信用等级公告

联合[2018] 814 号

联合资信评估有限公司通过对江苏国泰国际集团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，确定将公司主体长期信用等级由 AA 调整为 AA^+，将“15 苏国泰 MTN001”和“16 苏国泰 MTN001”的信用等级由 AA 调整为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年五月二十一日

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
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

江苏国泰国际集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA+	评级展望：稳定
上次评级结果：AA	评级展望：稳定

债项信用

名　称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
15 苏国泰 MTN001	4 亿元	2018/10/16	AA+	AA
16 苏国泰 MTN001	6 亿元	2019/01/25	AA+	AA

跟踪评级时间：2018 年 5 月 21 日

财务数据

项　目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	30.15	46.69	53.84	50.00
资产总额(亿元)	171.39	181.51	232.72	228.96
所有者权益(亿元)	51.42	57.53	103.99	103.60
短期债务(亿元)	43.18	32.47	47.56	53.38
长期债务(亿元)	12.59	26.26	16.68	16.71
全部债务(亿元)	55.77	58.72	64.24	70.10
营业总收入(亿元)	308.99	323.18	350.64	76.61
利润总额(亿元)	6.40	14.07	16.83	6.70
EBITDA(亿元)	10.69	19.04	21.01	--
经营性净现金流(亿元)	10.72	20.44	8.43	0.22
营业利润率(%)	10.77	13.15	11.61	8.56
净资产收益率(%)	7.74	17.86	12.57	--
资产负债率(%)	69.99	68.30	55.31	54.75
全部债务资本化比率(%)	52.03	50.51	38.19	40.36
流动比率(%)	115.74	139.65	159.29	165.33
经营现金流动负债比(%)	10.34	21.51	7.89	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.22	3.08	3.06	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.69	7.14	11.47	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计；短期债务中包含其他应付款中有息债务；现金类资产中已剔除使用受限的货币资金。

分析师

王 晴　郭察理　刘 然

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

评级观点

江苏国泰国际集团有限公司（以下简称“公司”）是江苏省大型外贸集团之一，在行业地位、营销渠道、货源基地方面优势突出。跟踪期内，公司进出口贸易规模稳步上升，以出口为主，采销渠道稳定，贸易商品结构和市场结构不断优化，同时积极拓展海外货源基地；受益于下游需求扩张，化工板块收入和利润不断增长，发展潜力较大。2017年2月，旗下上市公司江苏国泰国际集团国贸股份有限公司（以下简称“国泰股份”）实施重大资产重组后，对集团优质核心资源进行全面整合并募集配套资金28.03亿元，公司资本实力及抗风险能力有效提升。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司所有者权益稳定性弱，跟踪期内化工板块毛利率受原材料价格波动影响大以及经济周期下行、贸易保护主义等因素对贸易环境带来的不利影响。

公司通过合作方式在柬埔寨建立了多个货源基地，缅甸服装产业基地预计2018年中开始投产，中非纺织服装产业基地处于选址阶段；拟建锂电池电解液项目预计新增产能8万吨/年。未来，在建、拟建项目的产能释放对公司主业产能扩增和业绩提升将形成正面效应。

综合评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级由AA调整为AA+，评级展望为稳定，将“15 苏国泰 MTN001”和“16 苏国泰 MTN001”的信用等级由AA调整为AA+。

优势

1. 公司作为江苏省大型省属外贸集团之一，行业地位突出，营销渠道稳定，主要从事纺织服装、轻工工艺、化工医药等商品的进出口业务，并积极涉足新能源、金融投资等领域，已初步形成贸易为主、多元化拓展的经营格局。

2. 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。近年来，公司不断调整贸易商品结构及市场区域，延伸上游产业链并加强货源地建设，以缓冲外围环境和价格变化对业绩稳定性的影响；2017 年 2 月，子公司国泰股份完成重大资产重组，公司进出口贸易业务实现全部上市，业务及管理整合协同效应逐步显现，收入和利润同步增长。
3. 跟踪期内，受益于市场需求推动，公司锂电池板块收入和利润不断增长，下游客户主要为 LG、三星、松下、索尼等跨国企业，目前电解液设计年产能达到 3 万吨。
4. 2017 年 2 月，国泰股份发行股份 20730.93 万股并募集配套资金 28.03 亿元，公司资产及权益规模提升，资本结构得到优化；目前货币资金较为充足，可供出售金融资产中对张家港行等商业银行的投资升值潜力较大，整体资产质量及流动性良好。
5. 缅甸、中非服装产业基地和两处锂电池电解液项目将于未来三年陆续投产，有利于公司主业产能的扩增和业绩提升。
6. 跟踪期内，公司 EBITDA 和现金类资产对存续期内中期票据的保障程度高。

关注

1. 跟踪期内，全球经济复苏存在不确定性，经济周期下行，贸易保护主义带来汇率波动，综合作用下中国进出口增速或将放缓，可能对公司进出口业务造成不利影响。
2. 随着多元化投资规模的扩大和国泰股份战略投资者的引入，公司少数股东权益增长较快，权益稳定性弱。
3. 锂电池电解液市场竞争激烈，原材料成本波动上升，成本控制难度加大，化工板块毛利率波动较大。

声　明

一、本报告引用的资料主要由江苏国泰国际集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（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。

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。

江苏国泰国际集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于江苏国泰国际集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

江苏国泰国际集团有限公司（以下简称“公司”或“江苏国泰集团”）前身为1973年10月成立的沙洲县对外贸易公司，1992年8月获自营进出口经营权，并于1993年3月由张家港市外贸公司和张家港市地方外贸公司合并组建张家港市对外贸易（集团）公司。1997年8月，经江苏省人民政府批准，以张家港市对外贸易（集团）公司为主体，组建了江苏国泰国际集团有限公司，是江苏省重点企业集团之一，张家港市人民政府持有公司100%股权。截至2018年3月底，公司注册资本80000万元，张家港市人民政府为公司唯一股东和实际控制人。

公司经营范围为：自营和代理各类商品及技术的进出口业务，针纺织品、百货的销售。

公司本部设办公室、综合发展部、会计中心、投资和大宗商品部、稽核审计部和基建物业部等职能部门；截至2018年3月底，公司合并范围二级子公司7家，其中江苏国泰国际集团国贸股份有限公司（以下简称“国泰股份”，截至2018年3月底公司持股33.44%）为深交所上市公司，股票代码为：002091。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 232.72 亿元，所有者权益合计 103.99 亿元（其中少数股东权益 67.01 亿元）；2017 年，公司实现营业总收入 350.64 亿元，利润总额 16.83 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 228.96 亿元，所有者权益合计 103.60 亿元（其中少数股东权益 69.88 亿元）；2018 年 1～3 月，公司实现营业总收入 76.61 亿元，利润总额 6.70 亿元。

公司注册地址：江苏省张家港市人民中路国泰大厦；法定代表人：孙岩纹。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司存续期债券包含“15 苏国泰 MTN001”和“16 苏国泰 MTN001”，其中“16 苏国泰 MTN001”原募集用途为 4.5 亿元用于偿还公司本部银行借款、1.5 亿元用于补充子公司流动资金，后变更为全部用于偿还公司本部银行借款。截至 2018 年 3 月底，存续债券所募集资金均已使用完毕，存续期内均正常付息。

表 1　截至本报告出具日公司存续期内债券概况

（单位：亿元）

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
15 苏国泰 MTN001	4	4	2015/10/16	2018/10/16
16 苏国泰 MTN001	6	6	2016/01/25	2019/01/25

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非

制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国

家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

1、贸易行业

（1）国际贸易

近年来，新兴经济体和发展中国家出现增速放缓迹象、资本流出、人工成本上升、经济结构调整进展慢等问题，对内外贸形势构成一定负面因素，2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，海关统计数据显示，2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.79 万亿元人民币，比 2016 年增长 14.2%。2017 年，一系列稳增长调结构政策措施继续发挥作用，国内外贸发展的内生动力更趋强劲，延续了 2016 年下半年以来回稳向好走势。其中，出口 15.33 万亿元，增长 10.8%；进口 12.46 万亿元，增长 18.7%；贸易顺差 2.87 万亿元，收窄 14.2%。总体看，2017 年进出口呈现回稳向好态势，但外贸发展仍然存在一些困难。

