

中储发展股份有限公司
及其发行的 18 中储 01 与 18 中储 02

跟踪评级报告



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.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2019)100069】

评级对象: 中储发展股份有限公司及其发行的 18 中储 01 与 18 中储 02

	18 中储 01	18 中储 02
主体/展望/债项/评级时间		
本次跟踪:	AA+/稳定/AA+/2019 年 5 月 17 日	AA+/稳定/AA+/2019 年 5 月 17 日
首次评级:	AA+/稳定/AA+/2018 年 5 月 4 日	AA+/稳定/AA+/2018 年 11 月 22 日

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
金额单位: 人民币亿元			
母公司口径数据:			
货币资金	11.20	14.15	43.58
刚性债务	64.80	38.19	66.19
所有者权益	88.16	101.30	104.67
经营性现金净流入量	-45.20	7.11	4.86
合并口径数据及指标:			
总资产	197.36	193.08	225.39
总负债	101.50	84.24	111.11
刚性债务	74.02	53.28	82.78
所有者权益	95.86	108.84	114.29
营业收入	152.81	331.17	381.28
净利润	7.76	13.53	4.59
经营性现金净流入量	-39.03	50.75	9.24
EBITDA	13.48	21.85	11.05
资产负债率[%]	51.43	43.63	49.30
权益资本与刚性债务比率[%]	129.51	204.29	138.06
流动比率[%]	200.14	215.21	136.60
现金比率[%]	29.04	60.01	62.11
利息保障倍数[倍]	14.29	12.61	3.46
净资产收益率[%]	8.48	13.22	4.11
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-78.85	94.31	14.00
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-56.35	31.74	4.68
EBITDA/利息支出[倍]	16.84	13.98	4.39
EBITDA/刚性债务[倍]	0.22	0.34	0.16

注: 根据中储股份经审计的 2016 年和 2018 年财务数据整理、计算; 其中, 2017 年数据使用的是 2018 年财务报表期初数。

分析师

林贇婧 lyj@shxsj.com
张佳 zhangjia@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

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对中储发展股份有限公司(简称中储股份、发行人、该公司或公司)及其发行的 18 中储 01 及 18 中储 02 的跟踪评级反映了 2018 年以来中储股份在业务规模、股东背景、仓储资源和融资渠道等方面仍保持较好的优势,同时也反映了公司在大宗商品价格波动大、主业盈利能力不强和智慧物流业务尚处于培育期等方面继续面临一定压力和风险。

优势:

- **规模优势。**中储股份通过多年经营积累,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,拥有近 50 条铁路专用线,部分分子公司拥有货运码头,可实现公铁水联运,公司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。
- **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,股东背景较好。
- **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,间接融资渠道亦较为通畅。

风险:

- **主业盈利能力不强。**中储股份新拓展的智慧物流业务尚处于由发展初期,业务规模快速扩大,但盈利能力未能同步显现,再加上贸易业务亦具有盈利能力偏弱的特性,目前,公司净

利润主要来自于土地拆迁补偿收入等非经常性损益，主业盈利能力有待进一步提升。

- 贸易业务发展面临一定压力。中储股份的贸易业务以钢材、有色金属等大宗商品为主，易受宏观经济波动影响，面临价格波动风险。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。

➤ 未来展望

通过对中储股份及其发行的 18 中储 01 及 18 中储 02 主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA+ 主体信用等级，评级展望为稳定；认为 18 中储 01 及 18 中储 02 还本付息安全性很高，并维持 18 中储 01 及 18 中储 02 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

及其发行的 18 中储 01 与 18 中储 02

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照中储发展股份有限公司（以下简称“中储股份”、该公司或公司）2018 年公开发行公司债券(第一期)及(第二期)（以下简称“18 中储 01”及“18 中储 02”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据中储股份提供的经审计的 2018 年财务报表及相关经营数据，对中储股份经营状况、财务状况及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2017 年 8 月收到证监许可[2017]1384 号文核准，向合格投资者公开发行总额不超过 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。公司已分别于 2018 年 7 月 19 日和 2018 年 12 月 03 日发行了金额为 5 亿元和 10 亿元的公司债券，期限均为 5 年，均附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售权；截至目前，上述两期公司债的募集资金已使用完毕。截至 2019 年 3 月末，公司存续债券概况如图表 1 所示。

图表 1. 截至 2019 年 3 月末公司存续债券概况（单位：亿元、%）

债项名称	起息日	期限（年）	发行金额	票面利率	本息兑付情况
18 中储 01	2018-07-19	3+2	5	5.78	未到期，尚未开始付息
18 中储 02	2018-12-03	3+2	10	5.00	未到期，尚未开始付息
12 中储债 ¹	2012-08-13	5+2	16	5.30	未到期，正常付息
18 中储发展 SCP002	2018-11-26	270 天	10	4.36	未到期

资料来源：wind 资讯

业务

1. 外部环境

（1）宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国

¹ “12 中储债”设定了发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权，该公司决定上调本期债券票面利率 30 个基点，调整前适用的利率为 5.00%，调整后适用的利率为 5.30%，调整后起息日为 2017/8/13；本次债券回售申报期为 2017.7.6~2017.7.12，本次回售数量为 0 张，回售金额为人民币 0 元。

单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，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并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除我国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦在两国元首的多轮谈判中逐渐缓和，未来面临的出口压力会有所下降。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的

内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，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。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适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，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，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长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

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。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。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并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内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

该公司营业收入主要来源于物流业务和贸易业务，且贸易产品以钢材等为主，公司业务发展受物流行业和钢贸行业影响较大。

A. 物流行业

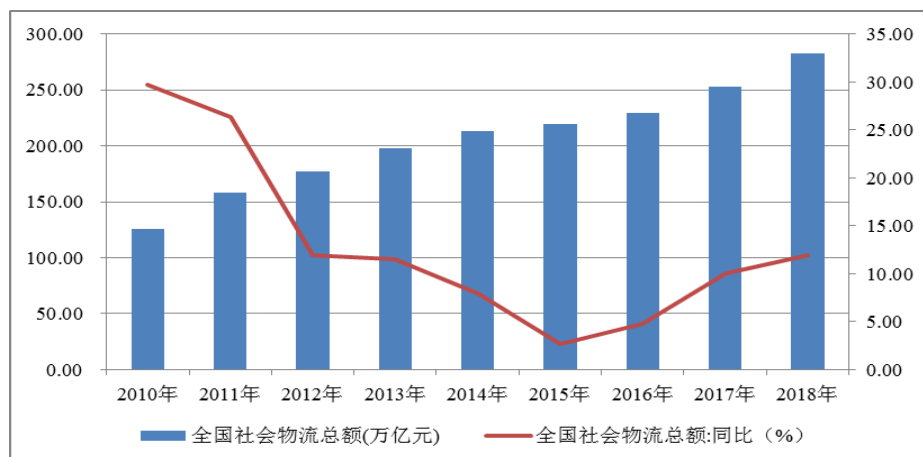
近年来，随着我国国民经济增速逐渐企稳，我国物流业总体保持平稳增长，运行质量逐步提升。物流业对我国经济发展重要性不断提升，我国物流业面临的政策环境正在不断得到改善；但在市场竞争的压力和经济结构调整的倒逼机制下，物流资源整合加速，社会物流资源集约化运行的趋势明显，物流行业面临竞争加剧。

a) 行业概况

物流行业是融合运输业、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。物流行业作为支撑国民经济发展的基础性、战略性产业，近年来，在经济平稳增长和人均消费水平不断提升等外部环境持续改善的推动下，我国物流行业总体保持平稳增长，2016~2018 年我国社会物流总额分别为 229.70 万亿元、252.80 万亿元和 283.10 万亿元，按可比价格计算，同比分别增长 6.10%、6.70%和 6.40%，我国物流行业需求保持上升趋势。

图表 2. 我国社会物流总额及增速情况



资料来源：Wind 资讯

2016~2018 年，我国社会物流总费用分别为 11.06 万亿元、12.10 万亿元和 13.30 万亿元，由运输费用、保管费用和管理费用构成，其中，运输费用是我国社会物流总费用最主要的构成，同期占比分别为 51.72%、54.55%和 51.88%；管理费用的增速最快，2017~2018 年同比增长率分别为 14.29%和 12.50%，表明我国物流行业发展阶段已从传统运输功能转向综合物流服务。随着供给侧结构性改革的深入推进，为进一步推进物流降本增效，国务院连续两年出台相关推进文件，我国物流行业效率呈微幅震荡下滑的态势，2016~2018 年我国社会物流总费用占 GDP 的比重分别为 14.90%、14.60%和 14.77%，但与世界平均水平 10%左右仍存在一定差距，国内物流效率依旧偏低，物流费用较高。

总体来看，我国物流行业目前尚处于发展中阶段，物流技术和管理理念已在向全面的现代综合物流管理发展，我国物流行业在产业升级、行业整合等方面存在诸多机遇，行业发展空间广阔。

