信用评级公告

联合〔2021〕3954 号

联合资信评估股份有限公司通过对东方国际创业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，确定维持东方国际创业股份有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“19 东创 EB”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：

二〇二一年六月十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

东方国际创业股份有限公司
公开发行可交换公司债券 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
东方国际创业股份有限公司	AA	稳定	AA	稳定
19 东创 EB	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	到期日
19 东创 EB	1.50 亿元	1.40 亿元	2022/03/26
担保方式	股票质押		
质押股票	7000 万股华安证券股份有限公司股票		

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 6 月 10 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
贸易企业信用评级方法	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
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	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	3
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	3
			现金流量	3
		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

东方国际创业股份有限公司（以下简称“公司”）是一家以货物贸易、现代物流和大健康产业为主营业务的大型国有控股上市公司。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其在行业地位、贸易业务规模、股东背景等方面具有竞争优势。

跟踪期内，公司通过资产置换并发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金的方式完成重大资产重组，置出亏损资产，聚焦贸易及现代物流产业，业务规模大幅增长，资本实力有效提升。公司货币资金较为充足，整体债务负担适宜。同时联合资信也关注到，进出口行业受贸易摩擦和新冠肺炎疫情影响较大，行业发展外部环境严峻，公司毛利率处于较低水平，以及面临汇率波动风险等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

“19 东创 EB”为有担保债券，公司将其拥有的 7000 万股华安证券 A 股股票进行质押，用于为“19 东创 EB”债券本息偿付和投资者换股提供担保。截至 2020 年底，“19 东创 EB”累计换股 116.94 万股，尚未交换 6883.06 万股，以 2021 年 6 月 1 日前 20 个交易日收盘均价（6.19 元/股）测算，尚未交换的标的股票市值对“19 东创 EB”债券余额的覆盖程度较高。

未来，公司将进一步聚焦贸易及现代物流产业，提升在货物贸易、现代物流和大健康产业方面的核心竞争力。

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“19 东创 EB”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

分析师：黄冠嘉
杨晓丽
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. **行业地位突出，营业收入保持增长。**公司为东方国际（集团）有限公司控股的国有上市公司，是中国主要的纺织服装出口商之一，从事外贸行业多年，拥有丰富的行业经验，2020 年在宏观经济增速放缓、中美贸易摩擦及新冠肺炎疫情等不利因素下，公司仍实现了营业收入规模的增长。
2. **公司完成重大资产重组，进一步聚焦贸易和物流主业，业务规模和资本实力得以有效提升。**2020 年，公司通过资产置换、发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金的方式完成重大资产重组，置入贸易和物流企业 5 家，同时募集资金净额 12.40 亿元，公司贸易规模大幅增长，资本实力有效提升。
3. **公司货币资金较为充足，债务负担适宜。**截至 2021 年 3 月底，公司货币资金 41.98 亿元，全部债务 14.66 亿元，全部债务资本化比率为 17.24%。

关注

1. **国内宏观经济增速放缓、贸易摩擦叠加新冠肺炎疫情蔓延对贸易行业产生不利影响。**2020 年国际贸易摩擦仍然存在，加之新冠肺炎疫情影响，全球经济面临较大下行压力，可能对公司经营产生一定不利影响。
2. **公司盈利能力有待提高。**公司营业收入主要来源于贸易业务，2020 年公司综合毛利率 3.55%，净资产收益率为 4.63%，均处于较低水平。
3. **美元结算存在一定汇率波动风险。**公司自营进出口业务主要以美元结算，汇率波动将直接影响进口成本及出口商品的收入，公司仍面临汇率波动风险。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	26.16	42.17	58.23	46.99
资产总额(亿元)	80.87	161.18	170.83	177.25
所有者权益(亿元)	40.12	59.20	72.32	70.36
短期债务(亿元)	3.35	8.75	10.89	12.04
长期债务(亿元)	0.86	1.92	2.59	2.62
全部债务(亿元)	4.21	10.67	13.47	14.66
营业收入(亿元)	167.44	388.82	394.09	108.72
利润总额(亿元)	2.49	3.39	4.41	1.02
EBITDA(亿元)	3.58	4.87	5.94	--
经营性净现金流(亿元)	0.24	6.55	0.63	-6.31
营业利润率(%)	5.52	4.73	3.47	2.99
净资产收益率(%)	4.88	4.42	4.63	--
资产负债率(%)	50.39	63.27	57.67	60.31
全部债务资本化比率(%)	9.49	15.27	15.71	17.24
流动比率(%)	141.71	127.12	143.37	138.76
经营现金流动负债比(%)	0.64	6.85	0.69	--
现金短期债务比（倍）	7.81	4.82	5.35	3.90
EBITDA 利息倍数(倍)	20.64	20.67	18.00	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.18	2.19	2.27	--
公司本部（母公司）				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额(亿元)	41.39	47.41	72.64	69.64
所有者权益(亿元)	33.62	38.43	63.84	61.12
全部债务(亿元)	1.60	1.37	1.33	1.35
营业收入(亿元)	19.14	19.49	18.73	5.41
利润总额(亿元)	0.39	0.27	1.63	0.03
资产负债率(%)	18.77	18.94	12.11	12.24
全部债务资本化比率(%)	4.54	3.44	2.04	2.15
流动比率(%)	176.70	300.88	557.32	459.21
经营现金流动负债比(%)	2.07	-0.27	0.27	--

注：2018 年数据采用 2019 年审计报告年初数；2019 年数据采用 2020 年审计报告年初数；2021 年 1—3 月财务报表未经审计

资料来源：公司提供，公司审计报告和财务报表，联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 东创 EB	AA	AA	稳定	2020-06-05	蒲雅修 高佳悦	贸易企业信用评级方法（V3.0.201907） 贸易企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读原文
19 东创 EB	AA	AA	稳定	2019-03-06	罗星驰 曹梦茹	贸易行业企业评级方法（2018）	阅读原文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由东方国际创业股份有限公司（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；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

东方国际创业股份有限公司
公开发行可交换公司债券 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”）关于东方国际创业股份有限公司（以下简称“东方创业”或“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

东方创业是成立于1998年，经上海市人民政府沪府体改审〔1998〕072号《上海市人民政府关于同意设立东方国际创业股份有限公司的批复》批准，由东方国际（集团）有限公司（以下简称“东方国际集团”）、东方国际集团上海市丝绸进出口有限公司、东方国际集团上海市纺织品进出口有公司、东方国际集团上海市针织品进出口有限公司、东方国际集团上海市家用纺织品进出口有限公司和东方国际集团上海市对外贸易有限公司（以下简称“贸易公司”）共同出资发起设立的股份有限公司，公司设立时股本总额为24000.00万元。

2000年6月13日，经中国证监会证监发行字〔2000〕73号文《关于核准东方国际创业股份有限公司公开发行股票的通知》核准，公司向社会公开发行人民币普通股8000万股，每股发行价格6.25元，发行后注册资本增加至32000万元，在上海证券交易所挂牌上市（股票简称“东方创业”，股票代码“600278.SH”）。后经非公开发行股票、增资扩股等，截至2021年3月底，公司总股本86845.94万股，东方国际集团为公司控股股东，直接持股数量占总股本比例为49.35%，无质押或冻结；公司实际控制人为上海市国有资产监督管理委员会。公司股权结构详见附件1-1。

