净流出态势，2015~2017 年及 2018 年上半年度净流出分别为 4.25 亿元、5.44 亿元、7.97 亿元和 1.91 亿元，年度间流出规模有所扩大，主要系 2015 年以来公司不断推进物流项目投资，并进行了一些子公司收购工作导致。2017 年其他因素对投资环节现金流量影响净流出 14.29 亿元，主要系公司当年转让子公司中储地产、恒盛置业及恒丰置业，上述子公司转让日的现金及现金等价物相应减少所致。综上影响，2015~2017 年及 2018 年上半年度，公司投资环节产生的现金流量净额分别为 -5.56 亿元、-7.47 亿元、-21.26 亿元和 -2.20 亿元。

(3) 筹资环节

图表 26. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 上半年度
权益类融资额	-0.50	-0.55	19.11	-0.73	-0.79	1.83
债务类融资额	8.68	-4.45	3.07	25.41	-25.75	9.18
筹资环节产生的现金流量净额	8.04	-4.96	21.96	24.65	-26.54	11.01

资料来源：根据中储股份所提供数据整理

2015~2017 年及 2018 年上半年度，该公司筹资环节产生的现金流量净额分别为 21.96 亿元、24.65 亿元、-26.54 亿元和 11.01 亿元，其中 2015 年筹资性现金净流入主要来源于公司非公开发行股票募集资金；2016~2017 年筹资性现金流量净额主要系受债务类融资影响，公司于 2016 年增加金融机构借款，并于 2017 年偿还到期债务。

4. 资产质量

图表 27. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 6 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	91.06	72.97	91.78	128.52	88.14	101.76
	65.62%	57.73%	60.91%	65.12%	47.09%	50.69%

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 6 月末
其中：现金类资产 ⁶ （亿元）	18.75	15.55	35.34	18.65	22.25	25.84
应收账款（亿元）	8.49	11.98	9.30	11.94	12.98	13.32
预付款项（亿元）	36.95	15.08	9.58	8.95	5.99	12.28
其他应收款（亿元）	2.28	4.84	16.50	21.54	31.85	33.91
存货（亿元）	22.03	14.26	14.74	64.33	10.67	12.01
其他流动资产（亿元）	1.55	11.18	6.20	2.63	3.16	3.66
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	47.71	53.42	58.89	68.84	99.06	99.01
	34.38%	42.27%	39.09%	34.88%	52.91%	49.31%
其中：长期股权投资（亿元）	3.11	2.17	2.13	2.50	26.13	26.21
固定资产（亿元）	17.81	20.13	19.44	19.52	24.96	24.18
在建工程（亿元）	7.50	3.82	4.81	9.35	7.82	8.36
无形资产（亿元）	15.12	16.60	20.36	25.68	26.65	26.39
其他非流动资产（亿元）	1.94	7.23	8.46	3.32	2.64	2.49
期末全部受限资产账面金额（亿元）	6.22	5.96	4.31	6.29	10.58	11.33
受限资产账面余额/总资产（%）	4.48	4.71	2.86	3.19	5.65	5.64

资料来源：根据中储股份所提供数据整理

2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，该公司资产总额分别为 150.68 亿元、197.36 亿元、187.20 亿元和 200.77 亿元，同期末流动资产分别为 91.78 亿元、128.52 亿元、88.14 亿元和 101.76 亿元，占比分别为 60.91%、65.12%、47.09% 和 50.69%。公司流动资产主要由现金类资产、应收账款、其他应收款及存货构成，合计占流动资产的比重分别为 99.87%、99.61%、98.59% 和 99.27%。同期末，现金类资产分别为 35.34 亿元、18.65 亿元、22.25 亿元和 25.84 亿元，主要为货币资金，2018 年 6 月末受限 4.74 亿元，公司货币资金较为充裕，能为即期债务偿付提供较好的保障。2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，应收账款分别为 9.30 亿元、11.94 亿元、12.98 亿元和 13.32 亿元，主要为一年以内未结清贸易业务相关款项，2018 年上半年度计提坏账 0.01 亿元，当期期末前五名客户应收账款占比为 42.47%，集中度相对较高。2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，其他应收款分别为 16.50 亿元、21.54 亿元、31.85 亿元和 33.91 亿元，2016 年末较上年末增加的主要原因是公司支付摘地保证金增加，2017 年末较上年末增加的主要原因系往来及暂借款和应收政府补偿款增加，当年末往来及暂借款为 20.65 亿元，应收政府补偿款 3.04 亿元。2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，存货分别为 14.74 亿元、64.33 亿元、10.67 亿元和 12.01 亿元，受公司拓展房地产业务而导致开发成本大幅增加影响，2016 年末存货较上年末增长 336.56%；由于公司在 2017 年以中储地产及恒盛置业全部股权获取诚通地产 35% 股权，当年末存货较上年末下降 83.41%。此外，2017 年末公司预付款项较上年末下降 33.00% 至 5.99 亿元，主要系根据公司风险调控政策，减少预付款项所致；2018 年 6 月末受业务规模扩大影响预付款项较上年末增长 104.91% 至 12.28 亿元；2018 年 6 月末其他流动资产为 3.66

