

信用等级公告

联合[2019]307 号

东方国际创业股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对东方国际创业股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2019 年可交换公司债券进行综合分析和评估，确定：

东方国际创业股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

东方国际创业股份有限公司拟公开发行的 2019 年可交换公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：李金明

二零一九年三月六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

东方国际创业股份有限公司

2019 年公开发行可交换公司债券信用评级报告

本次公司债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 5 亿元（含 5 亿元），首期不超过 2 亿元（含 2 亿元），可超额配售不超过 3 亿元（含 3 亿元）

债券期限：不超过 3 年（含 3 年）

还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本

担保方式：股票质押

评级时间：2019 年 3 月 6 日

主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 9 月
资产总额（亿元）	62.37	72.74	85.35	78.41
所有者权益（亿元）	31.73	34.82	43.61	39.74
长期债务（亿元）	1.27	1.38	0.00	0.86
全部债务（亿元）	4.17	4.92	4.68	2.92
营业收入（亿元）	141.74	153.78	158.34	127.61
净利润（亿元）	1.80	1.75	2.03	1.37
EBITDA（亿元）	3.34	3.52	3.97	--
经营性净现金流（亿元）	2.23	5.91	2.02	-3.59
营业利润率（%）	5.07	5.20	5.46	5.32
净资产收益率（%）	5.65	5.27	5.17	--
资产负债率（%）	49.12	52.13	48.90	49.32
全部债务资本化比率（%）	11.61	12.37	9.68	6.85
流动比率（倍）	1.43	1.41	1.35	1.36
EBITDA 全部债务比（倍）	0.80	0.72	0.85	--
EBITDA 利息倍数（倍）	22.25	17.68	17.39	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.67	1.76	1.98	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.67	0.70	0.79	--

注：1、本报告部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、2018 年 1-9 月财务报表未经审计，相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对东方国际创业股份有限公司（以下简称“公司”或“东方创业”）的评级反映了公司作为最大的纺织服装出口商之一，拥有各类贸易及物流经营资质，业务合作渠道广泛，市场声誉良好。随着业务规模扩大，公司收入逐年增加，货币资金较充裕，债务负担较轻，近三年公司经营性现金流净额持续为正。同时，联合评级也关注到我国外贸行业下行压力较大，公司进出口业务市场竞争激烈，毛利率处于较低水平，公司利润对投资收益依赖度较高以及汇率波动风险等因素可能对公司信用状况造成的不利影响。

未来随着公司持续推进现代物流等服务产业的建设，进一步实现“贸易-物流”联动，公司核心竞争力有望提升，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本次可交换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司是中国最大的纺织服装出口商之一，市场声誉良好，同时，公司拥有齐全的各类物流经营资质，可为客户提供全方位的供应链服务。

2. 公司从事外贸行业多年，拥有丰富的行业经验，在国际市场上建立了广泛的业务合作渠道，与 100 多个国家建立了贸易合作关系。

3. 近三年，公司收入规模逐年扩大，货币资金较充裕，资产受限比例较低；债务负担较轻，经营性现金流持续为净流入。

关注

1. 我国外贸行业下行压力仍然较大，一方

面，我国与发展中国家在劳动密集型产业方面的竞争更加激烈；另一方面，全球贸易保护主义愈演愈烈，对我国贸易负面影响加大。近日，美方公布最新拟对中国输美产品加征关税清单。本次产品加税清单开始涉及纺织服装，有可能对公司经营产生一定影响。

2. 公司进出口业务市场竞争激烈，无法达到规模效应，同时，毛利率处于较低水平对公司的整体盈利水平产生了一定的影响；公司利润对投资收益较为依赖。

3. 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，若未来汇率持续波动，公司将面临汇兑损益风险。

4. 公司可供出售金融资产规模较大，以公允价值计量，对资本结构影响较大；公司内贸业务对资金形成一定的占用。

分析师

罗星驰

电话：010-85172818

邮箱：luoxc@unitedratings.com.cn

曹梦茹

电话：010-85172818

邮箱：caomr@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：罗长旭 曹芳茹



联合信用评级有限公司

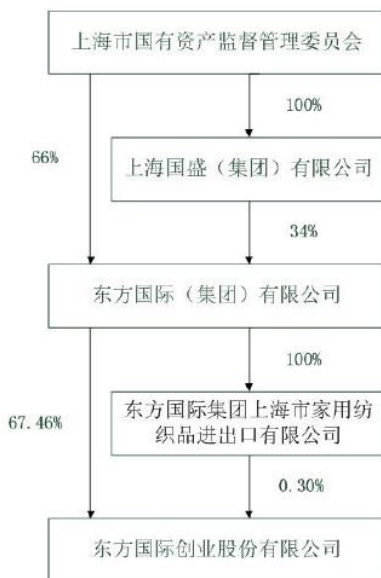
一、主体概况

东方国际创业股份有限公司（以下简称“公司”或“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限公司、东方国际集团上海市针织品进出口有限公司（以下简称“针织公司”）、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 24,000.00 万元，上述股东所持股份占公司总股本的比重分别为 98.71%、0.27%、0.27%、0.27%、0.27%、0.21%。

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 8,000 万股，每股发行价格 6.25 元，发行后注册资本增加至 32,000 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”）。

2010 年 7 月 21 日，经上海市国资委《关于东方国际创业股份有限公司非公开发行股份有关问题的批复》（沪国资委产权【2010】214 号）及中国证监会于 2011 年 3 月 9 日发布的《关于核准东方国际创业股份有限公司向东方国际（集团）有限公司发行股份购买资产的批复》（证监许可【2011】347 号文）核准，公司向东方国际集团发行 8,172.44 万股股份，购买其持有的东方国际集团上海市纺织品进出口有限公司（以下简称“纺织品公司”）100%股权、东方国际商业（集团）有限公司 100%股权、针织公司 100%股权、上海东松国际贸易有限公司 75%（后更名为“上海东松医疗科技股份有限公司”，以下简称“东松医疗”）股权和东方国际物流（集团）有限公司（以下简称“物流集团”）27.55%股权。本次非公开发行后公司注册资本增至 40,172.44 万元，折合股本 40,172.44 万股。后经增资扩股，截至 2018 年 9 月底，公司总股本 52,224.17 万股，东方国际集团为公司控股股东，持有股份占总股本比例为 67.46%，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。具体情况如下表所示。

图 1 截至 2018 年 9 月底公司股权结构情况



资料来源：公司提供

公司经营范围：自营和代理除国家统一组织或核定经营的进出口商品以外的商品及技术进出口业务，“三来一补”和进料加工，生物、医药化工产品的开发、生产、销售，国际货运代理，实业和高新技术产业投资，对销贸易、转口贸易和服务贸易；批发非实物方式：预包装食品（含冷冻冷藏、不含熟食卤味）、乳制品（含婴幼儿配方乳粉），销售：服装服饰、鞋帽、针织品、皮革制品、箱包、日用品。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2018 年 9 月底，公司下设内部审计室、贸易事业部、行政综合办公室、财务部、人力资源部、资产经营部、技术中心、电脑信息部和党群工作部 9 个部门（详见附件 1）。截至 2018 年 9 月底，公司合并范围内子公司共 23 家；截至 2017 年底，公司在职员工总数为 1,973 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 85.35 亿元，负债合计 41.74 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 43.61 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 40.70 亿元。2017 年，公司实现营业收入 158.34 亿元，净利润（含少数股东损益）2.03 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.73 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.02 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.24 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司合并资产总额 78.41 亿元，负债合计 38.67 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 39.74 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 37.01 亿元。2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 127.61 亿元，净利润（含少数股东损益）1.37 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.04 亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.59 亿元，现金及现金等价物净增加额-7.77 亿元。

公司注册地址：中国（上海）自由贸易试验区福山路 450 号 27 层 B-09 室；法定代表人：季胜君。

二、本次债券概况及募集资金用途

1. 本次可交换公司债券概况

本次可交换公司债券名称为“东方国际创业股份有限公司 2019 年公开发行可交换公司债券”（以下简称“本次债券”），发行规模不超过 5 亿元（含 5 亿元），本次债券拟分期发行，首期发行规模不超过人民币 2 亿元（含 2 亿元），可超额配售不超过 3 亿元（含 3 亿元），票面金额 100 元，按面值平价发行。可交换公司债券期限为不超过 3 年（含 3 年），采用固定利率，在债券存续期间内固定不变，采取单利按年计息，不计复利。票面利率将提请股东大会授权董事会或董事会授权人士根据询价结果在预设利率区间内与主承销商协商确定。本次可交换债券采用每年付息一次的付息方式，计息起始日为本次可交换债券发行首日。本次债券预备用于交换的标的股票为公司所持的华安证券股份有限公司（以下简称“华安证券”）A 股股票（600909.SH）。

本次可交换公司债券采用股票质押担保。公司预备用于交换的华安证券 A 股股票及其孳息是本次发行可交换债券的担保及信托财产，本次债券发行金额不超过预备用于交换的股票在募集说明书公告前 20 个交易日均价计算的市值的 70%。公司与受托管理人将在本次债券发行前，已就预备用于交换的标的公司 A 股股票签订了信托及担保合同，并根据中证登相关要求办理了华安证券 A 股股票担保及信托登记手续、取得了相关权利证明文件。作为担保及信托财产的标的股票在募集说明书公告日前 20 个交易日均价计算的市值相对本次债券发行规模的担保倍数将达到约 1.43 倍，本次可交换债券不设置维持担保比例条款。截至 2018 年 9 月底，公司直接持有标的股票 238,825,020 股，均为流通股且未进行质押。

（1）换股条款

初始换股价格的确定依据

本次发行可交换债的初始换股价格不低于募集说明书公告日前 1 个交易日、前 20 个交易日、前 30 个交易日华安证券 A 股股票交易均价、华安证券发行前最近一期每股净资产、华安证券 A 股股票首发价的孰高者，（若在前述交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易价格按经过相应除权、除息调整后的价格计算）。具体初始换股价格将提请股东大会授权董事会或董事会授权人士在本次发行前根据市场状况与主承销商协商确定。

换股价格的调整方式及计算公式

在本次债券发行后，当华安证券 A 股股票因派送股票股利、转增股本、增发新股、配股、派送现金股利等情况使华安证券 A 股股份发生变化时，将按下述公式进行换股价格的调整（保留小数点后两位，最后一位四舍五入）：

派送股票股利或转增股本： $P1 = P0 / (1 + n)$ ；

增发新股或配股： $P1 = (P0 + A \times k) / (1 + k)$ ；

上述两项同时进行： $P1 = (P0 + A \times k) / (1 + n + k)$ ；

派送现金股利： $P1 = P0 - D$ ；

上述三项同时进行： $P1 = (P0 - D + A \times k) / (1 + n + k)$ 。

其中： $P0$ 为调整前换股价， n 为送股或转增股本率， k 为增发新股或配股率， A 为增发新股价或配股价， D 为每股派送现金股利， $P1$ 为调整后换股价。

当华安证券出现上述股份和/或股东权益变化情况时，将依次进行换股价格调整，并在中国证监会指定的信息披露媒体及互联网网站上公告相关事宜，并于公告中载明换股价格调整日、调整办法及暂停换股期间（如需）。当换股价格调整日为本次发行的可交换债券持有人换股申请日或之后，交换股票登记日之前，则该持有人的换股申请按公司调整后的换股价格执行。

若调整换股价格从而造成预备用于交换的股票数量少于未偿还的本次可交换债券全部换股所需股票的，公司将事先补充提供预备用于交换的股票，并就该等股票设定担保，办理相关登记手续，具体触发条件及时点如下：

派送股票股利或转增股本：不会出现预备用于交换的股票数量不足的情形。

增发新股或配股：若出现预备用于交换的股票数量少于未偿还的本次债券全部换股所需股票的情形，将以华安证券 A 股股票披露增发新股或配股刊登发行结果公告作为触发条件，公司将在发行结果公告刊登后的 5 个工作日内公告换股价格调整事项，并在换股价格调整公告中约定换股价格调整日并在换股价格调整日之前补充提供预备用于交换的股票。

派送现金股利：若调整换股价格后出现预备用于交换的股票数量少于未偿还本次债券全部换股所需股票的情形，华安证券 A 股股东大会审议通过并公告派送现金股利事宜将作为触发条件，公司将在五个交易日内公告换股价格调整事项，并在换股价格调整日（即派送现金股利除息日）之前补充提供预备用于交换的股票。

当华安证券发生股份回购、合并、分立或任何其他情形使华安证券股份类别、数量和/或股东权益发生变化从而可能影响本次债券持有人的债权利益或换股权益时，公司将视具体情况按照公平、公正、公允的原则以及充分保护本次债券持有人权益的原则调整换股价格。有关换股价格调整内容及操作办法将依据当时国家有关法律法规及证券监管部门的相关规定来制订。