截至 2020 年底，公司（合并）资产总额 170.83 亿元，所有者权益合计 72.32 亿元（含少数股东权益 2.88 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 394.09 亿元，利润总额 4.41 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司（合并）资产总额 177.25 亿元，所有者权益合计 70.36 亿元（含少数股东权益 3.06 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 108.72 亿元，利润总额 1.02 亿元。

公司注册地址：中国（上海）自由贸易试验区张杨路 707 号 2221 室；法定代表人：朱继东。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 3 月底，公司存续债券为“19 东创 EB”，募集资金均已按计划使用完毕，并在跟踪期内正常付息。

“19 东创 EB”为有担保债券，公司将其合法拥有的 7000 万股华安证券 A 股股票进行质押，用于为“19 东创 EB”债券本息偿付和投资者换股提供担保，并于 2019 年 3 月 20 日取得中国证券登记结算有限责任公司办结凭据。本次担保期限自 2019 年 3 月 19 日起至公司与债券受托管理人安信证券股份有限公司（以下简称“安信证券”）办理解除担保登记手续之日止。“19 东创 EB”初始换股价格为 8.63 元/股，自 2019 年 7 月 7 日起调整为 8.47 元/股，换股期为 2020 年 3 月 27 日至 2022 年 3 月 26 日止。截至 2021 年 3 月底，“19 东创 EB”累计换股 116.94 万股，债券余额为 1.40 亿元。

表 1　截至 2021 年 3 月底公司存续债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
19 东创 EB	1.50	1.40	2019/03/26	3 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济与政策环境分析

1.宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，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，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年中国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%，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 年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021年一季度，中国国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%～6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表2　2017－2021年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，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

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资

产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心CPI累计同比增速均为0，较上年同期分别回落4.9和1.30个百分点，处于低位。2021年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动PPI持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至2021年一季度末，社融存量同比增速为12.30%，较上年末下降1个百分点，信用扩张放缓；2021年一季度新增社融10.24万亿元，虽同比少增0.84万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至2021年一季度末，M2余额227.65万亿元，同比增长9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期M1余额61.61万亿元，同比增长7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较2019年同期有所收窄。2021年一季度一般公共预算收入5.71万亿元，同比增长24.20%，是2020年以来季度数据首次转正。其中税收收入4.87万亿元，占一般公共预算收入的85.31%，同比增长24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出5.87万亿元，同比增长6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创2016年以来同期最高增速。2021年一季度一般公共预算收支缺口为1588.00亿元，缺口较2020年和2019年同期值有所收窄，可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度全国政府性基金收入1.86万亿元，同比增长47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出1.73万亿元，同比减少12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021年1－3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1－2月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而3月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021年一季度，全国居民人均可支配收入9730.00元，扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2.宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要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。保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计2021年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业分析

公司主营业务涉及贸易、物流等行业。

1．贸易行业

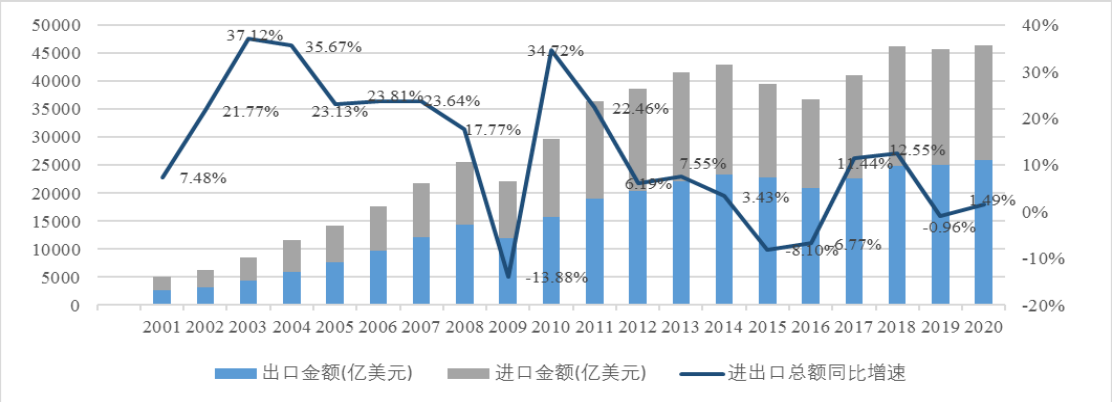
（1）进出口贸易

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和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 3.4%，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 4.6%。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 23865.6 亿美元，同比增长 0.8%，占中国对外贸易总额的 51.4%；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 13.9%；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%，同比增速较上年下降 9.8 个百分点，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 45.2%，较 2019 年提升了 4.1 个百分点，国有企业占 14.3%，份额较 2019 年下跌 2.6 个百分点，外商投资企业进出口总额同比下降 1.4%，占中国对外贸易份额的比重为 38.7%。

（2）国内贸易

中国经济规模保持不断扩大的势态，刺激国内贸易稳步发展，2019 年社会消费品零售总额保持增长，但增速小幅下滑；受疫情影响，2020 年社会消费品零售总额呈现负增长。

近年来，中国国内贸易规模在经历了前期的高速增长后，增速出现回落。根据国家统计局数据，2019 年，社会消费品零售总额 411649 亿元，比上年名义增长 8.0%（扣除价格因素实际增长 6.0%），增速较上年放缓 1 个百分点，总体保持平稳增长。其中，除汽车以外的消费品零售额 372260 亿元，增长 9.0%。2020 年，受疫情影响，中国社会消费品零售总额 391981 亿元，比上年名义下降 3.9%；全年虽为负增长，但三、四季度已经实现正增长。

图 2　近年来中国社会消费品零售总额



资料来源：资料来源：Wind，联合资信整理

国内贸易与宏观经济息息相关，未来国内贸易的发展情况将与中国产业转型，产能优

化，促进消费，加强就业等因素联动密切，连锁经营、供应链延伸、电子商务等现代流通方式的发展也将对国内贸易产生较大促进。行业的不断发展势必促使竞争更加激烈，对于贸易行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

2．物流行业

2020 年，全球范围内爆发的新冠肺炎疫情使得物流行业运行环境受到前所未有的严峻挑战，疫情常态化防控措施推高物流企业运营成本，同时行业竞争激烈，物流企业普遍经营压力加大。随着复工复产的推进，二季度以来中国物流规模增长持续恢复，全年社会物流需求总体保持平稳增长，但增速有所趋缓。未来全球范围内物流需求稳定持续回升仍存在不确定性。

作为连通社会生产、消费各环节的纽带，物流行业在中国经济、社会发展中的角色愈发重要。近年来，中国社会物流需求总体保持平稳增长，但增速有所趋缓，进入中高速发展阶段。2020 年，全球范围内爆发的新冠肺炎疫情使得宏观经济经受到前所未有的严峻挑战，从规模总量看，2020 年全国社会物流总额 300.1 万亿元，按可比价格计算，同比增长 3.5%。分季度看，一季度、上半年和前三季度增速分别为-7.3%、-0.5%和 2.0%，物流规模增长持续恢复，四季度增速回升进一步加快。

图3　近年来中国社会物流总额及增长情况

（单位：万亿元、%）



资料来源：Wind，联合资信整理.