⁶ 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收银行承兑汇票

亿元，其中公司给予天津地区个人及外部企业的贷款及垫款 1.61 亿元，主要为保证贷款及附担保物贷款。

该公司非流动资产主要为固定资产、在建工程、无形资产及长期股权投资，2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，公司固定资产分别为 19.44 亿元、19.52 亿元、24.96 亿元和 24.18 亿元，主要为房屋及建筑物和机器设备等，2017 年末较上年末增长 27.86%，主要系在建工程完工转入所致，同期末在建工程较上年末下降 16.38% 至 7.82 亿元，目前在建工程主要为物流基地项目。2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，无形资产分别为 20.36 亿元、25.68 亿元、26.65 亿元和 26.39 亿元，主要为公司拥有的土地使用权；此外，2016 年末起，公司新增商誉科目，主要系公司并购 HB 集团产生的商誉；2017 年末公司长期股权投资较上年末增加 23.63 亿元至 26.13 亿元，主要系当年公司以中储地产及恒盛置业置换诚通地产部分股权，增加持有对诚通地产长期股权投资 24.50 亿元。

从资产受限情况来看，2015~2017 年末及 2018 年 6 月末受限资产分别为 4.31 亿元、6.29 亿元、10.58 亿元和 11.33 亿元，占资产总额的比重分别为 2.86%、3.19%、5.65% 和 5.64%，受限资产包括货币资金、存货、固定资产和无形资产。

图表 28. 2018 年 6 月末公司受限资产概况（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	4.74	银行承兑汇票保证金、法院冻结等
存货	0.45	涉及纠纷
固定资产	4.55	尚未办理产权转移手续
无形资产	1.60	尚未办理产权转移手续
合计	11.33	-

资料来源：根据中储股份所提供数据整理

5. 流动性/短期因素

图表 29. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 6 月末
流动比率（%）	150.01	194.79	263.87	200.14	228.03	157.93
速动比率（%）	52.87	116.47	193.96	86.04	184.92	120.24
现金比率（%）	30.88	41.50	101.61	29.04	57.55	38.18

资料来源：根据中储股份所提供数据整理

2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，该公司流动比率分别为 263.87%、200.14%、228.03% 和 157.93%，2018 年 6 月末受负债结构变动影响有所下降但仍处于相对较好水平。2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，现金比率分别为 101.61%、29.04%、57.55% 和 38.18%，呈现较大的波动性。

6. 表外事项

根据该公司披露的 2018 年半年度报告，公司涉及诉讼金额为 5.87 亿元，其中，公司作为被告方的涉诉金额为 5.47 亿元，主要原因系合同纠纷。关注公司诉讼进展及相关风险管控措施的改进，以及对公司的后续影响。

2018 年 6 月末，该公司对持股 49% 的南京中储电建担保余额 3.49 亿元。该担保事项系公司、电建地产及南国置业各自按照按持股比例为南京中储电建在中信银行股份有限公司南京分行申请总额 15.10 亿元的综合授信融资提供质押担保，期限为 3 年。同期末，公司担保比率为 3.16%，且南京中储电建为本次担保提供了反担保，总体来看公司面临的对外担保或有风险相对较小。

根据该公司最新公告，目前公司拟使用自有资金以不超过 9 元/股的价格回购公司股份数量不低于 10999005 股（公司总股本的 0.5%），不超过 109990052 股（公司总股本的 5%），拟用于股权激励计划或员工持股计划，若未能实施股权激励计划或员工持股计划，或相关法律、法规、规范性文件规定的用途，公司将依法对回购的股份予以注销。