若出现预备用于交换的股票数量少于未偿还本次债券全部换股所需股票而公司又无法补足的情况，则相关方将召开债券持有人会议以作出其他补救安排。

（2）换股价格向下修正条款

本次可交换公司债券的换股价格向下修正条款，经股东大会授权，将由该公司董事会或董事会授权人士在发行时根据市场情况与主承销商确定。

（3）赎回条款

有条件赎回条款

本次可交换公司债券的赎回条款，经股东大会授权，将由该公司董事会或董事会授权人士在发行时根据市场情况与主承销商确定。

（4）回售条款

本次可交换公司债券的回售条款，经股东大会授权，将由该公司董事会或董事会授权人士在发行时根据市场情况与主承销商确定。

2. 本次债券募集资金用途

本次可交换公司债券募集资金扣除发行费用后，拟用于补充流动资金和偿还公司债务。

三、行业分析

公司主营业务为进出口贸易和现代物流，属于对外贸易行业和物流行业。

1. 外贸行业

（1）行业概况

进出口贸易由于属于跨境交易，较国内贸易而言，进出口贸易交收货周期长、交易环节复杂、易受汇率波动影响、贸易合作国家反倾销政策及外汇管制政策影响。

国际贸易结算方式主要为信用证（L/C）、托收及付汇。信用证为较为安全且普遍的结算方式，包括即期信用证及远期信用证，为银行信用，风险较低。托收和付汇均为商业信用，风险相对高于信用证。托收指出口商货物装运后，开具汇票并委托出口地银行通过其在进口地的分行收取货款，包括付款交单（D/P）和承兑交单（D/A），其中付款交单指进口商付清汇票上的票款后，才能够取得相关的单据；承兑交单指汇票经进口商承兑后获得单据，汇票到期日或到期日前付清货款。付汇指出口商将货物发运后，货运单据由出口商自行寄送给进口商，进口商通过银行将货款电汇给出口商，为最简单的结算模式，包括前 T/T 和后 T/T。

表 1 进出口贸易结算方式及风险水平

结算方式			信用类型	内容	风险水平
信用证结算 (L/C)	即期信用证		银行信用	进口地银行在收到出口地银行提交的单据，审核无误后立即付款	较低
	远期信用证			出口地银行将汇票随同单据提交到进口地银行请求承兑，进口地银行承兑后，留下单据将汇票退回并到期付款（30 天/60 天）；出口商或出口地银行也可持承兑汇票在到期日前贴现	较低
托收	付款交单 (D/P)	即期交单	商业信用	进口商见到汇票后即须付款，货款付清时取得单据	一般
		远期交单		汇票经进口商承兑，于汇票到期日或到期日前付清货款账单；该方式通常由于单据早于货物，进口商不想在没有到货时提前占压资金	一般

	承兑交单 (D/A)			汇票经进口商承兑后, 获得单据, 汇票到期日或到期日前付清货款	中等
付汇	电汇 (T/T)	前 T/T	商业信用	客户提前预付一定比例保证金(一般为 30%), 前 T/T 先付余款再发货	高
		后 T/T		后 T/T 先发货后付余款	较高

资料来源: 联合评级根据公开资料整理

定价方面, 传统定价模式为: 采购价格依据供应商所在地区平均加工成本而定, 销售定价基本参照商品采购成本加成 5%~10%的毛利计算, 具体比例因市场情况及营销策略而不同; 由于国际贸易交收货周期较长, 大宗商品价格波动频繁, 该模式下贸易商下游销售价格风险敞口较大。

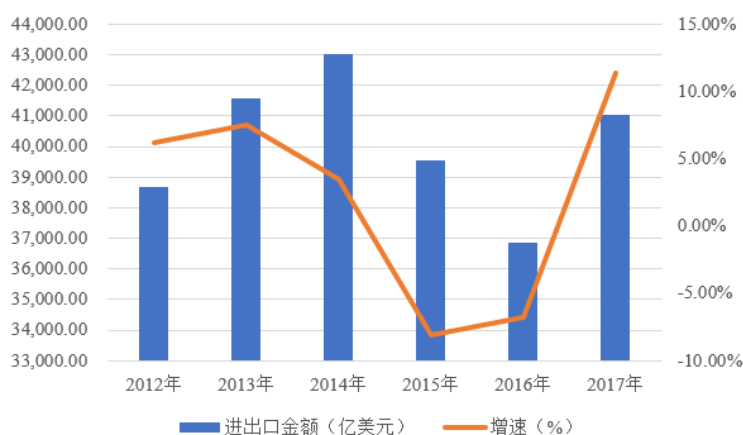
部分大宗商品进口如化工产品、有色金属、农产品等上游定价模式以期货定价方式为主; 买卖双方在签订合同时不确定具体成交价格, 而是约定在未来某一时间对合同标的物进行实物交收, 并规定以交货之前某一时间期货市场的该标的期货价格为基准, 加上双方事先约定的基差(现货和期货差)确定货物价格进行货款结算(贸易商采购价格=在约定时间内点选的商品期货价格+事前约定好的基差价格), 期货定价实质为将绝对价格的波动风险转化为现期货相对价格的变化, 但需要配合恰当的期货套期保值操作; 相对上游供应商而言, 通常贸易商为“点价”方, 点价结束后, 在期货市场进行与现货市场相反操作, 进行套期保值; 下游销售以销售当期市场价格为基准, 同时, 在期货市场进行平仓; 贸易收益=现货卖价-现货买价+期货多头价-期货空头价; 目前铜、铅、锌、镍等有色金属以及石油、大豆等普遍采用期货定价法。另外, 进出口贸易中煤炭、铁矿石、化肥等商品也采用“一口价”模式进行定价, 但目前已逐步尝试向期货定价转型。

总体看, 进出口贸易具有交收货周期长、交易环节复杂、易受汇率波动及政策影响的特点; 结算方式按照信用证、托收及付汇的顺序, 风险依次递增; 定价方面, 为降低风险敞口, 部分大宗商品进口以期货定价方式为主。

(2) 细分业务情况

2012 年欧洲主权债务危机继续深化、国际市场需求下滑, 我国 GDP 同比增长 7.8%, 是进入 1999 年以来增速的最低值; 2012 年, 我国进出口总额 3.87 万亿美元, 与 2011 年同期相比增长 6.2%。2013 年, 我国对外贸易景气度有适度回升, 当年进出口总额 4.16 万亿美元, 扣除汇率因素后同比增长 7.6%, 增速较上年同期上升了 1.4 个百分点。其中出口 2.21 万亿美元, 增长 7.9%; 进口 1.95 万亿美元, 增长 7.3%, 进口增速显著提升。2014 年, 我国外贸体量增速有所下降, 一方面是由于 2013 年的套利贸易垫高了同比基数, 另一方面, 相比于单纯追求高速增长, 2014 年我国更加注重外贸结构的调整和优化, 以及对外贸易和宏观经济的协调发展。2014 年我国进出口总额 4.30 万亿美元, 同比增长 3.4%, 其中出口总额 2.34 万亿美元, 同比增长 6.1%, 进口总额 1.96 万亿美元, 同比增长 0.4%。2015 年, 全球经济总体复苏乏力, 国内经济下行压力较大, 对外贸易发展进入新常态, 2015 年我国进出口总额 3.96 万亿美元, 同比下降 8.0%。其中, 出口 2.28 万亿美元, 同比下降 2.8%; 进口 1.68 万亿美元, 同比下降 14.1%。2016 年, 大宗商品价格低迷, 发达经济体增速放缓, 同时国内经济下行压力仍不断加大, 当年我国货物贸易进出口总值 24.33 万亿元人民币, 比去年下降 0.9%。其中, 出口 13.84 万亿元, 同比下降 2%; 进口 10.49 万亿元, 同比增长 0.6%。2017 年, 世界经济温和复苏, 国内经济稳中向好, 推动全年我国外贸进出口持续增长。据海关统计, 2017 年, 我国月度进出口保持稳定增长态势, 各月进出口均实现两位数增长。2017 年全年货物贸易进出口总值 4.10 万亿美元, 较 2016 年增长 11.37%, 扭转了此前连续两年下降的局面。2018 年 1~2 月, 我国进出口总额 4.52 万亿元人民币, 其中出口 2.44 万亿元, 进口 2.08 万亿元, 实现贸易顺差 3,622 亿元。

图 2 2012~2017 年中国对外贸易进出口金额及增速情况

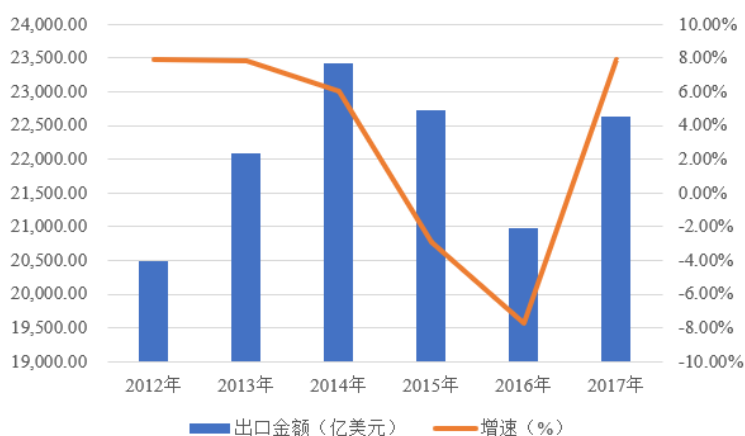


资料来源：WIND 资讯

出口情况

2012~2017 年，随着外部经济环境的变化，我国出口贸易规模有所波动。2017 年，我国实现出口总额 2.26 万亿美元，同比增长 7.91%。

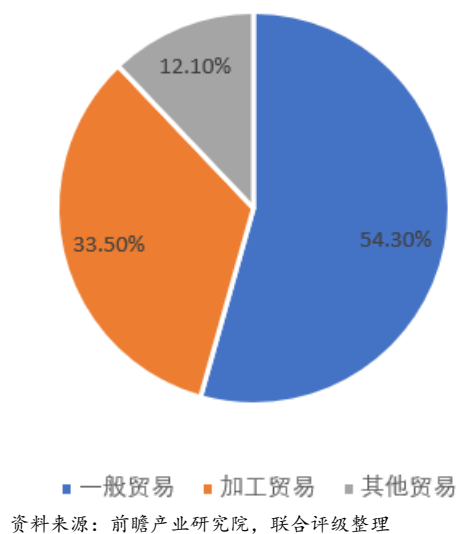
图 3 2012~2017 年中国对外贸易出口金额及增速情况



资料来源：WIND 资讯

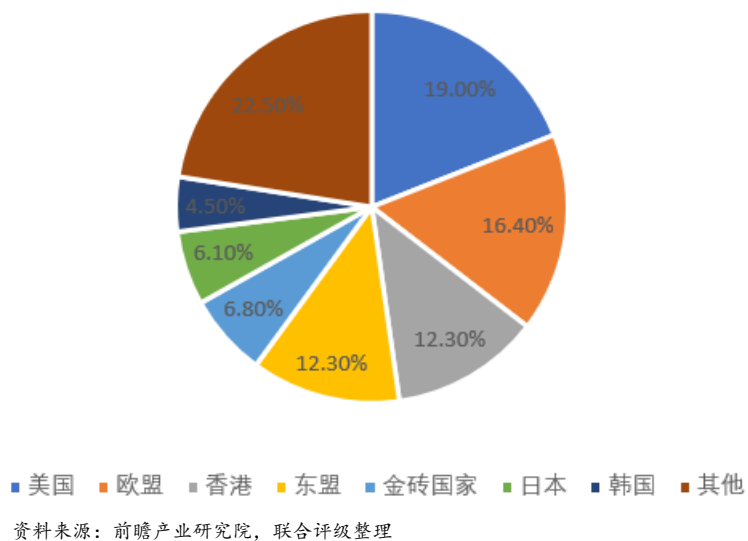
从出口结构来看，2012~2017 年，中国一般贸易出口整体呈上升趋势，从 9,879 亿美元增长至 12,300.8 亿美元；加工贸易出口整体有所萎缩，从 2012 年的 8,626.8 亿美元下降至 2017 年的 7,588.00 亿美元；其他贸易出口整体变化不大。2017 年，三大出口贸易方式均较上年有所增长。其中共实现一般贸易出口额 1.23 万亿美元，加工贸易仅为 7,588 亿美元。从几大贸易方式来看，一般贸易出口方式出口额占比在不断增加，而加工贸易的出口方式占比有所下降，主要系随着中国国力的不断提升及制造能力和技术水平的增强，我国逐渐获得了国外产品进口国的重视。

图4 2017年中国出口贸易方式结构情况



从出口国家来看，2017年中国出口额最大的国家依然为美国，出口额为4,297.6亿美元，占总出口额的19.0%，欧盟和中国香港地区分别位列二、三位，出口额分别为3,720.5亿美元和2,792.9亿美元，分别占总出口额的16.4%和12.3%。