2020 年以来，疫情常态化防控措施推高物流企业运营成本，同时行业竞争激烈，物流企业普遍经营压力加大。物流企业持续发挥民生保障作用，随着复工复产的推进，物流行业供需两端逐步回升，并加强与汽车、家电、电子、医药等制造、商贸流通业的深度融合，服务能力进一步提高，具备专业能力与服务质量的物流龙头企业收入规模保持增长。2020 年，中国物流与采购联合会和中国物流信息中心数据显示，中国物流企业 50 强实现物流业务收入 1.1 万亿元，同比增长 15%，第 50 名的企业物流营业收入超过 37 亿元，同比增长 19%。

展望 2021 年，物流需求稳定持续回升仍存在不确定性。从全球发展来看，2021 年疫情对经济的影响将逐步衰减，但国际政治力量分化、地缘政治影响和逆全球化趋势仍会长期存在，世界经济稳定复苏仍面临挑战。结合 2020 年四季度数据来看，出口带动的工业物流需求或将延续增长态势，消费相关需求增速保持平稳。部分传统制造领域、消费升级领域复苏动力较前期有所趋稳，物流需求分化、结构不均衡的趋势可能更明显。

六、基础素质分析

1．股权状况

跟踪期内，公司实施重大资产重组发行股票 34621.77 万股，控股股东和实际控制人未发生变化。

2020 年，公司完成重大资产重组，购买资产发行股票 18954.52 万股，募集配套资金发行股票 15667.25 万股，合计新发行股票 34621.77 万股。

截至 2021 年 3 月底，公司总股本 86845.94 万股，东方国际集团为公司控股股东，直接持股数量占总股本比例为 49.35%，无质押或冻结；公司实际控制人为上海市国有资产监督管理委员会。

2. 企业竞争力

公司从一家传统外贸企业起步，经过多年的发展，已经成为集货物贸易、现代物流和大健康产业为一体、产业经营与资本运作相结合的大型国有控股综合型上市公司。公司拥有完整的货物供应链网络，各类物流经营资质齐全，积极布局大健康产业，在医疗设备进口代理与招标业务细分领域市场份额较高。

公司是东方国际集团下属的集货物贸易、现代物流和大健康产业为一体、产业经营与资本运作相结合的大型国有控股综合型上市公司。

货物进出口贸易是公司传统主业。公司多年以来持续深耕纺织服装大类产品的国际贸易，现已成为中国最大的纺织服装出口商之一，拥有从纺织服装产品国内外接单、打样设计、原材料和成品采购、工厂生产到全球物流配送的完整产业链。公司本部及下属子公司经营的产品涵盖全品类服装纺织产品，拥有“KOOL”“银河”“麻雀333”“LEETAI”“SUNFLOWER”等多个知名品牌，在国际、国内市场上建立了广泛的业务合作渠道，市场声誉良好。

在物流方面，公司拥有多家全资控股的物流和航运公司，拥有自有货运船队，并积极打造完整的供应链服务体系，可以提供包括国际航运、国际船舶代理、国际货运代理、国际集装箱储运及报关、报检等在内的综合物流服务。近年来，公司整合资金、物流和贸易等综合优势，开发了物贸联动“易融达”产品，为客户提供全方位的供应链定制服务。

在大健康领域，公司控股子公司上海东松医疗科技股份有限公司（以下简称：“东松医疗”）是国内最大的医疗设备和器械的进口经营企业之一，其医疗设备进口代理与招标业务在国内名列前茅，市场份额居国内前列。

3. 企业信用记录

公司历史履约情况良好。

根据中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》（统一社会信用代码：91310000132212080D），截至2021年6月8日，公司本部无不良信贷信息记录，过往履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度方面延续以往模式，财务总监人选发生变动，管理运作正常。

2021年1月22日，公司原财务总监周显枫先生因个人原因辞职，公司第八届董事会第十一次会议同意聘请陈乃轶先生担任公司财务总监。

陈乃轶先生，出生于1979年2月，大学本科学历，经济师。最近五年先后担任公司资产经营部经理、董事会秘书，上海经贸国际货运实业有限公司董事，东方国际创业浦东服装进出口有限公司董事，东方国际创业闵行服装实业有限公司董事，上海东方国际创业品牌管理股份有限公司董事，东方金发国际物流有限公司董事。现任上海经贸国际货运实业有限公司董事，东方国际创业浦东服装进出口有限公司董事，东方国际创业闵行服装实业有限公司董事，上海东方国际创业品牌管理股份有限公司董事，东方金发国际物流有限公司董事，现任公司副总经理、财务总监、董事会秘书。

公司在管理制度、治理结构及其他高级管理人员方面无重大变化，管理运作正常。

八、重大事项

跟踪期内，公司通过资产置换并发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金的方式完成重大资产重组，置出亏损资产，进一步聚焦贸易及现代物流产业，业务规模较重组前大幅增长，资本实力有效提升。

2019年5月，公司发布资产置换并发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关

联交易预案，拟进行重大资产重组。经过一年的筹划，2020 年 5 月 18 日，公司收到中国证监会《关于核准东方国际创业股份有限公司向东方国际（集团）有限公司等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》，核准了公司的重大重组方案。本次重组由资产置换、发行股份及支付现金购买资产、募集配套资金三部分构成。

1. 资产置换

2020 年 5 月，公司以其持有的上海东方国际创业品牌管理股份有限公司 60%股份与东方国际集团持有的东方国际集团上海荣恒国际贸易有限公司（以下简称“荣恒公司”）100%股权、东方国际集团上海市对外贸易有限公司（以下简称“外贸公司”）100%股权的等值部分进行置换。

2. 发行股份及支付现金购买资产

2020 年 6 月，公司以 11.28 元/股的发行价格向东方国际集团以发行股份及支付现金的方式购买置入资产与置出资产交易价格的差额部分；向上海纺织（集团）有限公司（以下简称“纺织集团”，东方国际集团控股子公司）以发行股份及支付现金的方式购买其持有的上海新联纺进出口有限公司（以下简称“新联纺公司”）100%股权、上海纺织装饰有限公司（以下简称“装饰公司”）100%股权、上海纺织集团国际物流有限公司（以下简称“国际物流公司”）100%股权。

公司本次向东方国际集团、纺织集团发行股份数量分别为 99248153 股、90297015 股，每股面值人民币 1.00 元，实际发行价格每股人民币 11.28 元。本次发行股份价值总额为 2138069495.04 元，其中 189545168.00 元计入公司股本，余额计入资本公积。

3. 募集配套资金

2020 年 12 月，公司向包括江西大成资本管理有限公司等共计 12 家符合中国证监会规定的特定投资者合计非公开发行 156672521 股股份，发行价格为人民币 8.03 元/股，共募集人民币总额 1258080343.63 元，扣除发行费用后，募集资金净额 1239503903.40 元。

表 3 非公开发行股份募集配套资金用途（单位：万元、%）

募集资金用途	募集资金计划使用金额	募集资金使用比例
支付本次交易现金对价	37730.64	30.44
埃塞俄比亚服装加工基地项目	26592.06	21.45
用于补充流动资金、偿还债务	59627.69	48.11
合计	**123950.39**	**100.00**

资料来源：公开资料、联合资信整理

本次交易评估基准日为 2019 年 5 月 31 日。截至评估基准日，公司置出资产的评估价值为 -4392.59 万元，交易价格为 1.00 元，注入资产的评估价值为 251537.59 万元，交易价格为 251537.59 万元。本次交易注入的标的资产采用评估值更高资产基础法评估结果作为最终评估结论，并以此为基础确定交易作价，主要考虑到标的公司的房地产类资产增值较大。本次交易对价由公司以发行股份及支付现金方式支付，其中，以现金方式支付对价 37730.64 万元，以股份方式支付对价 213806.95 万元。