7. 公司本部财务质量

该公司本部⁷除通过控股下属子公司进行各业务板块运营外还依托自身业务能力进行物流业务板块经营，因此公司本部资产及业务收入规模相对较大。2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，公司本部资产总额分别为 149.56 亿元、184.07 亿元、168.61 亿元和 184.57 亿元，其中非流动资产分别为 75.48 亿元、73.17 亿元、90.80 亿元和 90.68 亿元，主要为对子公司、联营及合营企业的长期股权投资，房屋建筑、机器设备等固定资产，以及土地使用权等无形资产，其中 2017 年末公司本部长长期股权投资较上年末增长 47.76% 至 50.78 亿元，主要系新增对诚通地产的股权。2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，本部流动资产以货币资金及其他应收款为主，同期末货币资金分别为 29.44 亿元、11.20 亿元、14.15 亿元和 15.18 亿元，货币资金相对充裕；其他应收款分别为 29.16 亿元、84.43 亿元、53.43 亿元和 59.09 亿元，主要为往来及暂借款、应收政府补偿款及支付摘地保证金。

2015~2017 年及 2018 年上半年度，该公司本部实现业务收入分别为 117.57 亿元、45.45 亿元、88.47 亿元和 41.18 亿元，公司本部主业盈利能力不强，同期业务毛利率分别为 3.75%、8.59%、7.25% 和 6.67%，本部盈利主要来源于物流地产搬迁补偿款以及长期股权投资处置收益等，但考虑到公司本部持有的土地相对丰富，且存在较强的被收储预期，可以对盈利提供较好的补充。同期本部销售商品、提供劳务收到的现金分别为 138.75 亿元、42.38 亿元、96.31 亿元和 46.77 亿元，营业收入现金率分别为 118.01%、93.23%、108.86% 和 113.59%，经营收现能力较好。

⁷ 包括分公司。

从债务负担情况来看，2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，该公司本部负债总额分别为 65.44 亿元、95.91 亿元、67.29 亿元和 83.92 亿元，资产负债率分别为 43.75%、52.11%、39.91%和 45.47%，其中刚性债务分别为 36.95 亿元、64.80 亿元、38.32 亿元和 48.59 亿元，主要系通过发行债券形成的中长期债务。总体来看，公司刚性债务集中在本部，同期末本部刚性债务占刚性总额的比重分别为 79.07%、87.54%、76.44%和 79.98%；但总体来看，本部财务杠杆水平适中，且以中长期刚性债务为主，短期偿债压力可控，且货币资金较为充裕，经营获现情况较好，均可为到期债务偿付提供一定的保障。

外部支持因素

1. 政府支持

该公司控股股东为中储集团，受国务院国资委实际控制，公司股东背景较好，能够得到较好的政府支持。且公司开展的智慧物流业务虽然目前盈利能力偏弱，但能获得政府在税收返还等政策上的较大支持，公司智慧物流业务于 2017 年获得政府补贴 6.51 亿元，并于 2018 年上半年度获得政府补贴 4.12 亿元。

2. 金融机构支持

该公司作为国有控股上市公司，具有较强的资本市场融资能力，融资渠道多样。同时，公司与多家金融机构保持了良好合作关系，通过间接融资渠道获得资金周转与补充的能力较强。截至 2018 年 6 月末，公司获得的授信总额为 69.55 亿元，未使用额度为 50.41 亿元。

债项信用分析

1. 本期债券特定条款

本期债券期限为 5 年，附第 3 年末该公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。公司有权决定在债券存续期的第 3 年末调整本期债券后 2 年的票面利率；公司将于第 3 个计息年度付息日前的第 20 个交易日，在中国证监会指定的信息披露媒体上发布关于是否调整本期债券票面利率以及调整幅度的公告。若公司未行使调整票面利率选择权，则本期债券后续期限票面利率仍维持原有票面利率不变。若公司发出关于是否调整本期债券票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择在公告的投资者回售登记期内进行登记，将持有的本期债券按票面金额全部或部分回售给公司，公司将按照深交所和债券登记机构相关业务规则完成回售支付工作。

2. 增信措施及效果

无。

3. 其他偿付保障措施

(1) 经营获现能力较好

得益于物流业务较好的收现能力，该公司主业收现能力保持在较好水平，2015~2017 年及 2018 年上半年度，公司营业收入现金率分别为 111.21%、114.80%、112.62%和 103.59%，2018 年上半年度弱于全年水平，系受公司结算时点影响所致，但仍处于较好水平。