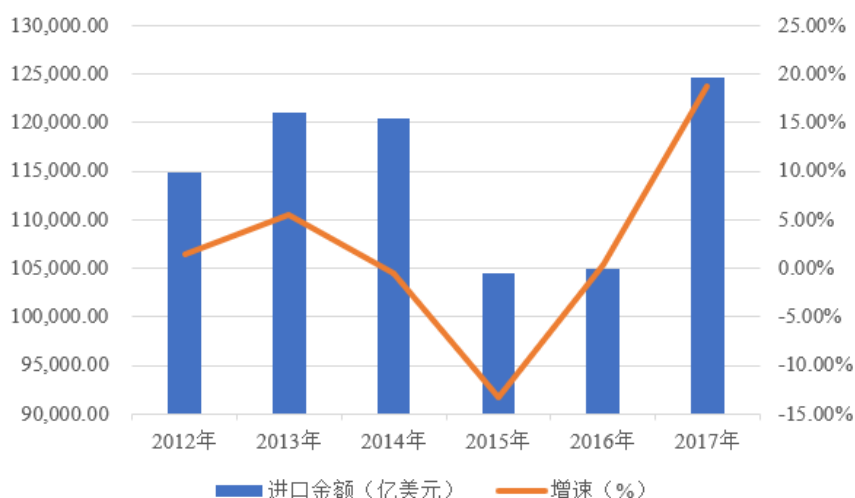
图5 2017年中国出口地区结构情况



进口情况

2012~2017年，随着外部经济环境的变化，我国进口贸易规模有所波动。2017年，我国实现进口总额1.25万亿美元，同比增长18.74%。

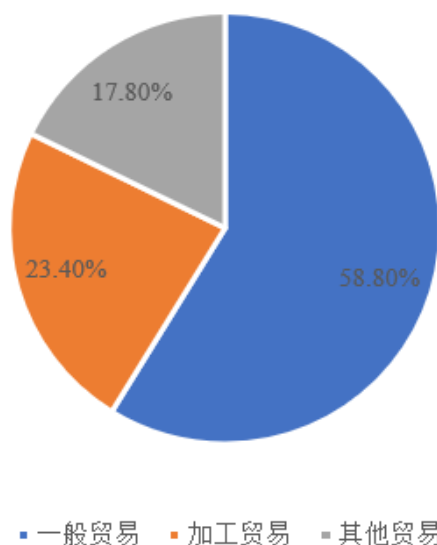
图6 2012~2017年中国对外贸易进口金额及增速情况



资料来源：WIND 资讯

从我国进口贸易方式的变化情况来看，2012~2017 年，我国一般贸易进口占比有所上升，加工贸易进口占比有所下滑，其他贸易方式的变动幅度不大。2017 年我国进口贸易复苏明显，三大贸易方式进口额均有所增长。2017 年，我国进口贸易方式中一般贸易进口额为 10,827.5 亿美元，占全部进口额的 58.8%，较上年有明显的增加。而加工贸易进口额为 4,312.1 亿美元，占比为 23.4%。

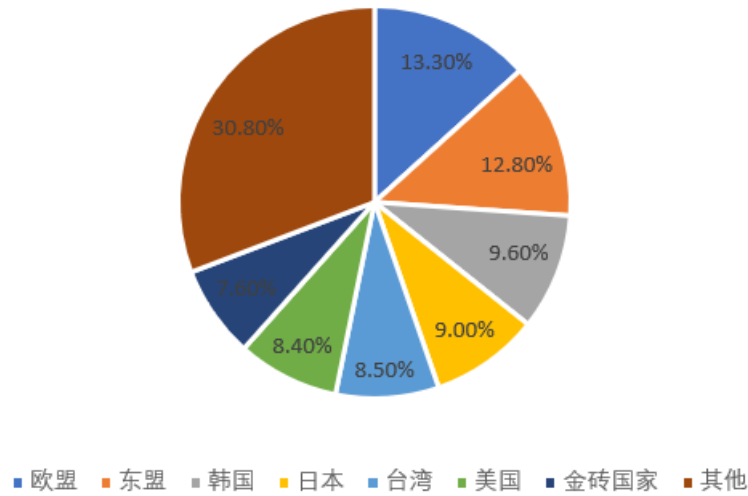
图7 2017年中国进口贸易方式结构情况



资料来源：前瞻产业研究院，联合评级整理

从进口国家来看，2017 年，中国进口额最大的国家或地区为欧盟，进口金额为 2,448.7 亿美元，占总进口额的 13.3%，东盟、韩国和日本分别位列二、三、四位，进口额分别为 2,356.9 亿美元、1,775.1 亿美元和 1,656.5 亿美元，分别占总进口额的 12.8%、9.6%和 9.0%。

图 8 2017 年中国进口地区结构情况



资料来源：前瞻产业研究院，联合评级整理

总体看，近年来，我国进出口业务规模随着外部经济环境的变化而有所波动，2017 年，国内经济稳中向好，推动全年我国外贸进出口额持续增长。进出口结构方面，一般贸易进出口均整体呈上升趋势，占比逐年上升。从进出口国家来看，出口国仍以美国为主，进口国家则为欧盟地区。

（3）行业政策

对外贸易方面，我国采取了一系列措施保证了中国外贸较快发展，包括保持出口退税和加工贸易政策稳定，推动自由贸易园区战略和“一带一路”建设，修订和完善出口退税政策，简化审批流程提高办事效率，降低进出口企业税费，具体如下。

表 2 外贸行业重点政策汇总

出台时间	政策名称	主要内容和作用
2015-04	《关于改进口岸工作支持外贸发展的若干意见》	在京津冀、长江经济带和广东地区区域通关一体化先行先试基础上，加快跨行政区域、跨部门口岸大通关建设步伐，促进与周边国家口岸互联互通。
2015-05	《关于加快培育外贸竞争新优势的若干意见》	调整贸易结构，全面提升与“一带一路”沿线国家经贸合作水平。
2015-05	《关于支持外贸稳定增长的若干意见》	创新并完善多种贸易平台，加快电子商务平台的建设，鼓励企业在海外设立批发展示中心、商品市场、专卖店、“海外仓”等各类国际营销网络。
2015-07	《关于促进进出口稳定增长的若干意见》（以下简称《意见》）	进一步推动对外贸易便利化，改善营商环境，降低外贸企业税费。
2015-08	《促进内贸流通健康发展的若干意见》	推动优势流通企业利用参股、控股、联合、兼并、合资、合作等方式做大做强；推进内外贸融合发展，适当扩大市场采购贸易方式的试点范围，打造一批布局合理、功能完善、管理规范、辐射面广的内外贸结合市场。
2015-12	《关于加快实施自由贸易区战略的若干意见》	加快实施自由贸易区战略，促进全面深化改革、构建开放型经济新体制。
2016-07	《出口退（免）税企业分类管理办法》	对 2015 年制发的《出口退（免）税企业分类管理办法》进行修订，从而进一步优化出口退税管理，提升管理的质量和效率。
2016-09	扩大内销选择性征收关税试点	将内销选择性征收关税政策试点扩大到覆盖全国海关特殊监管区域的 30.47%，有利于企业可以自主合理降低税负、降低成本。
2016-08	商务主管部门取消加工贸易合同审批	取消商务主管部门对加工贸易合同审批和加工贸易保税进口料件或制成品转内销审批，便利企业作业，降低企业合规风险。

2016-09	全国海关实现关税征收“一网通”	全国海关推广汇总征税核批作业无纸化，实现关税征收“一网通”，降低企业通关成本，提高运营效益。
2016-11	《国内贸易流通“十三五”发展规划》	全管理体制机制、加大财政金融支持、调整优化税费政策、优化土地要素支撑、推进人才队伍建设、完善统计监测体系、落实规划推进机制等。
2017-01	对外贸易发展“十三五”规划	明确了“十三五”时期我国外贸发展的总体思路、目标任务和保障措施。
2018-07	《关于扩大进口促进对外贸易平衡发展的意见》	指出要在稳定出口的同时进一步扩大进口，推动进口与出口平衡发展，推动经济高质量发展，维护自由贸易，支持与人民生活密切相关的日用消费品、医药和康复、养老护理等设备进口。

资料来源：联合评级搜集整理

总体看，随着外贸行业发展政策环境进一步优化，外贸行业发展将更加有序规范。

（4）行业关注

外贸发展下行压力仍然较大

金融危机以来，发达国家投资活动低迷，对能源资源、中间产品、机械设备的需求不振，使得投资品国际贸易增长显著放缓。中国外贸传统竞争优势正在减弱，新的竞争优势尚未形成，一方面，中国与发达国家在劳动密集型产业方面的竞争更加激烈；另一方面，中国与发达国家资本、技术密集型领域以互补为主的关系将发展为互补与竞争并存关系，尤其新兴产业发展将面临发达国家更严苛的遏制。全球贸易保护主义愈演愈烈，对中国贸易负面影响加大。中国已成为一些国家实施贸易保护主义的首要对象。

贸易风险的逐步扩大

随着全球化程度不断加深，其存在的风险也越来越大。而我国对重要资源的营养比较缺乏，对于风险缺少一定的防范意识，重要战略资源对特定市场的依赖较为明显，存在一定的隐患，特别是石油的进出口和市场集中度较高。

缺乏核心竞争力

近年来，随着经济发展，我国出口市场范围和规模逐步扩大，但我国产品创新技术和知识产权较为缺乏，在品牌建设方面处于落后状态，我国自有品牌商品出口占出口总额的比重仍不足 10%，在国际贸易竞争中缺乏品牌竞争力。

国际贸易摩擦风险

2018 年 3 月以来，美国对中国发起贸易战，对中国 1,300 多种进口商品征收 600 亿美元关税，涉及产品金额约 500 亿美元，给中国对美国出口贸易带来了不利影响。此外，近日美方公布拟对中国 2,000 亿美元输美产品加征关税清单，若此清单未来实施，将会对更多外贸类企业产生不利影响。

（5）行业发展

从国际看，现代信息技术的飞速发展将带动知识密集型和技术密集型服务业迅速扩张，全球价值链日益向服务环节拓展的趋势仍将延续，服务业将朝着高附加值方向发展，服务贸易也向高增值型服务转移。从国内看，随着新一轮高水平对外开放的不断推进及产业结构不断调整优化，中国服务业和服务贸易都将日益发展壮大。“十三五”期间，中国政府将继续探索服务贸易创新发展模式，推动新技术、新模式、新业态、新产业与服务贸易融合发展，建设更多服务贸易功能聚集区，强化服务贸易平台载体建设，探索扩大服务贸易双向开放政策和便利化措施。预计到 2023 年，中国服务进出口额将达到 12,300 亿美元以上。

总体看，未来服务贸易将日益发展壮大，成为带动中国经济和对外贸易持续健康发展的新动能。

2. 物流行业

(1) 行业概况

现代物流业是在传统的生产制造业、运输仓储业、商品流通业与现代信息产业融合、重组、提升的基础上形成的一种新的产业。物流行业的发展与宏观经济发展密切相关。全社会商品、信息和服务流通的加快，为中国物流发展提供了广阔的市场空间。2015~2017 年，物流业总收入平稳增长，分别为 7.60 万亿元、7.90 万亿元和 8.80 万亿元。

根据中国物流与采购联合会统计，自 2012 年开始，全国社会物流总额增速持续下降，2016 年全国社会物流总额 229.70 万亿元，同比增长 4.8%，增幅较上年回落 1.0 个百分点。从社会物流总额的构成情况看，工业品物流总额 214.0 万亿元，同比增长 4.9%，增幅较上年回落 1.2 个百分点；进口货物物流总额 10.5 万亿元，同比增长 0.96%，基本与上年持平。

2017 年我国物流运行总体向好，社会物流总额增长，且增速止跌回升，2017 年全国社会物流总额 252.8 万亿元，按可比价格计算，同比增长 6.7%，增速比上年同期提高 0.6 个百分点。从构成看，工业品物流总额 234.5 万亿元，按可比价格计算，同比增长 6.6%，增速比上年同期提高 0.6 个百分点；进口货物物流总额 12.5 万亿元，增长 8.7%，提高 1.3 个百分点。

2015~2017 年，社会物流总费用与 GDP 的比率逐年下降，分别为 16.0%、14.92%和 14.60%；2016 年，社会物流总费用 11.1 万亿元，同比增长 2.78%；2017 年社会物流总费用 12.1 万亿元，同比增长 9.2%，增速低于社会物流总额、GDP 现价增长。

总体看，近年来物流发展形势总体良好、稳中有进。物流需求规模持续增长，经济运行中的物流成本依然较高，但社会物流总费用与 GDP 的比率持续回落。

(2) 行业竞争

从行业中大型企业的规模变化来看，2017 年，我国物流企业 50 强中，中国远洋海运集团有限公司排名第一，物流业务收入 1,408.40 亿元，排名第 50 位的物流企业物流业务收入达到 22.52 亿元，50 强企业物流业务收入占全社会物流业务收入的比例约为 9.43%，行业集中度不高。从入围 50 强物流企业看，“门槛”呈现逐年提高的趋势，由 2004 年的 2 亿元提高到 2017 年的 28.50 亿元。

目前，我国物流市场仍处在粗放经营阶段，以初级、低端的物流服务为主，大部分的物流商只能提供简单的传统物流服务，而提供系统化、一体化综合物流服务的现代物流企业不多，物流服务业的竞争更多集中在低端的运输、仓储、装卸搬运层面，少数的现代物流服务商由于其行业渗透度及服务集成度还不高，仍然主要在离散的物流功能上过度竞争，竞争焦点是成本降低和价格，提供的服务同质化严重，还不能满足物流需求社会化的需要。

