


信用评级公告

联合〔2021〕8509号

联合资信评估股份有限公司通过对江苏国泰国际集团股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持江苏国泰国际集团股份有限公司主体长期信用等级为AA⁺，维持“国泰转债”的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年九月七日

江苏国泰国际集团股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
江苏国泰国际集团股份有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
国泰转债	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
国泰转债	45.57 亿元	45.57 亿元	2027/07/07

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 9 月 7 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
贸易企业主体信用评级方法	V3.0.201907
贸易企业主体信用评级模型 (打分表)	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+		评级结果	AA+
	评价结果	风险因素		
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	2
		资本结构	2	
		偿债能力	1	
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

江苏国泰国际集团股份有限公司（以下简称“公司”）是江苏省大型外贸集团之一，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了公司作为从事进出口贸易业务的上市公司，在行业地位、营销渠道、经营规模等方面具有的综合竞争优势。跟踪期内，受新冠肺炎疫情影响，公司贸易主业收入下降，盈利及经营获现能力保持良好水平；化工新能源业务产品保持良好的行业竞争力，发展潜力较大。同时，联合资信也关注到公司贸易业务受汇率波动、客户订单转移、贸易保护主义下海外需求下降等外部环境冲击，化工板块上下游集中度高且毛利率受原材料采购成本和下游需求影响较大，公司所有者权益稳定性弱等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量对“国泰转债”的保障程度高。

未来，随着公司国泰缅甸产业园和锂电池电解液项目建成投产，公司综合竞争实力有望进一步增强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，维持“国泰转债”的信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

分析师：邢雪

郭察理

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

网址：www.lhratings.com

优势

1. **跟踪期内，公司贸易业务持续向上游产业链延伸并加强货源基地建设。**公司下属大部分进出口公司均拥有控股实体工厂，具有一定自主设计、打样能力，有助于缓冲外围环境和价格变化对业绩稳定性的影响，未来随着国泰缅甸产业园项目建成投产，公司经营业绩有望进一步提升。
2. **跟踪期内，化工新能源业务持续围绕重点客户加强产能建设，电解液产品未来发展潜力大。**跟踪期内，公司化工板块不断推进技术研发，并围绕重点客户加强产能建设，随着在建锂电池电解液项目建成投产，公司化工新能源业务产能和业绩有望提升。
3. **现金类资产充裕，资产质量及流动性较好。**公司货币资金较为充足，且持有较大规模的理财产品，资产受限比例低，整体资产质量及流动性较好。

关注

1. **跟踪期内，全球政治经济环境波动作用下中国进出口增速放缓，同时，2020年新冠疫情爆发对国内外经济形势造成冲击，汇率波动风险加剧，对公司进出口贸易业务造成不利影响。**2020年以来，经济周期下行，贸易保护主义带来汇率波动，同时全球爆发新型冠状病毒肺炎疫情造成的国内物流部分中断、海外需求下降、运营和维护成本上升等因素对公司进出口贸易业务造成不利影响。
2. **公司化工新能源业务上下游客户集中度高。**2020年，公司化工新能源业务上游前五大供应商占采购总额的比重为51.28%，下游前五大客户销售额占销售总额的比重为78.04%，上下游客户集中度高。
3. **公司拟建及在建项目金额较大，部分项目建设使用可转债募集资金，债务负担加重，尚需自有资金投入规模仍较大。**截至2021年6月底，主要在建项目计划总投资29.92亿元，已完成投资4.80亿元，其中自有资金计划投资总额为23.81亿元，预计尚需自有资金投入19.04亿元。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
现金类资产 (亿元)	40.44	94.86	122.82	98.10
资产总额(亿元)	216.11	235.23	258.97	241.06
所有者权益(亿元)	101.44	111.97	122.53	118.77
短期债务 (亿元)	47.39	48.22	50.93	46.05
长期债务 (亿元)	0.20	7.82	11.06	9.55
全部债务(亿元)	47.59	56.04	61.98	55.60
营业总收入 (亿元)	368.60	393.26	301.38	146.23
利润总额 (亿元)	21.46	18.98	19.55	7.11
EBITDA(亿元)	24.84	23.02	23.87	--
经营性净现金流 (亿元)	17.30	21.13	43.30	-21.36
营业利润率(%)	12.52	11.79	15.28	14.40
净资产收益率(%)	16.44	12.91	12.12	--
资产负债率(%)	53.06	52.40	52.68	50.73
全部债务资本化比率(%)	31.93	33.35	33.59	31.89
流动比率(%)	153.34	172.56	168.38	169.33
经营现金流流动负债比 (%)	15.30	18.45	34.81	--
现金短期债务比(倍)	1.02	2.14	2.63	2.13
EBITDA 利息倍数(倍)	22.40	18.35	20.24	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.92	2.43	2.60	--
公司本部 (母公司)				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
资产总额(亿元)	82.91	97.00	103.94	102.53
所有者权益(亿元)	78.43	77.99	77.98	77.68
全部债务(亿元)	4.00	18.52	25.53	24.52
营业收入(亿元)	0.16	0.10	0.11	0.10
利润总额(亿元)	3.37	2.81	3.08	3.64
资产负债率(%)	5.40	19.60	24.97	24.24
全部债务资本化比率(%)	4.85	19.19	24.67	23.99
流动比率(%)	516.27	250.12	183.94	143.06
经营现金流流动负债比(%)	32.02	-1.19	2.36	--

注: 2021 年上半年财务数据未经审计; 2018—2020 年合并口径现金类资产中已剔除使用受限的货币资金

资料来源: 联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

评级历史:

债项简称	债项级别	信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
国泰转债	AA+	AA+	稳定	2020/11/13	李敬云 蒲雅修	贸易企业主体信用评级方法 (V3.0.201907) 贸易企业主体信用评级模型 (打分表) (V3.0.201907)	阅读全文

声 明

一、本报告引用的资料主要由江苏国泰国际集团股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

分析师：卞露露 郭智理

联合资信评估股份有限公司

江苏国泰国际集团股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于江苏国泰国际集团股份有限公司（以下简称“公司”或“江苏国泰”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

公司是经江苏省人民政府苏政复（1998）28号文批准，由江苏国泰国际贸易有限公司（以下简称“国泰贸易”）、国泰贸易工会、自然人王永成、自然人金建明和自然人郭盛虎以现金2500万元出资发起设立的股份有限公司。1998年5月，公司在江苏省工商行政管理局完成工商登记手续，成立时名称为“江苏国泰国际集团国贸股份有限公司”。2006年11月，经证监发行字（2006）123号文核准，公司首次向社会公开发行3200万股人民币普通股，并于12月8日在深圳证券交易所上市，股票简称“江苏国泰”，股票代码“002091.SZ”，发行上市后公司总股本变更为12,800万股。此后，历经多次股本增加及股权结构调整，公司资本实力大幅增强。2019年5月24日，公司名称变更为现名。截至2021年6月底，公司总股本156353.66万股，国泰贸易持股比例为33.30%，是公司的控股股东和实际控制人。2021年4月15日，国泰贸易质押其所持公司股份的16.91%（占总股本的5.63%）用于融资初始质押。

公司经营范围：国内贸易；自营和代理各类商品及技术的进出口业务；服装、鞋帽、服饰、日用百货、针纺织品、皮革制品的生产加工及网络销售。对外派遣工程、生产及服务行业所需的劳务人员（不含海员），预包装食品

的批发与零售。

截至2021年6月底，公司本部内设办公室、合规法务部、综合管理部、会计中心、信息技术部、监察审计部和人力资源部7个职能部门；公司合并范围内子公司共201家。

截至2020年底，公司（合并）资产总额为258.97亿元，所有者权益合计为122.53亿元（含少数股东权益30.18亿元）。2020年，公司实现营业收入301.38亿元，利润总额19.55亿元。

截至2021年6月底，公司（合并）资产总额为241.06亿元，所有者权益合计为118.77亿元（含少数股东权益26.64亿元）。2021年1—6月，公司实现营业收入146.23亿元，利润总额7.11亿元。

公司注册地址：江苏省张家港市国泰时代广场11-24楼；法定代表人：张子燕。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司公开发行由联合资信评级的存续债券见下表；募集资金尚未使用完毕，跟踪期内未到付息日。

表1 跟踪评级债券情况（单位：亿元）

存续债券	发行金额	债券余额	起息日	到期兑付日
国泰转债	45.57	45.57	2021/07/07	2027/07/07

注：此处存续债券为公司委托联合资信评级且截至本报告出具日尚处于存续期的债券

资料来源：Wind

本次发行的可转债转股期自可转债发行结束之日（2021年7月13日）满六个月后的第一个交易日（2022年1月13日）起至可转债到期日（2027年7月6日）止。扣除发行费用后，募集资金净额拟投入以下项目：