(2) 土地变现能力较好

近年来，该公司土地变现能力较强，2015 年以来多块土地被收储，土地拆迁整理获取的补偿收入可为公司债务的到期偿付提供一定的保障。2015 年 4 月南仓分公司对进行拆迁整理，合计面积 1048.75 亩，相应补偿款 15.21 亿元，于 2015~2018 年分期支付，截至 2017 年末，公司已确认与本次拆迁相关的收益 12.94 亿元；2015 年 12 月，公司被收储土地合计面积 6.23 万平方米，相应补偿款为 4.67 亿元，截至 2017 年末，公司已确认与本次拆迁相关的收益 3.28 亿元；2016 年 12 月，公司所属郑州物流中心进行拆迁，相应补偿款 6.37 亿元，截至 2017 年末，公司已确认与本次拆迁相关的收益 5.82 亿元。

评级结论

该公司控股股东为中储集团，最终实际控制人为国务院国资委，公司股权结构清晰。公司法人治理结构较为完善，高管团队相关行业经验丰富且稳定性较好，能够满足公司日常经营管理需要。

该公司营业收入主要来源物流业务和贸易业务，其中物流业务为公司核心业务，具有一定的规模优势，且公司拓展的智慧物流业务成为了 2016 年以来该板块业务收入增长的主要来源，但该业务目前仍处于快速发展期，盈利不佳，拉低了公司物流业务板块整体盈利水平；公司贸易业务收入规模随着钢材市场变化呈现较大的波动性，该业务毛利率低，公司主业盈利能力不强。

2018 年以来，由于物流业务规模迅速扩大带动营运资金需求上升，该公司资产负债率较上年末有所上升，叠加两支债券将集中于 2019 年一季度到期，公司短期刚性债务规模扩大，即期偿债压力上升。但公司经营获现能力较强，资产流动性亦处于较好水平，均能对公司债务到期偿付提供较好保障。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期公司债存续期（本期公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

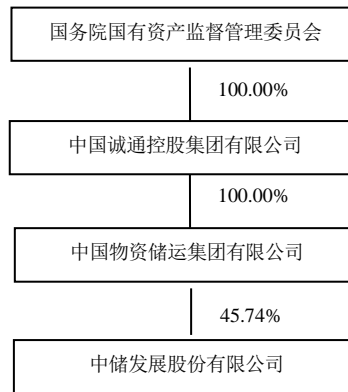
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