国际物流公司进入中国市场，凭借其雄厚的资金实力和丰富的行业经验，在争夺跨国公司物流业务方面具有一定的优势。随着现代物流业的发展，中外物流公司将会互相进入对方优势领域，展开对优质客户的争夺。本土企业可利用自身拥有的物流资源、服务网络和本土化优势，通过品牌建设、扩大服务规模和服务品质来化解面临的压力。

总体看，国内物流行业集中度、系统化、一体化程度较低，同质性高，以价格竞争为主；随着现代物流业发展，国内物流公司与国际物流公司竞争也将日益激烈。

(3) 行业政策

2014 年 10 月国务院印发《物流业发展中长期规划（2014~2020 年）》（以下简称“《规划》”）阐明物流业发展前景及重点。《规划》切中物流业目前存在的主要问题，提出了物流业发展的三大重点：降低物流成本；提升物流企业规模化、集约化水平；加强物流设施网络建设。《规划》提出了物流行业的发展目标，至 2020 年，基本建立现代物流服务体系，物流业增加值年均增长 8%，物流

业增加值占国内生产总值的比重达到 7.5%。第三方物流比重明显提高。全社会物流费用占 GDP 比率由 2013 年的 18% 下降到 16% 左右。

2015 年 7 月 7 日，商务部办公厅发布《关于智慧物流配送体系建设的实施意见》，提出在 1~2 年内创建 10 个智慧物流配送示范城市、50 个智慧物流配送示范基地、200 个智慧物流配送示范企业。通过示范创建工作，推动配送效率提高 20%，仓储管理效率提高 20%。

2016 年 3 月 17 日，商务部等六部门发布《全国电子商务物流发展专项规划（2016~2020 年）》，提出 2022 年形成“布局完善、结构优化、功能强大、运作高效、服务优质”的电商物流体系的发展目标。

2016 年 9 月 13 日，发改委发布《物流业降本增效专项行动方案（2016~2018 年）》，提出通过优化行业行政审批、深化公路、铁路、民航等领域改革、优化货运车辆通行管控、推动货物通关便利化和提升行业监管水平等行动，到 2018 年物流业降本增效取得明显成效，物流基础设施衔接更加顺畅、物流企业综合竞争力显著提升，行业发展环境进一步优化、物流整体运行效率显著提高。

2016 年 12 月 19 日，国家发展改革委办公厅、交通运输部办公厅和中国铁路总公司办公厅联合印发《推动交通物流融合发展近期重点工作及分工方案》，提出完善全国综合交通物流枢纽布局，重点推进 24 个全国性、若干个区域性以及一批地区性综合交通物流枢纽建设，实施一批铁路物流基地工程，实施沿海和长江主要港口集疏运改善方案，实施昆明王家营、东莞石龙等 2,000 个铁路重要货场周边道路畅通工程和交通组织优化方案。

2017 年，我国密集发布了多个物流相关政策，如国务院办公厅发出《关于进一步推进物流降本增效促进实体经济发展的意见》和《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》；工信部开展服务型制造试点，提升工业物流发展水平；税务总局、交通运输部连续发文，破解道路运输企业“营改增”后税负增加问题；国家质检总局联合 11 部门出台《关于推动物流服务质量提升工作的指导意见》等，我国物流政策环境不断改善。

总体看，物流行业政策重点围绕物流业降本增效和创新发展，提升物流企业的规模化、集约化水平，完善物流网络布局和运营效率，有利于国内物流行业向规模化、高效化、综合化发展。

（4）行业关注

物流运行效率偏低

首先，我国目前尚处于工业化中后期，经济产出以附加值较低的工业品为主，导致物流成本占整体经济产值的比例较高。其次，我国产业布局、资源分布和消费市场分布存在差异，导致重要的资源（如煤炭）和主要的产成品需要在全国范围内长距离大规模流动，进一步提升了物流成本。再次，我国物流市场分割严重，存在社会资源周转慢、环节多、费用高的现象。

专业化物流供给不足

目前，社会化物流需求不足和专业化物流供给能力不足的问题同时存在，“大而全”、“小而全”的企业物流运作模式还相当普遍，大型企业大多采用自营物流运作模式，这导致专业化的物流企业规模受限，不利于物流行业固有的规模效应发挥作用。

基础设施能力不足

一方面，我国物流基础设施能力不足，尚未建立布局合理、衔接顺畅、能力充分、高效便捷的综合交通运输体系，物流园区、物流技术装备等能力有待加强。另一方面，物流企业在仓储、运输、配送等各个环节中仍多以手工作业为主，大部分物流企业的物流设施比较陈旧，技术水平较低，资源闲置和浪费的现象比较严重。此外，我国物流行业自动化信息化程度低、作业方式落后，降低了物流效率。

人才和行业标准不完善

我国物流人才培养起步晚，物流专业在 2001 年以后才进入高校专业序列，2003 年起我国高校才有本科、研究生学历层次物流人才的培养教育。同时，物流人才需要有较强的组织能力、市场分析能力，需要熟悉物流行业各个环节的复合型人才，因此培养周期长，导致人才的成长成熟慢于市场需求。

（5）未来发展

行业整体保持平稳运行

未来一段时间，中国经济将保持稳定增长，是物流行业平稳发展的重要前提。具体来看，钢铁、煤炭等大宗商品物流需求仍将较为疲软，增速难有明显改善，而快递速运、物流平台、一体化物流、供应链管理等高端物流业态有望保持快速增长。

行业加速转型升级

随着我国物流行业的发展，行业转型升级步伐逐步加快，主要体现在专业化服务能力增强、供应链管理更加成熟、快递速配快速发展、物流平台化等方面。目前，已经有部分物流企业逐步向供应链管理服务提供商转变，其业务模式也从简单的配送转变为对物流、信息流、现金流的统一管理和筹划，并逐步开辟供应链金融等新型的业务模式。

总体看，我国物流行业集中度较低，产品和服务同质化严重，在经营规模、产业链协同、信息化和自动化方面仍有较大提升空间，经济转型将为物流行业转变发展方式、创新经营模式、提升盈利能力提供了重要的契机。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司主要从事货物贸易和现代物流。公司从一家传统外贸企业起步，发展成为在现代贸易（国内和国际贸易）、现代物流方面具有较强实力的国有控股的企业集团。

纺织服装产品进出口贸易是公司传统主业。经过多年努力，公司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。公司是中国最大的纺织服装出口商之一，公司拥有各种经营资质、经验丰富的经营团队、自有的纺织品及服装生产基地，同时，公司及下属公司经营的产品涵盖全品类服装纺织产品，拥有“KOOL”、“衣架”、“银河”、“麻雀 333”、“LEETAI”、“SUNFLOWER”和“L’ anticher”等多个品牌，在国际市场上建立了广泛的业务合作渠道，市场声誉良好。

公司控股子公司东松医疗是国内最大的医疗设备和器械的进口企业之一，其医疗设备进口代理与招标业务在国内名列前茅，有良好的市场声誉。2017 年公司加大了对健康产业的投入，东松医疗先后投资设立子公司开拓新的业务领域。2018 年，东松医疗完成了股份制改造，为新三板挂牌公司（股票简称“东松医疗”、股票代码“872647.OC”）。

现代物流方面，公司拥有齐全的各类物流经营资质、包括仓储基地在内的各类物流资产、经营能力较强的经营团队等，公司下属有多家全资控股的物流和航运公司，从事包括国际航运、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业务。公司综合利用资金、物流和贸易等优势，开发了“易融达”物贸联动的产品，为客户定制和提供全方位的供应链服务。

总体看，公司充分发挥其优势，凭借服务质量及效率获得较高品牌认可度，在经营资质、业务渠道、产品服务等方面具有一定优势。

2. 人员素质

公司现有董事 9 名（其中包含 3 名独立董事）、监事 5 名、高层管理人员 4 名。公司核心管理团队从事相关业务和管理工作经验丰富。

公司董事长季胜君先生，1971 年出生，硕士学位，正高级会计师，曾担任东方国际集团财务总监、副总裁，上海东松国际贸易有限公司监事长、董事长，上海领秀电子商务有限公司董事长，东方国际集团上海投资有限公司董事长。现任东方国际集团副总裁，东松医疗董事长，上海领秀电子商务有限公司董事长，公司董事长。

公司总经理瞿元庆先生，1967 年出生，大学本科，曾担任公司总经理、党委书记，东方国际物流（集团）有限公司董事长，东方国际集团上海家纺有限公司董事长，东方创业香港有限公司董事长等职务。现任公司董事、总经理、党委书记，东方国际物流（集团）有限公司董事长，东方国际集团上海家纺有限公司董事长，东方创业香港有限公司董事长。

截至 2017 年底，公司在职员工 1,973 人。从学历构成看，大学本科及以上占 39.38%，专科占 28.08%，中专及以下占 32.54%；从专业构成看，销售人员占 43.28%，财务人员占 9.28%，生产人员占 28.43%，技术人员占 4.21%，行政人员占 14.80%。

总体看，公司管理层综合素质较高，具备多年的相关业务经历和公司管理经验；公司员工学历、专业构成基本能够满足公司经营需要。

五、公司管理

1. 治理结构

公司根据《公司法》、《证券法》、公司章程以及中国证监会有关规定的要求，建立了股东大会、董事会、监事会等法人治理机构。

股东大会由全体股东构成，是公司的最高权力机构，行使决定公司的经营方针和投资计划、选举和更换非由职工代表担任的董事和监事、审议批准董事会的报告以及公司的年度财务预算方案、决算方案等职权。

公司设董事会，由 9 名董事组成。公司董事由股东大会选举或更换，任期 3 年，董事任期届满可连选连任；公司设董事长 1 名，由全体董事过半数选举产生。董事会对股东大会负责，行使决定公司的经营计划和投资方案、制订公司的年度财务预算方案、决算方案以及制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案等职权。

公司设监事会，由 5 名监事组成，其中包括 2 名职工监事，由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生；公司设监事会主席 1 名，由全体监事过半数选举产生。监事会行使对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见、检查公司财务、对董事及高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等职权。

公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘，每届任期 3 年，连聘可以连任。总经理对董事会负责，行使主持公司的生产经营管理工作、组织实施公司年度经营计划和投资方案、拟订公司内部管理机构设置方案等职权。

总体看，公司认真履行相关的监管规定，股东大会、董事会、监事会独立运作，法人治理结构完善健全。

2. 管理体制

截至 2018 年 9 月底，公司下设 9 个职能部门，包括内部审计室、贸易事业部、行政综合办公室、

财务部、人力资源部、资产经营部、技术中心、电脑信息部和党群工作部；制定了涵盖财务管理、关联交易、投资管理和对外担保等方面的内部控制制度。

财务管理方面，公司制定了财务管理办法，运用全面预算、财务管理和会计核算等方法，对企业的各项经营活动进行计划、控制、归集、核算，正确反映企业的经营成果，向股东、监管部门和社会相关方面提供及时、准确、真实的财务数据和会计信息。

投资管理方面，为加强对公司投资项目的管理，提高投资项目的效益，减少风险，公司制定《东方国际创业股份有限公司投资企业管理暂行办法》，公司对投资企业的管理实行总经理领导下的分管领导和职能部门分工分级管理负责制。公司通过派出董事、监事对投资企业行使决策权、监督权。对于控股企业，公司通过派出的投资企业负责人对该企业进行经营管理。对投资项目的审批，公司严格遵循《股东大会议事规则》《董事会议事规则》和《总经理工作细则》的要求，单项投资金额在 500 万元以下的项目由公司总经理办公会议审议决定；单项投资金额在 500 万元以上（含 500 万元）但未达到股东大会审批权限的项目，由总经理办公会议审议通过后交公司董事会审议决定；单项投资金额达到股东大会审批权限的项目，由总经理办公会议和交公司董事会逐级审议通过后，由股东大会审议决定，并严格按照《上海证券交易所股票上市规则》的要求及时进行信息披露。

关联交易方面，为规范公司与关联方之间的关联交易，维护公司及非关联股东的合法权益，公司制定了《东方国际创业股份有限公司关联交易制度》。制度要求关联交易应当遵循以下基本原则：符合诚实信用及公开、公平、公正的原则；关联交易的条件应当公允，符合公司的利益，不得损害公司及非关联股东的利益；在对关联交易进行决策时，关联股东及关联董事应妥善遵守公司章程及本准则规定的回避制度及其他保障关联交易公允性的措施。

对外担保方面，公司对外担保实行统一管理，为了规范公司的对外担保行为，有效控制担保风险，保护股东和其他利益相关者的合法权益，公司制订了《东方国际创业股份有限公司对外担保管理办法》。对公司对外担保流程从总体上进行把控，确定了对外担保的一般原则、担保条件、审批权限及程序和管理控制等。

价格波动方面，公司制定《代理进口业务操作规范》，从签订合同、开证及预付款、保险、进口报关、结算货款及对外付款、仓储交付到财务结算的业务全流程进行规范。规定对国内客户不垫付进口货款、税款或其它任何费用，在国内客户全额付款前不放货；同时，结合商品类别、付汇方式及其它风险因素，在进口合同签订之前决定向国内客户收取代理进口保证金的比例，原则上不低于货款金额的 20%。保证金之外剩余的货款，以信用证形式付汇的，在信用证对外付汇的 3 个工作日内前到帐；以 T/T 形式付汇的，客户必须在公司对外付款的 3 个工作日内付清全部货款。