2017 年纺织品服装累计贸易额 2931.5 亿美元，增长 1.2%，其中出口 2686 亿美元，增长 0.8%，进口 245.5 亿美元，增长 5.3%，累计贸易顺差 2440.5 亿美元，增长 0.4%。

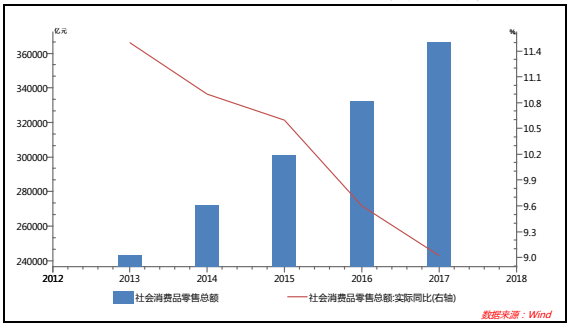
中国近年来采取了一系列措施，如保持出口退税和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等。但值得注意的是，受国际需求增速放缓和国内成本上升等因素制约，中国的贸易环境不容乐观。人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，中国外贸出口增长空间受到抑制，上述因素都将给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

（2）国内贸易

近年来，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，但增速持续下滑。根据国家统计局数据，2017 全年社会消费品零售总额 366262 亿元，比上年增长 9.02%。

图 1　社会消费品零售总额及增长率情况

（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

整体看，中国国内贸易规模在经历高速增长后，增速出现回落。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。

全球贸易保护趋势有所增长，在施加关税壁垒影响的同时，国家间的非关税壁垒作用日渐凸显，主要表现为各种强制的安全认证、国际标准要求、产品质量及其管理体系的认证要求、节能要求及日趋严格的环保要求与废旧家电的回收等要求等，贸易保护及某些国家、地区实施的反倾销措施引起的贸易摩擦，中美贸易战等，均加重了企业的成本费用负担，并对企业的市场拓展带来了新的挑战。

2. 锂电池电解液

从锂电池产业链划分上看，其上游是电池材料所需的矿产资源，中游为锂电池生产商，下游为锂电池配套应用领域，目前广泛分布在电子产品、电动汽车、工业储能等。锂电池的上游原材料构成分为四大部分：正极材料、负极材料、电解液和隔膜。正极材料占电池制造成本的30%，是决定电池安全、性能、成本和寿命的关键材料；全球正极材料的生产主要集中在中日韩三国，全球约50%的正极材料出货量集中于中国市场，30%集中于日韩。目前用于锂电池的负极材料主要为碳素材料，技术相对成熟，成本比重10%左右；目前市场78%的份额集中在日立化学、深圳贝特瑞、JFE和三菱化学上。锂电池电解液作为带动锂离子流动的载体，对锂电池的运行和安全性有举足轻重作用，其主要构成中六氟磷酸锂占比最大，约占电解液总成本的50%。

新能源汽车的快速发展对动力电池产生了极大需求。锂电池材料是新能源汽车动力电池的关键材料。近年来由于新能源汽车产能的迅速扩张，中国境内碳酸锂生产总体上呈现供不应求的特征，其价格一度达到18万元/吨。2016年第二季度以来，受市场供给量拓展影响，产品价格呈快速回落态势，截至2016年底，碳酸锂产品价格在13万元/吨附近。自2017年6月，碳酸锂产品价格开始回升，至2017年底稳定在16万元/吨附近，主要厂商有新宙邦、杉杉股份、多氟多和必康股份等。隔膜是锂电池材料中国产化率最低、技术壁垒最高的锂电材料，其质量好坏对电池安全性和成本有直接影响；目前国内低端产品产能过剩，高端产品进口替代空间较大。

2017年，全球锂电池出货量达到148.1GWh，其中动力锂电池受新能源乘用车高增长刺激，出货量由2011年的1.08GWh上升至2017年的62.35GWh，市场占比由2.32%上升至42.1%。

2017年，中国新能源汽车销量近80万辆，带动锂电池产业保持高速增长，全年锂电池出货量达77.8GWh，占全球锂电销量52%。其中动力电池出货量39.12GWh，占比达50.3%。

3. 区域经济环境

2017年，江苏省经济运行总体平稳。根据《2017 年江苏省国民经济与社会发展统计公报》，江苏省2017年实现地区生产总值85900.9亿元，比上年增长7.2%。江苏省消费品市场稳步增长，全年实现社会消费品零售总额 31737亿元，比上年增长10.6%。2017年江苏省人均GDP为107189亿元，同比增长6.8%。

江苏省是外贸大省，进出口总量连续多年居中国第二。2017年外贸呈上升趋势，全年进出口总额40022亿元，比上年增长19%。其中，出口总额24607亿元，增长16.9%；进口15415亿元，增长22.6%。

公司所在的张家港市位于江苏省东南部，北滨长江，南近太湖，是沿海和长江两大经济开发带交汇处的新兴港口工业城市。根据政府

工作报告，2017 年，张家港市全年预计完成地区生产总值 2606.05 亿元、增长 7.3%；公共财政预算收入 210 亿元、增长 10.5%；全社会固定资产投资 726 亿元；进出口总额 2100 亿元；社会消费品零售总额 583 亿元、增长 9%；全市居民人均可支配收入 4.88 万元、增长 8.5%。

总体看，江苏省和张家港市优越的区域经济环境为公司发展提供了良好的基础。

六、基础素质分析

1. 产权状况

公司是经江苏省人民政府批准组建的国有独资有限责任公司，张家港市人民政府为公司国有股持股单位及实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司作为江苏省大型省属外贸集团之一，以专业的贸易服务和优异的外贸业绩在江苏省乃至全国外经贸系统中树立了良好的形象和口碑，具有良好的知名度。公司总资产及所有者权益规模在江浙地区主要国有大型贸易企业中属于前列，主营业务收入规模稳定且逐年增长，利润总额中主营业务利润贡献能力强，对投资收益等非经营性损益的依赖程度弱。

表 2　截至 2017 年底江浙地区主要国有大型贸易企业情况(单位：亿元)

公司名称	注册资本	资产总额	所有者权益	营业收入	利润总额	投资收益
江苏汇鸿国际集团股份有限公司	22.42	307.16	84.42	368.00	11.69	2.34
江苏苏美达集团有限公司	9.00	413.16	69.89	740.86	14.32	-0.26
浙江省国际贸易集团有限公司	9.80	384.41	204.35	384.41	17.39	13.40
江苏国泰国际集团有限公司	**8.00**	**232.72**	**103.99**	**350.64**	**16.83**	**4.43**
江苏省苏豪控股集团有限公司*	20.00	283.87	113.55	167.43	12.22	13.49
浙商中拓集团股份有限公司	5.11	107.58	27.18	484.07	2.28	0.46
浙农控股集团有限公司	3.60	200.56	46.20	497.55	10.50	1.99

资料来源：Wind资讯
注：*江苏省苏豪控股集团有限公司主体级别已于2017年5月到期，未在市场上公开其2017年最新经营数据，表中经营相关数据为2016年数据。

公司主要从事纺织服装、轻工工艺、五金机械、化工医药等商品的进出口业务，并积极向宾馆旅游、房地产、新能源、金融投资等行业拓展，已初步形成贸易为主、多元拓展的经营格局。截至 2018 年 3 月底，公司创办、并购及建立稳定合作关系的生产企业共 100 多家，且拥有 9 家专业进出口公司，3 家房地产公司，2 家五星级宾馆，3 家新能源环保企业，3 家投资公司，3 家品牌内贸公司，并在美国、欧洲、日本、孟加拉、香港等地设有境外公司或办事处。跟踪期内公司获“全国外经贸质量效益型先进企业特别奖”、“中国纺织服装进出口行业杰出贡献企业”、“江苏省先进集体”、“全国对外经贸优秀企业”、“全国商务系统先进集体”、“江苏省文明单位”等奖项，在 2017 年 6 月召开的中国纺织品进出口商会第六届理事会上公司在中国纺织品服装出口企业中排名由 2015 年的第三名上升为全国第一。

