

信用评级公告

联合〔2023〕4368号

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

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二三年六月二十日

江苏国泰国际集团股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2023 年跟踪评级报告

评级结果：

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

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行 规模	债券 余额	到期 兑付日
国泰转债	45.57 亿元	39.87 亿元	2027/07/07

评级时间：2023 年 6 月 20 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
贸易企业主体信用评级方法	V4.0.202208
贸易企业主体信用评级模型(打分表)	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	2
		资本结构	2	
		偿债能力	1	
指示评级				aa+
个体调整因素：--				
个体信用等级				aa+
外部支持调整因素：--				
评级结果				AA+

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

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对江苏国泰国际集团股份有限公司（以下简称“公司”或“江苏国泰”）的评级反映了公司作为从事进出口贸易和化工新能源的上市公司，在行业地位、营销渠道和经营规模等方面具备综合竞争优势。跟踪期内，公司出口贸易业务维持全产业链综合服务能力优势，采销渠道稳定，同时积极拓展海外货源基地，收入保持较大规模；化工新能源业务核心产品出货量行业领先，产能效益释放带动经营业绩快速提升。同时，联合资信也关注到全球经济环境存在不确定性，公司进出口贸易业务面临挑战；在建项目未来存在资本支出压力；公司所有者权益稳定性弱等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

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

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

优势

- 跟踪期内，公司贸易业务保持较强的全产业链综合服务能力优势。公司进出口贸易业务具备覆盖设计、打样、生产、储运、清关、保险、配送、金融服务的全产业链综合服务能力，并持续加强货源基地建设，下属大部分进出口子公司均控股实体工厂，有助于缓冲外围环境和价格变化对业绩稳定性的影响。

同业比较：

主要指标	公司	公司 1	公司 2	公司 3
最新信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺	AAA
数据时间	2022 年底	2022 年底	2022 年底	2022 年底
业务结构	进出口	进出口	进出口	进出口
风险敞口 (倍)	0.23	0.35	0.33	0.25
资产总额 (亿元)	394.06	457.75	341.65	1,590.02
所有者权益 (亿元)	192.69	83.32	139.92	483.46
营业总收入 (亿元)	428.20	817.97	200.01	972.89
营业利润率 (%)	14.24	4.03	7.28	12.56
利润总额 (亿元)	34.79	1.86	11.64	48.29
资产负债率 (%)	51.10	81.80	43.88	67.24
全部债务/资本比率 (%)	36.05	65.76	36.17	61.75
全部债务/EBITDA(倍)	2.66	14.45	4.96	8.72
EBITDA 利息倍数 (倍)	16.58	1.44	6.06	2.97

注：公司 1 为安徽国贸集团控股有限公司，公司 2 为江苏省苏豪控股集团有限公司，公司 3 为浙江省国际贸易集团有限公司
资料来源：Wind

分析师：王喜梅 张梦芬

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

2. 化工新能源业务经营实体成功上市，核心产品锂电池电解液出货量行业领先，经营业绩快速提升。2022 年，随着市场需求增长以及产能效益释放，化工新能源业务经营实体江苏瑞泰新能源材料股份有限公司（以下简称“瑞泰新材”）实现收入 61.35 亿元，同比增长 17.91%，实现利润总额 10.31 亿元，同比增长 27.71%。
3. 现金类资产充裕，资产质量及流动性良好。截至 2022 年底，公司现金类资产为 229.61 亿元，且持有较大规模的理财产品，资产受限比例低，整体资产质量及流动性良好。

