跟踪评级公告

联合[2017] 1897 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持中国工艺（集团）公司主体长期信用等级为AA^+，评级展望为稳定，并维持“14工艺MTN001”和“14工艺MTN002”AA^+的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年七月二十八日

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(100022)
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

中国工艺（集团）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

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
14 工艺 MTN001	5 亿元	2019/09/05	AA^+	AA^+
14 工艺 MTN002	5 亿元	2019/12/23	AA^+	AA^+

跟踪评级时间：2017 年 7 月 28 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
现金类资产(亿元)	43.48	27.96	25.55	40.22
资产总额(亿元)	162.57	158.50	152.22	167.93
所有者权益(亿元)	31.02	29.13	31.16	31.04
短期债务(亿元)	14.42	15.73	15.08	18.37
长期债务(亿元)	17.41	18.30	30.54	30.52
全部债务(亿元)	31.82	34.03	45.62	48.90
营业收入(亿元)	300.00	287.54	295.94	93.40
利润总额 (亿元)	4.55	0.97	4.24	0.04
EBITDA(亿元)	6.18	3.32	7.30	--
经营性净现金流(亿元)	-4.45	12.93	10.32	9.03
营业利润率(%)	3.57	4.11	3.67	1.92
净资产收益率(%)	8.95	-1.63	8.66	--
资产负债率(%)	80.93	81.62	79.53	81.52
全部债务资本化比率(%)	50.65	53.88	59.41	61.17
流动比率(%)	125.01	103.88	112.16	102.20
经营现金流动负债比(%)	-3.95	11.94	11.71	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.15	10.24	6.25	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.12	1.64	2.71	--

注：2017 年一季度财务数据未经审计；2014 年数据为调整后 2015 年期初数；2014-2016 年现金类资产已剔除使用受限货币资金；2016 年底其他应付款中有息债务已纳入短期债务及相关财务指标核算。

分析师

王 晴　刘嘉敏　邢霖雪

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

跟踪期内，中国工艺（集团）公司（以下简称“公司”或“中艺集团”）继续保持了其在行业地位、工艺美术稀贵原材料及业务资源等方面的显著优势。受国内外经济需求不振、汇率波动等因素综合影响，公司铂金进口规模收缩，汇兑损失扩大。公司主动调整业务结构，国内贸易规模大幅提升，营业收入保持增长，净利润实现扭亏。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司主业盈利能力仍较弱、利润水平对非经常性损益依赖较大且易受汇率波动影响、公司债务负担上升较快等因素可能对其信用水平产生的不利影响。

未来随着业务结构的逐步调整、业务资源的不断整合，公司整体竞争能力有望增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持中国工艺（集团）公司的主体长期信用等级为AA^+，评级展望为稳定，维持“14工艺MTN001”和“14工艺MTN002”信用等级为AA^+。

优势

1. 公司是国务院国资委下属的中央企业中唯一的综合性工艺美术企业，具有较高知名度和品牌优势，在行业地位及业务资源等方面具有显著优势。
2. 公司是上海黄金交易所唯一铂金供应商，其垄断优势明显，同时享受增值税相关优惠政策，销售渠道保障强。
3. 公司逐步推进战略转型，向上游原材料资源拓展的同时，依托贸易业务优势延伸转型发展商贸物流项目，未来有望成为公司新的利润增长点。
4. 公司现金类资产及经营性现金流入量对存续期内债券具备保障能力。

关注

1. 跟踪期内，贸易行业持续低迷，铂金进口规模进一步收缩；公司主业盈利能力较弱。
2. 子公司中工美进出口有限责任公司受2015年“811”汇率改革政策影响，出现大额汇兑损失，期间费用对公司利润侵蚀加重。
3. 跟踪期内，公司利润水平对非经常性变动损益依赖大，其中股权处置收益及固定资产处置利得不具备持续性。
4. 公司对核心子公司中博世金科贸有限责任公司（以下简称“中博世金”）持股比例30%，委托代管其他股东（18%）表决权，公司委派其董事长，若中博世金与其他股东的委托协议和董事长委派制度发生变化，或者其他股东股份被持股比例为52%的中信铂业收购，将对公司收入及利润规模构成较大影响。
5. 跟踪期内，公司有息债务上升较快，债务负担加重。

声　明

一、本报告引用的资料主要由中国工艺（集团）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。

中国工艺（集团）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中国工艺（集团）公司的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

中国工艺（集团）公司（以下简称“公司”或“中艺集团”）是根据国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）核发的国资改革[2006]1383 号文件，由原中国工艺品进出口总公司与中国工艺美术（集团）公司联合重组成立，公司按照上述两家公司 2005 年财务决算净资产合并确认国家资本 53701.37 万元，出资人国务院国资委。2010 年 6 月，公司以中央财政委托贷款转增资本金 37.13 万元，实收资本变更为 53738.50 万元；2014 年 1 月，根据国务院国资委核发的国资产权[2014]7 号文件，公司核增国家资本金 25000 万元，并以 41261.50 万元资本公积转增资本金，实收资本增至 120000 万元。截至 2017 年 3 月底，公司实收资本 120000 万元，实际控制人为国务院国资委。

公司经营范围包括：进出口业务；广告业务；房地产开发经营；物业管理；对外工程承包；房屋装饰装修；咨询服务；信息服务；国内贸易的展览、展销。

公司下设集团办公室、人力资源部、财务管理部、战略投资部、企划运营部、审计管理部、党群工作部、股改办公室等 12 个部室。截至 2017 年 3 月底，公司合并范围内子公司共 30 家。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 152.22 亿元，所有者权益合计 31.16 亿元（含少数股东权益 5.78 亿元）；2016 年公司实现营业收入 295.94 亿元，利润总额 4.24 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司（合并）资产总额 167.93 亿元，所有者权益 31.04 亿元（含少数股东权益 6.02 亿元）；2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 93.40 亿元，利润总额 0.04 亿元。

公司注册地址：北京市朝阳区朝阳门外吉祥里 103 号。法定代表人：周郑生。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至 2017 年 3 月底，公司已发行并在存续期的债券情况如下表所示，跟踪期内，公司存续期债券均按照募集资金用途使用完毕，付息情况正常。

表 1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
14 工艺 MTN001	5.00	5.00	2014/09/05	2019/09/05
14 工艺 MTN002	5.00	5.00	2014/12/23	2019/12/23

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数(PMI)四季度稳步回升至 51%

以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，中国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，中国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，中国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，中国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区

域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业分析

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。海关统计数据显示，2016 年全国货物进出口总值 24.33 万亿元人民币，比 2015 年下降 0.9%。其中，出口 13.84 万亿元，下降 2%；进口 10.49 万亿元，增长 0.6%；贸易顺差 3.35 万亿元，收窄 9.1%。总体看，2016 年进出口规模逐渐回稳，但外贸发展仍然存在一些困难。

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，2016 年，社会消费品零售总额 332316 亿元，比上年增长 10.4%，扣除价格因素实际增长 9.6%。其中，限额以上单位消费品零售额 154286 亿元，增长 8.1%。

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

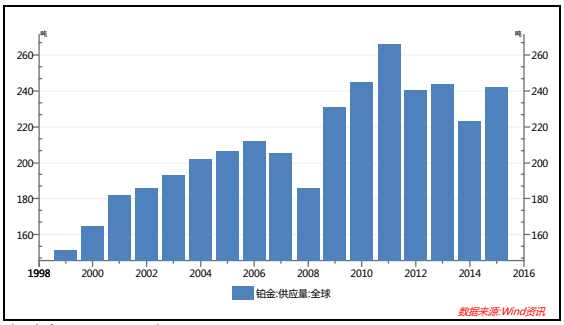
整体看，中国国内贸易规模在经历高速增长后，增速出现回落。国内贸易与宏观经济息息相关，未来国内贸易的发展情况将与中国产业转型，产能优化，促进消费，加强就业等因素联动密切，连锁经营、供应链延伸、电子商务等现代流通方式的发展也将对国内贸易产生较大促进。行业的不断发展势必促使竞争更加激烈，对于贸易行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