总体看，作为上市公司，公司制定了较为完善的管理制度，能够满足公司日常运作需求。

六、经营分析

1. 经营概况

公司的主营业务为纺织服装产品进出口贸易和现代物流。2015~2017 年，公司分别实现主营业务收入 137.20 亿元、152.09 亿元和 156.87 亿元，逐年稳定增长，主要系公司业务规模不断拓展所致；公司主营业务占当期营业收入比重均在 99%以上，主营业务十分突出；2015~2017 年，公司分别实现净利润 1.80 亿元、1.75 亿元和 2.03 亿元，年均复合增长 6.03%，2016 年小幅下降主要系本期收到政府补助减少所致。2015~2017 年，公司利润主要来自于投资收益。

从业务构成来看，自营进出口销售业务为公司收入第一来源（近三年占主营业务收入均在 64%

以上)；2015~2017 年，公司进出口贸易业务规模不断扩大，分别实现收入 93.33 亿元、97.74 亿元和 106.92 亿元；占主营业务收入比分别为 68.03%、64.26%和 68.16%。2015~2017 年，货运、仓储及代理业务分别实现收入 28.96 亿元、26.19 亿元和 30.65 亿元，收入规模有所波动，2016 年有所下降主要系受国际货运代理业务下降影响所致，2017 年有所上升主要系船代业务规模扩大所致；其收入比重有所波动，但均在 17%以上。近三年，公司内销销售实现收入 10.83 亿元、24.53 亿元和 14.76 亿元，规模波动增长，2017 年大幅下降，主要系公司客户结构有所调整所致。2017 年，公司加工补偿销售、代购代销收入、船舶租赁和服务贸易分别实现收入 1.29 亿元、0.12 亿元、0.92 亿元和 2.21 亿元，占比分别为 0.82%、0.08%、0.58%和 1.41%，规模较小。

表 3 近三年公司主营业务收入构成及毛利率情况 (单位: 亿元、%)

板块	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
自营进出口销售	93.33	68.03	3.69	97.74	64.26	4.03	106.92	68.16	3.49
内销销售	10.83	7.90	6.33	24.53	16.13	3.51	14.76	9.41	12.22
加工补偿销售	3.27	2.38	1.84	2.90	1.91	5.15	1.29	0.82	6.53
代购代销收入	0.12	0.09	100	0.11	0.07	100	0.12	0.08	100
货运、仓储及代理	28.96	21.11	8.11	26.19	17.22	9.08	30.65	19.54	7.91
船舶租赁	0.68	0.49	-13.13	0.62	0.41	-18.79	0.92	0.58	15.58
服务贸易	--	--	--	--	--	--	2.21	1.41	0.04
合计	137.20	100.00	4.79	152.09	100.00	4.82	156.87	100.00	4.98

资料来源：公司提供，联合评级整理

从毛利率情况来看，2015~2017 年，公司自营进出口销售业务毛利率较为平稳，分别为 3.69%、4.03%和 3.49%，处于较低水平；内销销售毛利率波动增加，2016 年下降至 3.51%，主要系销售商品竞争激烈所致，2017 年有所上升主要系公司调整产品结构，加大毛利率较高产品的销售所致。2015~2017 年，公司货运、仓储及代理业务毛利率有所波动，2016 年增加至 9.08%，主要系占比较大的国际货运代理业务毛利率上升所致；2017 年下降至 7.91%，主要系国际货运代理和船代业务毛利率下降所致。2015~2017 年，加工补偿销售毛利率逐年增加，主要系客户结构变化所致；代购代销业务无相应结转成本，毛利率为 100%；受以上因素综合影响，2015~2017 年，公司综合毛利率分别为 4.79%、4.82%和 4.98%，呈上升态势，但仍处于较低水平。

2018 年 1~9 月，公司业务规模扩大、销量增加，实现营业收入 127.61 亿元，同比增长 11.76%，实现净利润 1.37 亿元，同比增长 8.64%。2018 年 1~9 月，公司自营进出口销售实现收入 89.52 亿元，占主营业务收入比为 70.91%，毛利率为 3.04%；内销销售实现收入 10.57 亿元，占主营业务收入比为 8.37%，毛利率为 9.75%。

总体看，公司主要收入来源为进出口销售，近年来受益于业务规模扩大，营业收入逐年增加，货运、仓储及代理业务受国际货运代理业务影响有所波动；公司综合毛利率逐年上升，但处于较低水平。

2. 进出口贸易

公司进出口贸易业务主要为纺织品、服装及机电设备等产品的出口业务以及医疗器械、钢铁及其制品和机电设备等产品的进口业务，业务遍及欧洲、亚洲、北美、非洲、拉丁美洲等地的 100 多个国家和地区，其中纺织品服装类产品进出口业务在国内占据领先地位。目前，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。

公司进出口业务主要由公司本部、东松医疗、东方国际集团上海家纺有限公司、纺织品公司、东方国际集团上海利泰进出口有限公司、上海东贸贸易有限公司和东方国际创业浦东服装进出口有限公司运营，2015~2017 年分别实现收入 93.33 亿元、97.74 亿元和 106.92 亿元。

(1) 出口业务

公司出口业务盈利模式分为两种，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。通常，该国外进口商事先与公司达成初步采购意向。该业务模式下主要利润来源于备货成本与最终客户支付价格之间的差价，并承担最终产品质量责任。公司充分利用长期经营建立起来的良好信誉，通过自营工厂及庞大的供应商网络，为客户提供设计、打样、采购、生产管理、进出口流程操作等全方位的服务，该业务模式占出口业务收入比例为 10%左右。

另一种为委托方委托公司完成与指定国外进口商的出口贸易，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，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，其占出口业务收入比例为 90%左右。

2015~2017 年，公司出口业务规模较为稳定，分别实现收入 76.15 亿元、71.87 亿元和 79.70 亿元，2016 年有所下降主要系受全球经济增速明显放缓影响所致，2017 年全球经济温和复苏，带动出口业务规模小幅增长。2018 年 1~9 月，公司出口业务实现收入 69.85 亿元。

采购模式方面，公司根据客户需要，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。

为规范采购行为，保证采购商品的质量，公司根据各类业务特点，制定了分类商品（如产品和原料，进口和出口等）的采购规范和验收规范。采购规范要求根据销售合同确定采购品种、数量，明确业务员、核价员在采购价格确定过程中各自的职责，要求供应商提供的样品数量等。在验收环节，各公司按商品类别及辅料、包装等分别制定了详细的验收标准、抽检方式和不合格品处理方案，确保采购的原材料或产品符合质量标准。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，以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。

2015~2017 年，公司出口业务采购总额分别为 80.39 亿元、76.94 亿元和 82.39 亿元。2017 年，公司前五大供应商采购额占采购总额的比例为 11.80%，集中度较低。

表 4 2017 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
连云港花茂日用品有限公司	2.61	3.17
江苏通海染整有限公司	1.97	2.39
上海秀玉贸易有限公司	1.95	2.37
太仓衣稻服装有限公司	1.69	2.05
上海优璞服装有限公司	1.50	1.82
小计	9.72	11.80

资料来源：公司提供

销售模式及渠道方面，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，公司目前拥有稳定的客户群，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。公司主要通过对老客户长期优质服务，维持与其稳定的业务往来关系，并根据客户不断变化的需求，充分发挥自身规模经济优势，不断拓展服务范围；依靠多年的经营及优质服务的口碑，通过现有客户不断向潜在客户及进行传播，从而进行快速、可靠、高效率的客户开拓；积极参加展会（如中国进出口商品交易会、海外专业展览会等），广泛宣传自身服务和产品，了解市场需求动向，并积极开拓新的客户群体；积极拓展海外市场，及时获取海外市场信息和客户需求，维护海外客户关系，加强本土化服务；通过网站建设、第三方信息投放等方式积极利用网络新兴销售渠道进行客户营销。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。2017 年，公司出口业务前五大销售占比为 8.01%，集中度较低。

表 5 2017 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
G.U.CO.,LTD.	1.61	1.86
KMART AUSTRALIA LIMITED	1.45	1.67
VICTORIA WELL HOLDINGS LIMITED ADD.	1.42	1.64
O.K.I GENERAL TRADING LLC	1.27	1.47
WILLIAMS SONOMA INC	1.20	1.38
合计	6.95	8.01

资料来源：公司提供

2015~2017 年，公司出口业务分产品品种来看，服装、面辅料、机电、家用纺织品和金属制品是公司出口中占比较大的品种，2017 年出口额分别为 27.63 亿元、15.37 亿元、7.79 亿元、5.87 亿元和 4.29 亿元，合计占比为 77.72%。公司是业内知名的纺织服装企业，为欧、美、非等众多国际知名品牌和企业提供高品质的纺织服装产品。2015~2017 年，随着我国纺织品出口产品竞争激烈和出口退税下调，公司面辅料出口规模逐年小幅下降；得益于公司提高出口产品质量，使服装类和家用纺织品出口额保持在较为稳定的水平。同时，公司根据不断变化的国际国内贸易形势，不断调整业务产品结构，加大对机电产品和金属产品出口力度，得益于此，2017 年，公司机电产品和金属产品出口规模有所扩大。2018 年 1~9 月，公司出口品种主要为服装、面辅料和机电产品，分别实现收入 22.69 亿元、12.50 亿元和 5.52 亿元。

表 6 2015~2017 年以及 2018 年 1~9 月公司主要出口产品情况（单位：亿元、%）

产品	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1~9 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
服装	25.39	33.61	25.46	35.75	27.63	35.23	22.69	36.87
面辅料	16.04	21.24	15.42	21.66	15.37	19.60	12.50	20.31
机电产品	6.74	8.92	5.44	7.64	7.79	9.94	5.52	8.98
金属制品	3.47	4.59	3.44	4.83	4.29	5.47	2.90	4.71
家用纺织品	6.21	8.22	5.86	8.22	5.87	7.49	4.11	6.68
家具	1.16	1.54	1.34	1.89	1.20	1.53	0.73	1.18
塑料制品	1.01	1.33	1.38	1.93	1.57	2.00	1.45	2.35

其他	15.54	20.56	12.88	18.08	14.70	18.75	11.65	18.93
合计	75.55	100.00	71.22	100.00	78.42	100.00	61.53	100.00

资料来源：公司提供

总体看，近三年，受全球经济环境影响，公司出口业务有所波动；出口产品主要为服装、面辅料和家用纺织品，竞争较为激烈，同时受政策影响较大；公司出口业务采购集中度以及销售集中度较低，依赖主要供应商以及大客户的风险低；公司与国外客户采用美元支付的方式，存在较大的汇率波动风险。

（2）进口业务

公司进口业务盈利模式分为两种。一种为公司到国外采购商品，完成商品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，该业务模式占进口业务收入比例为 8% 左右。

另一种业务模式中，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，其占进口业务收入比例为 92% 左右。

2015~2017 年，公司进口业务规模稳步增长，分别实现收入 10.81 亿元、17.68 亿元和 21.00 亿元，主要系国内医疗产业发展和医疗体制改革深化，医疗仪器等产品销售增加所致。2018 年 1~9 月，公司进口业务实现收入 21.20 亿元。

公司进口业务主要由东松医疗¹（占公司总进口业务收入的 70.00% 左右）经营，东松医疗是上海地区历史最悠久的医疗设备代理进口商之一。2017 年，东松医疗实现营业收入 20.56 亿元，综合毛利率 5.71%。

进口业务采购模式方面，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。东松医疗境外采购主要来自于香港、美国、德国、日本等，主要供应商包括 PHILIPS ELECTRONICS HONGKONG LTD.、Respironics Inc.、GE MEDICAL SYSTEMS TRADE AND DEVELOPMENT (SHANG HAI) CO., LTD. 等。2017 年，东松医疗前五大供应商采购额占总采购额的比例为 19.67%，集中度较低。

从东松公司进口产品种类来看，医疗仪器及钢材和金属制品为主要进口产品，近三年占总进口收入比重均在 90% 左右。在国内医疗产业不断发展和医疗体制改革不断深化的大背景下，东松医疗进一步开拓市场，2015~2017 年，进口医疗仪器收入逐年增长。东松医疗的主要客户包括高等医学院校、医疗机构、世界知名医疗设备制造商等；钢材及金属制品进口收入有所波动，主要系受宏观经济景气变化影响所致。2018 年 1~9 月，进口医疗仪器实现收入 18.30 亿元，已超过 2017 年医疗仪器收入。

东松医疗下游客户主要为高等医学院校、公立医院、科研院所以及民营医疗机构。销售结算方

¹公司进口业务以东松医疗为主，下文进口业务主要分析东松医疗。

面，由于代理进口的医疗设备金额较大，因此一般会要求下游客户支付预付款。2017 年，东松医疗前五大销售额占销售总额的比例为 29.68%，集中度不高。

表 7 2015~2017 年以及 2018 年 1~9 月东松医疗主要进口产品情况（单位：亿元、%）

产品	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1~9 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
医疗仪器	7.72	81.12	10.27	77.88	12.41	83.81	18.30	97.97
机械设备及零件	0.37	3.87	0.44	3.36	0.30	2.00	0.14	0.75
电信 IT 设备	0.40	4.23	0.84	6.37	0.65	4.38	0.16	0.86
钢材及金属制品	0.88	9.23	1.47	11.14	1.27	8.56	--	--
橡胶等化工产品	0.06	0.62	0.08	0.60	0.09	0.60	--	--
其他	0.09	0.94	0.09	0.65	0.10	0.65	0.08	0.43
合计	9.51	100.00	13.19	100.00	14.81	100.00	18.68	100.00