表2 “国泰转债”募集资金用途 (单位: 万元)

项目名称	拟投资总额	拟使用募集资金	项目实施主体
江苏国泰海外技术服务有限公司投资建设国泰缅甸纺织产业基地项目	153798.51	152800.56	江苏国泰海外技术服务有限公司
江苏国泰智造纺织科技有限公司生产粗纺纱线 3000 吨和精纺纱线 15000 吨项目	148481.64	147500.65	江苏国泰智造纺织科技有限公司
江苏国泰海外技术服务有限公司在越南新建越南万泰国际有限公司纱线染整项目	61100.02	60100.65	江苏国泰海外技术服务有限公司
集团数据中心建设项目	20340.00	20340.00	江苏国泰
补充流动资金	35000.00	35000.00	--
偿还银行贷款	40000.00	40000.00	--
合计	458720.17	455741.86	--

资料来源: Wind

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年, 新冠肺炎疫情的全球大流行对各国经济和贸易造成严重冲击, 全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响, 以“六稳”“六保”为中心, 推动经济逐季复苏, GDP 全年累计增长 2.30%¹, 成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家, GDP 首次突破百万亿大关, 投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年上半年, 中国宏观政策保持连续性、稳定性, 经济持续稳定恢复、稳中向好。积极的财政政策兜牢基层“三保”底线, 发挥对优化经济结构的撬动作用。稳健的货币政策保持流动性合理充裕, 强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。

经济持续稳定修复。2021 年上半年, 中国国内生产总值 53.22 万亿元, 不变价累计同比增长 12.70%, 两年平均增长 5.31%, 较一季度加快 0.31 个百分点, 低于 2019 年上半年水平。分产业看, 第三产业仍是经济修复的主要拖累。具体看, 上半年第一、二产业增加值两年平均增速分别为 4.29% 和 6.12%, 均已经高于疫情前 2019 年上半年的水平 (2019 年上半年分别为 3.10% 和 5.00%), 恢复情况良好; 而第三产业上半年两年平均增速为 4.89%, 远未达到 2019 年上半年 7.2% 的水平, 恢复空间仍然较大, 主要是上半年局部性疫情反复出现抑制了服务业的修复进程。

¹ 文中 GDP 增长均为实际增速, 下同。

表 3 2018—2021 年上半年中国主要经济数据

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年上半年 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	91.93	98.65	101.60	53.22
GDP 增速 (%)	6.75	6.00	2.30	12.70 (5.31)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.20	5.70	2.80	15.90 (6.95)
固定资产投资增速 (%)	5.90	5.40	2.90	12.60 (4.40)
社会消费品零售总额增速 (%)	8.98	8.00	-3.90	23.00 (4.39)
出口增速 (%)	9.87	0.51	3.63	38.60
进口增速 (%)	15.83	-2.68	-0.64	36.00
CPI 同比 (%)	2.10	2.90	2.50	0.50
PPI 同比 (%)	3.50	-0.30	-1.80	5.10
城镇调查失业率 (%)	4.90	5.20	5.20	5.00
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	5.00	1.20	10.70
公共财政收入增速 (%)	6.20	3.80	-3.90	21.80
公共财政支出增速 (%)	8.70	8.10	2.80	4.50

注: 1. GDP 总额按现价计算; 2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计; 3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率, 其余指标增速均为名义增长率; 4. 城镇调查失业率指标值为期末数
资料来源: 联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

从三大需求看, 消费虽然是上半年经济增长的主要拉动力, 但仍然弱于 2019 年水平, 是掣肘 GDP 增速的主要因素。2021 年上半年, 中国社会消费品零售总额累计实现 21.19 万亿元, 同比增长 23.00%, 两年平均增长 4.39% (2019 年上半年为 8.40%), 与疫情前水平仍有一定差距, 但在居民人均收入增速逐步回升的趋势下消费呈现温和复苏的态势。固定资产投资继续修复。2021 年上半年, 全国固定资产投资 (不含农户) 累计完成 25.59 万亿元, 同比增长 12.60%, 6 月份环比增长 0.35%; 两年平均增长 4.40%, 比一季度加快 1.50 个百分点, 低于疫情前 2019 年上半年水平。海外产需缺口支撑中国出口增长。2021 年上半年, 中国货物贸易进出口总值 2.79 万亿美元, 进出口规模创历史同期最高水平。其中, 出口 1.52 万亿美元, 增长 38.60%; 进口 1.27 万亿美元, 增长 36.00%; 贸易顺差 2515.20 亿美元。

上半年 CPI 温和上涨, PPI 持续上涨但 6 月涨幅略有回落。2021 年上半年, 全国居民消费价格 (CPI) 累计同比上涨 0.50%, 处于近年来较低的水平, 整体呈现逐月上升的态势; 全

国工业生产者出厂价格 (PPI) 累计同比上涨 5.10%。分月看, 受国际大宗商品价格上涨与上年低基数等因素影响, 1—5 月 PPI 同比涨幅逐月走高至 9.00%; 6 月涨幅小幅回落至 8.80%, 主要是由于上游三黑一色行业价格 6 月小幅回落。PPI 同比持续上涨, 加大了制造业的成本负担和经营压力。

2021 年上半年, 社融存量同比增速整体呈下行趋势; 截至 6 月末, 社融存量同比增速与上月末持平, 维持在 11.00%。上半年新增社融 17.74 万亿元, 虽同比少增 3.09 万亿元, 但仍为仅次于上年一季度的历史同期次高值, 反映出上半年实体经济融资需求较为旺盛。从结构来看, 人民币贷款是支撑上半年社融增长的主要原因, 企业、政府债券净融资和非标融资则是上半年新增社融的主要拖累项。货币供应方面, 上半年 M1 同比增速持续回落, M2 同比增速先降后升。二季度以来 M2-M1 剪刀差继续走阔, 主要是由于房地产销售降温、原材料价格上涨造成企业现金流压力使得 M1 增速下行所致。此外, 上半年财政存款同比多增 5015.00 亿元, 财政支出力度不及上年同期, 拖累了 M2

的增长。

上半年财政收入进度较快,支出节奏放缓。

上半年全国一般公共预算收入 11.71 万亿元,同比增长 21.80%,同比增速较高主要是去年同期收入基数较低和当前工业生产者价格上涨较快,同时反映了中国经济恢复取得明显成效;收入进度达到全年预算的 59.25%。上半年财政收入增速较快,从结构上看,全国税收收入 10.05 万亿元,同比增长 22.50%;非税收入 1.67 万亿元,同比增长 17.40%。其中,在经济逐步复苏的背景下,增值税和所得税等大税种实现高速增长,土地与房地产相关税收承压。支出方面,上半年全国一般公共预算支出 12.17 万亿元,同比增长 4.50%,支出进度仅为全年预算的 48.65%,支出进度较慢。上半年,全国政府性基金预算收入 3.91 万亿元,同比增长 24.10%。其中国有土地使用权出让收入 3.44 万亿元,同比增长 22.40%,土地出让金收入增速明显放缓;全国政府性基金预算支出 4.17 万亿元,同比下降 7.80%,主要是受专项债发行缓慢影响。

2021 年上半年就业形势总体不断改善,居民可支配收入恢复性增长。一季度受春节因素和部分地区散发疫情影响,各月调查失业率相对较高;二季度劳动力市场继续回暖,企业用工需求增加,城镇调查失业率连续下降至 6 月的 5.00%,低于上年同期 0.70 个百分点。上半年全国城镇调查失业率均值为 5.20%,低于 5.50%左右的政府预期目标。上半年,城镇居民人均可支配收入 24125 元,同比名义增长 11.4%,扣除价格因素,实际增长 10.7%,维持恢复性增长势头。

2. 宏观政策和经济前瞻

鉴于当前全球疫情仍在持续演变,外部环境更趋复杂严峻,国内经济恢复仍然不稳固、不均衡,未来宏观政策仍将维持稳定性、连续性、可持续性,保持经济运行在合理区间。积极的财政政策提升政策效能,兜牢基层“三保”

底线,合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度,推动今年底明年初形成实物工作量。稳健的货币政策要保持流动性合理充裕,助力中小企业和困难行业持续恢复。增强宏观政策自主性,保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。做好大宗商品保供稳价工作。

2021 年上半年中国经济稳定修复,工业生产、出口表现强势,局部性疫情对服务业影响仍然较大。德尔塔病毒加大了下半年经济增长的不确定性,但未来随着疫苗接种范围的扩大,疫情对经济的影响或将逐步减弱,前期表现较弱的消费和制造业投资有望发力,经济有望继续稳健增长,经济增长重心回归内需,但国内散点疫情的反复可能会对个别月份的经济数据带来扰动。