关注

1. 全球经济环境存在不确定，对公司进出口贸易经营提出挑战。俄乌地缘政治冲突导致大宗商品市场大幅波动、全球经济复苏放缓等多重超预期因素影响，加大进出口贸易企业经营难度。
2. 公司在建项目金额较大，未来存在资本支出压力。截至 2022 年底，公司主要在建项目计划总投资 72.57 亿元，预计尚需投入资金 56.15 亿元。其中，需使用自有资金（剔除首次上市募集资金以及可转债资金后）投资额为 32.96 亿元，尚需投资 32.96 亿元，未来存在资本支出压力。
3. 公司所有者权益稳定性弱。截至 2022 年底，公司所有者权益 192.69 亿元，其中少数股东权益占比为 27.00%，未分配利润占比为 30.67%。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2020年	2021年	2022年	2023年3月
现金类资产(亿元)	137.68	170.43	229.61	228.15
资产总额(亿元)	258.97	345.75	394.06	392.71
所有者权益(亿元)	122.53	133.39	192.69	197.77
短期债务(亿元)	50.93	59.11	54.59	52.33
长期债务(亿元)	11.06	51.02	54.03	56.26
全部债务(亿元)	61.98	110.13	108.62	108.58
营业总收入(亿元)	301.38	393.93	428.20	81.39
利润总额(亿元)	19.55	23.17	34.79	6.63
EBITDA(亿元)	23.87	28.43	40.81	--
经营性净现金流(亿元)	43.30	-4.47	36.83	7.20
营业利润率(%)	15.28	12.23	14.24	15.91
净资产收益率(%)	12.12	13.52	13.72	--
资产负债率(%)	52.68	61.42	51.10	49.64
全部债务资本化比率(%)	33.59	45.22	36.05	35.44
流动比率(%)	168.38	182.09	225.60	238.92
经营现金流动负债比(%)	34.81	-2.78	25.14	--
现金短期债务比(倍)	2.70	2.88	4.21	4.36
EBITDA利息倍数(倍)	20.24	16.65	16.58	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.60	3.87	2.66	--
公司本部(母公司)				
项目	2020年	2021年	2022年	2023年3月
资产总额(亿元)	103.94	149.23	149.86	153.36
所有者权益(亿元)	77.98	86.90	90.30	90.34
全部债务(亿元)	25.53	61.97	59.13	62.49
营业收入(亿元)	0.11	0.12	0.10	0.00
利润总额(亿元)	3.08	8.33	2.63	-0.48
资产负债率(%)	24.97	41.76	39.74	41.09
全部债务资本化比率(%)	24.67	41.62	39.57	40.89
流动比率(%)	183.94	547.26	855.36	503.09
经营现金流动负债比(%)	2.36	3.32	-0.94	--

注: 2023年第一季度财务数据未经审计

资料来源: 公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

评级历史:

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
国泰转债	AA+	AA+	稳定	2022/06/13	邢霖雪 闫力	贸易企业主体信用评级方法(V3.0.201907) 贸易企业主体信用评级模型(打分表)(V3.0.201907)	阅读全文
国泰转债	AA+	AA+	稳定	2020/11/13	李敬云 蒲雅修	贸易企业主体信用评级方法(V3.0.201907) 贸易企业主体信用评级模型(打分表)(V3.0.201907)	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受江苏国泰国际集团股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

江苏国泰国际集团股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2023 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

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

二、主体概况

江苏国泰是经江苏省人民政府苏政复（1998）28号文批准由江苏国泰国际贸易有限公司（以下简称“国泰贸易”）、国泰贸易工会、自然人王永成、自然人金建明和自然人郭盛虎合计以现金2500万元出资发起设立的股份有限公司，国泰贸易是经江苏省人民政府批准组建的国有独资有限责任公司。1998年5月，公司在江苏省工商行政管理局完成工商登记手续成立时名称为“江苏国泰国际集团国贸股份有限公司”。

2006年11月，经证监发行字〔2006〕123号文核准，公司首次向社会公开发行3200万股人民币普通股，并于12月8日在深圳证券交易所上市，股票简称“江苏国泰”，股票代码“002091.SZ”，发行上市后公司总股本变更为12800万股。此后，历经多次股本增加及股权结构调整，公司资本实力大幅增强。2019年5月24日，公司名称变更为现名。截至2023年3月底，公司总股本162759.88万股，国泰贸易持股比例为31.99%，为公司控股股东及实际控制人，国泰贸易所持公司股份质押比例为16.91%。

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

的批发与零售。

截至2022年底，公司本部设办公室、合规法务部、资产管理部、财务会计部、监察审计部、信息安全部等多个职能部门；公司合并范围内子公司共211家，拥有员工34126人。

截至2022年底，公司合并资产总额394.06亿元，所有者权益合计192.69亿元（含少数股东权益52.02亿元）；2022年，公司实现营业收入428.20亿元，利润总额34.79亿元。

截至2023年3月底，公司合并资产总额392.71亿元，所有者权益合计197.77亿元（含少数股东权益53.97亿元）；2023年1—3月，公司实现营业收入81.39亿元，利润总额6.63亿元。