上述注入的标的资产已于 2020 年 5 月底完成股权过户，并成为公司的全资子公司。

表 4 截至 2020 年底注入标的公司情况（单位：万元）

名称	主要业务	注册资本	资产总额	所有者权益	净利润
东方国际集团上海市对外贸易有限公司	进出口贸易	54840.34	363092.46	68062.91	3097.63
上海新联纺进出口有限公司	进出口贸易	27000.00	236183.38	37226.84	1809.66
上海纺织装饰有限公司	进出口贸易	10000.00	87712.10	11769.91	7.92
东方国际集团上海荣恒国际贸易有限公司	进出口贸易	10000.00	43618.46	11719.35	1187.17
上海纺织集团国际物流有限公司	货物、运输代理	6000.00	33899.42	21015.26	1069.97

资料来源：公开年报

本次交易业绩承诺指标设置如下：东方国际集团承诺[1]，外贸公司在2020－2022年（即业绩承诺期限内）应实现的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润应分别不低于2254.04万元、2670.88万元和2940.08万元；纺织集团承诺，下属注入标的公司（包括新联纺公司、装饰公司、国际物流公司）在2020－2022年应实现的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润合计数应分别不低于2860.07万元、3253.51万元和3937.12万元。业绩承诺中约定：因未实现业绩承诺而致补偿义务发生时，东方国际集团（或纺织集团）应首先以其通过本次交易获得的上市公司股份（包括转增或送股的股份）进行股份补偿；如股份不足以补偿的，应就差额部分以现金方式进行补偿。

根据天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）出具的天职业字〔2021〕17135号《关于东方国际集团上海市对外贸易有限公司业绩承诺实现情况的专项审核报告》和〔2021〕17344号《关于上海新联纺进出口有限公司、上海纺织装饰有限公司和上海纺织集团国际物流有限公司业绩承诺实现情况的专项审核报告》，上述标的企业均完成2020年度承诺业绩。

本次重大重组后，公司不再从事品牌管理业务，进一步聚焦贸易和现代物流产业，业务规模大幅增长，资本实力有效提升。同时，通过本次重组，有助于减少东方国际集团原有及联合重组后与上市公司存在的潜在同业竞争。

九、经营分析

1．经营概况

2020年，公司完成重大资产重组，贸易业务规模大幅增长，综合毛利率水平有所下降。

公司主营业务为进出口贸易（含医疗器械贸易）和现代物流，重大资产重组完成后，主业得以进一步聚焦，贸易规模大幅增长。2020年，公司实现营业收入394.09亿元，较2019年（重组完成前）大幅增长122.75%；实现利润总额4.41亿元，较2019年（重组完成前）大幅增长86.86%。

考虑到前述重大资产重组对公司经营数据可比性的影响，以下2019年数据采用重大资产重组后追溯调整的数据，并根据调整后的数据进行同比分析。

从业务构成来看，2020年，公司货物贸易收入为301.88亿元，同比下降0.82%，较上年变化不大，占营业收入比重较上年下降1.69个百分点至76.60%，为公司主要收入来源。公司健康产业收入49.85亿元，同比增长18.63%，主要系新冠疫情背景下公司加大呼吸机等医疗器械进口规模以及渠道分销等业务增长所致，占营业收入比重较上年上升1.84个百分点至12.65%。货运、仓储及代理业务收入规模小幅增长5.96%至37.85亿元。其他业务收入规模较小，对整体收入水平影响不大。

从毛利率情况来看，2020年，公司货物贸易毛利率较上年下降1.63个百分点至3.11%，健康产业毛利率增长1.09个百分点至4.15%，货运仓储及代理的毛利率较上年下降0.87个百分点至5.79%；船舶租赁毛利率大幅下降，主要系疫情导致船舶租赁收入下降，但折旧等固定成本保持不变所致。综合以上因素影响，2020年，公司综合毛利率水平有所下降，较上年下降1.28个百分点至3.55%。

2021年1－3月，公司实现营业收入108.72亿元，较上年同期增长29.64%，主要系贸易规模的进一步扩大所致；同期，公司利润总额1.02亿元，综合毛利率为3.05%，较上年同期变化不大。

[1] 未对荣恒公司业绩有承诺

表 5　2019—2021 年一季度公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

板块		2019 年			2019 年（调整数）			2020 年			2021 年 1-3 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
货物贸易		96.58	54.59	5.99	304.37	78.29	4.74	301.88	76.60	3.11	78.67	72.36	2.81
健康产业		42.02	23.75	3.06	42.02	10.81	3.06	49.85	12.65	4.15	13.00	11.96	4.8
现代物流	货运、仓储及代理	31.63	17.88	6.47	35.72	9.19	6.66	37.85	9.60	5.79	15.76	14.50	3.85
	船舶租赁	2.12	1.20	16.17	2.12	0.54	16.17	1.72	0.44	7.57	0.52	0.48	15.53
服务贸易		4.58	2.59	7.30	4.58	1.17	7.30	2.79	0.71	7.12	0.77	0.71	7.45
合计		**176.92**	**100.00**	**5.53**	**388.82**	**100.00**	**4.83**	**394.09**	**100.00**	**3.55**	**108.72**	**100.00**	**3.05**

注：1.2019 年（调整数）为公司重大资产重组后追溯调整的数据，本报告的同比均和调整数比较；2.分项加总与合计数可能因小数尾差存在差异
资料来源：公司提供

2. 货物贸易

（1）出口贸易

跟踪期内，因重大资产重组，公司出口贸易规模较重组前大幅增长，经营模式未发生重大变化，产品结构仍以纺织服装类产品出口为主，采购及销售集中度很低。

公司出口贸易主要由本部和新联纺公司、外贸公司、东方国际集团上海家纺公司、东方国际集团上海利泰进出口有限公司、东方国际商业（集团）有限公司、东方国际集团上海市纺织品进出口有限公司等子公司运营。

公司出口产品主要为纺织品、服装及机电设备等，其中纺织服装类产品贸易在国内占据领先地位。公司拥有完整的纺织品服装贸易产业链，为客户提供设计、打样、采购、生产、运输、报关等全方位服务。2020 年，公司出口业务实现收入 196.84 亿元，因重大资产重组，新并入的新联纺公司、外贸公司出口业务规模较大，公司出口业务收入较重组前大幅增长。

2020 年，公司出口业务盈利模式未发生重大变动，仍主要为两种模式：第一种为公司安排自有厂商生产或者与第三方厂商议价后签订采购协议备货，完成产品出口向国外进口商销售并收汇，该模式下公司面临一定汇率波动风险；第二种为委托方委托公司完成与指定国外客户的出口贸易，备货由委托方自己完成或公司代为完成，但无论何种备货方式，公司均不承担最终的产品质量责任，亦不承担汇率波动风险，其主要利润来源于提供出口服务的佣金，公司在该业务模式下主要负责完成出口商检、报关、物流安排、收汇、退税等业务操作。公司出口业务以第二种模式为主，占比约为 90%。

2020 年，公司出口业务采购模式未发生重大变化，仍主要是根据客户需要，在确保产品质量要求和合适利润水平的前提下，找寻并定期筛选合适的供应商，组织采购原辅材料，安排质量检验，跟单控制，保证产品质量和交货期。支付方式方面，公司与供货商签订合同，其中约定不同的结算方式和时间，大多数为先出货后付款，付款周期为即期、若干时期内或国外客户确认质量要求后付款等，平均付款周期为 90 天左右，或按照协议约定，收到客户货款后再支付国内供货商货款，平均付款周期为 60 天左右。2020 年，公司出口业务前五大供应商采购额合计 7.95 亿元，占采购总额的比例为 4.23%，集中度很低。