具体看,未来随着疫情防控的常态化,服务业及居民消费支出将继续修复,芯片短缺逐步缓解将推动汽车销售好转,消费有望持续温和复苏。固定资产投资仍处于修复过程中,受调控政策影响,下半年房地产投资增速大概率呈现下行趋势;受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降,基建投资未来扩张空间有限,预计基建投资保持低速增长;在信贷政策支持、产能利用率处于高位、效益不断改善等有利于制造业投资恢复的多方面因素的支撑下,制造业投资增速有望进一步加快,成为下半年固定资产投资增长的主要拉动因素。在上年下半年较高基数、海外疫情与需求扩张的不确定、替代效应减弱等因素影响下,下半年出口承压,同比增速或将放缓。

五、行业及区域经济环境

1. 进出口贸易

近年来,世界经济增速放缓,不确定因素增多,国内外风险挑战明显上升。2020 年,面对严峻复杂的国内外形势和新冠肺炎疫情冲击,中国政府采取了一系列稳定外贸发展的措施,2020 年全年外贸出口明显好于预期,外贸

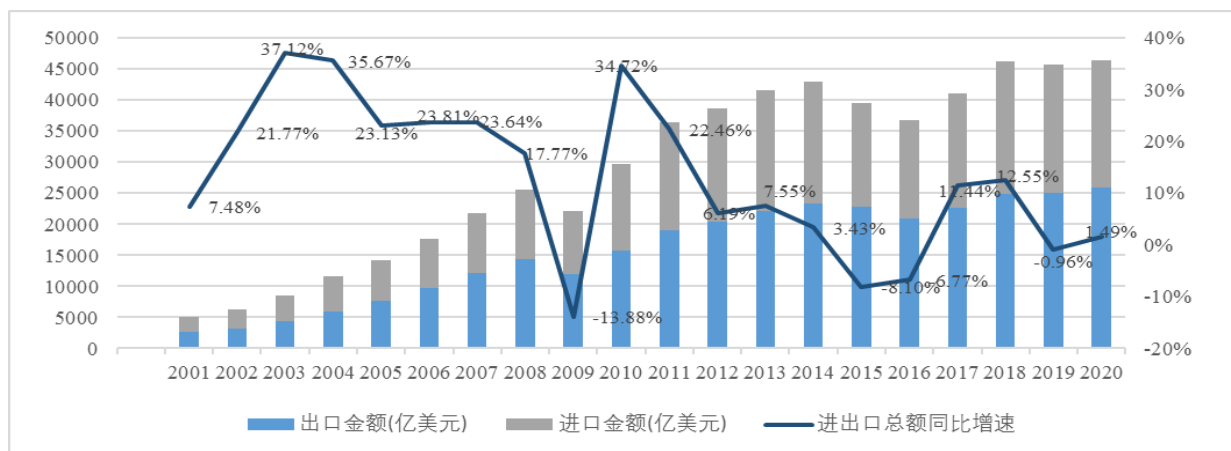
规模再创历史新高。

近年来，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求有所回暖。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。

2019年，在全球经贸风险和不确定性加剧的背景下，中国出台了一系列稳外贸、稳外资政策和减税降费政策，不断优化外贸结构和营商环境，企业创新挖潜多元化市场，外贸总体保持稳中提质势头，表明国内完善的工业门类 and 制造业基础为外贸发展提供了强有力支撑，全年实现外贸进出口总值31.54万亿元人民币，同比增长3.40%，全年进出口、出口、进口均创历史新高，但增速进一步下滑。2020年以来，新冠肺炎疫情相继在国内及全球爆发，对世界经济发展造成了冲击，贸易行业物流部分中断，

订单不能按期交付，境内外需求下降，采购及销售周期拉长，安全和维护成本上升。海关数据显示，2020年一、二季度，中国进出口增速分别为-6.5%和-0.2%，外贸发展面临较大困难。中国政府采取了一系列稳定外贸发展的措施，帮助企业克服困难，逐步打通国际运输通道，稳定供应链产业链。从三季度开始，中国外贸行业回暖。由于疫情影响，海外生产面临停滞，中国承担起了为全世界生产订单的重任。随着纺织市场的爆发，整个外贸行业形势高涨，数码电子产品、皮鞋、大型机械等订单也在持续增长。根据海关总署发布的数据，2020年，中国货物贸易进出口总值46462.57亿美元，同比增长1.49%。其中，出口25906.46亿美元，同比增长3.65%，创造了中国出口规模的新高；进口20556.12亿美元，同比下降1.10%；贸易顺差5350.34亿美元，同比增加27.06%。

图1 中国进出口贸易总值及增速



资料来源：Wind，联合资信整理

从贸易产品结构看，2020年，在对外贸易产品构成中，工业制品的份额进一步扩大，全年工业制品出口规模达24751.46亿美元，同比增长4.60%。工业制品的出口份额越来越大，但中国的出口依然是以基础制造产品为主，结构失衡的情况还比较突出。

从区域分布上看，美国依然是中国最大的单一贸易伙伴国，日本与韩国是中国第二和第三大贸易伙伴国。虽然中美贸易摩擦持续升级，

贸易保护主义抬头，但基于2019年末达成的贸易协议以及双方的经济结构，叠加疫情对美国经济的影响，2020年中美双边贸易保持较快增长；亚洲是中国对外贸易的最主要地区，全年贸易额达23865.60亿美元，同比增长0.80%，占中国对外贸易总额的51.40%；由于英国脱欧，中国与欧盟的贸易统计剔除了与英国的贸易数据，欧盟在中国的对外贸易中跌至第二位，中欧双边贸易总额（剔除英国数据）占中国对

外贸易的 13.90%；非洲和拉美地区的贸易依然没有明显增长。此外，中国对“一带一路”沿线国家进出口总额为 9.37 万亿元人民币，较 2019 年增长 1.00%，同比增速较上年下降 9.80%，略低于整体增速。

从外贸参与主体来看，2020 年，私营企业继续展现出极强的贸易活力，而国有企业在对外贸易中的占比进一步缩小。2020 年，中国进出口总额中，私营企业占 45.20%，较 2019 年提升了 4.10 个百分点，国有企业占 14.30%，份额较 2019 年下跌 2.60 个百分点，外商投资企业进出口总额同比下降 1.40%，占中国对外贸易份额的比重为 38.70%。

未来，贸易企业将由中间商向供应链管理
及综合服务商转型，服务链的延伸将成为行业
发展趋势。

中国正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。国务院办公厅公布《关于支持外贸稳定增长的若干意见》，落实工作取得积极成效，商务部、海关总署、人民银行等众多部门出台专项对外贸易政策，同时广东、江苏等 25 省、自治区、直辖市先后出台配套措施。这些政策使贸易便利化水平得以提升，不合理税费得到进一步清理，企业对外贸易成本下降，新型贸易业态发展加速。

随着行业竞争日益剧烈，贸易企业逐渐向供应链管理及综合服务商转型，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、管理水平高的行业企业将在提供综合服务方面更具优势。

2. 区域经济环境

江苏省优越的区域经济环境为公司发展提供了良好的基础。

公司地处江苏省张家港市。江苏省属于中国经济发达地区，根据江苏省统计局统计，2020

年实现地区生产总值 102719.0 亿元，比上年增长 3.7%。其中，第一产业增加值 4536.7 亿元，增长 1.7%；第二产业增加值 44226.4 亿元，增长 3.7%；第三产业增加值 53955.8 亿元，增长 3.8%。预计全省人均地区生产总值 12.2 万元，全员劳动生产率 21.6 万元/人。产业结构加快调整，全年三次产业增加值比例调整为 4.4：43.1：52.5，服务业增加值占 GDP 比重比上年提高 1.0 个百分点。经济活力增强，全年非公有制经济实现增加值 76936.5 亿元，占 GDP 比重达 74.9%，比上年提高 0.5 个百分点；私营个体经济增加值占 GDP 比重达 52.5%，民营经济增加值占 GDP 比重达 56.8%。年末工商部门登记的私营企业 333.4 万户，全年新登记私营企业 51.8 万户；年末个体户 855.6 万户，全年新登记个体户 207.7 万户。