营销渠道优势

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。

货源基地优势

公司为加强出口，不断夯实货源生产基地建设，先后创办、并购及建立稳定合作关系的生产企业共 100 多家，集中形成了服装工业园、科技工业园等特色园区，走出了一条实业化、工贸一体化的道路。公司围绕主营商品和优势商品，通过自办、兼并、参股、合作等多种形

式建办出口型生产企业和产品设计打样中心，进一步提高对出口主导商品的控制力。

在货源基地建设方面，跟踪期内公司通过合作方式在柬埔寨建立了多个货源基地；目前在建的缅甸服装产业基地总投资规模 1.50 亿元，截至 2018 年 3 月底已投资 1.30 亿元，预计 2018 年 6 月底达到可使用状态；未来拟投项目国泰中非纺织服装产业基地项目（总投资规模 9.90 亿元）。随着公司国际化战略布局的推进落实，服装产业基地的产能逐步释放以后，公司核心竞争力将不断提升。

化工新能源技术优势

公司于 2017 年 4 月设立全资子公司江苏瑞泰新能源材料有限公司，作为公司化工新材料和新能源业务的发展平台，整合下属子公司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”）和江苏国泰超威新材料有限公司（以下简称“超威新材料”）内部资源、开展对外投资。华荣化工是国家火炬计划重点高新技术企业，作为国内锂电池电解液行业的先入者，销量连续多年在国内和国际上名列前茅。超威新材料主营锂电池电解质及添加剂等电子化学品的研发、生产，并作为主起草单位参与了超级电容器电解液产品的行业标准制定。截至目前，公司及控股子公司已拥有发明专利 65 件。跟踪期内，华荣化工继续加大研发投入，在原有生产线基础上进行改造升级，产能实现大幅增长，预计未来在建及拟建锂电池电解液项目建成投产后，公司化工新材料、新能源业务规模有望进一步扩大。

七、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理体制、管理制度、管理层等方面无重大变化。

八、重大事项

国泰股份资产重组

2015年12月16日，上市公司国泰股份公布了重大资产重组方案，包含发行股份及支付现金购买资产和向特定投资者非公开发行股份募集配套资金两部分。一是通过向国泰集团、张家港保税区盛泰投资有限公司、张家港保税区亿达投资管理企业（有限合伙）及195名自然人发行股份及支付现金的方式，收购国泰集团旗下11家公司的部分或全部股权。根据资产评估机构出具的并经江苏省国资委备案的评估结果，本次重组标的资产合计作价51.38亿元，其中股份支付部分发行价格17.50元/股（除权除息调整后为11.34元/股）向交易对方发行4.53亿股国泰股份普通股股票，并支付剩余的现金对价共计约282.20万元。同时，以不低于13.52元/股的价格发行不超过2.07亿股，募集配套资金不超过28.03亿元，扣除发行费用后实际募集股款27.41亿元，其中增加注册资本2.07亿元，溢价部分计入资本公积。本次募集配套资金将用于国泰中非纺织服装产业基地、缅甸纺织服装产业基地、偿还银行借款、对国泰财务增资、支付现金对价及支付本次重大资产重组的交易费用，剩余部分用于补充上市公司及标的公司流动资金。2016年12月21日，国泰股份发行股份购买资产并募集配套资金的相关标的资产完成过户，2017年2月17日，本次新增股份相关手续在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司办理完毕。本次发行后公司对国泰股份持股数量为4.05亿股，持股比例由30.17%上升至33.56%，仍为国泰股份控股股东。

本次重组标的资产中，江苏国泰华盛实业有限公司（以下简称“华盛实业”）原为公司二级子公司，主营商品贸易，重组完成后纳入国泰股份合并范围。截至2017年底，华盛实业总资产19.91亿元，所有者权益7.37亿元，2017年华盛实业实现营业收入61.14亿元，净利润1.39亿元。2015年，华盛实业为宁波甬久商贸有限公司（以下简称“宁波甬久”）提供代理采购塑料原材料业务，宁波甬久缴纳10%定金，后由于该产品价格下降较大，加上宁波甬久本身经营问题，宁波甬久提货后未付后期采购款

并已处于破产清算状态。截至2017年底，华盛实业对宁波甬久应收账款2.39亿元，已计提坏账准备2.19亿元（2017年计提390万元），计提比例91.63%，其余部分款项预计诉讼完成后收回。

本次交易中国泰股份与持有标的资产的特定投资者均签订盈利预测补偿协议，2017年度除江苏国泰力天实业有限公司（以下简称“力天实业”）外，其余业绩承诺方均完成业绩承诺。力天实业承诺2016年度、2017年度和2018年度经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润分别为不低于7465万元、10168万元和11532万元，由于力天实业2016～2017年度实现的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的累计净利润少于累计业绩承诺金额（业绩承诺完成度89.01%），经计算，业绩承诺方以持有的公司股份合计541.31万股以及现金83.28万元对国泰股份进行业绩补偿，国泰股份以1元总价回购全部补偿股份并进行注销。

总体看，本次发行后，公司总资产和净资产相应增加，资产负债率有所下降，资本实力及资本结构进一步优化，公司抗风险能力得到提高。国泰股份收购标的均为集团优质资产，有助于国泰集团优质核心资源进行全面整合，从而实现从“卖商品”向“卖服务”的转变。

九、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事纺织服装、农产品、化工产品、化工医药、机电产品等商品的进出口业务，并积极向宾馆旅游、化工新能源、金融投资、房地产等行业拓展，已形成进出口贸易业务为主、多元拓展的经营格局。2017年受进出口贸易和化工板块的收入增长带动，公司实现营业总收入350.64亿元，同比增长8.50%；综合毛利率为11.81%，同比减少1.63个百分点。

进出口贸易是公司核心业务，2017年公司进出口业务收入331.13亿元，同比增长10.95%，拉动收入增长；毛利率同比减少0.31个百分点至10.64%。跟踪期内，公司在国际纺织服装行业贸易环境恶化的背景下实现逆势上涨，主要系公司加强货源基地建设后产能提升，同时增强下游营销力度所致。公司作为覆盖全产业链的纺织服装行业龙头，产品附加值较高，且跟踪期内逐渐调整产品结构，收紧大宗商品进口规模，以毛利较高的纺织服装类产品为主，毛利率维持在较高水平。

2017年，公司宾馆旅游业实现收入2.32亿元，同比增长8.92%；毛利率为32.36%，同比增加7.44个百分点，主要系下属酒店房间均价回升，成本管控能力增加所致。公司化工板块主要是瑞泰新能源下属控股子公司华荣化工从事的锂离子电池电解液和硅烷偶联剂的生产及销售业务。2017年，受益于新能源汽车政策的持续推动，化工板块实现收入11.97亿元，同比增长9.52%；毛利率增加6.20个百分点至31.60%，主要系随着公司产能增长，规模效益显现，固定成本摊销减少，同时积极加强内部管理，节约经营费用成本所致。

公司其他业务主要包括对金融板块开展的多元化投资、房地产业务、内贸业务等。2017年因新点软件不再纳入合并范围而转为长期股权投资核算，其他业务板块收入下降至5.22亿元，同比下降55.31%，毛利率减少32.21个百分点至31.55%。

表 3　2016 年～2018 年 3 月公司营业总收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 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
进出口贸易	298.44	92.35	10.95	331.13	94.43	10.64	73.23	95.59	7.66
宾馆旅游业	2.13	0.66	24.92	2.32	0.66	32.36	0.57	0.74	39.36

化工	10.93	3.38	25.40	11.97	3.41	31.60	1.78	2.32	27.55
其他	11.68	3.61	63.67	5.22	1.49	31.55	1.03	1.34	34.39
合计	**323.18**	**100.00**	**13.44**	**350.64**	**100.00**	**11.81**	**76.61**	**100.00**	**8.70**