表 6　2020 年公司出口业务前五大供应商情况

（单位：亿元、%）

供应商	采购金额	占采购总额比例
宁波健而顺医疗科技有限公司	1.71	0.91
上海启闽实业有限公司	1.69	0.90
杭州奥盛仪器有限公司	1.66	0.88
舟山市世创水产有限公司	1.44	0.77
嘉善奥林木业有限公司	1.44	0.77

合计	**7.95**	**4.23**

资料来源：公司提供

2020 年，公司出口产品仍以服装、面辅料和家用纺织品为主，三类产品出口收入分别为 77.17 亿元、46.10 亿元和 15.14 亿元，合计占主要产品出口收入的比例为 70.32%，出口产品结构较重组前变化不大。

表 7　公司主要出口产品情况（单位：亿元、%）

产品名称	2019 年		2020 年	
	收入	占比	收入	占比
服装	32.30	37.30	77.17	39.20
面辅料	20.92	24.16	46.10	23.42
机电产品	3.57	4.12	9.54	4.85
金属制品	2.52	2.91	7.52	3.82
家用纺织品	8.89	10.27	15.14	7.69
家具	1.41	1.63	6.23	3.17
塑料制品	1.95	2.25	5.2	2.64
其他	15.03	17.36	29.94	15.21
合计	**86.58**	**100.00**	**196.84**	**100.00**

资料来源：公司提供

作为国内较早成立的专业外贸公司，经过多年的积累和发展，公司客户群稳定，广泛分布于欧洲、亚洲、北美、非洲、拉丁美洲等地的 100 多个国家和地区。2020 年，公司出口业务销售模式及渠道方面未发生重大变化。支付方式方面，公司根据签订出口合同时规定的付款条款向客户交单议付，主要采用信用证及 D/P 交单议付支付方式，平均付款周期 21 天，采用美元支付。2020 年，公司出口业务前五大客户占比为 7.74%，较上年下降 0.73 个百分点，销售集中度很低。

表 8　2020 年公司出口业务前五大客户情况

（单位：亿元、%）

客户	销售金额	占销售总额比例
KUMIAI CHEMICAL INDUSTRY CO.,LTD.	4.39	2.24
VARA HOME FASHION COMPANY	3.50	1.79
TOYOTA TSUSHO (SHANGHAI) CO LTD	2.97	1.52
MUDOO INTERNATIONAL LIMITED	2.22	1.13
GLOBE WELL LIMITED	2.09	1.06
合计	**15.18**	**7.74**

资料来源：公司提供

（2）进口贸易

跟踪期内，公司进口贸易规模呈现快速增长，贸易品种以大宗原材料和日用消费品为主，经营模式保持稳定。

公司进口贸易主要由新并入的外贸公司运营。进口贸易品种主要有大宗原材料（铁矿石、钢材、化工原料、电解铜）、日用消费品、和食品等，品种多而杂。2020 年，公司实现进口贸易收入 69.92 亿元，同比增长 53.07%；一方面系根据业务转型发展需要，外贸公司扩大进口；另一方面受疫情影响，加大防疫物品进口。

跟踪期内，公司进口业务盈利模式未发生重大变化，仍主要为两种模式：一种为公司到国外采购商品，完成进口流程后销售给国内客户。通常，国内客户事先与公司达成初步采购意向。公司在国外采购的过程中，自主寻找合适的供应商，自主协商采购价格。最终的利润来源于国外采购成本与国内进口商支付价格之间的差价；另一种为公司完成从指定外商进口或指定商品的进口。公司按照协议采购商品并完成商品进口的商检、报关、物流安排等业务操作环节。除提供前述服务之外，为提高国内进口商资信，应进口商要求，公司利用自身在银行良好的资信向外商开具信用证并向国内进口商收取一定的费用。该模式下，公司不承担最终的产品质量责任，主要利润来源于提供进口服务的金额。

风险控制方面，公司一般采用追加保证金条款方式，如进口产品国内市场行情价格下跌超过已收保证金比例 50%以上，公司有权要求用户追加相当于跌幅同等比例的保证金。如客户在接到公司追加保证金书面通知后 3 个工作日内未追加保证金，公司有权没收其已缴保证金并自行处置该批货物。

（3）内贸贸易

公司内贸业务占货物贸易板块比重不大，2020 年内贸业务规模保持增长，预付采购款对营运资金产生一定占用。

公司贸易板块除进出口贸易外，还包括少量国内贸易，主要分散在各子公司和本部运营，贸易品种包括纺织类产品、电机电脑及耗材、大宗商品和木材等，其中以纺织类产品为主。2020 年，公司主要内贸产品实现销售收入 16.34 亿元[2]，同比增长 20.32%。结算方面，公司向上游供应商采购时，按合同规定可预付不超过 50%的预付款，其余货款待产品检验合格交货后结清，主要采用银行划款（含电汇）支付，平均付款周期为 30~60 天；与下游客户结算方面，公司给予下游客户 30~60 天账期，主要采用银行划款（含电汇）收款。公司向上游供应商采购时需预付一定比例货款，并给予下游客户账期，对营运资金产生一定占用。

3．健康产业

受益于国内医疗产业发展和医疗体制改革深化，公司医疗健康产业收入保持增长，是公司利润的重要来源之一。

公司健康产业由控股子公司东松医疗运营。东松医疗定位于“医疗行业的连接纽带、综合服务的提供专家”，是一家提供医疗器械行业综合配套服务和销售的企业。东松医疗主要业务包括代理进口、代理招标、渠道分销和供应链服务等。截至 2020 年底，东松医疗资产总额 15.78 亿元，所有者权益 3.00 亿元；2020 年，东松医疗实现营业收入 49.85 亿元，净利润 1.23 亿元，同比增长 15.93%，主要系医疗进口、渠道分销和供应链业务的增长所致。

代理进口方面，东松医疗首先接受国内用户委托，客户确定具体进口设备供应商及型号、配置、价格后，与公司签订代理进口合同，然后东松医疗再与设备供应商签订进口采购合同。客户一般会先预付部分货款及相关税费，东松医疗收到货款后开具信用证，由设备制造商或其代理商备货。设备到港后，客户支付全额货款，由东松医疗负责报关，并按进口采购合同约定支付大部分货款，留一部分尾款待设备安装调试通过后支付，结算方式主要是信用证付款及电汇，以美元结算，平均付款周期为 58 天左右。

2020 年，东松医疗境外采购仍主要自于中国香港、美国、德国、日本等，主要供应商包括费森尤斯医药用品（上海）有限公司、Siemens Healthcare GmbH、PHILIPS ELECTRONICS HONGKONG LTD.、GE MEDICAL SYSTEMS TRADE AND DEVELOPMENT (SHANG HAI) CO., LTD.等，采购集中度较低。

下游客户方面，东松医疗主要客户为医疗机构（公立、民营或外资医院）、高等院校、科研院所以及医疗设备厂商等，客户集中度不高。由于在行业内信誉良好，东松医疗与上海市大部分公立医院都有合作关系。

4．现代物流

跟踪期内，公司现代物流板块经营稳定。

公司现代物流板块运营实体包括东方国际物流（集团）有限公司、东方国际物流集团上海新海航业有限公司和国际物流公司，从事包括国际货运、仓储、船舶代理、国际集装箱储运及报关、报检等在内的综合物流服务。