公司注册地址：张家港市杨舍镇人民中路15号2幢31楼；法定代表人：张子燕。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续公募债券如下表。跟踪期内，募集资金尚未使用完毕。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
国泰转债	45.57	39.87	2021/07/07	6

资料来源：联合资信整理

“国泰转债”转股期为2022年1月13日~2027年7月6日，因公司实施2022年度权益分配方案，转股价格于2023年5月31日调整为8.52元/股，截至报告出具日，未转股余额为39.87亿元。

四、宏观经济和政策环境分析

2023年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署

为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值28.50万亿元，按不变价格计算，同比增长4.5%，增速较上年四季度回升1.6个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）》，报告链接 <https://www.lhratings.com/lock/research/f4a89bc372f>。

五、行业及区域经济环境

1. 贸易行业

进出口贸易行业方面，2022 年以来，受多数地区金融环境收紧、俄乌冲突等多因素影响，全球需求放缓。随着全球经济衰退预期升

温，海外消费品需求仍较高但出现回落，中国外贸进出口增长面临压力。2022 年，中国货物进出口总额 42.07 万亿元，同比增长 7.7%，出口和进口增速均同比回落；出口 23.97 万亿元，同比增长 10.5%；进口 18.1 万亿元，同比增长 4.3%。2023 年一季度，中国货物贸易进出口总值 9.89 万亿元，同比增长 4.8%，其中，出口 5.65 万亿元，同比增长 8.4%；进口 4.24 万亿元，同比增长 0.2%；若以美元计价，出口同比增长 0.5%，进口同比下降 7.1%。中国出口国家的贸易框架在发生变化，欧美需求放缓，中国对东盟、一带一路沿线国家等经济体的出口增速较高，新兴市场开拓有力。

大宗商品贸易行业方面，2022 年以来主要大宗商品价格先涨后跌。从国际大宗商品看，以原油为例，2022 年上半年，布伦特原油现货价格从 2021 年末的 78.34 美元/桶持续上涨至 100 美元/桶，并在高位震荡，2022 年下半年，随着主要发达经济体货币政策收紧，截至 2023 年 3 月底，布伦特原油现货价格跌落至为 79.18 美元/桶。从国内大宗商品看，2022 年以来，固定资产投资增速整体呈回落态势，其中，基建投资景气度仍在高位，工业投资领域、电、热、燃、水投资持续保持高景气度，但房地产投资增速下降明显，房地产行业对建材等大宗商品需求仍偏弱。以钢铁为例，2022 年一季度受地区冲突导致国际能源价格大幅增长，国外钢价大幅上涨拉动国内钢价有所增长；但进入二季度，受经济预期下降影响，国内钢材需求低迷，国内钢材价格在供大于求的背景下迅速回落。

行业风险方面，全球宏观经济下行，出口企业面临的履约风险增加，多个国家外汇见底，许多国外买家无法支付进口货款；2023 年一季度，美国延续 2022 年以来的加息政策，其他国家货币相应贬值或紧跟加息，人民币汇率波动给中国外贸企业带来一定财务风险和订单转移风险；2023 年年初，大宗商品价格延续波动态势，期现货价差加大，增加中小型贸易企业在风险控制等方面的压力。

展望 2023 年，俄乌冲突、欧美国家收紧货币政策持续加剧市场对 2023 年可能出现全球经济衰退的预期，并持续干扰全球经济复苏，中国外贸增速或将有所放缓，外贸企业将面临经营压力。美元利率波动、俄乌冲突、海外市场需求偏弱等因素影响持续扰动大宗商品市场，此外国内复工进度提速、基建维持高景气度，预计 2023 年全年大宗商品需求或将有所增长。详见《[2023 年一季度贸易行业运行分析](#)》。

2 区域经济环境

江苏省优越的区域经济环境为公司发展提供了良好的基础。

公司地处江苏省，江苏省属于中国经济发达地区，根据江苏省统计局统计，2022 年全年地区生产总值 122875.6 亿元，比上年增长 2.8%。其中，第一产业增加值 4959.4 亿元，增长 3.1%；第二产业增加值 55888.7 亿元，增长 3.7%；第三产业增加值 62027.5 亿元，增长 1.9%。全年三次产业结构比例为 4:45.5:50.5。全省人均地区生产总值 144390 元，比上年增长 2.5%。