资料来源：公司提供

注：公司进出口总额与进出口贸易收入差额较大，主要由于代理进口业务的代理费计入收入，转口贸易业务全额计入收入、但二者均不计入海关统计的进出口额所致。

2018年1～3月，公司实现营业总收入76.61亿元，同比增长3.26%，主要受益于进出口业务收入的持续增长带动；综合毛利率为8.70%，同比下降3.38个百分点，主要是进出口业务受中美贸易战导致的汇率波动影响较大。

2．进出口业务

公司下属从事进出口业务的公司主要包括国泰股份以及重大重组后划入国泰股份合并范围的三级子公司力天实业、江苏国泰亿达实业有限公司、华盛实业、江苏国泰国华实业有限公司、江苏国泰汉帛贸易有限公司、江苏国泰华博进出口有限公司、江苏国泰国际集团华诚进出口有限公司和江苏国泰国际集团上海进出口有限公司等。2017年，上述9家主要子公司营业总收入293.45亿元，占公司营业总收入的83.69%。其中，截至2017年底，国泰股份总资产187.69亿元，所有者权益90.37亿元；2017年国泰股份实现营业收入345.49亿元，利润总额14.87亿元。

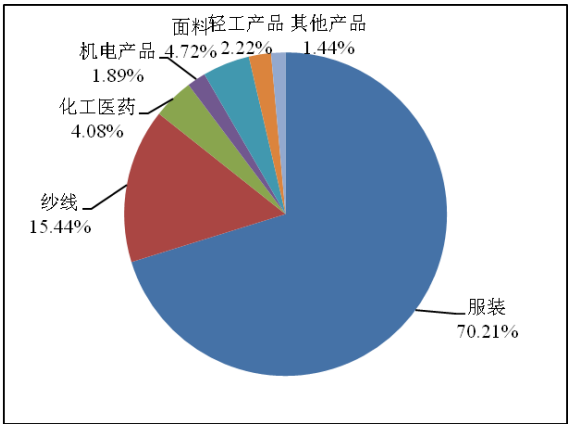
2017年公司实现进出口总额41.37亿美元（江苏省海关数据），同比增长9.73%，其中出口总额36.92亿美元，同比增长17.58%，占进出口总额的89.24%，增幅较2016年进一步增长；进口总额4.44亿美元，同比下降28.39%，主要系公司调整产品结构，主动收缩大宗商品业务规模所致。2018年1～3月，公司实现进出口总额9.30亿美元，同比增长7.64%，其中出口额占87.85%。跟踪期内，公司出口业务以自营为主，进口业务中代理占比较高。

出口业务

公司进出口贸易以出口业务为主，为保证产品质量，稳定客户群体，公司逐步转型为工贸一体化经营模式，拥有100多家生产企业，形成了服装工业园、科技工业园等特色园区。跟踪期内，公司通过合作方式在柬埔寨建立了多个货源基地，部分订单下单至当地合作厂商协助生产，实现产能扩张，并派出质量监督人员把控成品标准，以降低生产及人工成本；目前在建的缅甸服装产业基地预计2018年6月底达到可使用状态；未来拟投项目国泰中非纺织服装产业基地项目（总投资规模9.90亿元），目前处于选址阶段。公司主要下属专业进出口公司均有自己的控股实体工厂，工厂大部分具有一定自主设计、打样能力，从国外接受订单，安排生产再出口。公司产业链的不断延伸，为公司保持行业内较高的盈利水平提供了保障，与下游客户ZARA、优衣库、PRIMARK等知名国际服装零售商建立了稳定的合作关系。根据中国纺织品进出口商会统计，2017年公司下属专业子公司中有7家在全国纺织品服装出口企业中位列前50名，其中华盛实业位列第4位。

公司出口业务以纺织服装类产品（服装、纱线及面料）为主，2017年，公司完成纺织服装类产品出口33.37亿美元（2016年27.83亿美元），占出口总额的90.37%（2016年88.50%）。其中，服装单品类全部为公司自产出口，占公司出口总额比重为70.21%，在公司当期进出口总额中占比62.66%。2017年，公司化工医药产品出口额为1.51亿美元（2016年为1.37亿美元），占出口总额的4.08%，主要系下属华荣化工的化工产品出口规模增长所致（华荣化工出口额跟随海关统计计入公司进出口总额，但未计入进出口贸易收入）；公司持续收紧机电出口业务规模，2017年出口额为0.70亿美元，较2016年下降29.63%，占出口总额的比重下降至1.89%。

图2　2017年公司出口产品构成情况



资料来源：公司提供

表 4　公司出口市场分布情况（单位：万美元、%）

地区	2016 年		2017 年		2018 年 1-3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
亚洲	94981	30.23	109165	29.68	29040	35.60
美洲	140079	44.58	174036	47.32	39108	47.94
欧洲	72468	23.06	80154	21.79	12298	15.08
非洲	4761	1.51	2737	0.74	617	0.76
大洋洲	1894	0.60	1695	0.46	509	0.62
合计	**314183**	**100.00**	**367787**	**100.00**	**81572**	**100.00**

资料来源：公司提供

注：市场分布统计以张家港市海关口径为准；合计数不等于各分项加总数系小数点末位四舍五入所致。

从销售市场区域来看，公司出口仍以亚洲、美洲和欧洲为主，2017年分别占总出口的29.68%、47.32%、21.79%；其中欧洲市场的萎缩以及美洲市场比重的上升均系区域需求变化影响所致；非洲和大洋洲地区出口较少。

从贸易方式看，根据海关口径分类[1]，公司2017 年一般贸易出口 34.45 亿美元，同比增长18.88%；加工贸易累计出口 2.32 亿美元，同比下降 1.28%，其中进料加工贸易出口 2.28 亿美元、来料加工贸易出口 0.04 亿美元。总体看，公司出口以一般贸易为主，且占比不断提高，加工贸易中来料加工和进料加工贸易出口额及占比变动不大。

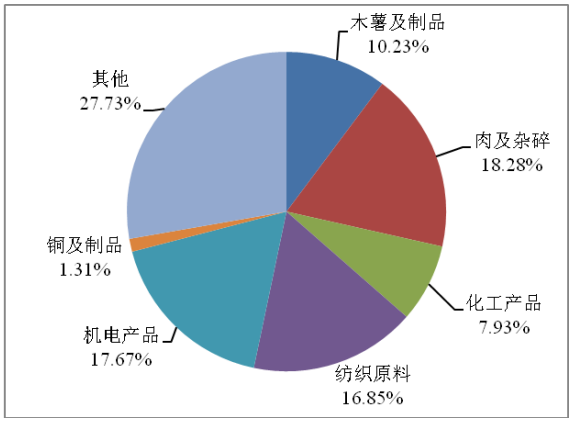
[1] 根据海关口径分类，贸易出口中原材料采购于中国境内的均属于一般贸易出口，故公司自主加工的服装产品出口分类上也以一般贸易出口为主。

2018 年 1～3 月，公司实现出口总额 8.16 亿美元，占 2017 年全年的 22.10%。同 2017 年全年相比，传统的纺织服装类产品占比有所下降，为 88.82%，机电产品占比略有上升，为 2.15%；出口市场区域整体变动不大，其中亚洲和美洲占比有所上升，欧洲占比有所下降，三者分别为 35.60%、47.94%和 15.08%。

进口业务

公司进口业务以代理进口为主，盈利模式主要为差价或代理费，以规避价格和汇率波动风险。业务流程来看，公司先向下游收取 10%～15%的保证金，公司采购后，收到全额货款再向下游放货，以保证对货权的控制。2017 年，公司进口总额 4.44 亿美元，同比下降 28.39%，收入规模的下降主要系公司向有渠道的消费品进口转变，收缩大宗商品等进口量所致。