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。

图表 3. 物流行业主要政策文件

发布时间	发布方	文件/会议	主要内容
2018-1-23	国务院办公厅	《关于推进电子商务与快递物流协同发展的意见》	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
2017-8-17	国务院办公厅	《关于进一步推进物流降本增效促进实体经济发展的意见》	提出加大降税清费力度，切实减轻企业负担，完善物流领域相关税收政策
2016-7-27	交通部	《综合运输服务“十三五”规划》	建设统一开放综合运输市场体系
2016-9-13	国家发展改革委	《物流业降本增效专项行动方案（2016~2018年）》	优化物流资源配置，促进物流业跨界融合，建立标准化、信息化、网络化、集约化、智慧化的现代物流服务体系，降低物流成本，提高社会物流运行效率
2014-10-4	国务院办公厅	《物流业发展中长期规划（2014~2020年）》	基本建立布局合理、技术先进、便捷高效、绿色环保、安全有序的现代物流服务体系
2013-6-6	交通运输部	《关于交通运输推进物流业健康发展的指导意见》	培育物流行业龙头骨干企业

资料来源：公开资料

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，市场集中度或上升。

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；（3）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. 2018 年（末）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
中国外运股份有限公司	614.94	278.53	54.71	773.12	31.99	20.13	7.17
厦门象屿股份有限公司	547.93	195.19	64.38	2340.08	15.15	20.28	2.75
北京长久物流股份有限公司	73.79	39.99	45.80	42.55	3.72	3.04	18.81
张家港保税科技(集团)股份有限公司	31.29	20.91	33.18	13.64	0.45	-0.15	11.39
中储发展股份有限公司	225.39	114.29	49.30	381.28	4.59	9.24	3.37

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。

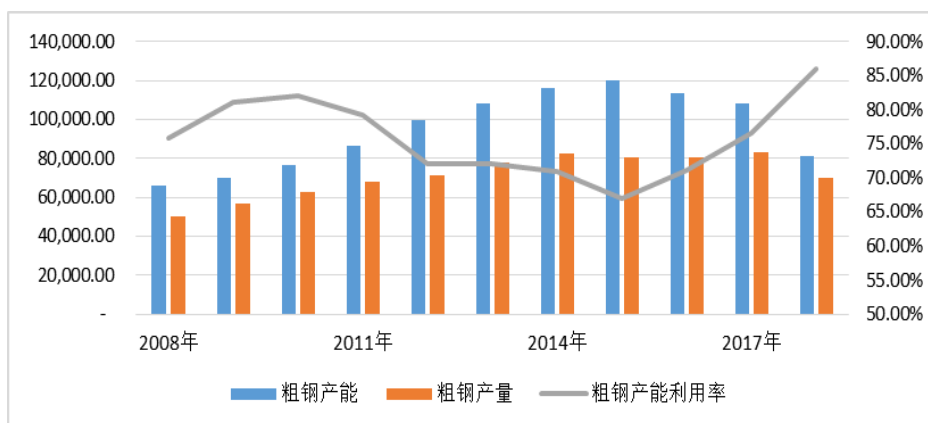
多元化业务拓展风险。近年来，物流业企业沿着行业上下游不断拓展多元化业务，目前主要涉及供应链金融和贸易业务等，易受产业链业务风险影响，且受限现金类资产、应收账款、存货等或将快速增长，将对资产质量及流动性产生一定影响；此外，多元化业务拓展也将对企业的管理能力提出更高的要求。

B. 钢贸行业

钢贸行业与钢铁行业呈密切的正相关性，2018 年钢铁行业供给侧改革取得良好成效，钢材需求量增加，钢价震荡上行，产能利用率基本进入合理区间，钢企盈利水平持续改善，为钢贸企业创造了较好的发展条件；但由于行业进入门槛低，竞争环境激烈，贸易企业难以实现较好盈利。

该公司贸易业务以钢材贸易为主，经营情况易受钢铁行业形势波动影响。钢铁行业是国民经济的基础性产业，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。2015 年以来，在外需不振、房地产市场调整等因素作用下，钢铁行业面临的政策压力和资金压力加大，产能过剩严重；2016 年开始，在钢铁行业供给侧改革的有力推进下，钢铁行业供给端明显收缩，产能利用率明显提升，加之下游需求回暖，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，2016 年粗钢产量 8.08 亿吨，同比增长 1.20%；2017 年下游继续回暖，钢铁行业继续深化执行去产能政策，将取缔“地条钢”作为产能退出重中之重，钢铁生产向正规钢企转移，全年粗钢产量 8.32 亿吨，同比增长 2.89%，产能利用率亦回升至较合理区间。但钢铁工业转型升级压力仍较大，兼并重组进展缓慢，产品结构不尽合理，行业发展仍将持续面临诸多挑战，仍需政策支撑。

图表 5. 2008~2017 年及 2018 年前三季度粗钢产能、产量及产能利用率（万吨）



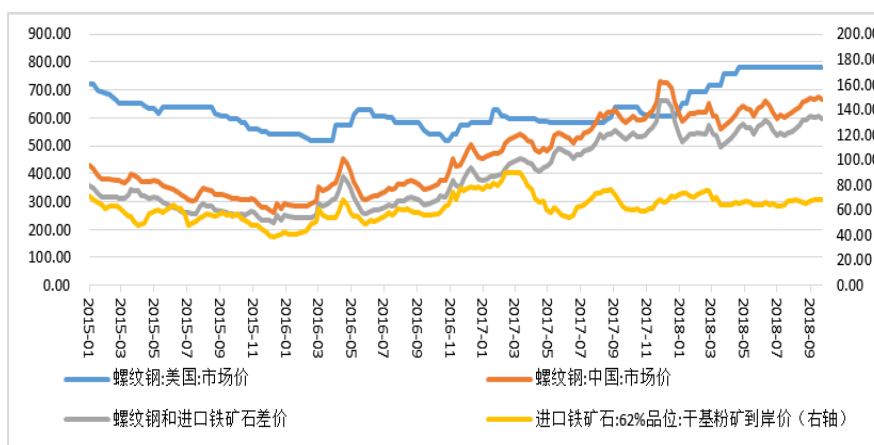
数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理，2016 年及 2017 年粗钢产能为推测

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。根据国家统计局数据显示，2018 年前三季度，一线城市商品房住宅销售面积同比下滑 8.14%，较上年同期跌幅收窄 20.72 个百分点；二线城市商品房住宅销售面积同比由-4.41%升至-0.04%；三线城市商品房住宅销售面积增速由上年的 9.32%回落至 5.63%，预计短期内，受益于供应量的增加，房地产销售面积将有所回升，但随着需求的不断释放，整体市场将保持放缓态势。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，对钢铁行业形成支撑，但房企受到限售限价、融资收紧等影响，拿地更为谨慎，土地流拍增多，房地产市场未来发展不确定性加大。

铁路投资和汽车行业也是重要的用钢领域。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，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，我国钢铁行业下游需求稳定，有助于钢铁行业发展。

铁矿石为钢材生产所需的最主要的原燃料之一，我国铁矿石价格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。2016 年以来，铁矿石港口库存量持续上升，目前处于阶段性历史高位，达 1.41 亿吨，显示铁矿石供给充分，且取缔“地条钢”将使得废钢流向正规钢企，从而一定程度减少铁矿石需求，铁矿石需求量趋于稳定，价格仍呈震荡态势。

图表 6. 2015 年以来铁矿石价格、国际和国内钢材价格比较（单位：美元/吨）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

总体来看，2018 年钢铁行业供给侧改革取得良好成效，钢材需求量增加，钢价震荡上行，目前钢铁产能利用率基本进入合理区间，钢企业经营情况持续改善，为钢贸企业创造了较好的发展条件；但从物流贸易行业情况来看，贸易行业进入门槛极低，业内竞争剧烈，贸易企业盈利空间持续处于极低水平，且随着市场进入者的逐年增加而面临很大的下行压力。

2. 业务运营

该公司为大型综合物流企业，在行业内已具有一定知名度，拥有较为丰富的业务资源；公司于 2015 年拓展的智慧物流业务规模快速扩大，拉动物流业务收入快速增长，但该业务尚处于发展初期，但盈利能力未能同步显现，对公司综合盈利表现造成一定影响，但该业务政府支持力度大，且未来发展潜力大；与此同时，公司还依托物流业务资源拓展了贸易业务，收入规模随着诚通贸易的并入以及钢铁行业的回暖迅速扩大，但盈利能力不强，且以钢材等大宗商品为主的贸易产品结构，亦存在价格波动风险。目前，公司主业盈利能力有待进一步提升，净利润主要依赖子公司转让、政府拆迁补偿等非经营性收益，该类收益稳定性偏弱。