公司拥有齐全的各类物流经营资质、包括散货船队、仓储基地在内的各类物流资产、经营管理能力较强的经营团队。截至 2020 年底，公司物流仓储面积共计 35.56 万平方米，其中自有面积 13.78 万平方米，租赁面积 21.78 万平方米。自有船队拥有散货船 6 艘，集装箱船 1 艘，运力合计约 34.94 万载重吨。

2020 年，公司货运、仓储及代理收入 37.85 亿元，同比增长 6.35%，主要系业务规模增长所致；船舶租赁收入同比下降 15.69%至 1.72 亿元。

[2] 因产品种类较杂，该收入为主要内贸产品销售收入

5. 经营效率

公司整体经营效率较好。

2020年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为17.53次、24.12次和2.37次，整体经营效率仍然较好。

6. 未来发展

未来公司将进一步聚焦贸易及现代物流产业，提升在货物贸易、现代物流和大健康产业方面的核心竞争力。

上海正在积极推进国际贸易中心建设。公司具有多年经营国际贸易的在位优势，公司将持续提升核心竞争力，实现贸易的高质量发展。此外，公司将积极探索“长三角一体化”和“虹桥国际开放枢纽”带来的机遇，谋求企业进一步发展。

2020年，公司在立足于原有国际贸易的传统优势基础上，对业务进行了优化整合。未来，公司将进一步聚焦贸易及现代物流产业，提升在货物贸易、现代物流和大健康产业方面的核心竞争力。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年度合并财务报告，由天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行审计，并出具标准无保留意见的审计结论；公司2021年1—3月财务数据未经审计。

从合并范围变化来看，2020年，公司经同一控制下企业合并增加子公司5家、处置子公司2家，新设子公司8家，清算子公司1家。截至2020年底，公司合并范围内二级子公司共21家，合并范围变化较大。

公司2020年发生重大资产重组，置入同一控制下企业5家，按照《企业会计准则》及其应用指南、解释等相关规定，公司对2020年年初合并资产负债表以及2019年合并利润表、合并现金流量表相关项目进行了追溯调整。为体现财务数据的可比性，本报告中2020年较上年同期的比较分析采用追溯后的年初数代替。

截至2020年底，公司（合并）资产总额170.83亿元，所有者权益合计72.32亿元（含少数股东权益2.88亿元）；2020年，公司实现营业收入394.09亿元，利润总额4.41亿元。

截至2021年3月底，公司（合并）资产总额177.25亿元，所有者权益合计70.36亿元（含少数股东权益3.06亿元）；2021年1－3月，公司实现营业收入108.72亿元，利润总额1.02亿元。

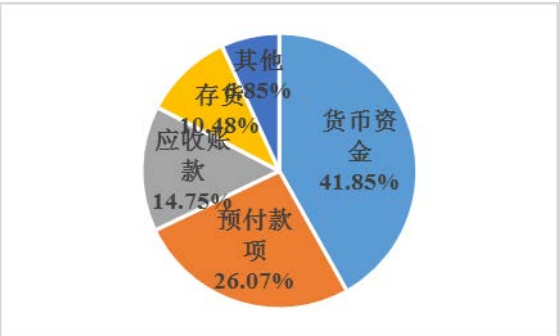
2. 资产质量

2020年，公司实施重大资产重组，通过非公开发行股票完成募集配套资金，资产规模较年初有所增长，仍以流动资产为主，货币资金较为充足，受限资产规模小，资产质量好。

截至2020年底，公司资产总额为170.83亿元，较年初增长5.99%，主要来自货币资金的增长。截至2020年底，公司资产总额中流动资产占77.39%，非流动资产占22.61%。公司资产以流动资产为主。

截至2020年底，公司流动资产为132.19亿元，较年初增长8.77%。公司流动资产主要由货币资金55.32亿元（占41.85%）、应收账款19.50亿元（占14.75%）、预付款项34.46亿元（占26.07%）和存货13.86亿元（占10.48%）构成。

图4 截至2020年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信整理

截至2020年底，公司货币资金为55.32

亿元，较年初增长 36.67%，主要是公司完成了非公开发行股票，募集资金到账所致；其中使用受限资金 2.08 亿元，受限比例为 3.76%，主要为保证金和质押的定期存单。

截至 2020 年底，公司应收账款为 19.50 亿元，较年初下降 12.59%，主要是加大账款回收力度所致。公司应收账款账龄以 1 年以内为主（占 83.88%），累计计提坏账 2.03 亿元；应收账款前五大欠款方账面余额合计为 1.95 亿元，占比为 9.06%，集中度较低。

截至 2020 年底，公司预付款项为 34.46 亿元，较年初增长 8.27%，主要为预付的采购款；预付款项期末余额前五名的客户合计为 9.94 亿元，占比为 28.87%。

截至 2020 年底，公司存货为 13.86 亿元，较年初下降 21.54%，主要是公司加强库存管理，减少了库存商品的囤积；公司累计计提存货跌价准备 0.65 亿元。

截至 2020 年底，公司非流动资产 38.63 亿元，主要由其他权益工具投资（占 38.95%）、其他非流动金融资产（占 13.85%）和固定资产（合计）（占 27.43%）构成。

截至 2020 年底，公司其他权益工具投资为 15.05 亿元，较年初下降 17.28%，主要为当年减持了部分华安证券股票所致；截至 2020 年底，公司持有华安证券股票期末余额为 14.48 亿元。

截至 2020 年底，公司固定资产（合计）为 10.60 亿元，较年初变化不大，主要是房屋及建筑物和运输工具构成；公司累计计提折旧 10.81 亿元。

截至 2020 年底，公司其他非流动金融资产为 5.35 亿元，较年初增长 73.42%，主要是公司本部出资 1.8 亿元投资了民生证券所致。

截至 2020 年底，公司受限资产规模合计 2.65 亿元，主要为货币资金（2.08 亿元）和应收票据（0.56 亿元），受限资产占总资产的比重为 1.55%，受限比例低。

截至2021年3月底，公司合并资产总额177.25亿元，较2020年底增长3.76%；其中，流动资产占79.31%，非流动资产占20.69%，资产结构仍以流动资产为主，较上年底变化不大。

3. 所有者权益和负债

跟踪期内，公司发行新股带动股本和资本公积增加，资本实力有效提升，所有者权益结构稳定性较好；公司有息债务规模有所增长，以短期借款为主，符合贸易行业特点，整体债务负担适宜。

（1）所有者权益

截至2020年底，公司所有者权益为72.32亿元，较年初增长22.15%，主要系（1）发行新股3.46亿股使得股本和资本公积增加；（2）公司利润积累增加未分配利润。截至2020年底，公司归属于母公司权益合计中实收资本占12.51%、资本公积占40.85%、盈余公积占3.96%、未分配利润占28.57%；所有者权益中归属于母公司所有者权益占96.02%，少数股东权益占3.98%。公司所有者权益稳定性较好。

截至2021年3月底，公司权益规模有所下降，主要受其他综合收益影响所致，权益结构较上年底变化不大。

（2）负债

截至 2020 年底，公司负债总额为 98.51 亿元，较年初下降 3.40%；其中，流动负债占 93.60%，非流动负债占 6.40%，公司负债以流动负债为主。