2. 铂金行业

（1）行业供给

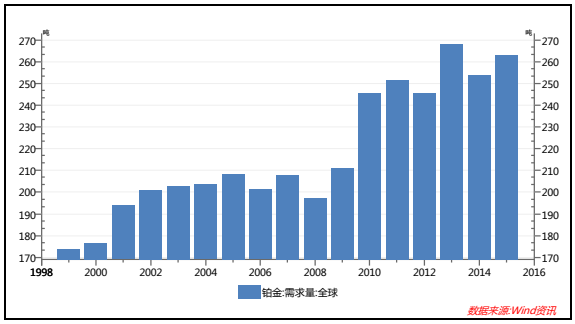
铂系金属包括铂、钯、锇、铑、铱、钌。铂金和钯金是目前国际上主要的铂系金属投资品以及工业和首饰需求品种。世界范围内，铂金总储量仅约 1.4 万吨，年平均产量约 240 吨左右。铂系金属的资源分布极不均匀，南非和俄罗斯是铂金的主要产出国，其产量约占全世界产量的 85%，津巴布韦近年的开采量也在逐年增长。中国铂族金属矿产资源稀缺，储量不及世界储量的 1%，只有 310 多吨，铂矿主要集中在西部的甘肃、云南和四川三省。铂金的供给方式主要分为矿山供给、催化剂回收与首饰回收。从全球来看，目前南非是铂金矿产的主力，占矿山生产的七成。其中 2014 年由于南非市场工人罢工 5 个月，全球铂金矿产量大幅下降，2015 年铂金供应量有所回升；近三年铂金年平均供应量维持在 220-240 吨。

图 2　全球市场铂金供应量情况（单位：吨）



资料来源：wind 资讯

图 3　全球市场铂金需求情况（单位：吨）



资料来源：Wind 资讯

中国国内铂金资源稀少，主要用于工业，而饰品行业生产用铂金主要依赖进口。2003 年以前，铂金走私情况较为严重，2003 年铂金成为上海黄金交易所现货交易品种，公司下属子公司中博世金科贸有限责任公司（以下简称“中博世金”）是上海黄金交易所所售进口铂金唯一供应商。

由于矿产开发需要大量资金，国外铂金矿普遍与银行开展金融合作，这也使得跨国银行掌握了大量矿产资源，成为中国进口铂金的重要渠道。

（2）行业需求

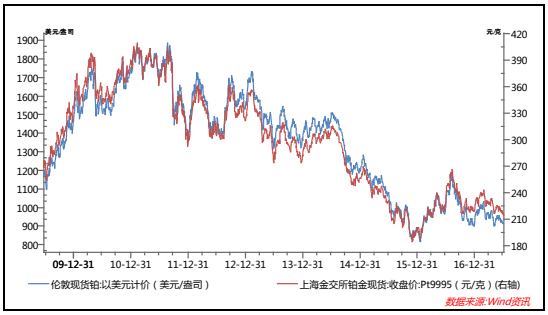
从全球市场来看，汽车行业是铂金的第一大需求方，铂金主要被用于汽车尾气净化催化剂，其需求与汽车产销量关联较大。除此之外，首饰行业对铂金的需求也增长较快，其中来自于中国的需求贡献度最大。除此之外，铂金还被广泛用于玻璃、化工、石油等产业，与全球宏观经济情况息息相关。近年来，全球市场铂金需求基本保持在 240 吨以上，且呈波动增长态势，全球铂金供应缺口维持在 30 吨左右，2015 年缺口有所收窄。根据庄信万丰报告显示，尽管在多数工业领域，铂金需求前景依然坚挺，但随着欧洲越来越多的汽车采用铂金用量较少的催化系统，汽车催化器行业的采购量可能会小幅下降；同时由于中国珠宝业的需求处于下降趋势，市场平衡或将取决于汽车催化器铂金回收量的增长幅度以及实货投资水平，以上因素可能导致全球铂金市场在 2017 年出现供应过剩。

（3）铂金价格

国际铂金价格走势受经济形势影响较大，铂金的投资属性也逐渐被市场挖掘。决定国际铂金价格走势的主要因素包括工业景气度、珠宝首饰需求、黄金价格走势以及最大生产国南非的矿山稳定程度（包括罢工、安全生产、电力供应等）。铂金被广泛应用于化学工业中，特别是汽车尾气净化装置，近年来全球工业总体不景气，由于不具有黄金的避险属性，近几年国际铂金价格呈现向下波动趋势；2015 年底以来，铂金价格触底反弹，但 2016 年下半年再次出现下滑，截至 2017 年 7 月 6 日，伦敦现货铂金价格为 905 美元/盎司；上海黄金交易所铂金现货收盘价为 214.03 元/克。

目前，国内铂金价格走势与国际基本一致，但铂金国内价格总体高于国际价格。从全球铂金现货中心运往中国，期间发生的费用包括提现升水、铂金利息、国内口岸到仓库的运保费、仓储费、入库费、交易费用以及交易专线及国外的行情信息费用等，造成国内价格偏高。同时，目前国内尚未推出铂金期货，使得铂金现货市场价尚缺乏指引。

图 4　近年国际国内铂金价格变动情况



资料来源：Wind 资讯

（4）铂金流通及相关政策

目前，国家对于铂金的进出口资质并无特别限制。国内铂金需求企业主要从上海黄金交易所进行铂金采购，便捷性和安全性较高。玻璃企业可以免税自主进口铂金；国内主要汽车尾气催化剂厂家也以自主进口铂金为主，其主要原因是尾气催化剂行业外资公司市场份额大，由于其实施全球采购体系以及各自实验室标准和配方的不同，导致交易所统一的产品标准难以满足特定的需求。

流通政策方面，根据财政部、国家税务总局发布的财税[2003]86 号《关于铂金及其制品税收政策的通知》，自 2003 年 5 月 1 日起，对进口铂金免征进口环节增值税；对中博世金通过上海黄金交易所销售的进口铂金，以上海黄金交易所开具的《上海黄金交易所发票》（结算联）为依据，实行增值税即征即退政策，中博世金进口的铂金没有通过上海黄金交易所销售的不得享受增值税即征即退政策；国内铂金生产企业自产自销的铂金也实行增值税即征即退；对铂金制品加工企业和流通企业销售的铂金及其制品仍按规定征收增值税；铂金出口不退税；出口铂金制品，对铂金原料部分的进项增值税不实行出口退税，只对铂金制品加工环节的加工费按规定退税率退税；铂金首饰消费税的征收环节由在生产环节和进口环节征收改为在零售环节征收，消费税税率由 10%调整为 5%。

考虑到中博世金是上海黄金交易所所售进口铂金唯一供应商，且通过上海黄金交易所销售的铂金享有增值税即征即退政策，因此中博世金在国内铂金进口环节具有一定垄断性。

（5）未来发展

中国巨大的消费潜力和中国情感消费和婚庆市场的稳定增长，都将为未来中国的铂金首饰发展提供支撑，同时，随着国家对环保的日益重视，工业用铂金量预期仍将保持稳定增长。

六、基础素质分析

1. 产权状况

公司是由国务院国资委直接管理的中央企业，截至 2017 年 3 月底，国务院国资委持股 100%。

2. 企业规模

公司由原中国工艺品进出口总公司和中国工艺美术（集团）公司两家中央企业联合重组成立，是中央企业中唯一的综合性工艺美术企业，目前已初步形成了以贵金属进口、转口贸易为主，其他数十种贸易产品为辅，同时产业延伸至工艺美术稀贵原材料开发利用、产品研发生产、综合物流及服务的相互支撑的业务体系。公司主营业务主要集中于中博世金、中工美进出口有限责任公司（以下简称“中工美进出口”）、中拓国际经贸集团公司（以下简称“中拓国际”）、中国工艺福建实业有限公司（以下简称“福建抽纱”）等 12 家核心子公司，其中中博世金、中工美进出口及中拓国际收入占比达总收入比重的 67.49%，进出口额占公司总进出口额的 50.88%。

表 2　2016 年公司主要子公司财务指标情况（单位：%）

公司名称	资产总额（亿元）	所有者权益（亿元）	营业收入（亿元）	投资收益（万元）	利润总额（亿元）	进出口总额（亿美元）	进出口总额占比	主营贸易品种
中博世金	29.65	4.07	115.19	5004.25	2.98	8.63	42.96	贵金属
中工美进出口	15.67	1.20	24.59	535.80	-0.33	0.15	0.75	贵金属
中拓国际	14.53	2.16	59.94	0.00	0.37	1.44	7.17	黑色金属，汽车，化工产品等
福建抽纱	11.59	2.72	29.62	18.62	0.15	2.54	12.64	有色金属，石材等
中金科技	4.09	2.65	9.27	163.16	0.05	0.37	1.84	有色金属

上海中艺	4.52	2.18	1.10	3421.58	0.31	1.25	6.22	纺织品，木材，房屋租赁
中艺编织	2.64	0.69	14.00	23.56	0.05	2.07	10.30	有色金属，木材，蔺草等
中国珠宝	2.33	1.74	11.30	248.93	0.29	0.91	4.53	贵金属，珠宝首饰
小计	**85.02**	**17.41**	**265.01**	**9415.90**	**3.87**	**17.36**	**86.41**	--
公司合并口径	**152.22**	**31.16**	**295.94**	**13169.23**	**4.24**	**20.09**	**100.00**	--