该公司为总部位于北京，实体网络覆盖全国的大型综合物流企业。近年来，公司营业收入随着业务规模的不断扩大逐年增长，2016~2018 年分别为 152.81 亿元、331.17 亿元和 381.28 亿元，物流业务以及依托物流业务拓展的贸易业务为两大核心业务，亦是公司主要收入来源，2017 年以来营业收入增幅明显的主要原因是公司于 2018 年 8 月对中国诚通商品贸易有限公司（以下简称“诚通贸易”）完成同一控制下的企业收购²，新增了其贸易业务收入，并在 2018 年审计报告中对上年数据进行了追溯调整，使得公司 2017 年以来贸易业务收入增幅较大，与此同时，公司智慧物流业务收入规模亦迅速扩大综合所致。

² 公司以 18198.30 万元的受让价格获得了中国诚通全资子公司—中国诚通金属集团有限公司所持有的中国诚通商品贸易有限公司 98.58%股权及 6583.52 万元债权。

图表 7. 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/技术/品牌/规模/管理等
贸易业务	全国	资本/管理等

资料来源：根据中储股份提供数据整理

(1) 主业运营状况/竞争地位

该公司核心业务地位稳固，在营业收入中占比稳定，2016~2018 年分别为 98.45%、98.82%和 99.21%，其中，物流业务收入随着 2015 年新拓展的智慧物流业务规模的快速扩大增幅明显，占比逐年提升，同期分别为 24.04%、24.12%和 33.04%；从而导致贸易业务收入占比逐年下滑，但仍为公司主要收入来源，近年来收入占比持续超 65%。

图表 8. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务		2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入合计		214.55	177.37	152.81	331.17	381.28
其中：核心业务收入	金额	213.22	174.79	150.44	327.27	378.27
	占比	99.38	98.55	98.45	98.82	99.21
其中：（1）物流业务	金额	29.25	25.43	36.16	78.94	124.97
	占比	13.72	14.55	24.04	24.12	33.04
（2）贸易业务	金额	183.97	149.36	114.28	248.34	253.30
	占比	86.28	85.45	75.96	75.88	66.96

资料来源：根据中储股份提供数据整理

A. 物流业务

资源

该公司通过多年经营积累获得了较为丰富和优质的物流网络资源，仓储面积较大，硬件建设较好。公司物流资源主要包括仓储用地、铁路专用线、运输车辆和物流机械化设备等，其中仓储用地和铁路专用线属于核心资源，公司在我国 20 多个省、直辖市和自治区投资运营了物流园区，拥有土地面积 600 多万平方米，其中：库房面积 161.66 万平方米，货场面积 177.95 万平方米，现货市场占地面积 52.11 万平方米；铁路专用线近 50 条，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。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政府收储问题，政府土地拆迁补偿收益为利润总额作出了较大贡献，2016~2018 年公司分别确认了 10.38 亿元、3.10 亿元和 4.93 亿元。

在大宗商品物流方面，该公司拥有钢材、有色、建材、木材等多种类型市场，总建筑面积 38 万平方米，摊位总数近 7000 个，是大宗商品生产企业全国分销的重要平台。在消费品物流方面，公司拥有超过 45 万平方米的现代化标

准站台库，建立了覆盖我国主要经济区域的干线运输网络和共同配送体系，能够为日化、食品饮料、酒类、零售、冷链、包装化工、医药保健品、工程产品等消费品提供仓储、运输、配送以及包装、质检、进口清关等服务。

该公司拥有期现货交割物流的资源优势，与上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所等建立了长期合作关系，铜、铝、镍、白银、橡胶等期货品种在我国均占有较高的份额；同时，公司通过收购英国 Henry Bath & Son Limited 集团（以下简称“HB 集团”），自 2016 年起成为了一家同时拥有海内外主要期货交易所交割库资质全牌照的企业，截至 2018 年 12 月，HB 集团有色金属业务量在 LME 排名第六，库存占 LME 全球交易的 8%。

技术

2013 年以来，该公司先后投资设立了全资子公司中储恒科物联网系统有限公司（以下简称“恒科物联”）和控股子公司中储南京智慧物流科技有限公司（以下简称“南京智慧物流”），基本形成了“物流+互联网”的战略性业务板块。其中，恒科物联为衡器行业的领先者，建立了省级企业技术中心、省级衡器实验室；拥有一批核心自主知识产权，其中授权发明专利 8 项、实用新型专利 71 项、外观专利 1 项，软件著作权 10 余项；负责起草了《GB/T11883 电子吊秤》国家标准、参与起草了《GB/T21296 公路车辆自动衡器》国家标准等检定规程。南京智慧物流利用移动互联网、云计算、大数据、人工智能等技术，搭建中储智运物流运力竞价交易共享平台，平台通过“运费议价机制”以及完整和透明的交易结构，实现货主和司机的精准配对，最大限度地降低货运成本，打造精准物流服务生态圈，助推物流行业实现“降本增效”。

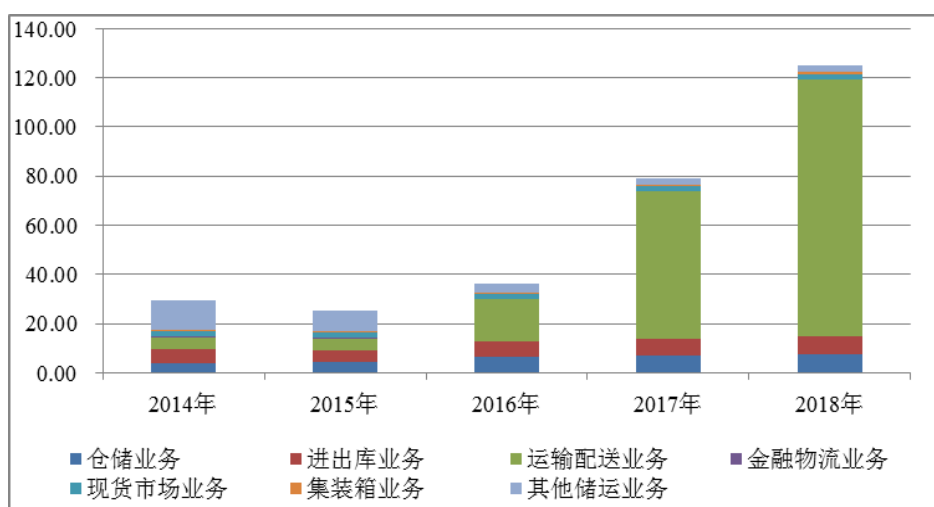
品牌

近年来，该公司持续推进“中国放心库”品牌的建设，公司还于 2018 年荣获“2018 年中国物流企业 50 强”、“5A 级物流企业”、“2018 年中国物流杰出企业”等称号；同年，公司控股子公司南京智慧物流还通过、入围了“2018 年高新技术企业”、“国家中小企业公共服务示范平台”及“2018 年工业互联网示范试点”等 15 个项目。公司通过多年经营积累，在业内已具备一定知名度。

规模

物流业务为该公司传统支柱型业务，2016~2018 年分别实现收入 36.16 亿元、78.94 亿元和 124.97 亿元，收入主要来源于仓储业务、进出库业务、运输配送业务、现货市场业务、金融物流业务（原质押监管业务）和集装箱业务等，2017 年以来增幅较大主要系计入运输配送业务的智慧物流业务收入快速增长。

图表 9. 公司物流业务收入构成情况（单位：亿元）



资料来源：根据中储股份提供数据整理、绘制

仓储及进出库业务是该公司物流业务的核心和基础业务，其中，仓储业务的主要盈利模式为公司根据客户物资进仓存储时间、面积、重量、体积等收取仓租费；进出库业务的主要盈利模式为公司按进出库量收取相应进出库服务相关费用。2016~2018 年，公司分别实现仓储业务收入 6.70 亿元、6.91 亿元和 7.79 亿元，进出库业务收入 5.84 亿元、7.02 亿元和 6.99 亿元，经营发展较为稳健。

该公司运输配送业务主要系通过发挥仓储平台优势，为客户提供的“门到门”配送服务，货物类型主要包括钢材、煤炭、集装箱及生活资料等，收费模式为根据货物重量及运输距离收取运输配送费。2015 年以来，公司大力推进中储智运平台的建设，智慧物流业务收入快速增长，2016~2018 年分别为 13.28 亿元、56.02 亿元和 100.38 亿元，带动公司运输配送业务收入规模的快速扩大，同期分别为 17.47 亿元、59.90 亿元和 104.59 亿元。公司智慧物流业务的运营模式系：货主将货源及运输要求、竞价模式发布在中储智运平台上，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。2018 年，中储智运平台完成总成交额 114 亿元，总成交吨位同比增加 44.65%至 10352 万吨，总成交单数同比增加 153.82%至 244 万单。

图表 10. 运输配送业务收入概况（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
运输配送业务收入	4.47	17.47	59.90	104.59
其中：智慧物流业务收入	0.15	13.28	56.02	100.38
其他	4.32	4.19	3.88	4.21

资料来源：根据中储股份提供数据整理

2016~2018 年，该公司现货市场、集装箱、金融物流和其他储运等业务收入均不大，同期合计实现收入分别为 6.16 亿元、5.10 亿元和 5.60 亿元。其中，