江苏省是外贸大省，近年来进出口贸易规模基本保持稳定。据江苏省统计局统计，2022 年全年实现外贸进出口总值 5.45 万亿元人民币，比上年增长 4.8%，占同期中国进出口总值的 12.9%。其中，出口 34815.7 亿元，增长 7.5%；进口 19639.2 亿元，增长 0.4%。从贸易方式看，一般贸易进出口总额 31257.1 亿元，增长 7.1%，占进出口总额比重为 57.4%，比上年提升 1.2 个百分点。从出口主体看，私营企业、国有企业、外商投资企业出口额分别增长 12.2%、9.8%、2.9%。从出口市场看，对欧盟、日本出口分别增长 14.1%、4.2%，对印度、俄罗斯、东盟出口分别增长 29.7%、4.2%和 16.1%。从出口产品看，机电、高新技术产品出口额分别增长 7.1%、7.2%。对“一带一路”沿线国家进出口 14902.9 亿元，增长 13.1%，连续 7 年保持增

长；占进出口总额比重为 27.4%，比上年提升 2.0 个百分点。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2023 年 3 月底，公司总股本 162759.88 万股，国泰贸易持股比例为 31.99%，为公司控股股东及实际控制人，国泰贸易为张家港市人民政府全资子公司。

2. 企业规模及竞争力

跟踪期内，公司专注于深耕进出口贸易业务和化工新能源业务。其中，进出口贸易业务具备覆盖设计、打样、生产、储运、清关、保险、配送、金融服务的全产业链综合服务能力，并持续推进海外货源地建设，工贸结合优势较强。化工新能源业务方面，公司旗下子公司作为主起草单位参与行业标准制定，主要产品锂离子电池电解液出货量行业领先。

公司主要从事进出口贸易和化工新能源业务，2022 年位列《财富》中国 500 强第 318 位。

进出口贸易方面，公司出口的纺织服装类产品具备覆盖设计、打样、生产、储运、清关、保险、配送、金融服务的全产业链综合服务能力，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。近年来，基于成本、进口国的关税优惠、客户需求和分散生产等因素，公司下属多家控股子公司通过自建、合作等方式在缅甸、柬埔寨、越南等地建立了服装货源基地，不断增强接单能力，逐步实现全球化采购，业务规模稳步扩张。

在锂离子电池材料行业，公司作为行业的先入者，在研发、生产、销售等方面具有先发优势。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（以下简称“瑞泰新材”）作为公司化工新材料和新能源业务的发展平台，瑞泰新材已于 2022 年 6 月成功分拆上市，

其控股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”）是国内锂电池电解液行业的先入者、国家火炬计划重点高新技术企业，主要从事锂离子电池电解液和硅烷偶联剂的生产研发；江苏国泰超威新材料有限公司（以下简称“超威新材料”）主要致力于专业的电子化学品研发、生产。超威新材料牵头制定了国内首个超级电容器材料的行业标准《超级电容器用有机电解液规范》（SJ/T 11732-2018）和《工业用二氟磷酸锂》团体标准（标准号：T/CIESC0041-2022）。截至 2022 年底，公司已取得 146 项发明专利、12 项实用新型专利，承担多个国家级重大科研项目和省级重大科研项目，并承建国家级博士后科研工作站、省级工程技术研究中心、省级企业技术中心、省级企业研究生工作站等研发载体。公司锂离子电池电解液产品质量较高且稳定性良好，在色度、水分、游离酸、金属杂质含量、氯离子含量、硫酸根离子含量等技术参数上整体优于行业标准，根据研究机构 EV Tank 统计，2022 年中国电解液出货量达到 89.1 万吨，瑞泰新材和天赐材料、新宙邦及比亚迪处于第一梯队；另外，公司已在新型电池方面持续性进行了相关的研发投入与积累，在固态电池、锂硫电池以及钠离子电池等新型电池材料方面皆存在相应布局。公司的添加剂产品在质量和技术层面处于领先水平，部分产品已批量应用于固态锂离子电池等新型电池中。近年来，公司及子公司相继获评苏州市市级企业技术中心、江苏省小巨人企业（制造类）、国家工信部第四批专精特新“小巨人”企业、中国轻工业新能源电池行业十强企业等荣誉。2020—2022 年，公司研发投入持续增长，分别为 0.58 亿元、1.23 亿元和 1.27 亿元，分别占公司化工产品收入的 4.20%、3.20%和 2.07%。未来，华荣化工在建及拟建锂电池电解液项目建成投产后，公司产能有望持续增长，化工新材料、新能源业务规模有望进一步扩大。