图3　2017年公司进口产品构成情况



资料来源：公司提供

公司进口商品以机电产品、农产品（木薯及制品、肉及杂碎）、纺织原料、化工产品等为主。跟踪期内，公司继续收缩以铜及铜制品为主的大宗商品进口，向有渠道的消费品进口转型。2017年，公司主要进口商品规模出现不同程度的下降，其中农产品进口1.27亿美元，占全部进口额的28.51%，同比下降41.97%，主要系木薯及制品等农产品国外价格上涨所致；受纺织行业景气度下降影响，公司纺织原料进口规模略有下降，2017年公司实现纺织原料进口0.75亿美元（2016年为0.77亿美元），占比上

升至16.85%（2016年为12.30%）；公司实现铜及铜制品进口0.06亿美元，同比下降89.12%，占比下降至1.31%；公司实现机电产品进口0.78亿美元，同比增长10.66%，占比提升至17.67%。

从进口市场区域来看，公司商品仍主要来自于亚洲，2017年亚洲市场占比为54.98%，同比略有下降；美洲市场占比为23.59%，占比变动不大；欧洲市场和非洲市场比重继续下降，分别为10.63%和0.13%，同比分别减少0.55和0.44个百分点。进口产品的区域选择主要受客户需求变动影响。

表5　公司进口市场分布情况（单位：万美元、%）

市场	2016年		2017年		2018年1-3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
亚洲	35991	57.68	23969	54.98	5653	52.13
美洲	14417	23.10	10287	23.59	2869	26.45
欧洲	6978	11.18	4635	10.63	1410	13.00
非洲	358	0.57	55	0.13	0	0.00
大洋洲	4658	7.46	4654	10.67	912	8.41
合计	**62402**	**100.00**	**43600**	**100.00**	**10844**	**100.00**

资料来源：公司提供

注：市场分布统计以张家港市海关口径为准；合计数不等于各分项加总数系小数点末位四舍五入所致。

2018年1～3月，公司实现进口收入1.13亿美元，占2017年全年的25.44%，与2017年同期相比下降33.40%；其中，农产品进口额较2017年同期变化不大，为0.38亿美元，占比增长至33.33%，依旧为占比最高的商品；机电产品进口额较2017年同期大幅增长至0.22亿美元，占比增长至19.65%；化工产品、纺织原料、铜及制品占比均有所下降，铜及铜制品2018年一季度未发生进口。从进口市场区域来看，亚洲和欧洲市场仍为进口区域前两大市场，占比略有增长。

结算方式上，公司与供应商及客户的结算方式包括现金、汇款、信用证及银行承兑汇票等，以信用证及银行承兑汇票为主，结算周期一般为60～90天；结算币种对内以人民币、对外以美元为主。公司通过期货市场进行汇率锁定的外汇比例约为50%。

总体看，跟踪期内公司通过加强货源地建设，不断调整进口商品结构、市场区域和延伸出口产业链，缓冲外围环境和价格变化对公司进出口贸易规模的影响，跟踪期内进出口总额保持增长。

3. 化工业务

华荣化工为公司化工板块主要的经营主体。2017年华荣化工实现营业总收入11.43亿元，同比增长7.16%，其中锂电池电解液销售收入10.32亿元，占90.29%，同比增长6.17%。华荣化工主要客户包括三星、松下、LG、索尼等跨国企业，前五名销售占比为65.44%，集中度高。结算方式上，公司与供应商及客户的结算方式以汇款及银行承兑汇票为主，结算周期一般为60～90天；结算币种对内以人民币、对外以美元为主。

跟踪期内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），2017年9月建成投产后锂离子电池电解液设计年产能增加20000吨，达到30000吨，较上年大幅增长；2017年公司锂电池电解液销量为16488吨，同比增长3.66%，全年产品均价较2016年变化不大。2017年，硅烷偶联剂年产能5000吨，产能利用率为60%，销量为2382吨，同比增长23.85%。2017年，硅烷偶联剂实现销售收入11045万元，同比增长22.40%。2017年及2018年华荣化工新签订合同额分别为13亿元、15亿元。

公司为配合战略客户的动力电池工程，拟投资建设两处配套锂电池电解液生产厂区，预计总产能8万吨/年。其中，波兰4万吨/年锂离子电池电解液项目资本金3.00亿元，由瑞泰新能源和华荣化工各出资50%在波兰共和国投资设立子公司国泰华荣（波兰）有限责任公司（暂定名），其中瑞泰新能源以募集资金出资，华荣化工以自有资金出资，项目总投资6.10亿元，预计2020年6月底达到可使用状态，税后投资回

收期5.09年（含建设期12个月），年营业收入22亿元。上述两项目建成后，伴随产能释放，公司化工板块业绩有望进一步增长。

4．宾馆旅游业

公司拥有张家港国贸酒店、苏州南园宾馆两家五星级宾馆。跟踪期内受当地酒店旅游业景气度上升影响，酒店单房价格水平均有所上升，宾馆旅游业实现收入2.32亿元，同比增长8.92%；毛利率为32.36%，同比增加7.44个百分点。苏州南园宾馆作为苏州市区唯一一家园林别墅式国宾馆，维护费用高，受城市规划限制导致客房数量仅为233间，盈利能力有限。国贸酒店为五星级酒店，建筑面积6.5万平方米。2017年，苏州南园宾馆和张家港国贸酒店客房平均出租率为分别为68.40%和71.60%，同比均有所上升；收入构成中，张家港国贸酒店和苏州南园宾馆餐饮业务占酒店营业收入的比重分别为67.34%和37.99%。

5．其他业务

多元化投资

公司在稳定发展进出口贸易的同时，积极进行多元化投资，为公司贡献投资收益。截至2017年底，公司直接或间接投资的企业共46家（计入“可供出售金融资产”、“长期股权投资”和“公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产”），2017年持有及处置部分金融资产为公司贡献投资收益共计4.00亿元（2016年1.68亿元）。

表6　截至2018年3月底公司主要多元化投资企业情况（单位：万元、%）

公司名称	2018年3月底账面价值	持股比例	计量方式	2017年投资收益	2018年1季度投资收益	上市情况
江苏国泰新点软件公司	14408.26	25.08	权益法	5562.48	0.00	--
张家港行	111619.21	7.64	公允价值计量	1341.23	0.00	张家港行已于2017年1月24日在在深圳证券交易所上市，股票代码“002839”。
苏州朗坤置业有限公司	10949.80	22.50	权益法	7395.74	0.00	--
苏州银行股份有限公司	25480.00	2.13	成本法	490.00	0.00	目前苏州银行上市工作正在筹备中。
朗诗集团股份有限公司	0	0	成本法	1620.00	59265.93	--
南京银行股份有限公司	0	0	公允价值计量	780.00	5838.71	南京银行为上海证券交易所上市银行，股票代码“601009”。

资料来源：联合资信根据公司审计报告和提供资料整理

注：江苏国泰新点软件公司（以下简称“新点软件”）原为公司下属子公司，因一致行动人协议到期不再纳入合并范围，2016年9月起转入长期股权投资核算；公司为优化公司资产配置，于2018年1月将持有的朗诗集团股份有限公司（以下简称“朗诗集团”）19.89%股权以现金6.62亿元出让给南京鼎重投资管理顾问有限公司，目前已收到上述转让价款，本次交易公司实现投资收益5.92亿元；公司于2018年2月二级市场出售持有的全部南京银行股份有限公司，收到现金3.71亿元，实现投资收益0.58亿元。

房地产

公司房地产业务目前主要经营子公司为江苏国泰国际集团华昇实业有限公司、张家港市华通投资开发有限公司（以下简称“华通投资”）和苏州工业园区国泰万润投资发展有限公司。

表7　截至2018年3月底公司在建拟建房地产项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	建筑面积	总投资额	已投资额
保税区国际大厦	8.48	4.00	1.90
创新大厦	3.90	2.00	--
合计	**12.38**	**6.00**	**1.90**