公司现货市场业务采取“前店后库”的经营模式，店面基本全部向经销商出租，并为顾客提供一站式采购服务；盈利模式主要系向租户收取席位租赁费、广告信息费、物业费等有关费用；同期分别实现收入 1.93 亿元、1.87 亿元和 2.16 亿元。集装箱业务外贸景气度较为敏感，具有一定的波动性，同期分别实现收入 0.75 亿元、0.78 亿元和 0.66 亿元。近年来公司本着缩量避险的原则不断压缩金融物流业务规模，同期该块业务分别实现收入 0.16 亿元、0.11 亿元和 0.07 亿元，逐年减少。

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。2016~2018 年，公司贸易业务收入分别为 114.28 亿元、248.34 亿元和 253.30 亿元，其中钢材贸易业务收入占比分别为 72.40%、46.25%和 47.70%，2017 年以来占比大幅下降主要系收购的诚通贸易有色金属贸易规模较大。

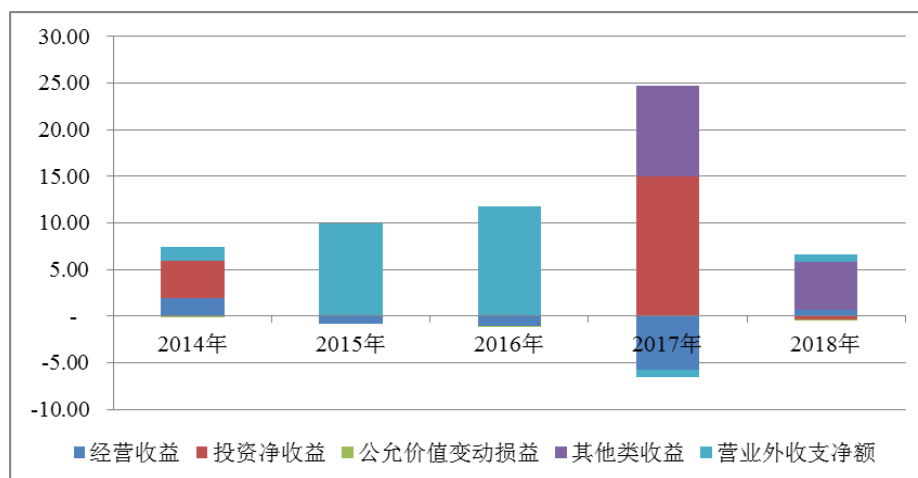
图表 11. 公司主要贸易产品收入占比（单位：%）

品种	2016 年	2017 年	2018 年
钢材	72.40	46.25	47.70
生铁炉料	9.33	6.97	4.28
煤炭	4.31	4.38	7.20
有色金属	3.10	33.04	31.91
其他	10.86	9.37	8.90
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：根据中储股份提供数据整理

(2) 盈利能力

图表 12. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据中储股份提供数据整理、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

2016 年以来,由于该公司智慧物流业务尚处于培育期,经营收益表现不佳,2016~2018 年公司分别实现经营收益-1.10 亿元、-5.73 亿元和 0.64 亿元,2018 年由于公司收到的政府补助列示变化,将其直接冲减营业成本,当年经营收益实现盈利。受智慧物流业务规模的持续扩大以及相关政府补贴账务处理方式的变更影响,近年来,公司主业盈利能力偏弱且存在一定的波动性,2016~2018 年综合毛利率分别为 4.91%、1.76%和 3.37%,其中,物流业务毛利率分别为 13.54%、0.97%和 6.57%。

近年来,随着人工成本的上升及融资规模的扩大,该公司期间费用逐年增长,2016~2018 年分别为 6.52 亿元、9.41 亿元和 9.98 亿元;期间费用率随着业务规模的扩大控制在较好水平,分别为 4.27%、2.84%和 2.62%。公司期间费用以管理费用为主,占期间费用的比重分别为 66.88%、58.13%和 49.22%,持续下滑,一方面系公司 2018 年对会计科目进行了调整,将原管理费用中的研发费用进行了单列,新增“研发费用”科目,并追溯调整了 2017 年数据,2017~2018 年公司研发费用分别为 0.08 亿元和 0.13 亿元;另一方面系随着公司融资需求的增加,刚性债务规模扩大带动财务费用的快速增加,同期财务费用分别为 0.70 亿元、1.40 亿元和 2.54 亿元。

图表 13. 公司营业利润结构分析

营业利润结构	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入合计 (亿元)	214.55	177.37	152.81	331.17	381.28
毛利率 (%)	3.85	3.51	4.91	1.76	3.37
其中: 物流业务 (%)	15.99	16.89	13.54	0.97	6.57
贸易业务 (%)	1.63	1.16	1.84	1.27	1.22
营业毛利 (亿元)	8.26	6.23	7.50	5.82	12.86
其中: 物流业务 (亿元)	4.68	4.29	4.89	0.77	8.21
贸易业务 (亿元)	3.00	1.73	2.11	3.16	3.09
期间费用率 (%)	2.62	3.48	4.27	2.84	2.62
其中: 财务费用率 (%)	0.50	0.64	0.46	0.42	0.67
全年利息支出总额 (亿元)	1.35	1.68	0.80	1.56	2.52
其中: 资本化利息数额 (万元)	1259.36	654.47	49.53	115.57	434.46

资料来源: 根据中储股份提供数据整理

近年来,该公司盈利主要来源于子公司转让收益、政府土地拆迁补偿款等非经营性收益。2016~2018 年,公司投资净收益分别为-0.01 亿元、14.93 亿元和-0.32 亿元,2017 年增幅较大主要系公司当年以认购股份的方式向中国诚通控股集团有限公司(以下简称“中国诚通”)控股子公司诚通房地产投资有限公司(简称“诚通地产”)转让所持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,转让价格合计 24.59 亿元,诚通地产以其增发的 245000 万股份及 896 万元现金作为支付对价,公司因非货币性资产交换确认投资收益 14.59 亿元。

该公司通过多年经营积累,拥有大量仓储及土地资源,近年来随着我国城

镇化建设的推进，部分土地面临政府拆迁，从而获得了一定规模的政府土地拆迁补偿款。2016~2018 年，公司营业外净收入分别为 11.76 亿元、-0.77 亿元和 0.76 亿元，2017 年以来大幅减少主要系公司根据新会计准则将原计入营业外收入的政府土地拆迁补偿款计入新增会计科目“资产处置收益”所致，2017~2018 年资产处置收益分别为 3.10 亿元和 4.95 亿元。此外，2017 年公司确认了较高金额的其他收益 6.64 亿元，主要系确认了智慧物流业务获得的政府补贴款 6.52 亿元，2018 年公司将此类政府补贴冲减营业成本，因此当年确认金额大幅减少。

图表 14. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他因素	2016 年	2017 年	2018 年
投资净收益	-0.01	14.93	-0.32
其中：转让子公司收益	-	14.59	-
营业外收入	12.23	1.14	1.98
其中：政府补助	1.29	0.29	0.26
拆迁补偿款	10.38	-	-
对赌业绩补偿	-	-	1.16
其他收益	-	6.64	0.21
其中：智慧物流政府补贴	-	6.52	-
资产处置收益	-	3.10	4.95
其中：政府拆迁补偿款	-	3.10	4.93

资料来源：根据中储股份提供数据整理

（3）运营规划/经营战略

近年来，该公司不断进行物流园区项目建设，资金来源主要系自有资金配银行贷款或募集资金，截至 2018 年末，公司非募集资金项目计划投资总额为 28.41 亿元，已累计投入 10.52 亿元，尚余 17.89 亿元资金缺口。

图表 15. 2018 年末公司非募集资金项目情况（单位：亿元、%）

项目名称	项目金额	累计投资金额	项目进度
天津中储陆港现代物流配送中心项目	2.77	2.63	100
天津中储陆港通期货交割分拣加工中心项目	3.90	3.55	95
天津中储陆港通期货交割分拣加工中心项目三期	1.15	84.60 万元	5
中储山西综合物流园项目	3.53	0.83	10
中储天津新港分公司港口仓储分拨中心项目	1.10	44.02 万元	1
中国储运（郑州）物流产业园项目	7.48	1.26	10
河北中储石家庄物流中心项目	3.69	0.59	16
中储洛阳综合物流产业园项目	4.80	1.65	25
合计	28.41	10.52	-

资料来源：根据中储股份提供数据整理

该公司于 2015 年通过非公开发行股票募集资金净额 19.71 亿元人民币，公

司在募集资金使用过程中，根据实际需求对募集资金用途进行了调整。2018年末，本次募集资金使用最新情况如下表所示：

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	计划使用募集资金	已使用募集资金
中储辽宁物流产业园项目（一期二阶段）	2.50	2.46	0.79
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	2.28	1.28	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	2.59	2.59	0.54
中储西部国际钢铁物流基地项目	8.18	7.59	4.81
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