资料来源：企业提供

公司是中国工艺美术协会会长单位，中国玩具和婴童用品协会理事长单位，中国黄金协会副会长单位，上海钻石交易所主要股东、理事长单位，中国工艺艺术品交易所主要股东、董事长单位，中国黄金协会副会长、上海黄金交易所理事单位，拥有黄金饰品、白银进出口经营权及国际珠宝首饰联合会唯一认可的中国实验室。子公司中博世金是上海黄金交易所进口铂金唯一提供商，整体看，公司在中国工艺美术文化产业中具有重要地位。

根据中国对外经济贸易统计学会发布的“2016 年中国对外贸易 500 强企业”排名中，公司名列第 89 位；在 2016 年度中国轻工业协会发布的“中国轻工业百强企业”综合榜单中位居第 30 位。

总体看，公司在业内具有较高的知名度，行业地位显著。

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事商贸流通业务，其中主要包括自营进口、自营出口、国内贸易以及转口贸易业务。2016 年，公司实现主营业务收入 294.97 亿元，同比增长 2.99%。

从收入结构看，公司自营进口、国内贸易、转口贸易和自营出口始终为公司最主要业务，占比一直保持在 95%以上。2016 年，公司自营进口收入同比小幅增长 7.08%至 109.25 亿元；国内贸易规模 80.07 亿元，同比大幅增长 86.17%，主要是当期黄金内贸大幅增加所致，占主营业务收入比重提升 12.13 个百分点至 27.15%；转口贸易实现收入 82.82 亿元，同比下降 29.11%，主要是由于公司调整业务结构，黄金转口贸易规模大幅收缩，比重较上年下降 12.71 个百分点；自营出口同比变化不大。除此以外，公司其他业务还包括房屋租赁、工程结算、代理销售等，收入规模较小，跟踪期内变化不大。

从盈利水平看，2016 年公司自营进口毛利率同比下降 0.88 个百分点至 4.60%，主要是由于贸易产品价格波动，成本增长所致；2016 年受新增黄金内贸毛利率低影响，国内贸易毛利率进一步下降至 1.56%；公司转口贸易毛利率同比变动不大，仍维持在较低水平，2016 年为 0.91%；自营出口毛利率有所提升，为 9.30%。整体看，2016 年公司主营业务综合毛利率为 3.68%，同比下降 0.60 个百分点。

2017 年 1～3 月，公司实现主营业务收入 93.36 亿元，同比增长 52.35%，其中自营进口同比下降 23.84%；国内贸易及转口贸易同比分别增长 135.35%和 298.85%，主要是由于国内业务是黄金租赁销售增长，贵金属转口贸易规模增长所致。当期，转口贸易毛利率受结算方式改变，转口贸易收支平衡，毛利率为 0.00%；受矿产品和化工产品利润下降的影响，国内贸易业务毛利率进一步下降至 0.34%。当期公司主营业务综合毛利率为 2.01%，同比下降 2.32 个百分点。

表3 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元、%）

业务板块	2014 年			2015 年			2016 年			2017 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
自营进口	116.73	38.94	4.25	102.03	35.62	5.48	109.25	37.04	4.60	27.31	29.25	3.47
国内贸易	61.88	20.64	3.03	43.01	15.02	3.77	80.07	27.15	1.56	26.43	28.31	0.34
转口贸易	93.58	31.22	0.78	116.83	40.79	0.71	82.82	28.08	0.91	34.74	37.21	0.00
自营出口	16.68	5.56	6.76	12.42	4.34	7.41	12.23	4.15	9.30	2.44	2.61	8.23
代理销售	1.20	0.40	30.09	1.29	0.44	20.13	1.44	0.49	37.43	0.04	0.04	77.09
工程结算	7.01	2.34	4.33	6.34	2.22	4.48	5.41	1.84	4.14	1.20	1.29	3.33
其他	2.71	0.90	66.53	4.49	1.57	44.62	3.75	1.27	51.25	1.20	1.29	49.17
合计	**299.79**	**100.00**	**3.72**	**286.41**	**100.00**	**4.28**	**294.97**	**100.00**	**3.68**	**93.36**	**100.00**	**2.01**

资料来源：公司提供
注：工程结算业务主要为子公司中艺建筑装饰有限公司开展的装修，设计业务，近年来，由于国内经济增速下调、基建投资减少，房地产市场走弱，工程结算收入规模逐年下降；其他业务主要包括会展，物业租赁，艺术品交易等。

2. 商贸流通业务

跟踪期内，商贸流通仍是公司最主要的经营业务。分贸易类型来看，受 2015 年 811 汇率改革政策影响，子公司中工美进出口 2015 年出现汇兑损失，业绩亏损；跟踪期内，公司调整业务结构，减少黄金转口贸易规模，带动公司 2016 年转口贸易同比下降 29.11%；同期，子公司中博世金加大黄金国内贸易业务，2016 年公司国内贸易业务大幅增长 86.17%；公司其他贸易类型同比变动不大。

（1）自营进口

自营进口业务主要由中博世金和中拓国际经贸集团公司（以下简称“中拓国际”）等子公司运营，公司进口大类商品见下表，其中珠宝、贵金属及制品、仿首饰、硬币进口比重最大，2016 年占进口总额比重为 58.44%，同比下降 10.01 个百分点，仍以铂金进口为主。跟踪期内，公司铂金进口业务进一步下滑，但受益于铜及其制品和其他贵金属进口规模扩大，公司自营进口额同比略有上涨。

表 4 公司 2014~2016 年进口大类商品进口额情况统计表（单位：万美元、%）

品种	2014 年		2015 年		2016 年	
	进口额	占比	进口额	占比	进口额	占比
珠宝、贵金属及制品；仿首饰；硬币	156307.87	63.40	109674.03	68.54	96488.75	58.44
矿物燃料、矿物油及其产品；沥青等	50464.88	20.50	--	--	--	--
盐；硫磺；土及石料；石灰及水泥等	17700.29	7.18	18342.43	11.46	21798.52	13.20
木及木制品；木炭	7932.45	3.22	3966.88	2.48	7742.19	4.69
矿砂、矿渣及矿灰	5744.50	2.33	11173.04	6.98	11629.59	7.04
光学、照相、医疗等设备及零附件	2436.12	0.99	3853.31	2.41	2961.87	1.79
核反应堆、锅炉、机械器具及零件	1911.26	0.77	--	--	1640.01	0.99
锌及其制品	--	--	1600.85	1.00	1862.91	1.13
其他植物纤维；纸纱线及其机织物	--	--	--	--	1830.90	1.11
塑料及其制品	1011.30	0.41	1209.92	0.76	--	--
电机、电气、音像设备及其零附件	645.99	0.26	1390.13	0.87	--	--
车辆及其零附件（铁道车辆除外）	488.30	0.20	1491.86	0.93	6696.28	4.06
橡胶及其制品	--	--	3311.82	2.07	--	--
铜及其制品	--	--	--	--	9911.15	6.00
其他	2037.04	0.82	4000.37	2.50	2542.83	1.55
合计	**246680.00**	**100.00**	**160014.64**	**100.00**	**165105.00**	**100.00**

资料来源：公司提供

注：1. 公司进口额远大于收入，主要由于海关统计时按全级统计，数据里包含未纳入合并范围的子公司的进口贸易额；同时海关做统计时，由于单据返回延后，确认收入会有推迟导致表内合计数据与审计报告中自营进口收入有出入。2. 公司进口的硬币为纪念币。

铂金为公司自营进口最主要产品，由子公司中博世金经营，中博世金成立于 2003 年 5 月，截至 2017 年 3 月底，注册资本 10000 万元，其中公司持股 30.00%，中信（深圳）铂业科技开发有限责任公司（以下简称“中信铂业”，实际控制人中国中信集团有限公司）持股 52.00%。由于公司根据委托协议代管中博世金其他股东（18.00%）表决权，同时，公司和中信铂业在中博世金董事席位比例 2:2（含委托代管），中博世金董事长由公司委派，公司对中博世金具有实际控制权。

跟踪期内，中博世金贸易模式、结算模式无重大变化，仍为上海黄金交易所综合类会员、指定的唯一铂金供应商，垄断优势明显；公司从国外大型银行采购铂金，销售全部通过上海黄金交易所系统计算机撮合成交，客户通过上海黄金交易所购买铂金均可享受增值税即征即退政策。