截至 2020 年底，公司流动负债为 92.20 亿元，较年初下降 3.56%，主要由短期借款（占 8.28%）、应付账款（占 34.22%）和合同负债（占 44.57%）构成。

截至 2020 年底，公司短期借款为 7.63 亿元，较年初增长 67.50%，主要系新并入的外贸公司等子公司因业务需要新增银行借款所致；公司应付账款为 31.55 亿元，较年初下降 8.21%；公司合同负债 41.10 亿元，系 2020 年执行新收入准则，从预收账款科目转入。

截至 2020 年底，公司非流动负债为 6.30

亿元，主要由长期借款（占 19.92%）、应付债券（占 21.11%）和递延所得税负债（占 53.91%）构成。

截至 2020 年底，公司长期借款 1.26 亿元，全部为信用借款，应付债券 1.33 亿元，为公司发行的“19 东创 EB”可交换公司债券（到期日 2022 年 3 月 26 日）。

截至 2020 年底，公司全部债务 13.47 亿元，较年初增长 26.33%，其中短期债务占 80.81%，长期债务占 19.19%，债务结构以短期债务为主。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 57.67%、15.71%和 3.45%，公司债务负担适宜。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额为 106.89 亿元，较 2020 年底增长 8.51%，主要系业务规模的扩大使得应付账款和合同负债增长所致。其中，流动负债占 94.78%，非流动负债占 5.22%。截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 14.66 亿元，较上年底增长 8.76%。其中，短期债务 10.89 亿元（占 82.15%），长期债务 2.59 亿元（占 17.85%）。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 60.31%、17.24%和 3.58%，较 2020 年底分别增加 2.64 个百分点、1.53 个百分点和 0.13 个百分点。

4．盈利能力

跟踪期内，公司营业收入和利润总额均保持上升态势，整体盈利能力稳中有升，但由于贸易业务比重加大，盈利空间较薄；公司自营进出口业务以美元结算为主，仍需关注汇率波动风险。

2020 年，公司营业收入同比增长 1.36%至 394.09 亿元，营业成本同比增长 2.72%至 380.11 亿元，全年营业利润率同比下降 1.26 个百分点至 3.47%。

期间费用方面，2020 年，公司期间费用为 10.78 亿元，同比下降 31.68%。其中，销售费用同比下降 31.45%，主要系新收入准则将出口业务中原计入销售费用的运费调整计入营业成本，核算口径变化所致；研发费用同比下降 33.48%，主要系新冠疫情影响下国外客户对出口产品样品款式需求有所下降，研发费用相应有所减少；财务费用同比下降 2742.14%，主要原因是汇率波动导致美元汇兑收益有所增加。

2020 年，公司投资收益为 0.72 亿元，同比增长 53.22%，主要系本年度公司收到了华安证券的现金分红及出售的交易性金融资产收益较上年有所增加；公允价值变动收益 0.55 亿元，主要系公司投资的民生证券等金融资产产生的公允价值变动收益；2020 年，公司资产和信用减值损失合计 0.28 亿元，主要为应收账款坏账损失。

综合上述因素，2020 年，公司实现利润总额 4.41 亿元，同比增长 29.90%。从盈利能力指标看，2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 4.28%和 4.63%，分别较上年增加 0.20 个和 0.21 个百分点。

2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 108.72 亿元，较上年同期增长 29.64%，主要系贸易规模的进一步扩大所致；同期，公司利润总额 1.02 亿元，综合毛利率为 3.05%，较上年同期变化不大。

5．现金流

2020 年，公司经营活动现金流保持净流入，投资活动现金净流入规模较稳定，受益于发行新股，筹资活动现金流大额净流入，公司未来投资性支出规模不大，对外融资需求一般。

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动现金流入量为 445.37 亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金；经营活动现金流出量为 444.73 亿元。2020 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 0.63 亿元，现金收入比为 104.81%，同比有所下降。

从投资活动来看，2020 年，公司投资活动

现金流入量为444.54亿元，主要为收回投资收到的现金441.28亿元；投资活动现金流出量为441.53亿元，主要为投资支付的现金438.81亿元。2020年，公司投资活动表现为现金净流入3.01亿元，同比增加121.37%，主要系公司本部减持华安证券收回了部分投资款。

从筹资活动来看，2020年，公司筹资活动现金流入量为35.94亿元，同比增长127.06%；其中吸收投资收到的现金12.48亿元，系公司发行新股所致；筹资活动现金流出量为25.51亿元，同比增长26.83%，2020年，公司筹资活动产生的现金流量净额为10.43亿元。

2021年1－3月，公司经营活动产生的现金净流出6.31亿元，较上年同期明显下降，主要系部分子公司加大采购支付以及上年同期部分采购受疫情影响收缩；投资活动产生的现金净流出10.33亿元；筹资活动产生的现金净流入0.80亿元。

6. 偿债能力

公司长、短期偿债指标表现较好，间接融资渠道畅通，整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标来看，截至2020年底，公司流动比率和速动比率分别为143.37%和128.34%，分别较2020年初增加16.25个和19.69个百分点。公司现金短期债务比为5.35倍。整体看，现金类资产对短期债务保障能力很强。

从长期偿债能力指标看，2020年，公司EBITDA为5.94亿元，较上年增长21.89%；公司EBITDA利息倍数为18.00倍，全部债务/EBITDA倍数为2.27倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度高，公司长期偿债能力很强。

截至2021年3月底，公司无对外担保。

截至2021年3月底，公司不存在可能对经营或者财务产生重大不良影响的未决诉讼情况。

根据2021年5月公司发布的《关于全资子公司涉及诉讼的公告》，公司全资子公司东方国际集团上海市对外贸易有限公司（以下简称“原告”）就与中谷储运（舟山）有限公司仓储保管合同纠纷事项向上海市第一中级人民法院提起诉讼，涉案金额1.47亿元，目前案件尚未开庭审理，公司暂无法判断和计算本次诉讼事项对公司当期或期后利润的影响。

截至2021年3月底，公司合并口径综合授信额度为77.79亿元，其中已使用授信7.83亿元，尚未使用授信69.96亿元，间接融资渠道畅通；公司为A股上市公司，具有直接融资渠道。

7. 公司本部财务概况

公司本部资产以非流动资产为主，业务收入规模较小，有息债务负担轻。

截至2020年底，公司本部资产总额为72.64亿元，其中流动资产为23.55亿元；非流动资产为49.09亿元。流动资产主要构成为现金类资产17.59亿元、其他应收款3.13亿元和应收账款1.26亿元。非流动资产主要构成为长期股权投资28.55亿元和固定资产0.86亿元。

截至2020年底，公司本部负债合计为8.80亿元，其中有息债务为1.33亿元，经营负债为7.47亿元；有息债务全部为长期债务。截至2020年底，公司本部资产负债率为12.11%，全部债务资本化比率为2.04%，长期债务资本化比率为2.04%。

2020年，公司本部营业收入为18.73亿元，营业成本为18.38亿元，期间费用为0.53亿元；投资收益为1.27亿元；利润总额为1.63亿元。

2020年，公司本部经营活动现金流入和流出分别为20.41亿元和20.40亿元，经营活动现金流净额为0.01亿元。投资活动现金流入和流出分别为12.45亿元和10.69亿元，投资活动现金流净额为1.76亿元。筹资活动现金流入和流出分别为12.45亿元和0.43亿元，筹资活动现金流净额为12.03亿元。