资料来源：根据中储股份提供数据整理

2017 年，该公司对房地产业务进行了调整，逐步剥离房地产业务的开发经营，于当年 8 月将持有的两家房地产公司 100% 股权置换诚通地产 35% 的股权及 896.00 万元现金；引入外部投资者对天津中储恒丰置业有限公司（简称“天津中储恒丰”）进行增资，公司对其持股比例由 100% 下降至 35%。2018 年，公司还与诚通地产签订了《房地产项目委托管理协议》，委托其对公司投资的房地产开发项目进行管理，项目分别为天津中储恒丰和南京电建中储房地产有限公司（以下简称“南京电建中储”）³，固定委托管理服务费用分别为 400 万元/年（含税）和 500 万元/年（含税）。

该公司已被纳入国务院国有企业改革领导小组的“双百企业”名单，制订的“双百行动”综合改革实施方案已完成向国务院国企改革领导小组办公室备案工作。本评级机构将持续关注公司的改革工作实施进展。

管理

跟踪期内，该公司治理结构未发生重大变化，公司进一步完善了内部管理制度，规范公司运作；公司股东和实际控制人综合实力较强，能在必要时给予公司一定支持。

2018 年，该公司治理结构未发生重大变化，当年末中国物资储运集团有限公司（前身是“中国物资储运总公司”，以下简称“中储集团”）持有其 45.74% 股份⁴，较上年末增加 2%，仍为其控股股东；中国诚通通过全资持有中储集团股权，仍为公司实际控制人；国务院国资委通过全资持有中国诚通股权，仍为公司最终实际控制人。

2018 年，该公司持续完善内部管理制度，规范公司运作，修订了《公司

³ 该公司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”）出资设立了南京电建中储，共同开发江苏省南京市鼓楼区地块，公司持股 49.00%，该项目已于 2016 年开工，计划投资额 46.47 亿元，2018 年末已累计投资 40.92 亿元，累计回笼资金 31.04 亿元。

⁴ 截至 2018 年末，中储集团未将持有的该公司股票进行质押融资。

章程》，制定并修订了《投资管理办法》，修订了《财务管理办法》、《募集资金管理办法》和《董事会审计委员会工作细则》；制订并下发了《合同管理办法》、《诉讼事务管理办法》、《清欠事务管理办法（试行）》，规范风控管理活动，细化风控措施。

近年来，该公司与控股股东中储集团和实际控制人中国诚通及其下属子公司存在一定的关联交易，2018 年关联交易主要为收购诚通商贸股权、与诚通财务有限责任公司（简称“诚通财务”）的资金拆入和与公司参股房地产公司的资金拆出、以及与参股房地产公司和股东方之间的关联担保等。

图表 17. 公司主要关联方交易情况（单位：亿元）

项目	2018 年
关联交易（发生额）	
其中：购销商品、提供和接受劳务	0.91
其中：出售商品/提供劳务	1.25
关联资金拆借（发生额）	
其中：拆入	20.00
其中：诚通财务	14.00
诚通地产	6.00
其中：拆出	16.88
其中：南京中储电建	-
天津中储恒丰	16.46
关联担保（发生额）	
其中：公司作为担保方	7.40
其中：南京中储电建	7.40
其中：公司作为被担保方	24.50
其中：中国诚通	16.00
中储集团	1.10
南京中储电建	7.40

资料来源：根据中储股份提供数据整理

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2019 年 4 月 10 日，公司无债务违约记录；存在 2 笔已结清欠息记录，均系银行系统原因导致。根据公开信息，截至 2019 年 4 月末，公司及核心子公司无重大不良行为记录。

图表 18. 不良行为记录表

信息类别	信息来源	中国诚通	中储集团	中储股份	南京智慧物流	中储南京物流
欠贷欠息	企业信用报告	无	无	2	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	无	无	无	无	无
诉讼	审计报告	26	11	8	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

跟踪期内，随着经营规模的继续扩大以及项目建设投入资金增加，该公司负债规模及资产负债率有所上升，且随着部分债券进入兑付期，短期刚性债务负担加大，但整体财务杠杆保持在合理水平；且公司现金类资产充裕，融资渠道畅通，可为到期债务偿付提供较好保障。

1. 数据与调整

瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2016~2017 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；由于瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）已为公司连续提供服务满 5 年，根据国资监管相关规定需更换会计师事务所，公司 2018 年度财务报表变更为由中审华会计师事务所（特殊普通合伙）进行审计，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。

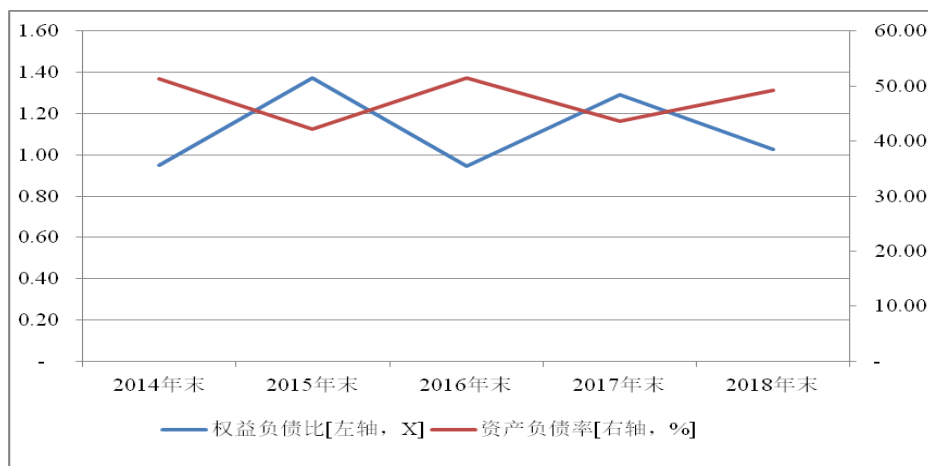
该公司 2018 年审计报告执行了财政部 2018 年 6 月发布的《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对财务报表格式进行相应调整；与此同时，2018 年 8 月，公司对诚通贸易完成同一控制下的企业收购。为使财务数据具有可比性，公司对 2017 年数据进行了相应追溯调整，本评级报告中使用的 2017 年数据变更为追溯调整数，即 2018 年审计报告中的年初数。

2018 年，该公司纳入合并范围的子公司共 36 家，较上年度增加 2 家，分别为公司新设立的中储智源（北京）科技有限公司（以下简称“中储智源”）和收购的诚通贸易，其中，中储智源搭建了汽车报废领域互联网服务平台——“中储智源汽车后市场互联网平台”，并已上线运营；同期，公司合并范围内子公司减少 1 家，为河北中储国际船舶代理有限公司。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 19. 公司财务杠杆水平变动趋势



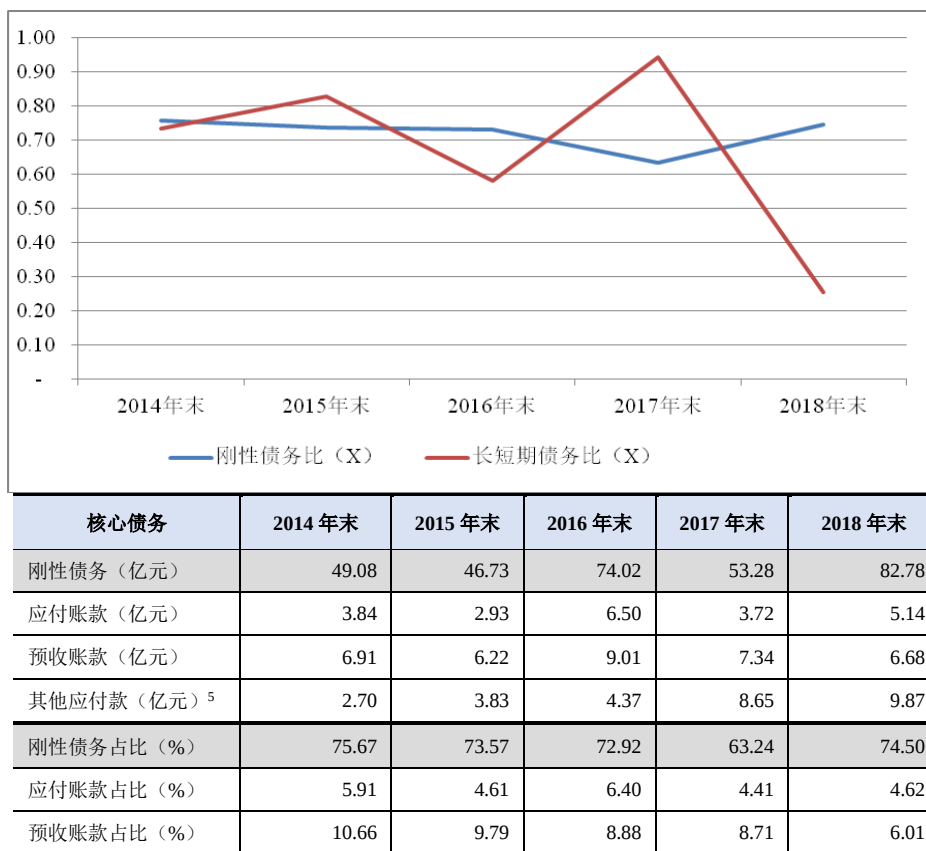
注：根据中储股份提供数据整理、绘制

近年来，该公司负债情况随着经营策略的变化呈现一定的波动性，2016~2018 年末负债总额分别为 101.50 亿元、84.24 亿元和 111.11 亿元，资产负债率分别为 51.43%、43.63%和 49.30%，2017 年由于公司处置了两家从事房地产业务的子公司，当年末负债规模和财务杠杆水平下降明显，但随着公司业务规模的扩大以及物流园区项目建设的投入，2018 年末出现回升。总体来看，公司财务杠杆控制在适中水平。