目前，铂金业务是公司自营进口乃至整个商贸流通板块收入和利润的支撑。截至 2016 年底，中博世金资产总额 29.65 亿元，权益总额 4.07 亿元，2016 年实现营业收入 115.19 亿元，利润总额 2.98 亿元。中博世金 2016 年收入和利润总额规模分别占 2016 年公司整体营业收入和利润总额的 38.92%和 70.28%。从控制权角度看，中博世金其他股东的股权委托协议每年一签，至 2016 年已成功执行多年，在委托协议框架下，人员控制还是在日常运营方面，公司对中博世金控制地位明显；从经营角度看，公司是上海黄金交易所（中博世金所进口铂金唯一挂牌销售渠道）五大发起会员单位之一，并一直担任副理事长，为中博世金取得上海黄金交易所唯一铂金供应商资格做出相应工作，公司对于中博世金的正常运营起到至关重要的作用。

联合资信关注到，若中博世金与其他股东签订的委托协议和董事长委派制度发生变化，或者其他股东股份被持股比例为 52%的中信铂业收购，进而导致公司失去对中博世金的控制权，将对公司收入规模和利润构成较大影响。从经营角度看，目前中博世金是上海黄金交易所唯一铂金供应商，其垄断优势明显，同时享受增值税相关优惠政策。若以上经营保障措施发生变化，可能影响中博世金的经营业绩。综合看，若控制权和经营政策能够保持稳定，中博世金将继续作为优质资产保障公司的收入和利润规模。

从进口地区看，南非是公司的主要进口区域，主要进口产品为铂金，2016 年南非进口额同比大幅下滑 37.67%。2016 年，日本进口额大幅增长，主要系增加铂粉和汽车进口所致，同期公司进口国主要新增印度、秘鲁和印度尼西亚，进口商品分别为石材、椰壳纤维，铜及其制品和木材。2016 年，南非、日本和印度是公司前三大进口国和区域，合计进口额占公司总进口额的 63.37%。

表 5　公司 2014-2016 年主要进口国家情况统计表（单位：万美元、%）

地区	2014 年		2015 年		2016 年	
	进口额	占比	进口额	占比	进口额	占比
南非	116342.68	47.20	90466.53	56.54	56391.95	34.16
俄罗斯	6777.72	2.75	--	--	5980.78	3.62
瑞士	7777.68	3.15	7583.69	4.74	2754.43	1.67
日本	18184.93	7.37	10831.92	6.77	34349.65	20.8
土耳其	10664.41	4.32	11705.09	7.32	9340.87	5.66
安哥拉	15454.80	6.27	--	--	--	--

埃及	--	--	1651.83	1.03	--	--
美国	8488.33	3.44	7225.34	4.52	5032.55	3.05
赤道几内亚	22047.98	8.94	--	--	--	--
巴西	10300.60	4.18	--	--	--	--
刚果	3303.18	1.34	--	--	--	--
泰国	--	--	3701.04	2.31	--	--
意大利	--	--	3077.47	1.92	3131.31	1.9
德国	--	--	2039.39	1.27	--	--
法国	--	--	1948.40	1.22	--	--
印度	--	--	--	--	13885.83	8.41
秘鲁	--	--	--	--	8612.31	5.22
印度尼西亚	--	--	--	--	2402.52	1.46
其他	27337.69	11.10	19783.94	12.36	23222.80	14.05
合计	**246680.00**	**100.00**	**160014.64**	**100.00**	**165105.00**	**100.00**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司自营进口采购、结算及运输模式未发生重大变动。上下游方面，公司进口业务中铂金采购集中度较高，其他产品供应商主要为国外贸易商，集中度较分散，由各子公司根据业务需求自行采购。公司铂金全部通过上海黄金交易所销售，其他商品销售客户主要为国内大型贸易商，2016 年进口销售业务前五名客户销售额为 73.20 亿元，客户集中度为 67.00%，较 2015 年下滑 11.48 个百分点，主要系铂金进口业务下滑所致，总体看，公司自营进口业务销售集中度仍很高。

表 6　公司 2016 年度进口销售业务前五名客户情

（单位：万元、%）

客户名称	销售额	占销售总额比例
上海黄金交易所	567103.57	51.91
天津平禄电子商务有限公司	114169.53	10.45
珠海润天隆国际贸易有限公司	22359.54	2.05
上海保越实业有限公司	14204.01	1.30
上海臻格矿业有限公司	14124.90	1.29
合计	**731961.55**	**67.00**

资料来源：公司提供

（2）国内贸易

国内贸易业务主要由子公司中博世金、中工美进出口、中拓国际、工艺品进出口、福建抽纱、中国珠宝、中国中金科技股份有限公司（以下简称“中金科技”）承担等子公司经营。其中中博世金、中工美进出口主要开展黄金内贸业务，中金科技主要开展电解铜内贸业务，中拓国际主要开展矿产品内贸业务。

公司内贸大类商品主要为电解铜、矿产品、黄金和白银；2015 年之前，电解铜为公司国内贸易最主要品种，跟踪期内，电解铜贸易额进一步下降，主要是受由于铂金进口疲软，中博世金大力拓展黄金国内和转口贸易业务，黄金内贸同比大幅增加，带动公司国内贸易额同比大幅增长 65.22%至 80.07 亿美元，黄金成为公司国内贸易中最主要的交易品种。

公司国内贸易中，黄金与其他商品经营模式有所差异，目前贸易模式主要分为三类：（1）由公司从国内冶炼企业购入黄金，并出售给用金企业（不通过上海黄金交易所买卖有增值税，价格较高），此部分经营模式规模很小，2016 年已不再开展；（2）由公司与银行按照黄金租借确认书约定借金金额和数量，之后通过上海黄金交易所择机卖出实现销售，到期后公司通过上海黄金交易所买入并归还相应黄金，公司在租借黄金的同时会与银行签订远期交割协议，锁定到期日需要归还黄金的远期价格，以对冲金价波动风险。（3）除此以外，公司从银行租入黄金后，也通过委托加工的形式一部分销回银行，一部分通过子公司中国珠宝首饰进出口公司（以下简称“中国珠宝”）和中国工

艺品进出口总公司（以下简称“中艺总公司”）旗下的各个零售店及加盟店进行销售，截至2017年3月底，中国珠宝自营零售店2家，加盟店925家、中艺总公司零售店5家。2016年，公司黄金内贸业务规模快速增长，主要源于第二类业务规模的扩大，当期上述三类贸易模式占比分别为0.00%、95.10%和4.90%。

表7　公司2014~2016年内贸主要大类商品贸易额（单位：万元、%）

项目	2014年		2015年		2016年	
	累计贸易额	占比	累计贸易额	占比	累计贸易额	占比
电解铜	191044.00	30.87	111559.61	23.02	83510.71	10.44
矿产品	5114.50	0.83	98091.76	20.24	16417.02	2.05
黄金	105824.00	17.10	57567.44	11.88	529009.10	66.06
白银	6197.00	1.00	--	--	8767.50	1.09
钢材	--	--	68682.28	14.17	4175.15	0.52
石材	--	--	23515.89	4.85	55137.97	6.89
其他	310664.65	50.20	125245.20	25.84	103724.37	12.95
合计	**618844.15**	**100.00**	**484662.18**	**100.00**	**800741.82**	**100.00**

表8　公司2016年国内销售业务前五名客户情况

（单位：万元、%）

客户名称	销售额	占比
上海黄金交易所	332614.48	41.54
深圳市金明丰珠宝有限公司	59591.74	7.44
江苏省建工集团上海物贸发展有限公司	29657.51	3.70
浙江永压铜业有限公司	27260.10	3.40
浙江宏马铜业有限公司	15167.66	1.89
合计	**464291.49**	**57.97**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司其他产品贸易模式及运输方式未发生重大变化，由于公司黄金贸易规模大幅提升，且全部通过上海黄金交易所销售，2016年，下游前五大客户集中同比大幅提升23.94个百分点至57.97%，集中度高。

（3）转口贸易

公司转口大类商品主要有黄金、电解铜、乙二醇等，以黄金转口贸易为主。经营主体主要为中工美进出口、中博世金和中拓国际，其中前两家主要做黄金转口贸易，中拓国际主要做电解铜转口贸易。

2016年，公司黄金转口贸易同比大幅下降47.62%，主要是2015年811汇率改革，公司远期购汇出现限制，致使美元债务敞口无法覆盖，子公司中工美进出口出现汇兑损失，业绩亏损；因此2016年公司调整业务结构，减少黄金转口贸易规模所致。但黄金仍为转口贸易最主要构成部分，2016年占主要转口大类商品比重55.02%。2016年公司加大电解铜和乙二醇转口规模，同比均大幅提升。