资料来源：公司提供

注：表中数据为项目整体投资情况；保税区国际大厦项目公司合并范围持股75%。

保税区国际大厦项目共有A、B、C三幢楼，截至2018年3月底，B楼主体已基本完工，A、C楼正在建设中且用于出售。跟踪期内，公司新增创新大厦房地产项目，公司及下属子公司国泰股份分别持股50%，主要用于服装设计与

研发、产品展示、相关科研项目服务，总投资额为2.00亿元，建设周期为2年，将于2018年7月开工。由于近期无符合公司房地产战略的目标项目，公司无新增土地储备。

6. 经营效率

2017年，公司存货周转次数有所增长，销售债权周转次数和总资产周转次数小幅下降，2017年分别为13.36次、7.89次和1.69次。总体看，公司经营效率较高，符合贸易型企业特点。

7. 未来发展

在未来发展方向方面，围绕公司综合发展的战略目标要求，公司在扩大外贸经营的同时，将不断加快实业化、多元化发展步伐，主要发展措施包括：①进口渠道建设：重在渠道，而非单利，注重在人才、资源和市场等方面的培育。②海外战略：两到三年间在全球关键地区完成战略布局，对当地政治、文化、经济、人文进行初步梳理，了解当地人口、供应、对外开放程度、外汇管制、生产要素价格等各方面情况。③梳理自有零售品牌：持续不断投入，在实践中总结经验。④电子商务：新成立的江苏国泰慧贸通企业服务有限公司基于云计算的专业外贸综合电子商务平台，现代化的信息、网络和通讯技术为导向，建设一个开放、生态、一站式的外贸综合服务平台，为各类中小微企业提供专业化的对外贸易综合配套服务；利用现有平台与资源优势，进一步尝试跨境消费品进口业务（B2B2C）垂直电商平台的搭建，寻找企业新的增长点；集聚和培养电子商务和互联网人才，为集团创新发展储备能量。⑤资本推动：公司已初步完成资本、人才、市场等资源的积累，未来需持续谨慎推进。

截至2018年3月底，除房地产项目以外，公司主要在建拟建项目包括缅甸服装产业基地项目、中非纺织服装产业基地和华荣化工粮储锂电池电解液项目，项目总投资额（含房地产项目）合计21.40亿元，其中12.90亿元为募集资金投资项目，公司未来投资资金压力一般。

表8 截至2018年3月底公司主要在建拟建项目情况（不含房地产）（单位：亿元）

项目名称	总投资额	已投资额	资金来源	目前建设进展	预计建成投产时间
缅甸服装产业基地项目	1.50	1.30	募集资金	已完工	2018 年 6 月底
中非纺织服装产业基地	9.90	--	募集资金	选址中	--
华荣化工 4 万吨/年锂电池电解液项目	1.00	0.03	自有资金	未开工	2019 年 5 月底
华荣化工 4 万吨/年锂电池电解液项目（波兰）	3.00	--	募集资金+自有资金	未开工	2020 年 6 月底
合计	**15.40**	**1.33**	--		--

资料来源：公司提供

十、财务分析

公司提供的2017年财务报表已经立信会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2018年一季度财务报表未经审计。

从公司财务报表合并范围看，2017 年公司并购纳入合并范围子公司 4 家；处置及清算子公司 3 家，因其他原因新设纳入合并范围的子公司 15 家。2018 年 3 月底公司审计报告合并范围较 2017 年底无变化。总体看，公司合并范围变化对公司整体经营有一定影响，财务数据仍可比。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 232.72 亿元，所有者权益合计 103.99 亿元（其中少数股东权益 67.01 亿元）；2017 年，公司实现营业总收入 350.64 亿元，利润总额 16.83 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 228.96 亿元，所有者权益合计 103.60 亿元（其

中少数股东权益 69.88 亿元）；2018 年 1～3 月，公司实现营业总收入 76.61 亿元，利润总额 6.70 亿元。

1. 资产质量

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 232.72 亿元，同比增长 28.21%，其中流动资产占 73.15%，非流动资产占 26.85%。跟踪期内，资产结构变化不大，仍以流动资产为主。

截至 2017 年底，公司流动资产 170.23 亿元，同比增长 28.30%；其构成以货币资金（占 30.59%）、应收账款（占 26.15%）、存货（占 12.36%）和其他流动资产（占 20.63%）为主。

截至 2017 年底，公司货币资金 52.07 亿元，同比增长 23.13%，主要由银行存款（占 88.07%）、其他货币资金（占 11.75%）和库存现金构成，其他货币资金主要为银行承兑汇票保证金、存放中央银行法定准备金、保函保证金等受限资金；其中使用受限的货币资金 5.91 亿元，已从现金类资产中扣除。

截至 2017 年底，公司以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产主要系南京银行股权，当年同比大幅下降 50.38%至 3.10 亿元，主要系处置部分南京银行股权所致（产生投资收益 1148.86 万元）。

截至 2017 年底，公司应收账款净额为 44.51 亿元，同比上升 22.17%，主要系销售业务增长所致；构成上以应收国外客户的款项为主。从集中度看，公司应收账款前五名客户的账款合计占 15.03%，集中度较低。从账龄看，应收账款账龄在 1 年以内的占 91.04%，账龄短。2017 年底公司对应收账款提取 5.66 亿元坏账准备（其中包括华盛实业对宁波甬久计提的坏账准备 390 万元），计提比例 11.28%，计提充分。

截至 2017 年底，公司存货账面余额 21.36 亿元，同比下降 17.66%，主要系国泰金融广场、国泰国际贸易项目转入投资性房地产及固定资产所致；从构成看主要为库存商品（占 44.85%）和保税区国际大厦等房地产开发成本（占 21.68%）等。截至 2017 年底，公司计提存货跌价准备 0.32 亿元，存货账面价值 21.03 亿元。

截至 2017 年底，公司划分为持有待售的资产 0.70 亿元，系朗诗集团股权，预计 2018 年 1 月处置；公司其他流动资产同比大幅增至 35.13 亿元（2016 年为 7.50 亿元），主要为理财产品 25.37 亿元（国泰股份定增募集资金未使用部分），应收出口退税 7.44 亿元和留底进项税 2.01 亿元。

截至 2017 年底，公司非流动资产 62.49 亿元，同比增长 27.97%。非流动资产构成以可供出售金融资产（占 32.49%）、投资性房地产（占 13.88%）和固定资产（占 29.82%）为主。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 20.30 亿元，同比增长 85.63%，主要系公司所持张家港行（002839）上市所致。其中，按成本计量的股权投资占 21.57%，主要包括苏州银行股份有限公司（2.55 亿元），其他较分散；按公允价值计量的股权投资占 78.43%，主要为张家港行（15.72 亿元）。

截至 2017 年底，公司固定资产账面原值 28.46 亿元，同比增长 16.54%，主要系国泰国际贸易项目转入固定资产及超威自建厂房所致。公司固定资产累计折旧合计 9.83 亿元，未计提减值准备，公司固定资产净值 18.63 亿元，主要为房屋建筑物（占 77.24%）、机器设备（占 15.78%）和电子、其他办公设备（占 6.98%）。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 228.96 亿元，较 2017 年底下降 1.61%，其中流动资产占 74.72%，非流动资产占 25.28%，资产构成均同比变化不大。截至 2018 年 3 月底，公司以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产减少 3.09 亿元，主要系处置全部南京银行股权（实现投资收益 0.58 亿元）；公司其他流动资产增长 23.01%至 43.21 亿元，主要系理财增加；可供出售金融资产同比下降 23.49%至 15.53 亿元，主要系张家港行股价下跌所致。