受益于盈利积累，该公司所有者权益逐年增长，2016~2018 年末分别为 95.86 亿元、108.84 亿元和 114.29 亿元，其中实收资本、资本公积金和盈余公积合计占比分别为 72.37%、68.67%和 67.08%，公司所有者权益结构较为稳定，权益对负债的保障程度较好，同期末公司权益负债比分别为 0.94 倍、1.29 倍和 1.03 倍。

(2) 债务结构

图表 20. 公司债务结构及核心债务



注：根据中储股份提供数据整理、绘制

2016~2018 年末，该公司长短期债务比分别为 0.58 倍、0.94 倍和 0.25 倍，债务期限结构有待改善。公司债务主要由刚性债务、应付账款和预收款项构成，合计占负债总额的比重分别为 88.20%、76.36%和 85.14%，其中，刚性债务为公司债务的最主要构成，占负债总额的比重分别为 72.92%、63.24%和 74.50%。同期末，公司应付账款余额分别为 6.50 亿元、3.72 亿元和 5.14 亿元，账龄主要集中在一年以内；预收款项余额分别为 9.01 亿元、7.34 亿元和 6.68 亿元，主要为钢铁等物资贸易业务预收的款项。此外，公司其他应付款余额分别为 4.37 亿元、8.65 亿元和 9.87 亿元，2017 年末以来增幅较大，主要系 2018 年公司执行了财会[2018]15 号通知对财务报表格式进行相应调整，将原“应付利息”和“应付股利”科目金额并入“其他应付款”科目，并追溯调整了 2017 年数据所致；2017 年末以来，公司其他应付款主要由应付利息、保证金、应付长期资产款和往来及暂借款构成，其中，往来及暂借款余额分别为 0.73 亿元、1.58 亿元和 2.74 亿元，主要系公司下属子公司向中国诚通的借款。2016~2018 年末，公司递延所得税负债分别为 0.15 亿元、3.56 亿元和 3.52 亿元，2017 年末增幅较大主要系公司当年以两家子公司 100%股权置换诚通地产部分股权，产生应纳税暂时性差异 1.41 亿元，确认了 3.52 亿元

⁵ 2017 年末之后的其他应付款中包含应付利息，因此与刚性债务存在重复计算问题，但对整体分析影响不大。

的递延所得税负债所致。

(3) 刚性债务

图表 21. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
短期刚性债务合计	23.18	20.30	39.59	19.75	65.84
其中：短期借款	0.80	9.40	14.68	6.55	3.14
应付票据	16.59	9.68	8.14	10.10	10.54
应付利息	0.51	0.42	1.03	0.87	1.26
一年内到期的长期借款	1.92	0.00	0.00	0.65	0.69
其他短期刚性债务 ⁶	3.35	0.80	15.73	1.58	50.22
中长期刚性债务合计	25.91	26.43	34.43	33.52	16.94
其中：长期借款	0.00	0.50	3.55	2.59	1.94
应付债券	25.91	25.93	30.88	30.93	15.00

注：根据中储股份提供资料整理、绘制（四舍五入，存在尾差）

该公司刚性债务主要来源于债券市场融资，2016~2018 年末，一年内到期的应付债券、短期应付债券和应付债券合计余额分别为 45.88 亿元、30.93 亿元和 62.48 亿元，占刚性债务的比重分别为 61.99%、58.05%和 75.48%，其中，2018 年末增幅较大主要系公司当年公开发行了两期发行金额合计为 15.00 亿元的公司债券以及两期发行金额合计为 16.50 亿元的超短期融资券。同期末，公司银行借款余额分别为 18.23 亿元、9.80 亿元和 5.76 亿元，随着债券发行规模的扩大逐年减少；公司银行借款方式主要为保证借款。

受年度间债券发行和到期情况影响，该公司刚性债务期限分布呈现较大波动，2016~2018 年末短期刚性债务占刚性债务总额的比重分别为 53.48%、37.08%和 79.54%，2018 年末随着 16 中储发展 PPN001、16 中储发展 PPN002、12 中储债、18 中储发展 SCP001 和 18 中储发展 SCP002 合计金额为 47.50 亿元的五支债券进入兑付期，公司短期刚性债务兑付压力加大；截至 2019 年 3 月末，合计金额为 21.50 亿元的 16 中储发展 PPN001、16 中储发展 PPN002 和 18 中储发展 SCP001 已按期完成本息兑付。

图表 22. 主要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	11.74	-	-	-	1.94
4%~5% (不含 5%)	27.62	-	-	15.00	-
5%~6% (不含 6%)	22.50	-	-	-	-
合计	61.86	-	-	15.00	1.94

资料来源：中储股份（截至 2018 年末）

⁶ 包含其他应付款中的往来及暂借款、一年内到期的非流动负债中的应付债券和其他流动负债中的应付债券。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 23. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
营业周期（天）	49.51	52.82	124.66	56.42	25.31
营业收入现金率（%）	118.97	111.21	114.80	113.40	109.91
业务现金收支净额（亿元）	10.56	-9.91	-42.98	42.12	-7.54
其他因素现金收支净额（亿元）	3.03	9.20	3.95	8.63	16.78
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	13.60	-0.70	-39.03	50.75	9.24
EBITDA（亿元）	10.58	12.61	13.48	21.85	11.05
EBITDA/刚性债务（倍）	0.19	0.26	0.22	0.34	0.16
EBITDA/全部利息支出（倍）	7.84	7.50	16.84	13.98	4.39

资料来源：根据中储股份提供数据整理

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，该公司营业收入现金率保持在较好水平，2016~2018 年分别为 114.80%、113.40%和 109.91%；同期，公司营业周期分别为 124.66 天、56.42 天和 25.31 天，2016 年营业周期偏长主要系当年存货中有大额开发成本所致，随着 2017 年公司处置了从事房地产业务的两家子公司，营业周期有所缩短。

2016~2018 年，该公司经营环节产生的现金流量净额分别为-39.03 亿元、50.75 亿元和 9.24 亿元，其中，业务现金收支净额分别为-42.98 亿元、42.12 亿元和-7.54 亿元，波动较大，主要系 2017 年公司逐步剥离地产业务，收回部分房地产项目垫资款所致；2016~2018 年，公司其他因素现金收支净额分别为 3.95 亿元、8.63 亿元和 16.78 亿元，主要影响因素包括土地补偿款、政府补助及往来款项等，2018 年净流入金额较大主要系公司收到往来款等款项 31.11 亿元。

2016~2018 年，该公司 EBITDA 分别为 13.48 亿元、21.85 亿元和 11.05 亿元，主要为利润总额，同期利润总额分别为 10.64 亿元、18.17 亿元和 6.22 亿元，非经营性收益较弱的稳定性使得利润总额呈现较大波动，公司 EBITDA 对刚性债务和全部利息支出数的保障程度有所减弱。

(2) 投资环节

图表 24. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
回收投资与投资支付净流入额	5.31	-1.31	-2.03	1.00	-0.30
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	-4.81	-4.25	-5.44	-7.99	-4.37
其他因素对投资环节现金流量影响净额	5.97	0.00	0.00	-14.29	0.00
投资环节产生的现金流量净额	0.51	-5.56	-7.47	-21.28	-4.67

资料来源：根据中储股份提供数据整理

近年来，该公司持续保持一定规模的投资支出，投资环节产生的现金流量持续呈净流出状态，2016~2018 年净流出额分别为 7.47 亿元、21.28 亿元和 4.67 亿元，公司每年对物流业务相关项目持续进行建设投入，处置与购建固定资产、无形资产及其他长期资产净流出额分别为 5.44 亿元、7.99 亿元和 4.37 亿元；此外，2017 年投资环节现金净流出规模较大，主要系当年处置了三家房地产子公司，减少了转让日的现金及现金等价物，公司产生支付其他与投资活动有关现金流出 14.29 亿元所致。

(3) 筹资环节

图表 25. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
权益类净融资额	-0.55	19.11	-0.73	0.20	1.63
债务类净融资额	-4.45	3.07	25.41	-26.58	25.25
其中：现金利息支出	1.19	1.60	2.18	2.80	2.18
筹资环节产生的现金流量净额	-4.96	21.96	24.65	-26.37	25.06