公司黄金转口贸易主要依托于国外各个银行之间的黄金买卖需求。由于黄金作为特殊商品，国外银行之间很少直接买卖，因此各银行黄金需求基本通过第三方或者直接向冶炼企业采购。一般来讲，公司作为中介商，首先分别向上下游询价，对比成本之后与买方、卖方各自签黄金购销合同，进行黄金转口贸易。

结算模式方面，2015年之前，公司转口贸易上游供应商主要采取信用证结算，根据不同的交易方式、交易对手及谈判条件的不同，一般账期在一至六个月左右不等，与下游主要采用T/T支付方式，特殊情况可综合运用各种支付方式，降低收汇风险。2015年811汇率政策改革后，公司远期购汇存在限制，跟踪期内，公司黄金转口贸易结算方式发生变化，目前公司与上下游均采用同一币种TT结算方式。

表 9 公司 2014-2016 年主要转口大类商品转口额情况统计表（单位：万元、%）

项目	2014 年		2015 年		2016 年	
	累计转口额	占比	累计转口额	占比	累计转口额	占比
黄金	558881.3	59.72	870020.3	74.47	455675.43	55.03
电解铜	126834	13.55	118200.6	10.12	221108.88	26.70
乙二醇	47717.5	5.1	10045.55	0.86	98895.30	11.94
高压聚乙烯	89045	9.52	13664.21	1.17	3325.36	0.40
棉花	--	--	1150.68	0.1	--	--
矿产品	--	--	71900.34	6.15	198.70	0.02
其他	113362.89	12.11	83293.72	7.13	48982.83	5.91
合计	**935840.69**	**100**	**1168275.4**	**100**	**828186.50**	**100.00**

资料来源：公司提供

表 10 公司 2016 年转口业务前五名客户情况

（单位：万元、%）

客户名称	销售额	占销售总额比例
英国标准银行	353523.85	42.69
PASH(HONG KONG)LIMITED	126063.09	15.22
POWER GUARD TRADING LIMITED	103229.26	12.46
摩根大通	85985.76	10.38
NEW JOY TRADING DEVELOPMENT LIMITED	40743.43	4.92
合计	**709545.39**	**85.67**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司转口商品销售客户仍主要为国外银行及大型贸易商。2016 年公司转口业务前五大客户实现销售收入 70.95 亿元，占比 85.67%，集中度很高。

（4）自营出口

自营出口方面，公司自营出口业务主要采用“以销定采”的经营模式，公司出口的产品类别变动不大，其中针织或钩编的服装及衣着附件，鞋靴、护腿和类似品及其零件，其他纺织制品、成套物品、旧纺织品三大类产品比重较高，2016 年合计占公司出口总额的 53.58%。从出口地区来看，欧洲、北美和日本是公司主要出口区域，各国家市场较为分散，其中美国地区出口额最大，2016 年比重为 21.94%。

表 11 公司 2014～2016 年主要出口大类商品出口额情况统计表（单位：万美元、%）

品种	2014 年		2015 年		2016 年	
	出口额	占比	出口额	占比	出口额	占比
针织或钩编的服装及衣着附件	12692.63	26.06	11450.12	27.64	10694.34	29.85
鞋靴、护腿和类似品及其零件	5675.32	11.65	5397.95	13.03	5269.77	14.71
其他纺织制品；成套物品；旧纺织品	4638.57	9.52	3447.12	8.32	3232.50	9.02
非针织或非钩编的服装及衣着附件	2952.46	6.06	2410.38	5.82	1890.49	5.28
核反应堆、锅炉、机械器具及零件	2092.18	4.30	2128.42	5.14	1343.48	3.75
家具；寝具等；灯具；活动房	3233.66	6.64	2649.67	6.4	2128.84	5.94
塑料及其制品	1971.91	4.05	1672.01	4.04	1543.55	4.31
编结材料制品；篮筐及柳条编结品	1751.11	3.59	1097.99	2.65	1303.13	3.64
化学纤维短纤	1534.64	3.15	--	--	--	--
电机、电气、音像设备及其零附件	1094.23	2.25	--	--	--	--
棉花	--	--	1393.23	3.36	--	--
贱金属杂项制品	--	--	--	--	822.46	2.30
帽累及其零件	--	--	1046.42	2.53	1065.64	2.97
其他	11074.29	22.73	8727.33	21.07	6530.80	18.23

合计	48711.00	100.00	41420.64	100.00	35825.00	100.00

注：公司出口额远大于收入，主要是由于海关统计时按全级统计，数据里包含未纳入合并范围的子公司的出口贸易额；同时海关做统计时，由于单据返回延后，确认收入会有推迟导致表内合计数据与审计报告中有出入。

跟踪期内，公司经营模式、运输方式无重大变动。目前公司出口业务的国内供应商数量较多，由于公司经营品类较多，供应商分布较为分散，无单一较大的供应商。2016 年前五名客户销售额占销售总额比例为 15.18%，集中度一般。

表 12 公司 2016 年度出口销售业务前五名客户情况

（单位：万美元、%）

客户名称	销售额	销售总额比例
SHIMAYA INTERNATIONAL TRADING(SHANGHAI) CO LTD	5163.72	4.22
KOMERI CO.LTD	4112.64	3.36
ZHANGLINGPING	3642.24	2.98
GOALMAC INT"L LTD	3033.30	2.48
LIUGUOPING	2618.52	2.14
合计	**18570.42**	**15.18**

资料来源：公司提供

（5）代理销售

公司代理销售业务主要经营主体为中国珠宝及中国抽纱广东进出口公司（以下简称“广东抽纱”），中国珠宝主要为国际大牌奢侈品牌代理进口业务，代理品牌包括宝格丽、库奇、香奈儿等商品，中国珠宝仅将代理费计入收入；广东抽纱公司货运代理计入代理销售业务，业务主要为承办海运、空运、陆运进出口货物的国际运输代理业务，包括揽货、订舱、仓储、中转、集装箱拼装拆箱、结算运杂费、报关、报检等。公司代理销售规模很小。2016 年，公司代理销售业务实现收入 1.44 亿元，同比增长 11.63%。

3. 矿产资源开发

跟踪期内，公司继续增加稀贵工艺品开发投入，同时受有色金属行业景气度影响，公司对贵金属矿产开发的投入规模及速度有所放缓。公司资源开发主要由子公司中金科技（公司持股 93.37%）承担，其子公司云南中金共和资源有限公司，主营银、铅、锌、锡、铜原矿及伴生矿开采、加工及销售，下设马关分公司和麻栗坡分公司，拥有银铅锌矿采矿权、新寨锡矿采矿权和益嘉锡矿采矿权。

马关分公司南当厂银铅锌矿保有矿石量 168 万吨，已探明银金属储量 337 吨，铅金属量 1.25 万吨，锌金属量 2.85 万吨，银储量为云南 17 家中型银矿山之一。2016 年，矿山配套选厂生产铅精矿 1982.78 吨，铅精矿含银 854.68 万克，锌精矿 5217.51 吨，锌精矿含银 624.33 万克；实现收入 5851.91 万元，利润总额 1526.34 万元。

跟踪期内，麻栗坡分公司由于矿石性质属难采难选的矽卡岩矿石，含砷高，回收率低，仍处于亏损状态。考虑到有色金属市场持续低迷，锡金属价格较往年下降幅度较大，公司选矿优化成果难以转化为生产力，全面恢复生产仍然面临较大压力。

公司拥有享有铜仁地区紫袍玉专营权，2016 年，紫袍玉矿生产采掘并销售紫袍玉矿石 38.93 吨，因紫袍玉原矿试销情况不理想，2016 年未实现销售，同时 2015 年销售的矿石因各加工厂还未适应使用造成退货，因此实现销售收入-108.29 万元，利润总额-246.04 万元。

总体看，跟踪期内，公司资源开发业务仍处于起步阶段，收入规模较小，部分矿山仍处于亏损状态。

4. 经营效率

2016 年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数有所提升，存货周转次数出现下降，分别为 57.55 次、13.86 次和 1.90 次，公司整体经营效率良好。

5. 未来发展

未来公司致力于成为国内具有主导地位的工艺美术原材料供应商，成为国内具有领先地

位的中高端工艺美术产品提供商，国内具有先导地位的工艺美术文化服务集成商。

公司在建项目计划总投资 17.51 亿元，截至 2016 年底已投资 9.35 亿元，尚需投资 8.16 亿元，公司未来拟建项目计划总投资 1.47 亿元。公司在建和拟建的物流园和产业园投资规模较大，考虑到项目投资已过半，未来资金需求可控。