江苏省是外贸大省，近年来进出口贸易规模基本保持稳定。据江苏省统计局统计，2020 年完成进出口总额 44500.5 亿元，比上年增长 2.6%。其中，出口 27444.3 亿元，增长 0.9%；进口 17056.2 亿元，增长 5.5%。从贸易方式看，一般贸易进出口总额 23774.0 亿元，增长 6.1%；占进出口总额比重达 53.4%，超过加工贸易 18.1 个百分点。从出口主体看，国有企业、外资企业、私营企业出口额分别下降 11.2%、下降 5.7% 和增长 13.6%。从出口产品看，机电、高新技术产品出口额分别增长 2.4%、2.8%。从出口市场看，对美国、欧盟、日本出口比上年分别下降 2.5%、下降 0.9% 和增长 0.1%，对印度、俄罗斯、东盟出口分别下降 14.8%、增长 5.9% 和增长 8.4%。对“一带一路”沿线国家出口保持增长，出口额 7393.4 亿元，增长 1.5%；占全省出口总额的比重为 26.9%。

国内贸易方面，2020 年实现社会消费品零售总额 37086.1 亿元，比上年下降 1.6%。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额下降 1.6%；农村消费品零售额下降 1.3%。按行业分，批发和零售业零售额下降 1.0%；住宿和餐饮业零售额下降 7.9%。全省限额以上社会消费品零

售总额比上年增长 0.3%。从消费品类值看，基本生活类消费增长平稳，部分消费升级类商品零售额增长较快。在限额以上企业商品零售额中，粮油食品类、服装鞋帽针纺织品类、日用品类商品零售额分别增长 13.3%、下降 2.5% 和增长 10.0%。以智能手机、平板电脑等为代表的通讯器材类商品零售额增长 6.2%；书报杂志类增长 1.6%。

六、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2021 年 6 月底，公司股本为 15.64 亿元，控股股东国泰贸易持股比例为 33.30%（质押股份占其所持有股票的 16.91%），为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

跟踪期内，公司专注于进出口贸易业务和化工新能源业务。进出口贸易方面，公司具备全产业链综合服务能力，并持续推进海外货源地建设，全球化采购实力较强。化工新能源业务方面，公司旗下子公司重视科技创新与研发，并作为主起草单位参与行业标准制定，竞争实力较强。

进出口贸易方面，公司主要出口的纺织服装类产品具备覆盖设计、打样、生产、储运、清关、保险、配送、金融服务的全产业链综合服务能力。营销渠道方面，公司与世界上 100 多个国家和地区建立了贸易合作关系，在香港、欧洲、美国、日本等地建立了良好的客户群体，初步形成可靠、畅通、高效的销售网络，拥有广泛的客户关系，信息灵通，熟悉外贸运作，了解国际市场环境及变化发展趋势。近年来，基于成本、进口国的关税优惠、客户需求和分散生产等因素，下属多家控股子公司通过自建、合作等方式在缅甸、柬埔寨、越南等地建立了服装货源基地，不断增强接单能力，逐步实现全球化采购，业务规模稳步扩张。随着公司国际化战略布局的推进落实，公司核心竞争力得

到提升。

化工新能源业务方面，控股子公司江苏瑞泰新能源材料股份有限公司（以下简称“瑞泰新材”）作为公司化工新材料和新能源业务的发展平台，主要从事锂离子电池材料以及硅烷偶联剂等化工新材料的研发、生产和销售。截至 2020 年底，公司已拥有发明专利 77 件、实用新型专利 6 件。2018 年 7 月，瑞泰新材下属张家港市国泰华荣化工新材料有限公司（以下简称“华荣化工”）作为主起草单位参与了锂离子电池用电解液产品和锂原电池用电解液的行业标准制定。此外，公司拟分拆瑞泰新材至深交所创业板上市，截至 2021 年 7 月底已获深交所受理，正处于有序推进中。

研发投入方面，公司重视科技创新，2020 年，公司化工业研发投入为 0.58 亿元，占公司化工产品收入的 3.20%。未来，随着在建及拟建锂电池电解液项目建成投产，公司产能有望持续增长，化工新材料、新能源业务规模有望进一步扩大。

3. 外部支持

公司是江苏省大型外贸企业之一。进出口业务方面，公司部分列入《鼓励进口的先进技术和产品目录》中的产品享有国家的进口补贴，由江苏省财政专款拨付。2020 年，公司确认政府补助²9780.94 万元。

4. 企业信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：91320000703675629U），截至 2021 年 8 月 30 日，公司本部无已结清和未结清的不良信贷记录。

² 采用公司年度报告中“计入当期损益的政府补助（与企业业务密切相关，按照国家统一标准定额或定量享受的政府补助除外）”金额列示。

七、管理分析

跟踪期内，公司在高级管理人员、法人治理结构、管理体制等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2020年，受新冠肺炎疫情影响，公司收入规模有所下降，但公司积极提升贸易业务质量效益，带动综合毛利率有所增长。2021年上半年，疫情恢复下，公司收入及利润均实现同比增长。

跟踪期内，公司主营业务未发生重大变化，仍主要从事纺织服装、农产品、机电产品等商品的进出口贸易业务，多元化经营化工新能源及其他业务，贸易业务在收入中的占比保持在90%左右，为公司核心业务板块。2020年，公司实现营业总收入301.38亿元（含利息收入0.37亿元），同比下降23.36%，主要系新冠肺

炎疫情影响下，贸易业务收入大幅下降所致。

分板块看，2020年，公司贸易业务实现收入282.28亿元，同比下降24.80%；化工业务受益于新能源政策的持续推动，收入保持稳定增长，2020年实现收入18.15亿元；公司其他业务收入规模很小，对业绩影响不大。

毛利率方面，2020年，公司综合毛利率为15.36%，同比增加3.50个百分点。2020年，公司贸易业务毛利率同比增加3.06个百分点，主要系公司优化供应链服务、调整产业结构、创新商业服务模式所致；公司化工业务毛利率同比增加6.31个百分点至32.14%，主要系新能源扶持政策落地、化工原材料及折旧成本降低所致。

2021年1-6月，公司实现营业总收入146.23亿元（含利息收入0.27亿元），同比增长16.38%；公司综合毛利率为14.41%，同比增加0.25个百分点。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018年			2019年			2020年			2021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
贸易	354.19	96.25	12.02	375.36	95.54	11.19	282.28	93.78	14.25	127.84	86.67	--
化工	12.73	3.46	24.06	16.87	4.29	25.83	18.15	6.03	32.14	17.75	13.07	--
其他	1.08	0.29	44.27	0.67	0.17	35.46	0.57	0.19	28.07	0.16	0.26	--
合计	368.00	100.00	12.53	392.90	100.00	11.86	301.01	100.00	15.36	145.96	100.00	14.41

注：公司贸易业务确认收入与贸易额差额较大，主要由于：1.代理进口业务以代理费计入收入，但全额计入海关统计的进出口贸易额；转口贸易业务全额计入收入，但不计入海关统计的进出口贸易额；2.公司进出口贸易在完成发货并开具发票、达到会计收入确认条件后即确认收入，但海关贸易额统计口径以通关为准，二者存在时间差，故按时间点统计数可能不一致

资料来源：公司提供

2. 贸易业务

2020年，受新冠肺炎疫情及中美贸易摩擦影响，公司进出口贸易收入规模下降，但进出口贸易毛利率增长。

公司贸易业务主要运营主体为下属江苏国泰力天实业有限公司、江苏国泰华盛实业有限公司等控股子公司。2020年公司贸易业务收入同比下降24.80%至282.28亿元，毛利率同比增加3.06个百分点，主要系公司优化供应链服务、调整产业结构、创新商业服务模式所致。

从业务结构来看，2020年，公司实现进出口贸易总额41.46亿美元，同比下降13.82%，主要源于出口贸易额减少。2020年，公司进口贸易额为4.83亿美元，同比下降12.97%，主要系公司调整产品结构，持续扩大肉及杂碎等消费品业务规模，同时减少纺织棉花等产品进口规模所致。

表5 公司进出口贸易额构成情况(单位:亿美元、%)

地区	2018年		2019年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
出口	43.53	90.95	42.56	88.46	36.63	88.35
进口	4.33	9.05	5.55	11.54	4.83	11.65
合计	47.86	100.00	48.11	100.00	41.46	100.00

注:以上采用海关进出口统计口径;部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异,系四舍五入造成

资料来源:公司提供

跟踪期内,公司为满足海外建设投资、原材料采购等美元结算需要,保留了一定的汇率敞口。

(1) 出口业务

公司出口业务以纺织服装类产品(服装、纱线和面料)为主,2020年,公司纺织服装类产品出口额为30.95亿美元,占出口贸易总额的84.49%。2020年,公司纺织服装类产品出口额较上年下降20.09%,主要系新冠肺炎疫情及中美贸易摩擦等外部环境冲击客户订单转移影响所致。

表6 公司出口产品主要构成情况(单位:亿美元)