资料来源：根据中储股份提供数据整理

该公司直接和间接融资渠道均较为畅通，2016 年以来，公司筹资活动现金流受债务到期偿付及融资安排影响呈较大波动，2016~2018 年筹资环节产生的现金流量净额分别为 24.65 亿元、-26.37 亿元和 25.06 亿元，其中，债务类净融资额分别为 25.41 亿元、-26.58 亿元和 25.25 亿元。同期，公司权益类净融资额分别为-0.73 亿元、0.20 亿元和 1.63 亿元，2018 年增幅较大，主要系当年南京智慧物流获得中国诚通控股子公司—中国国有企业结构调整基金股份有限公司增资款，吸收投资收到现金 3.00 亿元所致⁷。

⁷ 2018 年末，该公司持有南京智慧物流股份由 60%下降至 42%。

4. 资产质量

图表 26. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	72.97 57.73%	91.78 60.91%	128.52 65.12%	93.44 48.39%	121.03 53.70%
其中：现金类资产 ⁸ （亿元）	15.55	35.36	18.65	26.05	55.03
应收账款（亿元）	11.98	9.30	11.94	13.25	13.37
其他应收款（亿元）	4.84	16.50	21.54	32.63	30.04
存货（亿元）	14.26	14.74	64.33	11.52	13.86
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	53.42 42.27%	58.89 39.09%	68.84 34.88%	99.64 51.61%	104.37 46.30%
其中：长期股权投资（亿元）	2.17	2.13	2.50	26.11	26.31
固定资产（亿元）	20.13	19.44	19.52	25.50	28.33
在建工程（亿元）	3.82	4.81	9.35	7.82	7.43
无形资产（亿元）	16.60	20.36	25.68	26.67	27.30
其他非流动资产（亿元）	7.23	8.46	3.32	2.64	4.06
期末全部受限资产账面金额（亿元）	5.96	4.31	6.29	11.21	9.49
受限资产账面余额/总资产（%）	4.71	2.86	3.19	5.81	4.21

资料来源：根据中储股份提供数据整理

2016~2018 年末，该公司资产总额分别为 197.36 亿元、193.08 亿元和 225.39 亿元，其中流动资产占比分别为 65.12%、48.39%和 53.70%，主要由现金类资产、应收账款、其他应收款和存货构成，合计占流动资产的比重分别为 90.61%、89.32%和 92.79%。其中，现金类资产主要为货币资金，同期末可动用货币资金均较为充裕，能为即期债务偿付提供较好的保障。应收账款主要为贸易业务相关款项，近年来均以期限 1 年以内为主。其他应收款分别为 21.54 亿元、32.63 亿元和 30.04 亿元，主要由往来及暂借款以及应收政府补助款和拆迁款构成，其中，2018 年末主要包括应收天津中储恒丰暂借款 15.24 亿元、应收政府补助款 2.32 亿元和应收拆迁款 8.92 亿元。2016~2018 年末，公司存货分别为 64.33 亿元、11.52 亿元和 13.86 亿元，2017 年末较上年末大幅减少 82.09%，主要系公司当年转让了房地产子公司股权，使得存货中的开发成本大幅减少所致，2017 年末以来公司存货中已无开发成本。

2016~2018 年末，该公司非流动资产分别为 68.84 亿元、99.64 亿元和 104.37 亿元，主要由固定资产、在建工程、无形资产和长期股权投资构成，同期末合计占非流动资产的比重分别为 82.88%、86.41%和 85.62%。其中，固定资产分别为 19.52 亿元、25.50 亿元和 28.33 亿元，随着在建工程完工转入逐年增加，同期末在建工程分别为 9.35 亿元、7.82 亿元和 7.43 亿元，主要为物流基地项目。公司无形资产分别为 25.68 亿元、26.67 亿元和 27.30 亿元，主要为土地使用权。长期股权投资分别为 2.50 亿元、26.11 亿元和 26.31 亿元，2017 年末大幅增加的原因系公司当年增加对诚通地产的投资。此外，2016 年末起，公司新增商誉 1.77 亿元，主要系并购 HB 集团产生；2018 年末较上

⁸ 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收银行承兑汇票

年末减少 14.59%，主要系当年 HB 集团受美国对俄铝制裁，LME 库存水平整体减少约 20%，同时金属市场铝供应短缺也增加了吸引货物入库的难度，使得 HB 集团当年亏损 0.07 亿美元⁹，公司从而计提了 0.26 亿元的商誉减值损失所致；2018 年末公司新增长期应收款 0.41 亿元，主要系因智慧物流平台重卡业务产生的融资租赁款。

从资产受限情况来看，2016~2018 年末受限资产分别为 6.29 亿元、11.21 亿元和 9.49 亿元，占资产总额的比重分别为 3.19%、5.81%和 4.21%，受限规模不大，对公司影响有限。

图表 27. 2018 年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	4.55	银行承兑汇票保证金、法院冻结等
存货	0.17	涉及纠纷
固定资产	3.20	尚未办理产权转移手续
无形资产	1.57	尚未办理产权转移手续
合计	9.49	-

资料来源：根据中储股份提供数据整理

5. 流动性/短期因素

图表 28. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动比率（%）	194.79	263.87	200.14	215.21	136.60
速动比率（%）	116.47	193.96	86.04	174.31	115.30
现金比率（%）	41.50	101.61	29.04	60.01	62.11

资料来源：根据中储股份提供数据整理

2016~2018 年末，该公司流动比率分别为 200.14%、215.21%和 136.60%，现金比率分别为 29.04%、60.01%和 62.11%，2018 年随着公司发行的五支债券进入兑付期，公司流动负债大幅增加，流动比率出现下滑，但仍处于相对较好水平。

6. 表外事项

根据该公司披露的 2018 年度报告，公司未决诉讼金额为 4.57 亿元，主要原因系合同纠纷；公司对外担保余额为 3.87 亿元，担保比率为 3.39%，担保对象系公司合营企业南京电建中储，该担保事项系公司、电建地产及南国置业以各自持有的南京电建中储股权为其在中信银行股份有限公司南京分行申请的总额为 15.10 亿元的综合授信融资按持股比例提供质押担保，担保期限为 2017/4/12~2020/4/11，且南京电建中储为本次股权质押担保提供了等额反

⁹ 该公司支付 34880.49 万元对价收购了 HB 集团 51%股权，并在股权收购协议中约定了对赌业绩；2018 年，HB 集团未完成当年对赌业绩，根据股权收购协议，股权转让方应向公司支付弥补性收入金额以及从交割日开始到支付弥补性收入当日所产生的利息合计 0.18 亿美元，截至 2018 年末，公司已收到上述全部款项。

担保。总体来看，公司涉诉金额和对外担保金额均不大，或有风险可控。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司同时通过本部（含分公司）和各下属子公司进行各项业务的运作。2016~2018 年末，公司本部资产总额分别为 184.07 亿元、168.59 亿元和 197.48 亿元，主要由其他应收款、长期股权投资、固定资产和无形资产构成。其中，本部其他应收款主要为往来及暂借款和拆迁款，2018 年末余额分别为 46.16 亿元和 8.92 亿元；本部长期股权投资分别为 34.37 亿元、50.76 亿元和 49.66 亿元，主要系对子公司和联营、合营企业的投资，2017 年末增幅较大的原因系新增对诚通地产和诚通商贸的投资；同期末，本部固定资产和无形资产余额的波动均不大，固定资产主要系房屋建筑、机器设备等，无形资产主要系土地使用权等。此外，2016~2018 年末公司本部货币资金余额分别为 11.20 亿元、14.15 亿元和 43.58 亿元，2018 年末由于公司多笔债券进入兑付期，公司储备了较为充裕的货币资金。

2016~2018 年，该公司本部营业收入分别为 45.45 亿元、88.47 亿元和 83.20 亿元，占合并口径营业收入比重分别为 29.74%、26.71%和 21.82%，逐年下滑，主要系控股子公司南京智慧物流业务规模扩大所致。由于本部不包括盈利能力未能同步显现的智慧物流业务，因此本部毛利率略高于合并口径毛利率，2016~2018 年分别为 8.59%、7.25%和 7.46%；但公司本部主业盈利能力仍偏弱，净利润主要来源于子公司转让和土地拆迁补偿款等缺乏稳定性的非经常性损益，同期利润总额分别为 6.14 亿元、18.65 亿元和 5.66 亿元，其中，投资净收益分别为 0.62 亿元、17.13 亿元和 1.37 亿元，营业外收入分别为 7.56 亿元、0.82 亿元和 0.44 亿元，2017 年起会计政策调整将政府土地拆迁计入资产处置收益，2017~2018 年资产处置收益分别为 3.10 亿元和 4.95 亿元。2016~2018 年，公司本部销售商品、提供劳务收到的现金分别为 42.38 亿元、96.31 亿元和 92.63 亿元，营业收入现金率分别为 93.23%、108.86%和 111.34%，经营收现能力较好。