重庆物流园项目位于重庆市江津区珞璜工业园，拟占地 21 万平方米，净用地面积约为 17.67 万平方米。规划总建筑面积 11.66 万平方米的六幢标准仓库，可出租面积 11.58 万平方米。项目总投资在 32071 万元，包括注册资本 12000 万元。除注册资本外，上海中艺抽纱有限公司还将自筹 3000 万元资金将作为股东借款，其余 17071 万元将由项目公司出面向当地银行贷款解决。截至 2016 年底，重庆物流园项目已投资 2.25 亿元，投资进度 70.16%。

中艺 1688 文化创意产业园项目位于青岛市李沧区北崂路 1022 号，项目拟占地 78979.90 平方米。规划总建筑面积 107990.7 平方米。项目建设内容包括对于园区内原有建筑的改建、改造和对于新规划建筑物的建设。其中，项目改建部分为商务配套服务楼；改造部分包括中小企业聚集区、园区管委会办公楼、物业管理办公楼；新建部分包括文化创意办公区、中艺文化产品展示展销区、文化创意孵化区、商务办公区、停车场及广场道路。建成后拟通过办公楼出租获取租金收入，同时获取物业费、停车费、会议费收入。项目总投资约 4.45 亿元，截至 2016 年底已投资 2.67 亿元。

泉州中艺石材园项目位于泉州南安水头镇。该镇包揽了全国约 70%的石材进出口业务。项目规划占地面积 680 亩，规划功能涵盖：总部大楼、综合办公区、新型建材研发中心、石材文化区；建材综合交易市场、石材展销区；公共堆存区、国内现代物流配送中心；海关仓储监管区、保税物流园区；综合加工区、新型建材加工区。项目建设周期为 2 年，建成后预计项目年实现息税前收益 9531 万元人民币。静态投资回收期为 6.57 年。项目总投资 3.80 亿元人民币，截至 2017 年 3 月底，已投资 2.45 亿元。

表 13　截至 2016 年底公司主要在建项目（单位：万元）

项目名称	项目概况	总投资	已投资	资金筹措方案		预计投入运营时间
				贷款	自筹	
云南马关项目	整合区域矿权及固定资产收购	20000.00	500.00	14000.00	6000.00	2018.12.31
贵州铜仁紫袍玉项目	紫袍玉带石开采	7520.00	3369.02	2500.00	5020.00	2017.12.31
中国抽纱交流中心	办公及展厅	33000.00	15980.00	23100.00	9900.00	2018.06.15
泉州中艺石材园	物流园建设	38000.00	24500.00	20000.00	18000.00	2018.04.30
重庆物流园	厂房	32071.00	22500.00	17071.00	15000.00	2017.09
青岛中艺 1688 产业园	中小企业聚集区，文化创意办公区及配套设施等	44500.00	26660.81	30000.00	14500.00	2017.04.29
合计	--	**175091.00**	**93509.83**	**106671.00**	**68420.00**	--

资料来源：公司提供

表 14　公司未来拟建项目投资计划（单位：万元）

项目名称	项目概况	总投资	资金筹措方案		预计投入运营时间
			贷款	自筹	
泰顺石勘探项目	矿区勘察	260.00	--	260.00	2017.12.31
南当厂银铅锌矿采选建设项目	银铅锌矿采选建设	4655.00	1100.00	3555.00	2018.12.31
新寨锡矿采选建设项目	锡矿采选建设	2657.00	1800.00	857.00	2017.12.31
紫袍玉带石文化创意园建设项目	征地及基建	5430.00	3500.00	1930.00	2018.06.01

工艺品门店	工艺品门店开设	500.00	--	500.00	2017.12.31
艺交所交易系统采购	软硬件开发	1078.80	--	1078.80	2017.12.31
艺生活（北京）交易系统开发	软硬件开发	100.00	--	100.00	2017.12.31
合计	--	**14680.80**	**6400.00**	**8280.00**	--

资料来源：公司提供

九、财务分析

公司提供的 2016 年财务报表经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计结论，公司 2017 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2015 年公司合并范围较 2014 年新纳入子公司 32 家，减少 1 家，公司合并范围变动较大，公司对新纳入合并范围的子公司、分公司进行了追溯模拟调整，主要科目包括：调减 2015 年年初未分配利润 15.23 亿元，调增资本公积 9.64 亿元等。2016 年，公司合并范围较 2015 年新纳入子公司 2 家，减少 10 家。经 2015 年追溯调整后，公司财务数据可比性较强。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 152.22 亿元，所有者权益合计 31.16 亿元（含少数股东权益 5.78 亿元）；2016 年公司实现营业收入 295.94 亿元，利润总额 4.24 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司（合并）资产总额 167.93 亿元，所有者权益 31.04 亿元（含少数股东权益 6.02 亿元）；2017 年 1～3 月，公司实现营业收入 93.40 亿元，利润总额 0.04 亿元。

1．资产质量

截至2016年底，公司资产总额152.22亿元，同比下降3.96%，资产中流动资产占64.88%，非流动资产占35.12%。

截至 2016 年底，公司流动资产为 98.76 亿元，同比下降 12.24%，主要系货币资金的下降。流动资产主要由货币资金（占 37.74%）、预付款项（占 16.74%）、存货（占 21.43%）和其他流动资产（占 15.80%）构成。

截至 2016 年底，公司货币资金为 37.28 亿元，同比下降 45.93%，主要系 2016 年底定期存单余额同比下降，另外有部分短期理财重分类至其他流动资产。截至 2016 年底，货币资金中使用受限余额为 7.99 亿元，占 21.43%，受限比例较高。

截至 2016 年底，公司应收账款账面余额 7.61 亿元，共计提坏账准备 3.31 亿元，计提比例为 43.54%，计提充分。公司按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款为 6.96 亿元，其中账龄在 1 年以内的占 55.40%，1 至 5 年的占 4.26%，5 年以上的占 40.34%，账龄偏长。截至 2016 年底，应收账款前五名占比合计为 25.29%，集中度一般。

截至 2016 年底，公司预付款项为 16.53 亿元，同比增长 36.30%，主要系贸易规模上升所致。其中账龄 1 年以内的占 82.51%，1 至 2 年的占 3.73%，2 至 3 年的占 10.17%，3 年以上的占 3.59%。预付账款前五名账款占比 48.29%，集中度高。

其他应收款主要为公司重组之前形成的历史遗留款项、往来款及出口退税，截至 2016 年底，公司其他应收款账面余额为 10.59 亿元，计提坏账准备 7.47 亿元，计提比例 70.53%，计提充分，账面价值为 3.12 亿元，同比增加 9.92%。

截至2016年底，公司存货账面余额为21.55亿元，计提跌价准备0.38亿元（计提比例1.76%），账面价值为21.17亿元，同比增长6.57%，主要系中国工艺创意产业园-黑龙江项目土地开发成本及部分子企业存货规模增长。存货中库存商品（产成品）占62.04%、开发成本占35.13%。

截至2016年底，公司其他流动资产为15.61亿元，同比增长 842.64%，主要系购买理财产

品的期末余额 14.16 亿元由以前年度的货币资金重分类至其他流动资产科目所致。

截至2016年底，公司非流动资产为53.46亿元，同比增长16.33%，增长主要来自持有至到期投资、固定资产和在建工程。从构成看，非流动资产中可供出售金融资产占10.34%，持有至到期投资占32.17%，投资性房地产占18.71%，固定资产占17.70%。

截至 2016 年底，公司可供出售金融资产为 5.53 亿元，同比下降 34.40%，主要系期末按公允价值计量的可供出售金融资产公允价值较上年末下降，及部分子企业处置可供出售金融资产所致。截至 2016 年底，其中按成本计量的可供出售权益工具为 1.35 亿元（占 21.23%），按公允价值计量的可供出售权益工具为 5.01 亿元（占 78.77%），主要包括华电国际股票 4.50 亿元和申万宏源股票 0.35 亿元。

截至 2016 年底，公司持有至到期投资为 17.20 亿元，同比增长 29.32%，主要系购买理财规模增加所致。公司投资性房地产为 10.00 亿元，同比增长 7.50%。主要系改制企业房产评估增值及项目投资增长所致。