十一、存续债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对“19 东创 EB”保障程度高，质押并预备用于交换的标的股票市值对“19 东创 EB”债券余额的覆盖程度较高。

截至本报告出具日，公司本部存续债券为“19 东创 EB”，余额 1.40 亿元，将于 2022 年 3 月 26 日到期兑付。

截至 2020 年底，公司现金类资产（已剔除受限货币资金）对存续债券余额的保障倍数为 40.11 倍；2020 年，公司 EBITDA 为 5.94 亿元，是存续债券余额的 4.24 倍；经营活动现金流入量为 445.37 亿元，是存续债券余额的 318.12 倍；公司经营活动现金净流量为 0.63 亿元，是存续债券余额的 0.45 倍。

公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对存续期内债券保障程度高。

“19 东创 EB”为有担保债券，质押担保标的物为公司所持有的华安证券股票，截至 2020 年底，“19 东创 EB”已质押 7000 万股股票，用于对债券持有人交换股票和债券本息偿付提供担保，“19 东创 EB”于 2020 年 3 月 27 日进入换股期，截至 2020 年底，累计换股 116.94 万股。

以 2021 年 6 月 1 日前 20 个交易日收盘均价（6.19 元/股）测算，尚未交换的 6883.06 万股标的股票市值为 4.26 亿元，为可交换债券余额 1.40 亿元的 3.04 倍。

表 9　公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

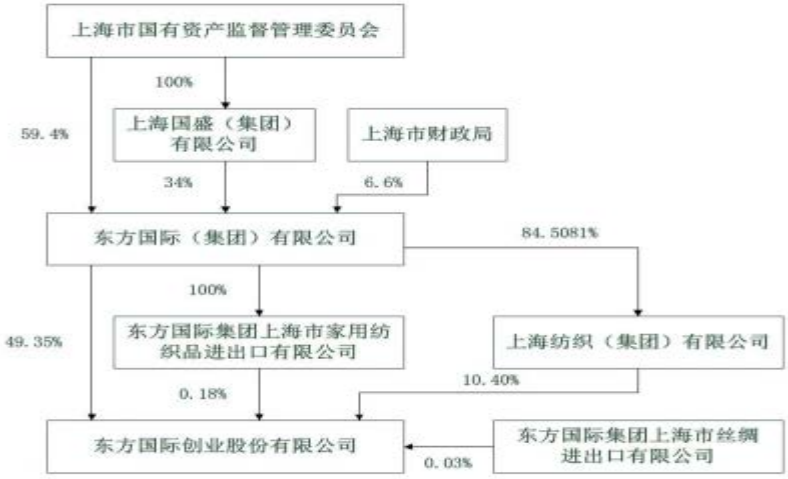
项 目	2020 年
一年内到期债券余额	1.40
现金类资产/一年内到期债券余额	40.11
经营活动现金流入量/应付债券余额	318.12
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.45
EBITDA/应付债券余额	4.24

资料来源：联合资信整理

十二、结论

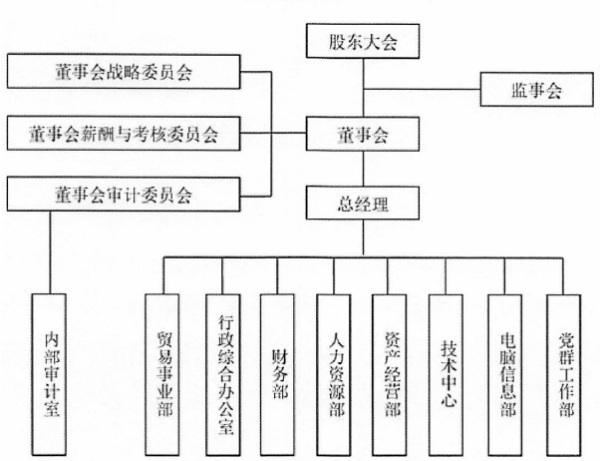
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“19 东创 EB”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 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 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	26.16	42.17	58.23	46.99
资产总额(亿元)	80.87	161.18	170.83	177.25
所有者权益(亿元)	40.12	59.20	72.32	70.36
短期债务(亿元)	3.35	8.75	10.89	12.04
长期债务(亿元)	0.86	1.92	2.59	2.62
全部债务(亿元)	4.21	10.67	13.47	14.66
营业收入(亿元)	167.44	388.82	394.09	108.72
利润总额(亿元)	2.49	3.39	4.41	1.02
EBITDA(亿元)	3.58	4.87	5.94	--
经营性净现金流(亿元)	0.24	6.55	0.63	-6.31
财务指标				
销售债权周转次数(次)	22.07	24.23	17.53	--
存货周转次数(次)	32.60	32.10	24.12	--
总资产周转次数(次)	2.01	3.21	2.37	--
现金收入比(%)	100.68	106.32	104.81	115.28
营业利润率(%)	5.52	4.73	3.47	2.99
总资本收益率(%)	4.81	4.08	4.28	--
净资产收益率(%)	4.88	4.42	4.63	--
长期债务资本化比率(%)	2.09	3.14	3.45	3.58
全部债务资本化比率(%)	9.49	15.27	15.71	17.24
资产负债率(%)	50.39	63.27	57.67	60.31
流动比率(%)	141.71	127.12	143.37	138.76
速动比率(%)	127.33	108.65	128.34	118.33
经营现金流动负债比(%)	0.64	6.85	0.69	--
现金短期债务比（倍）	7.81	4.82	5.35	3.90
EBITDA 利息倍数(倍)	20.64	20.67	18.00	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.18	2.19	2.27	--

注：2018 年数据采用 2019 年审计报告年初数；2019 年数据采用 2020 年审计报告年初数；2021 年 1—3 月财务数据未经审计

资料来源：公司提供，公司审计报告和财务报表，联合资信整理

附件 3　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 1—3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	2.46	3.76	17.59	14.09
资产总额(亿元)	41.39	47.41	72.64	69.64
所有者权益(亿元)	33.62	38.43	63.84	61.12
短期债务(亿元)	1.60	0.00	0.00	0.00
长期债务(亿元)	0.00	1.37	1.33	1.35
全部债务(亿元)	1.60	1.37	1.33	1.35
营业收入(亿元)	19.14	19.49	18.73	5.41
利润总额(亿元)	0.39	0.27	1.63	0.03
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	0.12	-0.01	0.01	0.34
财务指标				
销售债权周转次数(次)	17.34	29.09	38.30	--
存货周转次数(次)	14.90	14.78	16.97	--
总资产周转次数(次)	0.42	0.44	0.31	--
现金收入比(%)	107.00	109.26	98.82	103.26
营业利润率(%)	4.15	3.05	1.61	0.60
总资本收益率(%)	-	-	-	-
净资产收益率(%)	1.38	1.71	2.30	--
长期债务资本化比率(%)	0.00	3.44	2.04	2.15
全部债务资本化比率(%)	4.54	3.44	2.04	2.15
资产负债率(%)	18.77	18.94	12.11	12.24
流动比率(%)	176.70	300.88	557.32	459.21
速动比率(%)	157.47	261.75	540.63	459.21
经营现金流动负债比(%)	2.07	-0.27	0.27	--
现金短期债务比（倍）	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2021 年 1—3 月财务数据未经审计

资料来源：公司提供，公司审计报告和财务报表，联合资信整理

附件 4　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	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
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+应付票据+一年内到期的长期负债

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

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

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

权利与免责声明

1. 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的用途。

2. 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。

3. 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。

4. 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。

5. 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。