2016~2018 年末，该公司本部负债总额分别为 95.91 亿元、67.29 亿元和 92.81 亿元，资产负债率分别为 52.11%、39.92%和 47.00%，本部财务杠杆保持在适中水平；同期末，本部刚性债务分别为 64.80 亿元、38.19 亿元和 66.19 亿元，由于公司主要通过本部进行债券市场融资，因此本部刚性债务规模较大，2018 年末增幅较大主要系公司发行了两期公司债券及两期超短期融资券所致；同时，由于多笔债券陆续进入兑付期，公司短期刚性债务压力明显上升，2016~2018 年末短期刚性债务占刚性债务的比重分别为 51.14%、16.97%和 76.16%。总体来看，公司本部刚性债务负担有所加大，且以短期为主，但公司储备了较为充裕的货币资金，主业经营收现能力较好，融资渠道畅通，均可对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能获得政府在税收返还等政策上的较大支持，2017~2018 年分别获得无车承运政府补助 6.51 亿元和 5.83 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 年末，公司获得的授信总额为 33.91 亿元，未使用额度为 20.32 亿元。

图表 29. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中：贷款授信	放贷规模	利率区间
全部（亿元）	33.91	29.91	13.59	-
其中：国家政策性金融机构（亿元）	0	0	0	-
工农中建交五大商业银行（亿元）	30.35	26.35	11.22	4.3~4.8%
其中：大型国有金融机构占比（%）	89.50	88.10	82.56	-

资料来源：中储股份（截至 2018 年末）

跟踪评级结论

该公司为大型综合物流企业，在行业内已具有一定知名度，拥有较为丰富的业务资源；公司于 2015 年拓展的智慧物流业务规模快速扩大，拉动物流业务收入的快速增长，但该业务尚处于发展初期，盈利能力未能同步显现，对公司综合盈利表现造成一定影响，但该业务政府支持力度大，且未来发展潜力大；与此同时，公司还依托物流业务资源拓展了贸易业务，收入规模随着诚通贸易的并入以及钢铁行业的回暖迅速扩大，但盈利能力不强，且以钢材等大宗商品为主的贸易产品结构，亦存在价格波动风险。目前，公司主业盈利能力不强，净利润主要依赖子公司转让、政府拆迁补偿等非经营性收益，但该类收益稳定性偏弱，公司经营稳定性有待进一步提升。

跟踪期内，该公司治理结构未发生重大变化，公司进一步完善了内部管理制度，规范公司运作；公司股东和实际控制人综合实力较强，能在必要时给予公司一定支持。

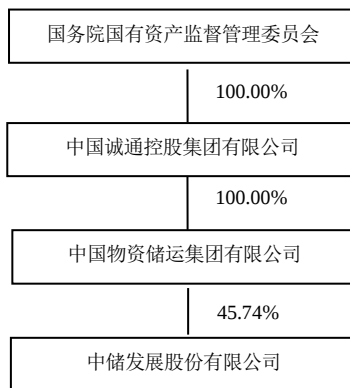
跟踪期内，随着经营规模的继续扩大以及项目建设投入资金增加，该公司负债规模及资产负债率有所上升，且随着部分债券进入兑付期，短期刚性

债务负担加大，但整体财务杠杆仍保持在合理水平；且公司现金类资产充裕，融资渠道畅通，可为到期债务偿付提供较好保障。

本评级机构仍将持续关注：（1）物流行业发展环境的变化；（2）智慧物流业务的盈利表现及政府补助的稳定性；（3）该公司拥有土地的被收储情况；（4）HB 集团的盈利表现及商誉减值风险，与公司如何实现融合发展；（5）公司“双百行动”改革方案的实施内容。

附录一：

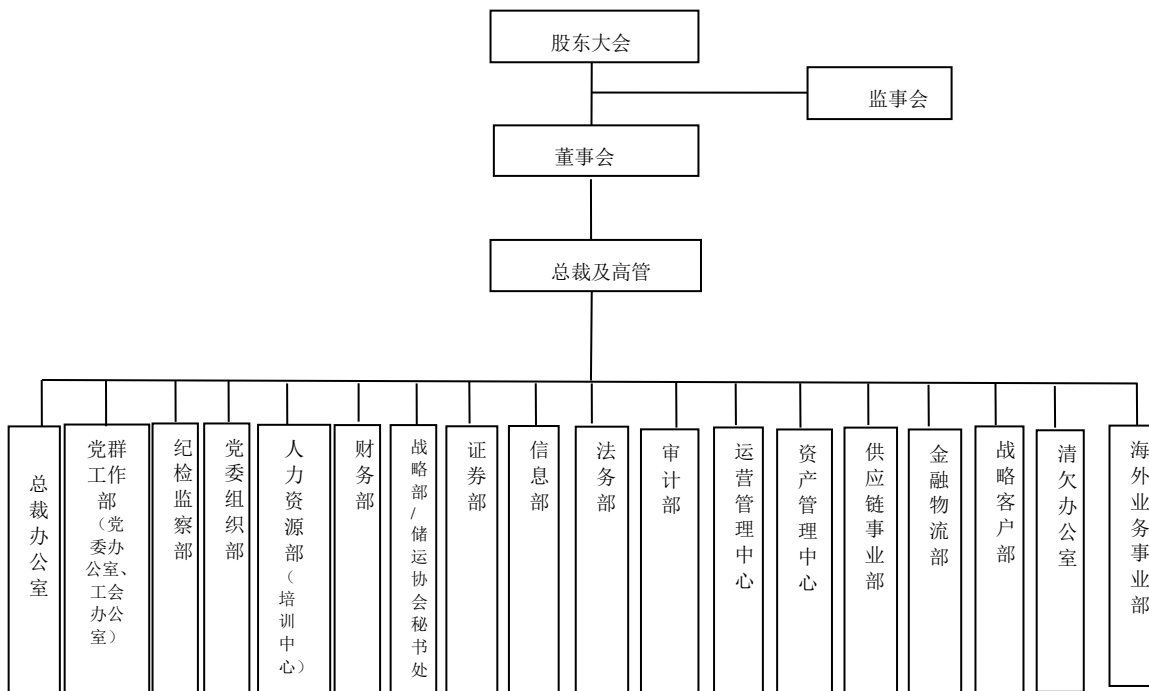
公司与实际控制人关系图



注：根据中储股份提供的资料绘制（截至 2019 年 3 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	2018 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
					资产总额	负债总额	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	中国诚通	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	2474.56	933.85	1011.66	18.04	142.74	
中国物资储运集团有限公司	中储集团	控股股东	—	仓储物流	243.85	114.55	388.72	7.89	12.29	
中储发展股份有限公司	中储股份	本部	—	仓储物流	197.48	92.81	83.19	4.57	4.86	
中国物资储运天津有限责任公司	中物储天津	子公司	100.00	仓储物流	10.73	8.68	44.78	0.02	0.19	
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	17.14	13.24	53.02	0.26	1.00	
中储南京智慧物流科技有限公司	南京智慧物流	子公司	42.00	智慧物流	5.46	2.35	100.39	0.03	-3.41	
中国诚通商品贸易有限公司	诚通商贸	子公司	98.58	商品贸易	4.72	3.50	74.59	0.14	0.70	
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	1.67	0.53	0.16	0.08	0.05	

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]	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额 [亿元]	197.36	193.08	225.39
货币资金 [亿元]	17.78	23.00	52.43
刚性债务[亿元]	74.02	53.28	82.78
所有者权益 [亿元]	95.86	108.84	114.29
营业收入[亿元]	152.81	331.17	381.28
净利润 [亿元]	7.76	13.53	4.59
EBITDA[亿元]	13.48	21.85	11.05
经营性现金净流入量[亿元]	-39.03	50.75	9.24
投资性现金净流入量[亿元]	-7.47	-21.28	-4.67
资产负债率[%]	51.43	43.63	49.30
权益资本与刚性债务比率[%]	129.51	204.29	138.06
流动比率[%]	200.14	215.21	136.60
现金比率[%]	29.04	60.01	62.11
利息保障倍数[倍]	14.29	12.61	3.46
担保比率[%]	—	3.21	3.39
营业周期[天]	124.66	56.42	25.31
毛利率[%]	4.91	1.76	3.37
营业利润率[%]	-0.73	5.72	1.43
总资产报酬率[%]	6.57	10.10	4.16
净资产收益率[%]	8.48	13.22	4.11
净资产收益率*[%]	8.52	13.46	4.40
营业收入现金率[%]	114.80	113.40	109.91
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-78.85	94.31	14.00
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-56.35	31.74	4.68
EBITDA/利息支出[倍]	16.84	13.98	4.39
EBITDA/刚性债务[倍]	0.22	0.34	0.16

注：表中数据依据中储股份经审计的 2016 年和 2018 年度财务数据整理、计算；其中，2017 年数据使用的是 2018 年财务数据期初数。

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评级调查和诚信义务，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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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。