截至 2016 年底，公司固定资产账面原值为 14.86 亿元，计提累计折旧 5.32 亿元，计提减值准备 0.08 亿元，账面价值为 9.46 亿元，同比增加 37.74%。主要系三级子公司中国抽纱汕头进出口公司“三旧改造”项目分得“大悦花园”房产，依据北京中企华资产评估有限责任公司出具的《关于中国抽纱汕头进出口公司位于汕头市龙湖区嵩山路98号“大悦花园”范围内分得的房地产市场价值》（中企华评报字(2017)第 1005 号）评估报告，房屋建筑物账面原值增加 2.86 亿元所致。从构成看，房屋及建筑物占 92.07%。

截至 2016 年底，公司在建工程为 4.69 亿元，同比增长 56.91%，主要系中艺莱佛士（重庆）产业园项目、中工艺石材园项目、中国抽纱交流中心、山东中艺文化创意产业园新建工程的持续建设所致。截至 2016 年底，公司无形资产 5.13 亿元，主要包括土地使用权 3.89 亿元、矿山探矿权 0.23 亿元和矿山开采权 0.91 亿元等。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 167.93 亿元，较上年底增长 10.32%，主要来自其他流动资产、持有至到期投资和在建工程的增长。其中流动资产占 63.20%，非流动资产占 36.80%，资产结构较上年底变化不大。

总体看，跟踪期内，公司资产结构仍以流动资产为主，其中货币资金、预付款项、存货和固定资产占比较大，货币资金中受限比例较高，考虑到公司持有理财产品规模较大，资产流动性尚可，整体资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

负债

截至 2016 年底，公司负债总额为 121.07 亿元，同比下降 6.42%，其中流动负债占 72.74%，非流动负债占 27.26%。负债结构仍以流动负债为主，同比变化不大。

截至 2016 年底，公司流动负债合计 88.06 亿元，同比下降 18.71%，主要由于应付账款和其他应付的减少。流动负债中应付账款占 50.76%，短期借款占 13.50%，预收款项占 13.30%，其他应付款占 13.18%。

截至 2016 年底，公司短期借款为 11.89 亿元，同比下降 2.19%，其中保证借款占 75.69%，抵押借款占 12.78%。公司应付账款为 44.70 亿元，同比下降 28.84%，主要系部分子企业压缩转口贸易规模，导致正常贸易周期内应付账款减少所致。其中 1 年以内的占 96.24%。预收款项为 11.71 亿元，同比小幅增长 3.39%，主要系部分子企业预收股权转让款。公司其他应付款为 11.60 亿元，同比下降 24.95%，主要系子企业交易保证金规模下降，主要包含往来款 4.56 亿元、保证金、押金 5.09 亿元和融资借款 1.12 亿元。截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债为 2.52 亿元，全部为一年内到期的长期借款。

截至2016年底，公司非流动负债合计33.00

亿元，同比大幅增长 56.87%，主要系长期借款和应付债券规模大幅增长。

截至 2016 年底，公司长期借款为 10.15 亿元，同比增加 23.81%，其中抵押借款占 84.33%，保证借款占 15.37%，其余为信用借款。公司应付债券为 20.39 亿元，同比增长 101.86%，主要系公司于 2016 年 3 月 29 日发行规模为 10 亿元，期限为 5 年的公司债券。

有息债务方面，截至 2016 年底，公司全部债务为 45.62 亿元，其中短期债务占 33.06%，长期债务占 66.94%，短期债务规模及占比均较上年底有所下降。截至 2016 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 79.53%、59.41%和 49.50%。公司整体债务负担偏重。

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 136.89 亿元，较上年底增长 13.07%，增长主要来自短期借款和应付账款，其中流动负债占 75.86%，非流动负债占 24.14%，流动负债规模及占比均有所提升。公司全部债务为 48.90 亿元，较上年底增加 6.78%。全部债务中其中短期债务占 37.29%，长期债务占 62.71%。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 81.52%、61.17%和 49.58%，债务负担进一步加重。

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 31.16 亿元，同比增长 6.98%，增长主要来自盈余公积和未分配利润。所有者权益中，归属于母公司权益合计 25.38 亿元（占 81.45%），少数股东权益 5.78 亿元（占 18.55%）。归属于母公司权益中，实收资本占 47.28%，资本公积占 47.56%，未分配利润占 8.75%。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计 31.04 亿元，较上年基本稳定。权益结构较上年底整体变化不大。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益基本保持稳定，实收资本和资本公积占比高，权益稳定性较好。

3．盈利能力

2016 年公司实现营业收入 295.94 亿元，同比增长 2.92%；同期，营业成本 284.43 亿元，同比增长 3.34%。2016 年公司营业成本下降幅度高于营业收入，当期营业利润率为 3.67%，同比下降 10.57%。

2016 年公司期间费用为 9.23 亿元，同比小幅下降 4.90%，占营业收入比重为 3.12%。其中公司财务费用为 2.52 亿元（2015 年为 1.93 亿元），同比增长明显，主要来自汇兑损失的增加，2016 年公司汇兑损益-2.84 亿元（2015 年为-1.05 亿元），主要是 2015 年 811 汇率政策改革，子公司远期购汇限制导致汇兑损失。整体看，跟踪期内，受汇率政策改革及汇率波动影响，公司期间费用对公司利润侵蚀加重。

非经常性损益方面，2016 年公司发生资产减值损失 0.36 亿元，同比下降 76.92%，主要为坏账损失和存货跌价损失的大幅减少。公司实现投资收益 1.32 亿元，其中持有至到期投资在持有期间的投资收益为 0.50 亿元，主要系二级子公司中博世金购买理财产品到期赎回确认收益；可供出售金融资产等取得的投资收益为 0.29 亿元，主要系公司持有股票分红所致；处置可供出售金融资产取得的投资收益为 0.46 亿元，主要系公司的子公司出售股票和转让股权所致。2016 年，公司实现营业外收入 1.75 亿元，同比增长 52.17%，主要为固定资产处置利得 1.47 亿元。

2016 年，公司利润总额为 4.24 亿元，同比增加 3.27 亿元，主要来自非经常性变动损益。当期，投资收益和营业外收入占利润总额比重为 72.31%。考虑到非经常性变动损益中，股权处置收益及固定资产处置利得不具备持续性，公司利润规模可持续性一般，且易受汇率政策变动及汇率波动影响。

2016 年，公司总资本收益率、净资产收益率分别为 6.40%和 8.66%，分别较上年提升 4.74 个百分点和 10.29 个百分点。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 93.40

亿元，发生营业成本 91.50 亿元，公司营业利润率为 1.92%。公司营业利润为 0.03 亿元，利润总额为 0.04 亿元。

总体看，跟踪期内，公司调整业务结构，改变结算模式，实现扭亏为盈，但主业盈利能力仍较弱，利润水平对非经常性变动损益依赖大，且易受汇率波动影响，整体看，公司盈利能力有待增强。

4．现金流及保障

公司经营活动现金流入量主要以销售商品、提供劳务收到的现金及收到其他与经营活动有关的现金为主；经营活动现金流出量主要以购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金为主。其中收到与支付其他与经营活动有关的现金主要系子公司中国工艺品交易所邮币卡及金属艺术品交易平台交易款。2016 年，由于金属艺术品交易平台交易保证金减少影响，公司收到与支付其他与经营活动有关的现金规模同比分别下降 42.20%和43.30%。2016 年，公司现金收入比 105.53%，收现质量良好；公司经营活动现金流量净额小幅下降 20.19%至 10.32 亿元，获现水平良好。

从投资活动来看，2016年，公司投资活动现金流入量为39.05亿元，同比增长246.60%，主要来自收到其他与投资活动有关的现金，2016年为36.35亿元，系理财产品等投资到期收回。2016年支付其他与投资活动有关的现金51.63亿元，同比大幅增加，主要是购买各类理财等投资增多所致。当期公司投资活动现金流量净额-16.20亿元（2015年为-22.59亿元），资金缺口较上年有所收窄，但资金缺口仍较大，但主要资本支出项目投资压力不大。

2016 年，公司筹资活动前产生的现金流量净额-5.89 亿元，存在一定对外融资需求。

从筹资活动来看，2016年公司筹资现金流入量为54.49亿元，同比增长79.82%；公司筹资活动现金流出量为45.95亿元，同比增长44.65%。2016年，公司筹资活动净现金流为8.34亿元。

2017 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为 9.03 亿元，现金收入比为 96.42%；投资活动现金流量净额为-8.17 亿元，筹资活动现金流量净额为 2.57 亿元。

跟踪期内，公司经营获现能力良好，受子公司邮币卡业务交易款规模较大影响，经营活动现金流入及流出规模较大；跟踪期内，公司投资活动资金缺口仍较大，存在一定对外融资需求。