商品种类	2018年	2019年	2020年
服装	30.19	29.44	23.25
纱线	6.73	5.89	4.11
面料	2.39	3.40	3.59
化工医药	1.87	1.52	2.20
其他(轻工、机电、家纺)	2.35	2.31	3.48
合计	43.53	42.56	36.63

注:以上采用海关进出口统计口径;化工医药出口额中包含海关统计的华荣化工的产品出口额,在收入确认时计入化工板块;其他产品包括家纺产品等

资料来源:公司提供

从区域分布来看,2020年,公司出口仍以亚洲、北美洲和欧洲为主,分别占出口贸易总额的比重为36.03%、39.12%和22.28%,向拉丁美洲、非洲和大洋洲地区出口较少。跟踪期内,公司为保证订单量而持续加大营销力度,考虑到公司对北美洲出口产品在出口额中占比高,中美贸易摩擦、汇率波动加剧以及新冠疫情爆发带来的外部需求短期下滑可能仍将对公司未来出口业务产生一定影响。

表7 公司出口区域分布情况(单位:亿美元)

区域	2018年	2019年	2020年
亚洲	13.49	13.45	13.20
北美洲	19.50	17.98	14.33
欧洲	9.09	9.93	8.16
拉丁美洲	0.99	0.78	0.63
非洲	0.26	0.23	0.17
大洋洲	0.20	0.19	0.14
合计	43.53	42.56	36.63

注:单项数加总与合计数有细微差异,系小数末尾四舍五入所致
资料来源:公司提供

(2) 进口业务

跟踪期内,公司进口模式未发生重大变化,2020年,公司进口贸易总额为4.83亿美元,较上年下降12.97%,主要系公司向有渠道的消费产品进口转变,扩大肉及杂碎和棉花等商品的进口量所致。

从产品类型来看,公司进口业务产品品种仍以消费品及纺织原材料为主,主要包括木薯及制品、肉及杂碎、纺织纱线及织物和棉花等多个类别,进口额随下游需求有所波动。

表8 公司进口产品构成情况(单位:亿美元)

商品种类	2018年	2019年	2020年
肉及杂碎	0.95	2.90	3.27
机电产品	0.50	0.12	0.03
纺织原料	0.70	0.50	0.19
木薯及制品	0.59	0.44	0.32
化工产品	0.13	--	--
纺织纱线及织物	0.28	0.25	0.09
植物油	0.24	0.14	0.17
棉花	0.46	0.92	0.53
轻工产品	0.11	0.14	0.20
其他	0.38	0.15	0.03
合计	4.33	5.55	4.83

注:以上采用海关进出口统计口径,且已剔除代理业务收入
资料来源:公司提供

从公司进口区域来看,2020年,公司进口区域以亚洲、拉丁美洲、大洋洲和欧洲为主,进口额占进口总额的比重分别为25.47%、

53.00%、5.80%和11.39%，北美洲和非洲进口额合计占进口总额的比重为4.35%。进口产品的区域选择主要受客户需求变动影响。

表9 公司进口区域分布情况(单位:亿美元)

区域	2018年	2019年	2020年
亚洲	1.93	1.60	1.23
拉丁美洲	0.62	1.63	2.56
大洋洲	0.79	1.19	0.28
欧洲	0.59	0.74	0.55
北美洲	0.40	0.28	0.19
非洲	0.00	0.12	0.02
合计	4.33	5.55	4.83

注: 单项数加总与合计数有细微差异, 系小数末尾四舍五入所致
资料来源: 公司提供

3. 化工业务

跟踪期内, 公司化工业务规模有所增长, 毛利率受新能源政策利好、原材料采购成本和锂电池电解液产品价格波动影响略有提升, 上下游行业集中度高, 原材料价格存在波动风险。

公司化工新能源业务主要由瑞泰新材下属子公司华荣化工和超威新材料运营。其中, 华荣化工主要生产锂离子电池电解液和硅烷偶联剂, 作为国内锂离子电池电解液行业的先入者, 在研发、生产、销售等方面保持现有优势, 锂离子电池电解液销量仍在国内和国际市场居于前列; 超威新材料主要业务包括电子化学品研发、生产, 具体包括锂离子电池电解质及添加剂以及特种氟化学品等领域。截至2020年底, 华荣化工资产总额21.67亿元, 所有者权益12.10亿元; 2020年, 华荣化工实现营业收入15.94亿元, 同比增长4.45%, 实现利润总额2.70亿元, 同比增长17.09%。

跟踪期内, 随着消费电子产品和新能源汽车的发展, 锂离子电池电解液行业得到快速发展, 2020年, 公司化工新能源业务实现收入18.15亿元, 同比增长9.55%。其中, 华荣化工实现营业收入15.94亿元, 同比增长4.46%; 超威新材料实现营业收入1.98亿元, 同比增长46.07%。2020年, 化工新能源业务毛利率为

32.14%, 同比增加6.31个百分点。

公司生产的锂电池电解液上游采购核心材料为六氟磷酸锂, 其价格变动对公司成本影响较大, 市场上供应商包括凯路化工、多氟多化工、如鲲新材料、石大胜华等。2020年, 公司化工新能源业务原材料的采购总额为12.46亿元, 同比增长5.25%; 公司化工新能源业务前五大供应商采购金额合计6.39亿元, 占化工新能源业务采购总额的比重为51.28%, 采购集中度高。

表10 2020年公司化工新能源业务前五大供应商情况(单位:亿元、%)

供应商名称	是否为关联方	产品名称	所属行业	采购金额	占采购总额比例
供应商A	否	锂盐/添加剂	化工	2.44	19.62
供应商B	否	溶剂	化工	1.76	14.15
供应商C	否	添加剂	化工	0.82	6.57
供应商D	否	锂盐	化工	0.74	5.95
供应商E	否	锂盐	化工	0.63	5.06
合计				6.39	51.34

注: 表中为不含税金额
资料来源: 公司提供

公司化工新能源业务下游主要客户包括LG、宁德时代等大型企业, 应用领域涵盖手机、笔记本电脑等通讯领域以及电动工具、电动自行车、新能源汽车等动力电池领域。2020年, 公司化工新能源业务下游前五大客户销售额占化工新能源业务销售总额的比重为78.04%, 销售集中度高。结算方式上未发生重大变化。

表11 2020年公司化工新能源业务前五大客户情况(单位:亿元、%)

客户名称	是否为关联方	产品名称	所属行业	销售金额	占销售总额比例
客户A	否	电解液	动力电池	7.23	39.83
客户B	否	电解液	动力电池	3.61	19.87
客户C	否	电解液	动力电池	2.85	15.71
客户D	否	电解液	动力电池	0.25	1.36
客户E	否	电解液	动力电池	0.23	1.27
合计				14.17	78.04

注: 表中为不含税金额
资料来源: 公司提供

产能方面，锂电池电解液为公司化工新能源业务的主要收入来源。近年公司进行厂房及生产线改造提升，在原有厂区增加6条生产线（总投入4200万元），锂离子电池电解液总设计产能已达70000吨/年，2020年产能利用率较低主要系增加产能年底入产（截至2020年底，实际产能最高39000吨/年），产能尚未释放所致。2020年，锂电池电解液销量较上年增长6.15%，销售均价较为稳定。

为配合战略客户的动力电池工程，公司以瑞泰新能源、华荣化工、超威新材为主体投资建设了4处配套锂电池电解液生产厂区，预计总投资12.34亿元，资金来源包括募集资金及自有资金。截至2020年底，累计完成投资3.64亿元，其中宁德华荣化工4万吨/年锂电池电解液项目已于2020年底完工，转入固定资产。

4. 经营效率

2020年，公司销售债权周转次数、存货周转次数、总资产周转次数分别为6.43次、9.77次和1.22次，公司经营效率较高，符合贸易型企业特点。

5. 在建工程

公司在建和拟建项目未来投资规模较大，资本支出压力大。

截至2021年6月底，公司主要在建项目计划总投资29.92亿元，已完成投资4.80亿元，其中自有资金计划投资总额为23.81亿元，预计尚需自有资金投入19.04亿元，公司在建项目未来自有资金投资规模较大，资本支出压力大。

表12 截至2021年6月底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预算数	期末余额	工程进度（%）	未来投资计划
Prusice4万吨/年锂离子动力电池电解液项目	4.70	2.38	51.13	2.32
国泰缅甸产业园项目	2.32	1.75	75.40	0.57
实验楼及环保设施提升工程	1.00	0.35	37.28	0.65
国泰创新设计中心	5.07	0.11	2.15	4.96
越南万泰国际有限公司纱线染整项目*	6.11	0.03	0.50	6.08
金融广场6、7楼装修	0.78	0.03	3.74	0.75
年产4000吨锂电池/超级电容器电解质新材料及5737.9吨化学原料（副产品）新建项目	4.86	0.02	0.43	4.84
8万吨/年锂离子动力电池电解液项目	3.13	0.02	0.61	3.11
波兰华荣4万吨/年锂电池电解液项目	1.85	0.03	1.56	1.82
缅甸制衣厂房维修	0.03	0.01	40.81	0.02
亿盛越南待安装设备	0.05	--	97.71	--
埃及工厂厂房建造	0.02	--	93.60	--
合计	29.92	4.80	--	25.12