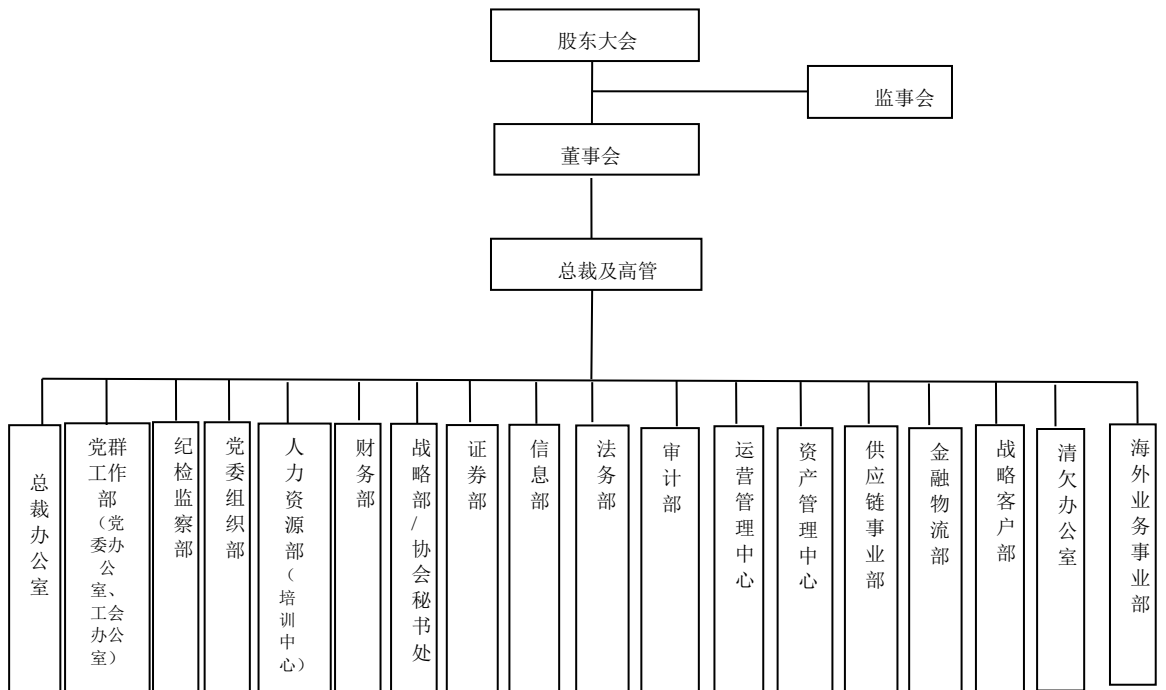
公司与实际控制人关系图



注：根据中储股份提供的资料绘制（截至 2018 年 9 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据中储股份提供的资料绘制（截至 2018 年 9 月末）

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2017年(末)主要财务数据(亿元)					备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
中国诚通控股集团有限公司	诚通集团	集团最高层级法人实体	—	资产经营管理、现代物流、综合贸易等	467.73	1046.25	828.75	10.65	10.32	
中国物资储运集团有限公司	中储集团	公司之控股股东	—	仓储物流	49.45	124.70	262.53	18.12	44.41	
中储发展股份有限公司	中储股份	本级	—	仓储物流	38.19	101.32	88.47	14.75	7.11	
天津中储国际货运代理有限公司	天津中储货代	子公司	83.50	仓储物流	0.00	0.50	1.34	0.05	-0.21	
中储小额贷款(天津)有限责任公司	中储天津小贷	子公司	100.00	金融服务	-	1.12	0.16	0.07	0.04	
中储上海物流有限公司	中储上海物流	子公司	100.00	仓储物流	-	1.31	0.60	0.04	0.04	
上海中储物流配送有限公司	中储上海配送	子公司	100.00	仓储物流	-	1.32	0.74	0.40	0.42	
中储南京智慧物流科技有限公司	南京智慧物流	子公司	80.00	仓储物流	-	0.11	56.02	-0.18	0.60	
中储南京物流有限公司	中储南京物流	子公司	100.00	仓储物流	7.65	3.92	56.30	0.38	1.28	

资料来源：中储股份

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 上半年度
资产总额 [亿元]	150.68	197.36	187.20	200.77
货币资金 [亿元]	34.40	17.78	21.17	24.60
刚性债务[亿元]	46.73	74.02	49.96	60.75
所有者权益[亿元]	87.16	95.86	107.77	110.32
营业收入[亿元]	177.37	152.81	256.03	138.95
净利润[亿元]	6.61	7.76	13.43	0.73
EBITDA[亿元]	12.61	13.48	21.65	—
经营性现金净流入量[亿元]	-0.70	-39.03	50.46	-6.10
投资性现金净流入量[亿元]	-5.56	-7.47	-21.26	-2.20
资产负债率[%]	42.16	51.43	42.43	45.05
权益资本与刚性债务比率[%]	186.51	129.51	215.71	181.59
流动比率[%]	263.87	200.14	228.03	157.93
现金比率[%]	101.61	29.04	57.55	38.18
利息保障倍数[倍]	6.38	14.29	12.74	—
担保比率[%]	—	—	3.59	3.16
营业周期[天]	52.82	124.66	72.37	—
毛利率[%]	3.51	4.91	2.10	4.71
营业利润率[%]	-0.40	-0.73	7.35	1.06
总资产报酬率[%]	7.74	6.57	10.16	—
净资产收益率[%]	8.89	8.48	13.19	—
净资产收益率*[%]	9.04	8.52	13.43	—
营业收入现金率[%]	111.21	114.80	112.62	103.59
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-1.95	-78.85	98.10	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-9.77	-56.35	32.27	—
EBITDA/利息支出[倍]	7.50	16.84	14.12	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.27	0.22	0.35	—

注：表中数据依据中储股份经审计的2015~2017年度及未经审计的2018年上半年度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/[报告期营业收入/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]+365/[报告期营业成本/(期初存货余额+期末存货余额)/2]
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

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。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《工商企业信用评级方法概论》（发布于 2014 年 6 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。