5．偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016年底公司流动比率和速动比率分别为112.16%和88.12%，分别较去年年底增加8.28和降低2.57个百分点；公司经营活动现金流量净额为10.32亿元，2016年公司经营现金流动负债比为11.71%与上年基本持平。截至2017年3月底，公司流动比率和速动比率分别为102.20%和80.19%，考虑到公司货币资金受限比例高，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2016年公司EBITDA为7.30亿元，同比增长119.58%；公司EBITDA利息倍数由1.64倍增加至2.71倍；全部债务/EBITDA由10.24倍下降为6.25倍，相关指标有所弱化，公司长期偿债指标一般。

截至2017年3月底，公司无对外担保。

截至 2017 年 3 月底，未决诉讼涉及金额约为 4.15 亿元（其中被诉及被申请仲裁 2.36 亿元），已计提减值约 0.84 亿元，2016 年未计提减值。

截至 2017 年 3 月底，公司共取得各家银行授信额度 127.73 亿元，未使用额度 43.42 亿元，间接融资渠道畅通。

6．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（信用机构代码证：G1011010506120550J），截至 2017 年 7 月 11 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况较好。

7．抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及公司行业地位综合判断，公司整体抗风险能力很强。

十、存续债券偿还能力分析

公司分别于2014年9月、2014年12月发行了两期中期票据（“14 工艺 MTN001”和“14工艺MTN002”），额度均为5亿元，期限均为5年。公司于2016年3月发行公司债券“16工艺01”，额度10亿元，期限5年。截至本报告出具日，公司无一年内到期的债券余额，应付债券余额 20 亿元。2016 年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为 7.30 亿元、1311.32 亿元和10.32 亿元，对存续期内应付债券余额合计额度20亿元的保护倍数分别为0.37倍、65.57倍和0.52倍。公司经营性现金流入量对两期中期票据覆盖倍数很高，考虑到公司经营活动现金流入主要以邮币卡交易平台资金流入为主，扣除此部分因素影响，且考虑到公司现金类资产充沛，公司实际经营活动现金流入量及现金类资产对存续期内中期票据具备保障能力。

表15　公司存续债券保障情况（单位：倍）

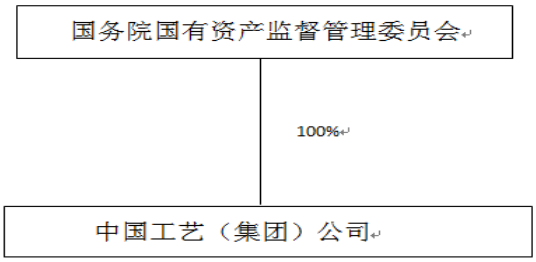
项 目	2016年
经营活动现金流入量/应付债券余额	65.57
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.52
EBITDA/应付债券余额	0.37

资料来源：联合资信根据公开市场资料整理

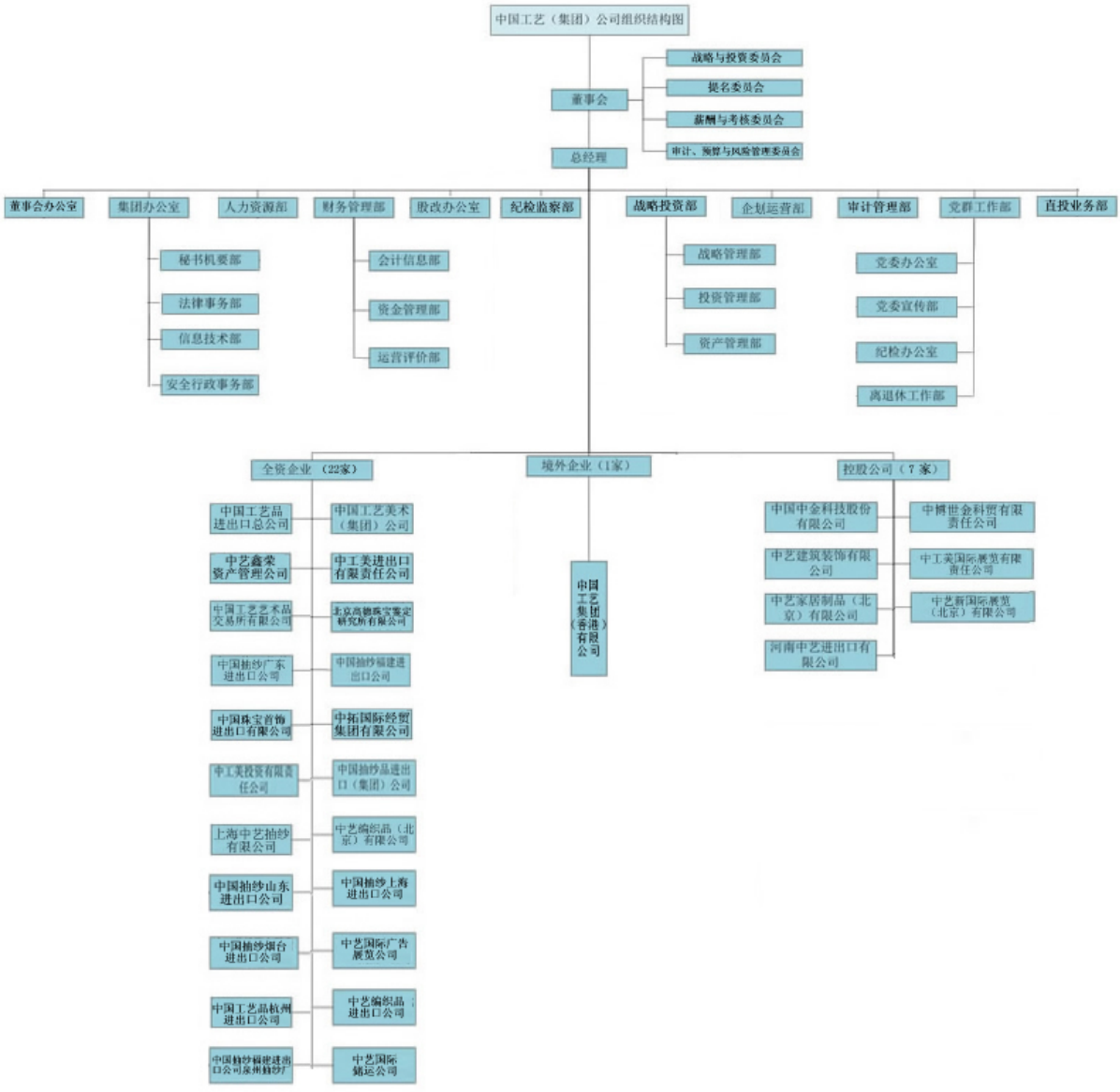
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^{+}，评级展望为稳定，并维持“14 工艺 MTN001”和“14 工艺 MTN002”AA^{+}的信用等级。

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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	43.48	27.96	25.55	40.22
资产总额(亿元)	162.57	158.50	152.22	167.93
所有者权益(亿元)	31.02	29.13	31.16	31.04
短期债务(亿元)	14.42	15.73	15.08	18.37
长期债务(亿元)	17.41	18.30	30.54	30.52
全部债务(亿元)	31.82	34.03	45.62	48.90
营业收入(亿元)	300.00	287.54	295.94	93.40
利润总额(亿元)	4.55	0.97	4.24	0.04
EBITDA(亿元)	6.18	3.32	7.30	--
经营性净现金流(亿元)	-4.45	12.93	10.32	9.03
财务指标				
销售债权周转次数(次)	28.71	40.89	57.55	--
存货周转次数(次)	14.97	14.12	13.86	--
总资产周转次数(次)	2.17	1.79	1.90	--
现金收入比(%)	103.74	106.38	105.33	96.42
营业利润率(%)	3.57	4.11	3.67	1.92
总资本收益率(%)	5.92	1.66	6.40	--
净资产收益率(%)	8.95	-1.63	8.66	--
长期债务资本化比率(%)	35.96	38.58	49.50	49.58
全部债务资本化比率(%)	50.65	53.88	59.41	61.17
资产负债率(%)	80.93	81.62	79.53	81.52
流动比率(%)	125.01	103.88	112.16	102.20
速动比率(%)	108.03	85.55	88.12	80.19
经营现金流动负债比(%)	-3.95	11.94	11.71	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.12	1.64	2.71	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.15	10.24	6.25	--

注：2017 年一季度财务数据未经审计；2014 年数据为调整后 2015 年期初数；2014~2016 年现金类资产已剔除使用受限货币资金；2016 年底其他应付款中有息债务已纳入短期债务及相关财务指标核算。

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-营业税金及附加）/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%

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+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2　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。