跟踪期内，国泰股份完成定增，带动资产规模大幅增长；公司资产构成以流动资产为主，

资产结构保持稳定；其中货币资金较为充足，应收款项和其他流动资产（理财为主）占比较大，流动性较好；非流动资产以固定资产和可供出售金融资产为主，金融资产质量较好。总体看，公司整体资产质量良好。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 103.99 亿元，同比增长 80.75%，主要系子公司国泰股份于 2017 年 2 月发行股份募集资金 27.41 亿元，致使少数股东权益同比增长 74.57%至 67.01 亿元，资本公积同比增长 420.03%至 8.26 亿元，公司归属于母公司所有者权益 36.98 亿元。所有者权益中，实收资本占 7.69%，未分配利润占 10.78%，其他综合收益占 8.24%，受张家港行上市公允价值变动产生收益 7.56 亿元影响，其他综合收益同比增长 641.90%至 8.57 亿元。截至 2017 年底，公司少数股东权益 67.01 亿元，占所有者权益合计比重较高，为 64.44%。截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 103.60 亿元，同比变化不大，其他综合收益较 2017 年底下降 50.14%，主要系张家港行股票价格波动所致。总体看，公司所有者权益稳定性弱。

负债

截至 2017 年底，公司负债总额 128.73 亿元，同比增长 3.83%。负债构成中，流动负债占比上升 6.38 个百分点至 83.02%，非流动负债占 16.98%，公司负债以流动负债为主。

截至 2017 年底，公司流动负债合计 106.87 亿元，同比增长 12.48%，主要为短期借款（占 16.69%）、应付账款（占 37.10%）和应付票据（占 18.33%）。

截至 2017 年底，公司短期借款 17.84 亿元，同比增长 41.72%，主要系出口押汇增加；公司应付票据 19.59 亿元，同比增长 41.29%，全部为银行承兑汇票；公司应付账款为 39.65 亿元，主要为应付供应商款项，同比增长 7.98%；公司一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款和应付债券，2017 年底为 7.28 亿元。

截至 2017 年底，公司非流动负债为 21.86 亿元，主要为长期借款（占 3.11%）、应付债券（占 73.20%）和递延所得税负债（占 13.50%）。截至 2017 年底，公司长期借款 0.68 亿元（2016 年为 6.26 亿元）；应付债券 16.00 亿元，同比减少 4.00 亿元，系“16 国泰 01”到期兑付所致。

表 9　截至 2017 年底公司存续期内债券余额

（单位：亿元）

债券名称	发行日期	期末余额	期限
15 苏国泰 MTN001	2015-10-14	4.00	3
16 苏国泰 MTN001	2016-01-21	6.00	3
*16 国泰 02	2016-07-27	6.00	3(2+1)
合计	--	**16.00**	--

资料来源：wind 资讯

注：“16 国泰 02”为附有回售选择权的公司债，下一行权日为 2018 年 7 月 27 日。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 125.37 亿元，较 2017 年底变动不大；其中流动负债占 82.54%，非流动负债占 17.46%，负债构成变化不大。

截至 2017 年底，公司全部债务 64.24 亿元，同比增长 9.39%，其中短期债务占 74.04%，长期债务占 25.96%，短期债务占比上升 18.76 个百分点。截至 2017 年底，随着权益规模的迅速扩大，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 55.31%、38.19%和 13.82%，同比分别下降 12.99 个百分点、12.33 个百分点和 17.52 个百分点，债务负担有所减轻。

截至 2018 年 3 月底，公司全部债务 70.10 亿元，较 2017 年底增长 9.11%，长、短期债务比重分别为 76.16%和 23.84%，较上年底变化不大。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 54.75%、40.36%和 13.89%。

总体看，公司有息债务规模有所增长，以短期债务为主，目前债务负担适中。

3. 盈利能力

2017年，公司实现营业总收入350.64亿元，同比增长8.50%；营业成本309.18亿元，同比增长10.52%；营业总收入增速慢于营业成本，公司营业利润率下降至11.61%。

2017年，公司期间费用28.25亿元，同比变化不大。公司期间费用以销售费用和管理费用为主，2017年，公司销售费用为16.63亿元，管理费用为9.07亿元，同比变化均不大；财务费用同比增加1.10亿元，主要系汇兑损失规模扩大（0.62亿元，上年同期为-1.02亿元）所致。2017年，公司期间费用占营业总收入比重为8.06%，同比减少0.62个百分点，公司期间费用控制能力仍处于较好水平。

2017年，公司投资收益为4.43亿元，同比增加2.75亿元，包含按权益法核算的长期股权投资收益1.75亿元（包括江苏国泰新点软件有限公司0.56亿元和苏州朗坤置业有限公司0.74亿元）、持有可供出售金融资产期间取得的投资收益0.43亿元和处置可供出售金融资产产生的投资收益1.56亿元（主要系处置江苏银行股权产生投资收益1.40亿元）、银行理财收益0.43亿元。公司营业外收入为0.31亿元，同比下降80.78%，主要系新点软件不再纳入合并范围，且与经营有关的补助2579万元计入其他收益，其余部分仍以政府补助为主（0.19亿元）。公司非经营性收益（投资收益和营业外收入）合计4.74亿元，占利润总额的28.16%，对公司利润形成一定补充。

2017年，受益于主业收入和投资收益的增长，公司实现的利润总额和净利润分别为16.83亿元和13.07亿元，同比均大幅提升。

从盈利指标看，2017年，受子公司定增影响，公司总资本收益率和净资产收益率分别为8.86%和12.57%，同比分别减少2.19个百分点和5.29个百分点。

2018年1～3月，公司实现营业总收入76.61亿元，同比增长3.26%；营业成本及财务费用中汇兑损失的上升主要系中美贸易战导致美元汇率波动所致；利润总额和净利润分别为6.70亿元和4.93亿元，同比分别增长128.67%和129.30%，主要系投资收益实现6.57亿元（主要系处置朗诗集团股权产生投资收益5.92亿元）；公司营业利润率为8.56%，较2017年下降3.05个百分点。

跟踪期内，公司营业总收入及利润总额稳定提升，持有的优质金融资产收益对利润形成有益补充，公司盈利能力有所增强。总体看，公司盈利能力处于良好水平。

4. 现金流及保障

从经营活动来看，2017年，公司经营活动现金流入为419.09亿元，同比增长13.02%，以销售商品、提供劳务收到的现金为主（386.78亿元）。同期，公司经营活动产生的现金流出为410.66亿元，同比增长17.21%，其中，以购买商品、接受劳务支付的现金为主（374.31亿元）。2017年，公司收到与支付其他与经营活动有关的现金分别为1.90亿元和9.11亿元，主要是公司及下属子公司与其他企业往来款。2017年，公司经营活动产生的现金流量净额为8.43亿元，同比下降58.75%，主要系财务公司吸收存款减少7.78亿元。从收入实现质量指标看，2017年，公司现金收入比为110.31%，较上年增加6.08个百分点，公司收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2017年，公司投资活动产生的现金流量净额-19.26亿元，主要系未使用募集资金购买及收回理财产生的收回投资收到的现金33.31亿元和投资支付的现金51.42亿元。

从筹资活动来看，2017年，公司筹资活动现金流入主要吸收投资收到的现金和取得借款收到的现金，2017年分别为29.13亿元和60.24亿元，其中吸收投资收到的现金主要为国泰股份定增。2017年筹资活动现金流出为69.23亿元，以偿还债务支付的现金为主。2017年，受子公司定增影响，公司筹资活动产生的现金流量净额大幅升至20.52亿元。

2018年1～3月，公司经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为0.22亿元、-4.63亿元和5.85亿元。

总体看，公司现金流状况较好，经营性现金流入量规模大，收入实现质量尚可，投资活动现金流净额有所波动，公司对外融资需求一般。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 159.29%和 139.61%，同比分别增加 19.64 和 26.52 个百分点，主要受益于子公司定增影响；公司经营现金流动负债为 7.89%，同比大幅下降。截至 2018 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 165.33%和 141.50%。总体看，公司短期债务占比高，但现金较为充裕且持有变现能力强的优质金融资产，经营现金流入量规模大，短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2017 年，受益于利润总额的提升，公司 EBITDA 增加至 21.01 亿元，EBITDA 利息倍数为 11.47 倍，全部债务/EBITDA 为 3.06 倍。总体看，公司整体偿债能力强。