注：1、波兰华荣4万吨/年锂离子动力电池电解液项目，由于当地法院撤销了监管部门前期出具的环境批文，目前无法继续推进实施。公司将继续寻找合适地块，在履行变更该募集资金投资项目实施地点程序后推进实施该项目；2、带*项目为可转债募集资金投入项目，其余为非自有资金投入。

资料来源：财务报告

国泰创新设计中心建设项目计划总投资13.68亿元，为办公楼项目，项目建成后入驻作为设计用楼，从而有效利用公司在纺织服装产业多年累积的资源投资布局，提高新产品的开发设计能力。项目位于上海市嘉定区江桥镇，

总投资13.68亿元，规划总用地面积为63365.80平方米，规划总建筑面积为177991.60平方米，建设期为2年（第1年投入70%，第2年投入30%），建设投资于建设期全部投入。预计投入运营后正常年营业收入18234.42万元，包括办

公用房出租收入和地下建筑出租收入，利润总额为 12682.43 万元。项目资金来源主要为 2017 年国泰股份定增募集资金³12.60 亿元，不足部分由自有资金补足。截至 2021 年 6 月底，拟实施新项目的土地使用权已由建设主体为上海漫越国际贸易有限公司（项目建设主体、间接全资子公司，以下简称“上海漫越公司”）竞拍成功，土地价款（不含契税及土地使用税）为 83500.00 万元，已支付完毕。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 年合并财务报告，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2021 年上半年财务报表未经审计。

从公司财务报表合并范围看，2020 年底，公司合并范围较 2019 年底新增增加 24 家，清算子公司 7 家。截至 2021 年 6 月底，公司合并范围较 2020 年底新设立纳入合并范围子公司 17 家，处置及清算子公司 9 家，合并范围内子公司共 201 家。公司合并范围调整涉及的子公司规模较小，公司财务数据可比性较强。

截至 2020 年底，公司（合并）资产总额为 258.97 亿元，所有者权益合计为 122.53 亿元（含少数股东权益 30.18 亿元）。2020 年，公司实现营业收入 301.38 亿元，利润总额 19.55 亿元。

截至 2021 年 6 月底，公司（合并）资产总额为 241.06 亿元，所有者权益合计为 118.77 亿元（含少数股东权益 26.64 亿元）。2021 年 1—6 月，公司实现营业收入 146.23 亿元，利润总额 7.11 亿元。

2. 资产质量

截至 2020 年底，公司资产规模有所增长，以流动资产为主，现金类资产充裕，受限资产占比低，公司整体资产质量及流动性良好。2021 年 6 月底，公司资产规模有所下降，主要系以自有资金偿还有息债务及经营性负债所致。

截至 2020 年底，公司资产总额为 258.97 亿元，较 2019 年底增长 10.09%。截至 2020 年底，公司资产总额中流动资产占 80.88%，非流动资产占 19.12%。公司资产以流动资产为主。

截至 2020 年底，公司流动资产为 209.46 亿元，较 2019 年底增长 5.97%，主要为货币资金增长。截至 2020 年底，公司流动资产主要由货币资金 95.49 亿元（占 45.59%）、交易性金融资产 37.76 亿元（占 18.03%）、应收账款 43.00 亿元（占 20.53%）和存货 15.55 亿元（占 7.43%）构成。

截至 2020 年底，公司货币资金为 95.49 亿元，较 2019 年底增长 93.45%，主要系子公司应付账款年末暂留账户，延长付款周期所致。货币资金主要由银行存款（占 89.85%）和其他货币资金（占 9.91%）构成，其中受限资金 10.95 亿元，受限比例为 11.47%，主要为保证金。

截至 2020 年底，公司交易性金融资产为 37.76 亿元，较 2019 年底下降 30.13%，其中银行理财产品余额为 36.43 亿元，为公司购买的各类保本型金融机构理财产品，购买资金来源为自有资金和募集资金。公司所持理财产品余额较大，主要系前次发行股份购买资产并募集配套资金后，根据募集资金的实际使用进度及使用情况，对暂时闲置的募集资金进行了现金管理所致。

截至 2020 年底，公司应收账款为 43.00 亿元，较 2019 年底增长 2.58%。应收账款账面余额中按账龄分析法计提坏账准备的应收账款中，账龄以 1 年以内为主（占 98.55%），累计计提坏账 2.24 亿元，计提比例 5.00%；应收账款前五大欠款方合计金额为 8.73 亿元，占比为 18.62%，集中度一般。

³ 2017 年 1 月到位的该笔募集资金原计划用于国泰东南亚纺织服装产业基地项目及国泰中非纺织服装产业基地项目，后因项目实施条件变化而中止，募集资金长期未投入使用。根据 2020 年 7 月公告的《关于拟变更募集资金用途实施国泰创新设计中心建设项目的公告》，公司已履行募集资金用途变更相关审批及披露程序。

截至 2020 年底，公司存货为 15.55 亿元，较 2019 年底下降 57.51%，主要系子公司江苏国泰华博进出口有限公司（以下简称“国泰华博”）为控制经营风险减少资金占用，经营模式变为代理为主自营为辅，自有库存大幅下降所致。存货账面余额主要由库存商品和原材料构成，累计计提跌价准备 0.37 亿元。

截至 2020 年底，公司非流动资产为 49.51 亿元，较上年底增长 31.79%，主要系无形资产增加所致。截至 2020 年底，公司非流动资产主要由长期股权投资（占 6.83%）、投资性房地产（占 13.63%）、固定资产（合计）（占 42.45%）和无形资产（占 20.55%）构成。

截至 2020 年底，公司长期股权投资为 3.38 亿元，较 2019 年底增长 2.19%，主要系公司权益法下确认的投资收益增加所致。

截至 2020 年底，公司投资性房地产为 6.75 亿元，较 2019 年底增长 24.32%，主要系公司购入母公司投资性房地产，重新入账增加 1.34 亿元所致。投资性房地产全部为房屋、建筑物及土地使用权，累计计提折旧和摊销 1.79 亿元，累计计提减值准备 0.43 亿元。

截至 2020 年底，公司固定资产（合计）为 21.02 亿元，较 2019 年底增长 11.64%。固定资产主要由房屋及建筑物和机器设备构成，累计计提折旧 9.80 亿元，未计提减值准备。

截至 2020 年底，公司在建工程（合计）为 3.14 亿元，较 2019 年底增长 7.07%，主要系增加 Prusice 4 万吨/年锂离子动力电池电解液项目 1.32 亿元投入所致。

截至 2020 年底，公司无形资产为 10.17 亿元，较 2019 年底增长 405.76%，主要为子公司上海漫越公司建设国泰创新设计中心取得土地使用权增加 8.35 亿元。

截至 2020 年底，公司受限资产合计为 14.60 亿元，在资产总额中占比为 5.64%，主要为货币资金受限 10.95 亿元，以及应收款项融资 2.66 亿元，受限比例低。

截至 2021 年 6 月底，公司资产总额为 241.06 亿元，较 2020 年底下降 6.92%，主要系以自有资金偿还有息债务及经营性负债所致。截至 2021 年 6 月底，公司资产总额中流动资产占 78.46%，非流动资产占 21.54%。公司资产以流动资产为主。

3. 所有者权益及负债

截至 2020 年底，随着未分配利润积累，公司所有者权益有所增长，但未分配利润和少数股东权益占比较高，所有者权益结构稳定性弱；公司有息债务规模有所增长，债务负担处于适宜水平。考虑到公司 2021 年 7 月 7 日成功发行可转债，预计债务负担有所上升。

（1）所有者权益

截至 2020 年底，公司所有者权益为 122.53 亿元，较 2020 年底增长 9.43%，主要系未分配利润增长所致。截至 2020 年底，公司归属于母公司权益合计中实收资本占 16.93%、资本公积占 36.97%、盈余公积占 4.65%、未分配利润占 41.65%；所有者权益中归属于母公司所有者权益占 75.37%，少数股东权益占 24.63%。

截至 2021 年 6 月底，公司所有者权益为 118.77 亿元，较 2020 年底下降 3.07%，主要系少数股东权益下降 3.54 亿元，结构较上年底变动不大。