资料来源：公司提供

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同时，由于货物出口商是国内客户指定外商，若所进商品价格与市场行情不相符，客户承担因价格不实受海关查处的一切责任及因此给公司造成的损失；若海关发现少征或漏征税款，其在法律法规限定的有效期内进行追征的税款及滞纳金，全部由客户承担。

总体看，近三年，公司进口产品主要为医疗仪器及机械设备；受益于国内医疗产业发展和医疗体制改革深化，公司进口业务规模有所扩大；公司进口业务采购集中度以及销售集中度较低，依赖供应商以及大客户的风险较低；公司与供应商采用美元结算，存在汇率波动风险。

3. 内销销售业务

公司内销销售业务的运营主体主要为东松医疗、纺织品公司和本部。其中东松医疗主要产品包括呼吸机、血液透析设备和与之配套的耗材等产品，东松医疗主要作为国际著名医疗设备和耗材制造商的全国或大区分销物流平台商，向制造商购买产品，建立合理的、满足市场需求的库存，按照制造商的销售策略（包括定价策略）向获得制造商授权的各地区二级代理商或其他代理商销售产品，并将产品配送给代理商或代理商指定的最终用户。纺织品公司主要产品为蓝印花布，本部销售产品主要为电机电脑及耗材、服装及面料、大宗商品和木材等产品。2015~2017 年，公司实现内贸销售收入分别为 10.83 亿元、24.53 亿元和 14.76 亿元。考虑到近年来，国内宏观经济环境低迷造成内需下降，在大宗贸易环境低迷，公司 2017 年进行结构调整，大宗商品销售大规模下降。结算方面，内贸业务采购货款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。采用银行划款（含电汇）支付，平均付款周期为 30~60 天。内贸业务与客户结算方面，公司下游客户账期为 30~60 天，采用银行划款（含电汇）。公司内销采购时需预付一定比例货款，并给与下游客户账期，对营运资金产生一定的占用。

总体看，近三年，受公司调整内销结构影响，内销收入有所波动；公司预付货款和给与客户账期对公司的营运资金形成了一定的占用。

4. 现代物流业务

公司物流业务运营实体为旗下子公司东方国际物流（集团）有限公司（以下简称“物流集团”）和东方国际物流集团上海新海航业有限公司（以下简称“新海航业”），从事包括国际航运、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业务。目前物流公司主要包括四个业务板块：国际货运代理、仓储、航运船代以及综合物流业务。

（1）国际货运代理

公司接受进出口货物收货人、发货人的委托，以委托人或自己的名义，为委托人办理国际货物运输及相关业务。国际货运代理通常可分为出口国际货运代理和进口国际货运代理。按货物运输方式不同，国际货运代理又分为国际海运货代和国际空运货代。出口国际货运代理服务流程为：接货-订舱-报关-协助检查-装运-单据移交。进口国际货运代理流程为：理货、分拣-仓储-报关-协助检查-换单-制单。国际货运代理业务在货代环节，风险由实际承运人承担；在仓储环节，风险由保险公司承担。

目前，公司与各大航空公司有着良好的合作关系，业务范围遍布全球各地，并逐步形成美洲、欧洲、东南亚三条航线的规模经营，发展欧洲、日本、中东、东南亚四条具有经营特色和竞争优势的精品服务航线。2015~2017 年和 2018 年 1~9 月，公司实现国际货运代理收入 26.45 亿元、23.85 亿元、21.79 亿元和 16.94 亿元。

（2）仓储

公司利用其物流基地不仅向客户提供系统的货物存储服务，且运用现代信息技术对物品的进出、库存、分拣、包装、配送、组装、包装、打码等增值服务。服务流程包括：入库（仓位安排、质量检验）、在库（分拣分装、贴标包装、简单加工）、出库（装箱出仓、审单检验）。

沿上海海岸线由南向北，公司分别在洋山深水港物流园区、外高桥码头和宝山建有大型的物流基地。其中，宝山的长江西路储运基地拥有海关监管功能的进口分拨基地，是上海仅有的 6 个具有相关资质及功能仓储物流基地中的一家。物流公司信息系统与上海海关计算机中心和上海港电子数据交换（EDI）中心联网，同时还与船公司和客户实行网络式信息传递。2015~2017 年和 2018 年 1~9 月，公司实现仓储收入 2.11 亿元、1.99 亿元、1.87 亿元和 1.44 亿元。

（3）航运、船代

公司的航运船代业务细分为航运业务和船代业务。航运业务主要的服务功能是将自有船舶、船队自主经营或出租给船务公司并提供船舶管理等服务。目前物流公司的经营模式是定期租船，即按天收取租金的租船模式。船代业务主要的服务功能是接受船公司委托后代货主打包向船务公司订舱、代收代付运费、代理船公司和货主办理进出口单证以及提供与在港船舶有关的服务。

物流公司是上海最早从事外贸国际运输的地方航运企业之一。物流公司拥有专业的高级船员队伍和优秀的船舶管理经验。目前公司拥有 4 艘集装箱船以及 1 艘干散货船，未来将根据市场需求特点，调整船型结构，积极探索向船舶经营型、管理型公司转型。目前主要代理伊朗伊斯兰国家航运公司的班轮。另外在无船承运人 NVOCC（Non-Vessel Operating Common Carrier）、项目物流和散杂货代理业务上，也取得了一定成绩。2015~2017 年和 2018 年 1~9 月，公司实现船运、船代收入 0.89 亿元、0.80 亿元、7.64 亿元和 3.26 亿元。

（4）综合物流

综合物流业务将公司内所拥有的各种物流服务，向上下游延伸，将一些特定的物流增值服务和延伸服务进行组合，并根据客户的实际需求，设计并提供一系列的物流综合解决方案或个性化的物流服务（包括配送、分拨和仓储）。

包括向贸易服务延伸、以进口为主的物流服务和为制造业提供的供应链解决方案和项目合同形式的物流服务。物流公司先后开展了瑞士 Manor 百货（服装采购物流）、飞利浦（Philips）亚明照明（生产企业物流）、联合利华（Unilever）进出口货运代理、新先锋药业配送物流等综合物流项目，为客户提供部分或整体的物流供应链解决方案。2015~2017 年和 2018 年 1~9 月，公司实现综合物流收入 0.55 亿元、1.47 亿元、1.43 亿元和 2.25 亿元。

总体看，受经济环境影响，公司现代物流业务随国际货运代理业务波动有所波动。目前，公司积极推进现代物流产业建设，努力实现物流、贸易联动，可为客户提供物流供应链解决方案。

5. 经营效率

2015~2017 年，公司应收账款周转次数波动增长，分别为 20.38 次、19.67 次和 20.53 次，2016 年有所下降主要系账期较长的内贸业务占比增加所致，2017 年有所上升主要系公司减少风险业务的客户销售规模，并加强对现有应收客户的催收力度所致；公司存货周转率逐年小幅增长，分别为 29.17 次、29.77 次和 32.95 次，主要系公司加大销售力度所致；2015~2017 年，公司总资产周转次数分别为 2.28 次、2.28 次和 2.00 次，变化不大。2015~2017 年，公司净营业周期²分别为 0.14 天、-4.86 天和 8.35 天，处于较好水平。

总体看，近三年公司经营效率指标有所上升。

6. 投资情况

近年来，公司对外投资规模较大，陆续投资了华安证券股份有限公司、海通证券股份有限公司（以下简称“海通证券”）、交通银行股份有限公司、辽宁成大股份有限公司等。公司所投资企业涉及金融、医药、运输、零售以及针织。目前，公司投资收益主要来自财务投资。2015~2017 年公司处置股权投资获得收益分别为 0.65 亿元、1.10 亿元和 1.86 亿元。其中，2016 年、2017 年规模较大主要系公司两年均处置部分海通证券股权获得收益所致，投资收益可持续性一般。

表 8 截至 2017 年底公司主要投资情况（单位：万元、%）

公司名称	证券代码	初始投资成本	股权占比	账面价值	被投资单位主要经营领域
华安证券	600909	32,070.79	6.6	173,625.79	金融业
海通证券	600837	284.65	<5	2,934.36	金融业
中源协和	600645	76.27	<5	2,622.57	制药、生物科技
交通银行	601328	1,527.55	<5	1,157.50	金融业
双鹤药业	600062	519.58	<5	681.91	制药、医疗保健
锦江投资	600650	104.00	<5	607.61	交通运输
辽宁成大	600739	519.17	<5	327.12	批发、零售
申达股份	600626	36.89	<5	307.20	批发、零售
辅仁药业	600781	10.83	<5	298.87	医药、医药制造
申万宏源	000166	40.00	<5	234.80	金融业
龙头股份	600630	53.89	<5	206.00	纺织业
合计	--	35,243.63	--	183,003.73	--

资料来源：公司年报

总体看，公司对外投资规模较大，公司对外投资收益实现主要来自处置投资，收益稳定性较弱，投资收益的持续性有待持续关注。

²净营业周期=（存货周转天数+应收账款周转天数-应付账款周转天数）。

7. 经营关注

（1）主营业务利润率较低

由于公司进出口业务毛利率较低、市场竞争激烈，受制于外部客观条件的限制，规模效应还没有得到体现。较低的主营业务毛利率对公司的整体盈利水平产生了一定的影响。

（2）汇率波动风险

公司进出口业务主要采用美元结算。随着公司进出口贸易等业务不断扩大，汇率波动将直接影响进口成本及出口商品的收入额和进出口商品的贸易结构，进而在一定程度上影响公司的盈利水平。目前，人民币对美元的汇率处于较剧烈的波动中，公司面临汇兑损益风险。

（3）贸易摩擦风险

近日，美方公布拟对中国 2,000 亿美元输美产品加征关税清单。此前美国对中国 500 亿美元产品加税主要针对高科技行业，本次 2,000 亿美元产品加税清单涉及纺织服装，将对我国纺织服装出口带来较大影响。公司出口产品主要以纺织服装为主，美国对纺织服装品加税将导致公司纺织服装出口量价受到压制，进而影响公司经营情况。

（4）内销销售对营运资金产生一定的占用

公司在开展内贸业务时，采购货款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。与客户结算方面，公司给与下游客户账期为 30~60 天。公司内销采购时需预付一定比例货款，并给与下游客户账期，对营运资金产生一定的占用。

8. 未来发展

公司以对市场需求的分析和预测为前提，以销售预算为起点，进而延伸到成本、费用和资金收支等经济活动各方面。按照公司 2018 年的经营计划，营业收入目标为 148.50 亿元，费用总额控制在 8.32 亿元，营业成本控制在 138.80 亿元。为达到上述经营目标，公司将按照“稳中求进”的原则，努力保持现有出口规模，力争逐步扩大进口规模；在强调风险防范意识的前提下，积极发挥现有的资金优势，努力提高自营业务比例；开拓新的服务贸易项目，积极推进内销业务，打造内贸品牌，提升产品附加值。

公司将继续提升公司核心竞争力，积极推进现代物流等服务产业的建设，进一步实现“贸易-物流”的联动，提升公司服务的价值。在新型业务方面，公司将继续布局“大健康”等产业，积极拓展新的盈利增长点，加强各个服装品牌项目的投后管理，扩大各品牌的销售规模。

公司将依据证监会和上交所的要求，努力规范公司治理，强化公司内控体系的建设，进一步完善各项内部管理制度，有效防范各类风险。公司还将做好员工队伍的建设与干部选拔任用工作，进一步提升执行力。

总体看，未来公司发展方针清晰明确，可实施性较强。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2015 年财务报告由立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了无保留意见的审计结论；2016~2017 年财务报告由天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了无保留意见的审计结论。公司 2018 年三季度财务报表未经审计。公司编制的财务报表符合财政部已颁布的最新企业会计准则及其应用指南、解释以及其他相关规定要求，2016 年公司合并范围新增了 1 家

子公司，系购买上海朗绅服饰有限公司；2017 年公司合并范围新增了 3 家子公司，系同一控制下企业合并，为东方国际集团广告展览有限公司、上海国际服务贸易集团人力资源服务有限公司和上海东方和平国际旅行社有限公司；2018 年 1~9 月，公司合并范围减少了 1 家子公司，系将上海领秀电子商务有限公司 66.94%股权转让给东方国际（集团）有限公司。公司近三年无重大会计政策调整和差错更正，合并范围变化不大，财务数据可比性强。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 85.35 亿元，负债合计 41.74 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 43.61 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 40.70 亿元。2017 年，公司实现营业收入 158.34 亿元，净利润（含少数股东损益）2.03 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.73 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.02 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.24 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司合并资产总额 78.41 亿元，负债合计 38.67 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 39.74 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 37.01 亿元。2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 127.61 亿元，净利润（含少数股东损益）1.37 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.04 亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.59 亿元，现金及现金等价物净增加额-7.77 亿元。