截至2018年3月底，公司无对外担保。

公司与各家银行保持着密切的合作关系，截至2018年3月底，公司共获得各家商业银行授信额度（包括开证额度）总量为114.33亿元，尚未使用的额度为49.15亿元，规模偏小，公司间接融资渠道畅通。公司下属子公司国泰股份（股票代码：002091）为上市公司，直接融资渠道畅通。

6. 母公司财务状况

截至 2017 年底，母公司资产总额 47.32 亿元，流动资产 6.65 亿元（占 14.05%），非流动资产 40.67 亿元（占 85.95%）；流动资产主要由以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和其他流动资产构成，分别为 3.10 亿元和 1.73 亿元；非流动资产主要是可供出售金融资产和长期股权投资，分别为 18.92 亿元和 18.58 亿元。

截至 2017 年底，母公司负债合计 26.68 亿元，流动负债 6.86 亿元（占 25.71%），非流动负债 19.83 亿元（占 74.29%）；流动负债主要是一年内到期的非流动负债 5.80 亿元；非流动负债主要是应付债券 16.00 亿元。

截至 2017 年底，母公司所有者权益合计 20.64 亿元，其中实收资本 8.00 亿元，资本公积 0.93 亿元，其他综合收益 8.74 亿元，未分配利润 2.04 亿元。

2017 年母公司实现营业总收入 0.11 亿元，财务费用 0.98 亿元，投资收益 3.71 亿元，利润总额 2.32 亿元。同期母公司经营活动现金净流入 0.22 亿元，投资活动现金净流入 3.27 亿元，筹资活动现金净流入-10.98 亿元。

截至 2018 年 3 月底，母公司资产总额 43.61 亿元，所有者权益 16.24 亿元。2018 年 1～3 月，母公司实现营业总收入 0.02 亿元，发生财务费用 0.44 亿元，投资收益 0.65 亿元，利润总额 0.16 亿元；同期，母公司经营活动现金流量净额-0.09 亿元，投资活动现金流量净额-0.66 亿元，筹资活动现金流量净额 0.52 亿元。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1032058200129870N），截至 2018 年 5 月 14 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对公司所在区域经济环境、目前国际贸易形势、公司贸易规模、业务结构、财务状况等因素的综合判断，公司整体抗风险能力很强。

十一、存续期内债券偿还能力分析

截至 2018 年 3 月底，公司一年内将到期的

存续债券包括“15 苏国泰 MTN001”和“16 苏国泰 MTN001”，合计发行额度为 10 亿元。此外，“16 国泰 02”（6 亿元）附有回售条款，存在于 2018 年 7 月兑付可能性。

2017 年，公司现金类资产对未来 1 年内将要到期的债务（10.00 亿元）的保障倍数为 5.38 倍，保障程度高；公司 EBITDA 为 21.01 亿元，是存续债券（合计 16.00 亿元）的 1.31 倍，对其覆盖程度尚可；公司经营活动现金流入量和净流量分别为 419.09 亿元、8.43 亿元，分别为存续期内债券额度的 26.20 倍和 0.53 倍，对其覆盖程度高。

总体看，公司现金类资产、经营活动现金流入量及 EBITDA 对公司存续期内债券的保障程度高。

表10　公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

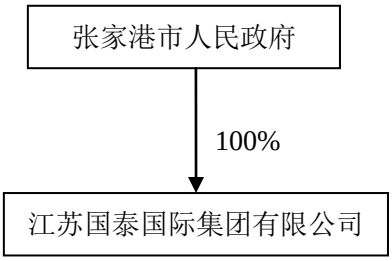
项 目	2017 年
一年内到期债券余额	10.00
现金类资产/一年内到期债券余额	5.38
经营活动现金流入量/应付债券余额	26.20
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.53
EBITDA/应付债券余额	1.31

资料来源：联合资信整理

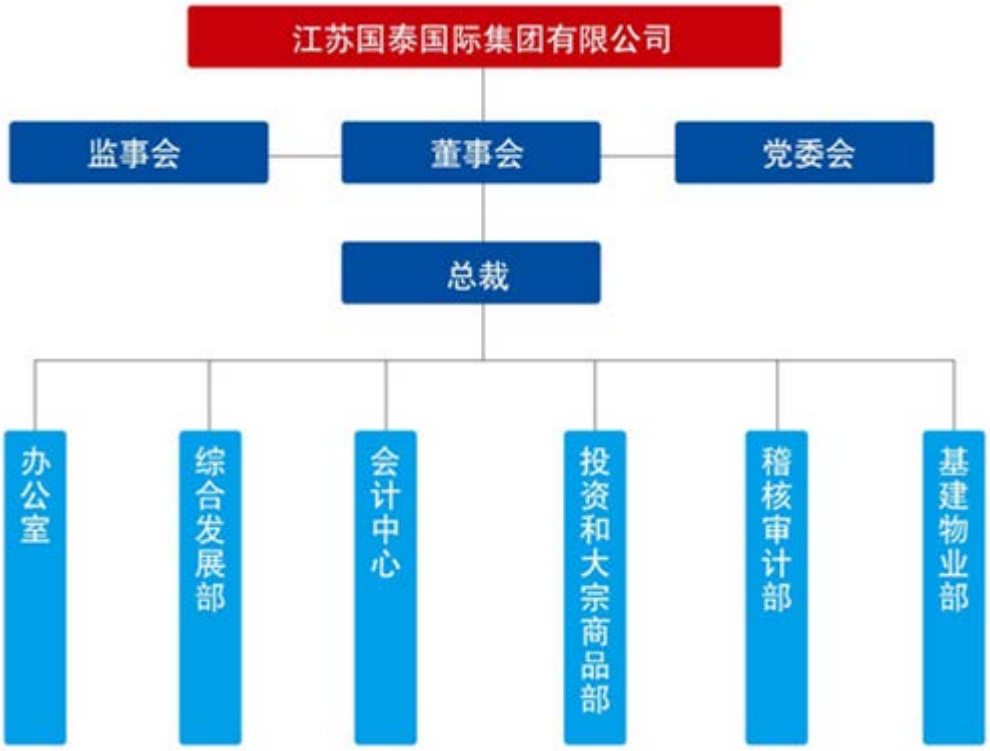
十二、结论

综合评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级由AA调整为AA^+，评级展望为稳定，将“15 苏国泰 MTN001”和“16 苏国泰 MTN001”的信用等级由AA调整为AA^+。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	30.15	46.69	53.84	50.00
资产总额(亿元)	171.39	181.51	232.72	228.96
所有者权益(亿元)	51.42	57.53	103.99	103.60
短期债务(亿元)	43.18	32.47	47.56	53.38
长期债务(亿元)	12.59	26.26	16.68	16.71
全部债务(亿元)	55.77	58.72	64.24	70.10
营业总收入(亿元)	308.99	323.18	350.64	76.61
利润总额(亿元)	6.40	14.07	16.83	6.70
EBITDA(亿元)	10.69	19.04	21.01	--
经营性净现金流(亿元)	10.72	20.44	8.43	0.22
财务指标				
销售债权周转次数(次)	12.35	10.02	7.89	--
存货周转次数(次)	12.27	11.48	13.36	--
总资产周转次数(次)	1.85	1.83	1.69	--
现金收入比(%)	102.03	104.23	110.31	119.83
营业利润率(%)	10.77	13.15	11.61	8.56
总资本收益率(%)	7.34	11.05	8.86	--
净资产收益率(%)	7.74	17.86	12.57	--
长期债务资本化比率(%)	19.66	31.34	13.82	13.89
全部债务资本化比率(%)	52.03	50.51	38.19	40.36
资产负债率(%)	69.99	68.30	55.31	54.75
流动比率(%)	115.74	139.65	159.29	165.33
速动比率(%)	93.08	113.08	139.61	141.50
经营现金流动负债比(%)	10.34	21.51	7.89	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.69	7.14	11.47	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.22	3.08	3.06	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计；短期债务中包含其他应付款中有息债务；现金类资产中已剔除使用受限的货币资金。

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-营业税金及附加）/营业总收入×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%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期（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：

级别设置	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　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

附件 4-3　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。