（2）负债

截至 2020 年底，公司负债总额 136.44 亿元，较上年底增长 10.70%，主要系经营性负债及长期借款增加所致。其中，流动负债占 91.17%，非流动负债占 8.83%。公司负债以流动负债为主。

截至 2020 年底，公司流动负债为 124.39 亿元，较 2019 年底增长 8.60%。公司流动负债主要由短期借款（占 10.41%）、应付票据（占 27.23%）、应付账款（占 40.57%）和其他应付款（占 4.59%）构成。

截至 2020 年底，公司短期借款为 12.95 亿元，较 2019 年底下降 44.30%。短期借款由信

用借款（占 81.24%）和押汇借款（占 18.76%）构成。

截至 2020 年底，公司应付票据为 33.87 亿元，较 2019 年底增长 36.23%，全部为银行承兑汇票，主要系国泰华博自营模式转代理导致合同负债增加及银行承兑汇票为主的结算方式增加所致。

截至 2020 年底，公司应付账款为 50.47 亿元，较 2019 年底增长 21.36%，主要系年底延长付款周期所致。公司无账龄超过 1 年的重要应付账款。

截至 2020 年底，公司预收款项为 0.01 亿元，较 2019 年底下降 99.93%，主要系将部分与合同相关的预收款项重分类至合同负债 4.37 亿元所致，为预收商品销售款。

截至 2020 年底，公司其他应付款 5.70 亿元，较 2019 年底下降 17.12%，主要为往来款 4.64 亿元。

截至 2020 年底，公司非流动负债为 12.04 亿元，较 2019 年底增长 38.27%，主要系长期借款增长所致。截至 2020 年底，公司非流动负债主要由长期借款（占 91.83%）和递延收益（占 6.28%）构成。

截至 2020 年底，公司长期借款为 11.06 亿元，较上年底增加 3.24 亿元，主要为信用借款增加。

截至 2020 年底，公司短期债务为 50.93 亿元，较 2019 年底增长 5.62%；长期债务为 11.06 亿元，较 2019 年底大幅增长，主要是新增长期借款所致。截至 2020 年底，公司全部债务为 61.98 亿元，较 2019 年底增长 10.61%。截至 2020 年底，公司短期债务占 82.16%，长期债务占 17.84%，与资产结构较为匹配。截至 2020 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 52.68%、33.59% 和 8.28%，较上年底分别增加 0.29 个百分点、0.24 个百分点和 1.75 个百分点。

截至 2021 年 6 月底，公司负债总额为 122.29 亿元，较 2020 年底下降 10.37%，主要

为有息债务的减少。截至 2021 年 6 月底，公司负债总额中流动负债占 91.34%，非流动负债占 8.66%。公司负债仍以流动负债为主。

截至 2021 年 6 月底，公司短期债务为 46.05 亿元，较 2020 年底下降 9.57%；长期债务为 9.55 亿元，较 2020 年底下降 13.65%。截至 2021 年 6 月底，公司全部债务为 55.60 亿元，较 2020 年底下降 10.30%。截至 2021 年 6 月底，公司短期债务占 82.83%，长期债务占 17.17%。截至 2021 年 6 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 50.73%、31.89% 和 7.44%，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比比较 2020 年底分别下降 1.95 个百分点、1.71 个百分点和 0.84 个百分点。

表 13 截至本报告出具日公司存续债务融资工具情况
(单位: 亿元)

债券简称	到期日	债券余额
国泰转债	2027/07/07	45.57

资料来源: Wind

4. 盈利能力

跟踪期内，受新冠肺炎疫情影响，公司营业收入规模下降，但利润总额同比有所增长，且主要来自经营性利润，整体盈利能力保持良好水平。

2020 年，公司实现营业总收入 301.38 亿元，同比下降 23.36%，主要系新冠肺炎疫情影响下纺织服装贸易收入大幅下降所致。2020 年，公司发生营业成本 254.76 亿元，同比下降 26.43%，与营业总收入降幅相当。2020 年，公司营业利润率为 15.28%，同比增加 3.49 个百分点，主要系公司调整产品结构、创新商业服务模式，效益提高所致。

2020 年，公司期间费用为 31.12 亿元，同比增长 3.54%。从构成看，公司销售费用为 18.29 亿元，同比下降 8.63%；管理费用为 7.96 亿元，同比下降 7.59%；财务费用为 4.29 亿元，同比增长 501.07%，主要系汇兑损失大幅增加所致。

2020年，公司费用收入比为10.33%，同比增加2.68个百分点。汇率波动对公司利润有一定影响。

非经营性损益方面，2020年，公司资产减值损失为0.53亿元，主要系存货跌价损失；投资收益4.40亿元，同比增长99.58%，主要为处置长期股权投资产生的投资收益和债权投资取得的利息收入增加所致；公司营业外收入规模较小，2020年为0.19亿元。公司利润对非经常性损益依赖程度较小，2020年，公司利润总额为19.55亿元，同比增长3.00%，构成以经营性利润为主。

从盈利指标看，2020年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为8.68%和12.12%，同比分别减少0.67个百分点和0.80个百分点。

2021年1—6月，公司实现营业总收入146.23亿元，同比增长16.38%；营业成本为124.92亿元，同比增长15.96%，与营业总收入变动幅度相当；利润总额为7.11亿元，同比增长4.10%。

5. 现金流分析

2020年，受票据结算增加及延长付款周期影响，公司经营活动净现金流规模同比大幅提升。考虑到在建及拟建项目自有资金投入较大，未来存在一定的资金需求。

经营活动方面，2020年，公司经营活动现金流入量为331.79亿元，同比下降25.18%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为307.15亿元，同比下降25.29%；收到其他与经营活动有关现金为1.87亿元，规模小。2020年，公司经营活动现金流出为288.49亿元，同比下降31.69%，其中购买商品、接受劳务收到的现金为253.34亿元，同比下降33.07%；支付给职工以及为职工支付的薪酬为22.15亿元，同比下降14.26%；支付其他与经营活动有关的现金为8.57亿元。2020年，公司经营活动产生的现金流量净额为43.30亿元，同比增长104.94%，主要系公司增加票据支付，延长付款周期所致。

从收入实现质量来看，2020年公司现金收入比为101.91%，同比下降2.62个百分点。公司现金收入质量较好。

投资活动方面，2020年，公司投资活动现金流入为301.63亿元，同比增长90.79%。其中，收回投资收到的现金为292.41亿元；收到其他与投资活动有关的现金5.49亿元，主要为收到张家港市国泰景云房地产置业有限公司还款5.47亿元。2020年，公司投资活动现金流出为291.52亿元，同比增长59.40%。其中，购建固定资产、无形资产等支付的现金为15.13亿元；投资支付的现金为276.37亿元。2020年，公司投资活动产生的现金净流量由净流出转为净流入10.11亿元，主要系公司加大票据付款后短期盈余资金增加，购买短期保本结构性存款赚取利差所致。

2020年，公司筹资活动现金流入为51.52亿元，同比下降37.66%，以取得借款收到的现金为48.09亿元为主。2020年，公司筹资活动现金流出为57.53亿元，同比下降23.55%，主要为偿还债务支付的现金47.47亿元。2020年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-6.01亿元，同比由净流入转为净流出，主要系押汇借款下降所致。

2021年1—6月，公司经营活动现金流入为163.66亿元，经营活动现金净流量为-21.36亿元；投资活动现金净流量为2.04亿元；筹资活动现金净流量为-6.93亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司各项偿债指标良好，直接及间接融资渠道畅通，现金类资产充裕，金融资产变现能力强，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债指标看，截至2020年底，公司流动比率为168.38%，较上年底下降4.18个百分点。截至2020年底，公司速动比率为155.88%，较上年底增加15.28个百分点。2020年，公司经营性现金流动负债比率为34.81%，同比增加16.36个百分点。截至2020年底，公

司现金类资产（剔除使用受限货币资金）为 122.82 亿元，为短期债务的 2.63 倍。公司现金类资产充裕，理财产品流动性强，短期偿债能力很强。

从长期偿债指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 23.87 亿元，同比增长 3.69%；EBITDA 利息倍数为 20.24 倍，全部债务/EBITDA 倍数为 2.60 倍，公司长期偿债能力很强。

截至 2021 年 6 月底，公司无对外担保。

公司与各家银行保持着良好的合作关系，截至 2021 年 6 月底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为 138.40 亿元，其中尚未使用的额度为 85.83 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司为上市公司，具备直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

公司本部作为控股平台，资产主要为对子公司的长期股权投资和现金类资产，债务负担较轻，权益结构稳定性较好。公司本部收入规模很小，利润主要来源于对子公司的投资收益，经营活动现金流量规模小。