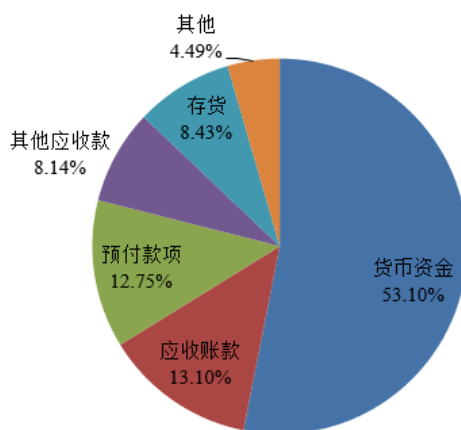
2. 资产质量

2015~2017 年，公司合并资产总额持续增长，年均复合增长 16.98%，主要系公司经营规模扩大所致。截至 2017 年底，公司合并资产总额为 85.35 亿元，较年初增长 17.34%，主要系非流动资产增长所致；其中流动资产占 59.85%，非流动资产占 40.15%。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产呈持续增加趋势，年均复合增长 12.92%；截至 2017 年底，公司流动资产合计 51.09 亿元，较年初增长 2.75%。公司流动资产构成以货币资金（占 53.10%）、应收账款（占 13.10%）、预付款项（占 12.75%）、其他应收款（占 8.14%）和存货（占 8.43%）为主。

图 9 截至 2017 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司提供

2015~2017 年，公司货币资金呈持续增加趋势，年均复合增长 24.51%。截至 2017 年底，公司货币资金余额为 27.13 亿元，较年初增加 6.17%，主要系业务规模扩大，收到现金增加所致。截至 2017 年底，公司货币资金主要由银行存款（占 98.42%）构成，受限货币资金 1.53 亿元，占 5.64%，占比较小。

2015~2017 年，公司应收账款波动增长，年均复合增长 0.09%。2016 年底较年初增长 22.11%，主要系公司服装贸易内销大力扩展，导致内销业务占比增加所致。截至 2017 年底，公司应收账款账

面价值为 6.69 亿元，较年初下降 17.96%，主要系公司客户结构有所调整所致；公司按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款占 93.53%，计提坏账准备 0.17 亿元，计提比例 2.57%，计提比例合理。按账龄组合计提坏账准备的应收账款中，1 年以内的占比为 95.32%，账龄较短。

公司预付账款主要是预付给长期合作公司的材料、商品采购款。2015~2017 年，公司预付款项持续增加，年均复合增长 22.34%，主要系内销订单增加，导致原料采购的预付货款增多所致。截至 2017 年底，公司预付款项为 6.51 亿元，较年初增加 15.73%。

2015~2017 年，公司其他应收款逐年下降，年均复合下降 10.70%，主要系往来款减少和收回部分支付其他企业的临时垫付款所致。截至 2017 年底，公司其他应收款账面价值为 4.16 亿元，较年初下降 0.84%，按款项性质分类，其他应收款包括应收出口退税 3.03 亿元、往来款 0.61 亿元、押金和保证金 0.70 亿元。截至 2017 年底，公司按信用风险特征组合计提坏账准备的其他应收款占 93.85%，计提坏账准备 207.71 万元，计提比例 0.51%。按账龄组合计提坏账准备的其他应收款中，1 年以内的占比 94.59%，账龄较短。

2015~2017 年，公司存货小幅波动下降，年均复合下降 7.80%。2016 年底较年初下降 19.48%，主要系 2016 年第四季度公司销售量增多，导致库存商品大幅减少。截至 2017 年底，公司存货账面价值为 4.31 亿元，较年初增长 5.57%；截至 2017 年底，公司存货主要由原材料（占 5.25%）、库存商品（占 89.05%）构成；共计提跌价准备 0.40 亿元，计提比例较小。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产增长较快，年均复合增长 23.93%。截至 2017 年底，公司非流动资产合计 34.27 亿元，较年初增长 48.85%，主要系可供出售金融资产增加所致；非流动资产构成以可供出售金融资产（占 65.08%）和固定资产（占 27.53%）为主。

2015~2017 年，公司可供出售金融资产增长较快，年均复合增长 41.71%。截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 22.30 亿元，较年初增长 80.48%，主要系公司持有的华安证券股票解禁，全额按市价计算所致；公司可供出售金融资产中按公允价值计量的 18.30 亿元，按成本计量的 4.00 亿元。

2015~2017 年，公司固定资产波动增长，年均复合增长 4.42%。2016 年底较年初下降 5.90%。截至 2017 年底，公司固定资产账面价值为 9.43 亿元，较年初增长 15.87%，主要系子公司新海航业购置散货船“新海明玺”和“新海明晶”轮所致，公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 36.70%）和运输工具（占 58.82%）构成；公司固定资产累计计提折旧 7.37 亿元，成新率为 56.84%，成新率较低。

截至 2017 年底，公司受限资产为 1.55 亿元，占总资产比例为 1.81%，受限比例低。

截至 2018 年 9 月底，公司合并资产总额为 78.41 亿元，较年初下降 8.13%，流动资产和非流动资产均有减少；其中流动资产占比 60.46%，非流动资产占比 39.54%，较年初变化不大。截至 2018 年 9 月底，公司流动资产合计 47.41 亿元，较年初下降 7.20%，主要系货币资金减少所致；其中货币资金为 19.36 亿元，较年初下降 28.63%，主要系东松医疗进口业务合同到期支付现金以及购买了部分银行理财产品所致；应收账款为 9.08 亿元，较年初增长 35.67%，主要系公司业务规模扩大所致；存货账面价值 6.26 亿元，较年初增长 45.34%，主要系考虑进出口周期因素，东松医疗备货增加所致。公司非流动资产合计 31.00 亿元，较年初下降 9.53%，主要系可供出售金融资产减少所致；可供出售金融资产 19.51 亿元，较年初下降 12.52%，主要系可供出售金融资产中华安证券及海通证券等股票市价下降所致。

总体看，近三年，随着公司业务规模扩大以及可供出售金融资产波动影响，资产规模逐年增长；公司流动资产主要由货币资金、应收账款和预付款项为主，非流动资产主要以可供出售金融资产为

主，资产变现能力较好，资产受限比例较低，公司整体资产质量较好。

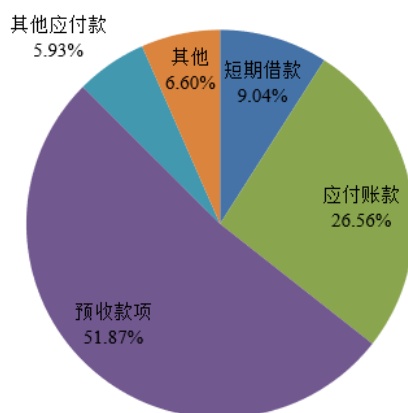
3. 负债及所有者权益

2015~2017 年，公司负债呈持续增长趋势，年均复合增长 16.72%，主要系流动负债增长所致。截至 2017 年底，公司负债合计 41.74 亿元，较年初增长 10.07%；公司负债中，流动负债占 90.50%，非流动负债占比 9.50%。

流动负债

2015~2017 年，公司流动负债呈持续增加趋势，年均复合增长 16.11%。截至 2017 年底，公司流动负债为 37.78 亿元，较年初增长 7.45%，主要系预收款项增加所致；流动负债构成以短期借款（占 9.04%）、应付账款（占 26.56%）、预收款项（占 51.87%）和其他应付款（占 5.93%）为主。

图 10 截至 2017 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司年报

2015~2017 年，公司短期借款逐年增长，年均复合增长 49.81%，主要系公司经营所需资金增加所致。截至 2017 年底，公司短期借款余额为 3.42 亿元，较年初增长 6.76%，主要系公司发展现代物流业务，购置货船所致；公司短期借款全部为信用借款。

2015~2017 年，公司应付账款逐年下降，年均复合下降 17.86%。截至 2017 年底，公司应付账款 10.03 亿元，较年初下降 18.16%，主要系公司支付进口原材料货款所致。

2015~2017 年，随着公司业务规模扩大，公司预收款项快速增长，年均复合增长 64.01%。截至 2017 年底，公司预收款项 19.60 亿元，主要系销售订单增加，预收客户账款增加所致。

2015~2017 年，公司其他应付款呈波动增长趋势，年均复合增长 13.31%。2016 年底较年底下降 3.20%，变化不大；截至 2017 年底，公司其他应付款余额 2.24 亿元，较年初大幅增加 32.64%，主要系公司对财务报表数据进行追溯调整，往来款增加所致。

2015~2017 年，公司全部债务分别为 4.17 亿元、4.92 亿元和 4.68 亿元，呈波动增长趋势。截至 2017 年底，公司债务全部为短期债务，债务结构有待调整。截至 2017 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 48.90%和 9.68%，公司负债水平不高，债务负担轻。

截至 2018 年 9 月底，公司负债合计 38.67 亿元，较年初下降 7.36%，主要系预收款项下降所致；公司负债中，流动负债占 90.10%，负债结构变化不大。截至 2018 年 9 月底，公司债务合计 2.92 亿元，较年初下降 37.48%，主要系公司偿还到期借款所致；债务结构仍以短期债务为主，债务结构有待改善。截至 2018 年 9 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 49.32%、6.85%和 2.12%，公司负债水平不高，债务负担轻。

总体看，近三年，公司负债规模小幅增长，主要为流动负债；公司债务以短期债务为主，债务结构有待改善；整体负债水平较低、债务负担轻。

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益呈逐年增长趋势，年均复合增长 17.23%，主要系公司其他综合收益和未分配利润逐年增加所致。截至 2017 年底，公司所有者权益合计 43.61 亿元，较年初增长 25.26%，主要系参股公司华安证券上市后按照市价调整后其他综合收益增加所致。截至 2017 年底，公司所有者权益中归属于母公司所有者权益为 40.70 亿元，占比 93.32%；归属于母公司所有者权益中，股本占 12.83%、资本公积占 23.63%、其他综合收益占 28.81%、盈余公积占 5.35%、未分配利润占 29.38%，公司所有者权益主要由股本、资本公积、其他综合收益和未分配利润构成，所有者权益结构稳定性一般。

截至 2018 年 9 月底，公司所有者权益合计 39.74 亿元，较年初下降 8.88%，主要系其他综合收益减少所致；所有者权益结构变化不大，稳定性一般。

总体看，公司所有者权益规模逐年增长，所有者权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入分别为 141.74 亿元、153.78 亿元和 158.34 亿元，年均复合增长 5.69%，主要系公司业务规模扩大所致；营业成本也小幅增长，营业利润率分别为 5.07%、5.20%、5.46%。2015~2017 年，公司分别实现净利润 1.80 亿元、1.75 亿元和 2.03 亿元，年均复合增长 6.03%，2016 年小幅下降主要系本期收到政府补助减少所致。

2015~2017 年，由于公司业务规模扩大，期间费用有所增加，近三年分别为 6.59 亿元、7.16 亿元和 8.05 亿元，年均复合增长 10.50%。2017 年，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 65.20%、31.72%和 3.07%。2015~2017 年，公司销售费用逐年增长，年均复合增长 7.12%，截至 2017 年底，公司销售费用为 5.25 亿元，同比增长 6.50%，主要系人工成本、运输费和租赁费用增加所致；管理费用呈逐年增长态势，年均复合增长 3.34%，截至 2017 年底，公司管理费用 2.55 亿元，同比增长 5.13%，主要系人工成本支出增加所致；财务费用分别为-0.37 亿元、-0.20 亿元和 0.25 亿元，2017 年增长主要系汇率波动导致汇兑损益有所增加所致。近三年，公司费用收入比分别为 4.65%、4.66%和 5.08%，逐年增长，公司费用控制能力一般。

2015~2017 年，公司投资收益分别为 1.45 亿元、1.68 亿元和 2.32 亿元，年均复合增长 26.31%，主要为处置可供出售金融资产取得的投资收益；分别占营业利润的 75.72%、71.78%、80.64%，公司利润对投资收益较为依赖。

2015~2017 年，公司营业外收入分别为 0.59 亿元、0.13 亿元和 0.04 亿元，年均复合下降 72.63%，主要系政府补助减少所致；其中政府补助分别为 5,539.50 万元、917.26 万元、9.50 万元。

从盈利指标来看，各项指标均有小幅度下降，2015~2017 年，公司总资产收益率分别为 5.51%、5.16%和 5.12%，总资产报酬率分别为 4.27%、3.95%和 3.95%，净资产收益率分别为 5.65%、5.27%和 5.17%，指标整体呈现下降趋势。

2018 年 1~9 月，公司业务规模扩大、销量增加，实现营业收入 127.61 亿元，同比增长 11.76%，实现净利润 1.37 亿元，同比增长 8.64%。

总体看，公司营业收入逐年稳步增长，费用控制能力一般；公司主营业务盈利水平较低，投资收益对利润贡献较大。

5. 现金流

经营活动方面，随着公司业务规模扩大，经营活动现金流入和经营活动现金流出均逐年增加。2015~2017 年，公司经营活动现金流入分别为 153.00 亿元、177.83 亿元和 183.73 亿元，年均复合增长 9.59%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金；公司经营活动现金流出分别为 150.76 亿元、171.92 亿元和 181.71 亿元，年均复合增长 9.78%，主要为购买商品、接受劳务支付的现金；公司经营活动现金流净额分别为 2.23 亿元、5.91 亿元和 2.02 亿元，现金流量持续为正，2017 年经营活动净额同比下降 65.74%，主要系 2016 年度公司控股子公司东松医疗调整经营架构，经营性现金流入增加，而 2017 年无此因素。2015~2017 年，公司现金收入比分别为 95.23%、105.09%和 105.69%，公司现金收入比尚可。