截至 2020 年底，公司本部资产总额为 103.94 亿元，其中流动资产为 27.47 亿元，非流动资产为 76.47 亿元。流动资产主要由现金类资产 27.33 亿元和其他应收款 0.12 亿元构成；非流动资产主要为长期股权投资（73.81 亿元）。

截至 2020 年底，公司本部负债合计为 25.95 亿元，其中全部债务为 25.53 亿元，经营负债为 0.42 亿元；公司本部所有者权益为 77.98 亿元，实收资本为 15.64 亿元，资本公积为 53.67 亿元；全部债务包括长期债务 11.01 亿元，短期债务 14.52 亿元。截至 2020 年底，公司本部资产负债率为 24.97%，全部债务资本化比率为 24.67%，长期债务资本化比率为 12.37%。

2020 年，公司本部营业收入为 0.11 亿元，营业成本为 0.08 亿元，期间费用为 0.72 亿元；投资收益为 3.93 亿元；利润总额为 3.08 亿元。

2020 年，公司本部经营活动现金流入为 0.79 亿元，经营活动现金流出为 0.44 亿元，经

营活动现金流净额为 0.35 亿元。投资活动现金流净额为 3.10 亿元。筹资活动现金流入为 30.45 亿元，筹资活动现金流出为 27.58 亿元，筹资活动现金流净额为 2.87 亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值的保障能力很强。“国泰转债”存在转股可能性，有望进一步提升公司债券偿还能力。

截至本报告出具日，公司本部本年度无剩余到期债券；本部应付债券余额 45.57 亿元，未来待偿债券本金峰值为 45.57 亿元。2020 年，公司经营活动现金流入量为 331.79 亿元，为未来待偿债券本金峰值的 7.28 倍；经营活动现金流量净额为 43.30 亿元，为未来待偿债券本金峰值的 0.95 倍；EBITDA 是未来待偿债券本金峰值的 0.52 倍，公司经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值的保障程度高。

“国泰转债”设置了转股价格特别向下修正条款，若在转股期间完成转股，则公司资本实力有望增强，财务杠杆有望降低，债券偿还能力有望增强。截至本报告出具日，转股价格为 9.02 元/股。

表 14 截至本报告出具日公司存续债券保障情况
(单位: 亿元、倍)

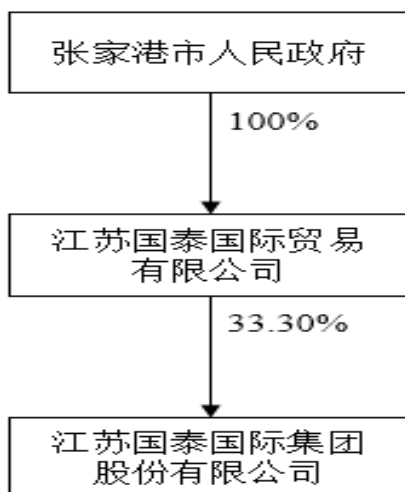
项目	2020 年
本年度剩余到期债券金额	0.00
未来待偿债券本金峰值	45.57
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	7.28
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.95
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.52

注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用最新一期财务数据（2021 年 6 月底），未剔除受限资金；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用上年度数据
资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

十一、结论

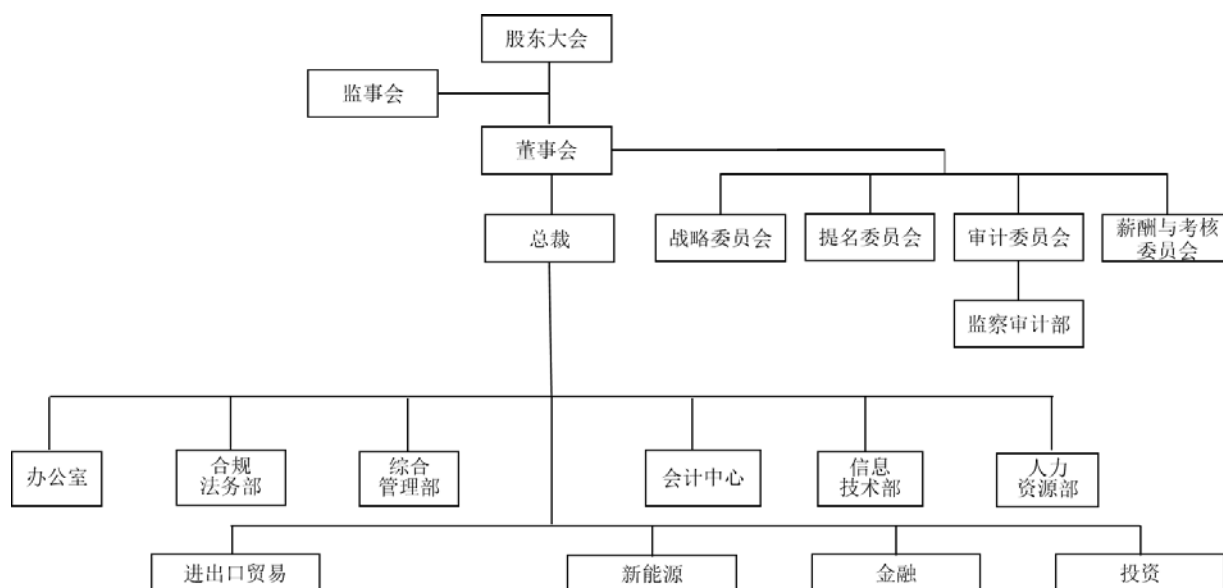
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“国泰转债”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 6 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 6 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	40.44	94.86	122.82	108.18
资产总额(亿元)	216.11	235.23	258.97	231.68
所有者权益(亿元)	101.44	111.97	122.53	121.59
短期债务(亿元)	47.39	48.22	50.93	45.31
长期债务(亿元)	0.20	7.82	11.06	5.04
全部债务(亿元)	47.59	56.04	61.98	50.35
营业总收入(亿元)	368.60	393.26	301.38	62.65
利润总额(亿元)	21.46	18.98	19.55	2.97
EBITDA(亿元)	24.84	23.02	23.87	--
经营性净现金流(亿元)	17.30	21.13	43.30	-13.01
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.09	7.75	6.43	--
存货周转次数(次)	15.32	11.12	9.77	--
总资产周转次数(次)	1.83	1.74	1.22	--
现金收入比(%)	112.00	104.54	101.91	103.05
营业利润率(%)	12.52	11.79	15.28	14.40
总资本收益率(%)	11.93	9.35	8.68	--
净资产收益率(%)	16.44	12.91	12.12	--
长期债务资本化比率(%)	0.20	6.53	8.28	7.44
全部债务资本化比率(%)	31.93	33.35	33.59	31.89
资产负债率(%)	53.06	52.40	52.68	50.73
流动比率(%)	153.34	172.56	168.38	169.33
速动比率(%)	130.62	140.60	155.88	149.08
经营现金流动负债比(%)	15.30	18.45	34.81	--
现金短期债务比(倍)	1.02	2.14	2.63	2.13
EBITDA 利息倍数(倍)	22.40	18.35	20.24	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.92	2.43	2.60	--

注：2021 年上半年财务数据未经审计；2018—2020 年底现金类资产中已剔除使用受限的货币资金

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	1.61	37.05	27.33	21.80
资产总额(亿元)	82.91	97.00	103.94	102.53
所有者权益(亿元)	78.43	77.99	77.98	77.68
短期债务(亿元)	4.00	14.52	14.52	15.01
长期债务(亿元)	0.00	4.00	11.01	9.51
全部债务(亿元)	4.00	18.52	25.53	24.52
营业总收入(亿元)	0.16	0.10	0.11	0.10
利润总额(亿元)	3.37	2.81	3.08	3.64
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	1.43	-0.18	0.35	0.00
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.34	13.40	3.49	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	--	--	--	--
现金收入比(%)	643.71	209.77	160.96	181.73
营业利润率(%)	19.59	-7.88	-2.17	46.86
总资本收益率(%)	-	-	-	-
净资产收益率(%)	4.21	3.42	3.99	--
长期债务资本化比率(%)	0.00	4.88	12.37	10.90
全部债务资本化比率(%)	4.85	19.19	24.67	23.99
资产负债率(%)	5.40	19.60	24.97	24.24
流动比率(%)	516.27	250.12	183.94	143.06
速动比率(%)	516.27	250.12	183.94	143.06
经营现金流动负债比(%)	32.02	-1.19	2.36	--
现金短期债务比(倍)	0.40	2.55	1.88	1.45
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2021 年上半年财务数据未经审计

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

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

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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。