投资活动方面，2015~2017 年，公司投资活动现金流入分别为 114.21 亿元、42.08 亿元和 99.77 亿元，主要为国债逆回购。2015~2017 年，公司投资活动现金流出分别为 113.57 亿元、39.88 亿元和 99.44 亿元，主要为投资支付的现金。2015~2017 年，公司投资活动现金流净额分别为 0.64 亿元、2.20 亿元和 0.33 亿元，投资活动持续净流入。

筹资活动方面，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入分别为 3.41 亿元、5.43 亿元和 5.41 亿元。2015~2017 年，公司筹资活动现金流出分别为 3.12 亿元、4.54 亿元和 6.27 亿元。2015~2017 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 0.30 亿元、0.89 亿元和-0.86 亿元，筹资活动现金流较小，2017 年筹资活动现金流量净额由正转负主要系去年同期东松医疗收到健康基金的投资款，而今年无此款项所致。

2018 年 1~9 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-3.59 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-2.81 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-1.57 亿元。

总体看，公司经营活动现金流量持续为正；投资活动持续净流入，筹资需求较小。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司流动比率分别为 1.43 倍、1.41 倍和 1.35 倍，呈下降趋势，主要系公司短期债务规模增长较快所致；速动比率分别为 1.25 倍、1.30 倍和 1.24 倍，呈波动下降趋势，2016 年有所上升主要系公司收到现金增加所致，2017 年有所下降主要系短期债务增加所致；2015~2017 年，公司现金短期债务比分别为 6.16 倍、7.27 倍和 5.85 倍，公司现金短期债务比波动下降，现金类资产对短期债务的保护能力强。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 3.34 亿元、3.52 亿元和 3.97 亿元，逐年增长，2016 年有所增长主要系摊销增加所致，2017 年有所增长主要系利润总额增加所致。2017 年，公司 EBITDA 中利润总额、折旧、摊销和计入财务费用的利息支出占比分别为 73.00%、17.07%、4.18%和 5.75%，利润总额占比较大。2015~2017 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 22.25 倍、17.68 倍和 17.39 倍，保障程度较高；EBITDA 全部债务比分别为 0.80 倍、0.72 倍、0.85 倍。公司长期偿债能力较强。

截至 2018 年 9 月底，公司共获得银行授信额度人民币 93,000 万元、美元 7,200 万元，其中已使用授信额度为人民币 44,689.37 万元、美元 2,209.44 万元，尚未使用的银行授信额度为人民币 48,310.63 万元、美元 4,990.56 万元，公司间接融资能力有待提高；公司为 A 股上市公司，拥有直接融资能力。

截至 2018 年 9 月底，公司无对外担保。

截至 2018 年 9 月底，公司无重大未决诉讼。

根据中国人民银行出具的征信报告（G10310101110478410），截至 2018 年 12 月 28 日，公司无

未结清或已结清的不良或关注类信贷信息记录。

总体看，公司整体偿债能力很强。

八、本次（期）可交换公司债券偿债能力分析

1. 本次（期）可交换公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2018 年 9 月底，公司全部债务 2.92 亿元，本次拟发行可交换公司债券规模不超过 5.00 亿元，对公司债务水平有很大影响。

截至 2018 年 9 月底，公司全部债务 2.92 亿元，本期拟发行可交换公司债券规模不超过 2.00 亿元，对公司债务水平有很大影响。

以 2018 年 9 月底的财务数据为基础，假设本次债券募集资金净额为 5.00 亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，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将分别变为 52.36%、16.62%和 12.85%，分别上升了 3.04 个百分点、9.77 个百分点和 10.73 个百分点，债务负担大幅增加，但仍处于合理水平，债务结构将有所改善。考虑到本次债券发行募集资金扣除发行费用后拟部分用于偿付已有债务，实际债务水平的变化将低于预测值。

以 2018 年 9 月底的财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为 2.00 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，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将分别变为 50.58%、11.02%和 6.71%，分别上升了 1.26 个百分点、4.17 个百分点和 4.60 个百分点，债务负担大幅增加，但仍处于合理水平，债务结构将有所改善。考虑到本期债券发行募集资金扣除发行费用后拟部分用于偿付已有债务，实际债务水平的变化将低于预测值。

2. 本次（期）可转交公司债券偿债能力分析

以 2017 年的相关财务数据为基础，公司 EBITDA 为本次债券发行额度（5.00 亿元）的 0.79 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高；公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为本次债券发行额度的 36.75 倍和 0.40 倍，经营活动现金流对本次债券的覆盖程度较高。

以 2017 年的相关财务数据为基础，公司 EBITDA 为本期债券发行额度（2.00 亿元）的 1.98 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高；公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为本次债券发行额度的 91.87 倍和 1.01 倍，经营活动现金流对本次债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司是从事外贸行业多年，是最大的纺织服装出口商之一，拥有丰富的行业经验，在经营资质、业务渠道、产品服务等方面具有一定优势，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

3. 本次可交换公司债券交易条款分析

本次可交换公司债券采用股票质押担保。公司预备用于交换的华安证券 A 股股票及其孳息是本次发行可交换债券的担保及信托财产。

用于担保的股票数量参照以下标准设定：本次债券发行金额不超过预备用于交换的股票在募集说明书公告前 20 个交易日均价计算的市值的 70%。作为担保及信托财产的标的股票在募集说明书公告日前 20 个交易日均价计算的市值相对本次债券发行规模的担保倍数将达到约 1.43 倍，本次可交换债券不设置维持担保比例条款。

华安证券的经营情况对本次债券交换条款的执行具有重要影响。华安证券从事证券经纪、证券

投资咨询、与证券交易和证券投资活动有关的财务顾问、证券承销与保荐、证券自营、证券资产管理、融资融券、代销金融产品、证券投资基金代销、为期货公司提供中间介绍业务等业务。业务主要立足安徽，辐射全国，营业网点遍布安徽省各地级市以及 70%以上县城，并在北京、上海、深圳和广州等主要城市设有家营业部以及投资银行、证券投资、资产管理、固定收益等业务部门。客户结构以中小散户为主，拥有一百多家证券营业部。近年来，华安证券坚持规范经营，深化内部改革和管理创新，在保持各项传统业务良好发展势头基础上，先后还取得直接投资业务资格、融资融券业务和中小企业私募债业务等资格。2015~2017 年，华安证券实现营业收入分别为 38.16 亿元、17.33 亿元和 19.18 亿元，净利润分别为 18.65 亿元、6.04 亿元和 6.52 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润分别为 18.65 亿元、6.02 亿元和 6.50 亿元。总体看，华安证券经营情况良好，且预备用于交换的股票市值及孳息对本次可交换公司债券发行额度覆盖倍数较高，有利于鼓励投资者将持有的债券换股。

综合以上分析，华安证券经营情况良好且可交换债券条款设置利于换股，对本次债券信用水平提升具有一定积极作用；但公司未在可交换债券相关条款中设置维持担保比例义务，股票价格变化可能导致债券价值波动，从而影响股权质押对本次债券的覆盖比例以及后续换股，增加了本次债券未来信用水平的不确定性。

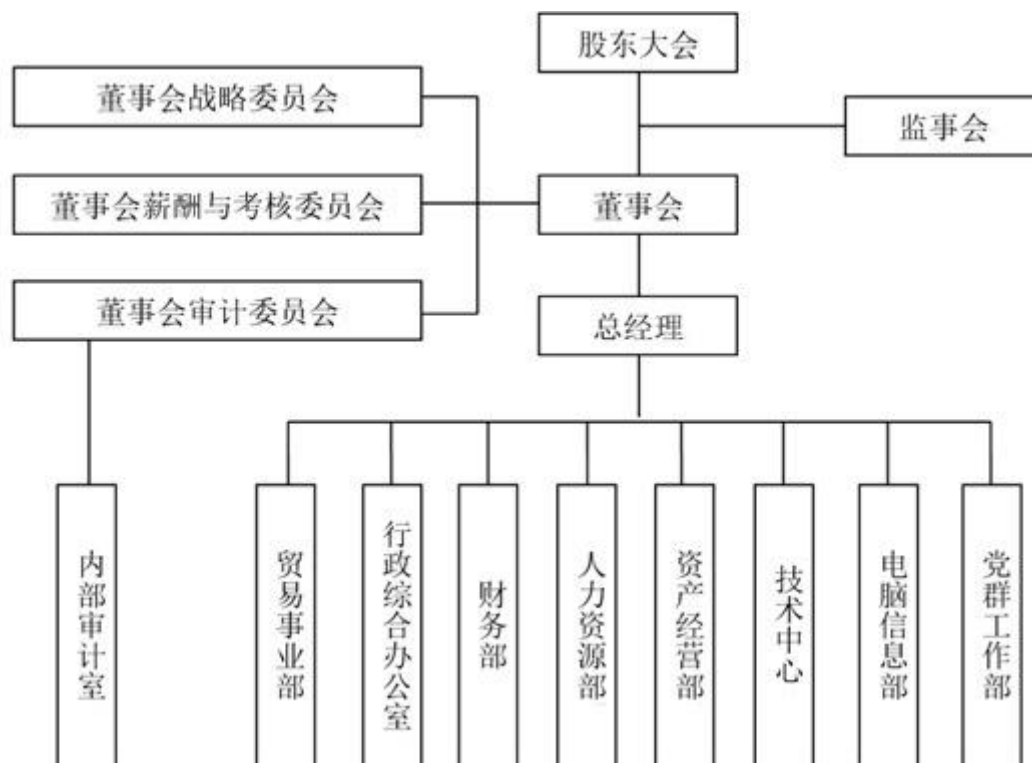
九、综合评价

公司作为最大的纺织服装出口商之一，拥有各类贸易及物流经营资质，业务合作渠道广泛，市场声誉良好。随着业务规模扩大，公司收入逐年增加，货币资金较充裕，债务负担较轻，近三年公司经营性现金流净额持续为正。同时，联合评级也关注到我国外贸行业下行压力较大，公司进出口业务市场竞争激烈，毛利率处于较低水平，公司利润对投资收益依赖度较高以及汇率波动风险等因素可能对公司信用状况造成的不利影响。

未来随着公司持续推进现代物流等服务产业的建设，进一步实现“贸易-物流”联动，公司核心竞争力有望提升，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本次可交换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 东方国际创业股份有限公司 组织架构图



附件 2 东方国际创业股份有限公司

主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
资产总额 (亿元)	62.37	72.74	85.35	78.41
所有者权益 (亿元)	31.73	34.82	43.61	39.74
短期债务 (亿元)	2.90	3.54	4.68	2.06
长期债务 (亿元)	1.27	1.38	0.00	0.86
全部债务 (亿元)	4.17	4.92	4.68	2.92
营业收入 (亿元)	141.74	153.78	158.34	127.61
净利润 (亿元)	1.80	1.75	2.03	1.37
EBITDA (亿元)	3.34	3.52	3.97	--
经营性净现金流 (亿元)	2.23	5.91	2.02	-3.59
应收账款周转次数 (次)	20.38	19.67	20.53	--
存货周转次数 (次)	29.17	29.77	32.95	--
总资产周转次数 (次)	2.28	2.28	2.00	--
现金收入比率 (%)	95.23	105.09	105.69	17.77
总资本收益率 (%)	5.51	5.16	5.12	--
总资产报酬率 (%)	4.27	3.95	3.95	--
净资产收益率 (%)	5.65	5.27	5.17	--
营业利润率 (%)	5.07	5.20	5.46	5.32
费用收入比 (%)	4.65	4.66	5.08	4.46
资产负债率 (%)	49.12	52.13	48.90	49.32
全部债务资本化比率 (%)	11.61	12.37	9.68	6.85
长期债务资本化比率 (%)	3.84	3.80	0.00	2.12
EBITDA 利息倍数 (倍)	22.25	17.68	17.39	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.80	0.72	0.85	--
流动比率 (倍)	1.43	1.41	1.35	1.36
速动比率 (倍)	1.25	1.30	1.24	1.18
现金短期债务比 (倍)	6.16	7.27	5.85	9.52
经营现金流动负债比率 (%)	7.97	16.81	5.36	-10.32
EBITDA/本期发债额度 (倍)	1.67	1.76	1.98	--
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.67	0.70	0.79	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、公司 2018 年 1~9 月财务报表未经审计，相关指标未年化。

附件 3 有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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：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：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：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 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 东方国际创业股份有限公司 2019 年公开发行可交换公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，并在每年东方国际创业股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

东方国际创业股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。东方国际创业股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注东方国际创业股份有限公司的相关状况，以及包括换股、赎回及回售等在内的可交换债券下设特殊条款，如发现东方国际创业股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如东方国际创业股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至东方国际创业股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送东方国际创业股份有限公司、监管部门等。