3. 企业信用记录

公司本部历史债务履约情况良好。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：91320000703675629U），截至 2023 年 6 月 7 日，公司本部无已结清和未结清的不良信贷记录，过往债务履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至2023年6月20日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司在高管人员、治理结构和管理体制方面未发生重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2022 年，受益于进出口贸易业务海外布局扩张及化工新能源业务市场拓展，公司营业收入同比增长；化工业务受市场竞争影响毛利率同比有所下降，但贸易业务毛利率同比增长拉动综合毛利率有所增长。

公司主要从事纺织服装、化工产品、化工医药、机电产品等商品的进出口贸易业务，多元化经营化工新能源及其他业务，贸易业务在收入中的占比在 86%以上，为公司核心业务板块。随着贸易业务及化工业务收入的快速增长，公司营业收入 2022 年同比增长 8.69%至 427.59 亿元。

从营业收入构成来看，公司贸易业务收入持续增长，2022 年同比增长 7.32%至 365.71 亿元，主要系面对严峻复杂的国际国内形势，公司的纺织品服装业务利用现有产业布局、配套完整的海内外货源基地建设及“贸、工、技”一体的服务模式，抢抓订单，实现增长。化工业务收入 2022 年同比增长 17.91%至 61.35 亿元，主要系全球能源转型的背景下，新能源汽车和储能产业快速发展，带动了上游锂离子电

池及锂离子电池材料需求提升，同时子公司瑞泰新材分拆上市，资本实力增强，产能增加，公司销售规模增幅显著所致。公司其他业务收入规模很小，对业绩影响不大。

毛利率方面，2022年贸易业务毛利率同比增长2.80个百分点至13.57%，主要系公司提供附加设计服务毛利率较高所致。同期，化工业务毛利率2022年同比下降1.81个百分点至19.64%，主要系采购成本上升以及市场竞争程

度日趋激烈，公司主要产品的销售价格受到一定冲击所致。受上述因素综合影响，2022年，公司综合毛利率同比增长2.18个百分点至14.45%。

2023年1-3月，公司实现营业收入81.23亿元，同比下降18.02%，主要为贸易和化工业务板块收入下滑所致；综合毛利率为16.01%，同比增长2.75个百分点。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2020年			2021年			2022年			2023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
贸易	282.28	93.78	14.25	340.78	86.63	10.77	365.71	85.53	13.57	69.98	86.15	15.03
化工	18.15	6.03	32.14	52.03	13.23	21.45	61.35	14.35	19.64	11.22	13.82	22.07
其他	0.57	0.19	28.07	0.58	0.15	68.09	0.53	0.12	16.98	0.03	0.04	27.38
合计	301.01	100.00	15.36	393.39	100.00	12.27	427.59	100.00	14.45	81.23	100.00	16.01

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

资料来源：公司提供

2. 进出口贸易业务

2022年以来，随着布局的扩张，公司出口贸易额实现同比增长。

公司进出口贸易业务主要运营主体为江苏国泰华盛实业有限公司、江苏国泰国贸实业有限公司、江苏国秦汉帛实业发展有限公司和江苏国泰国盛实业有限公司等控股子公司。2022年，公司出口贸易和进口贸易分别实现46.74亿美元和6.24亿美元，进口规模同比有所下降。

跟踪期内，公司贸易业务结算方面无重大变化。

表3 公司进出口贸易额构成情况（单位：亿美元、%）

地区	2020年		2021年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
出口	36.63	88.35	43.65	85.67	46.74	88.22
进口	4.83	11.65	7.30	14.33	6.24	11.78
合计	41.46	100.00	50.95	100.00	52.98	100.00

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

资料来源：公司提供

（1）出口业务

2022年实现46.74亿美元，同比增长7.08%。从区域分布来看，2020年以来，公司出口以亚洲、北美洲和欧洲为主，约占出口总额的90%。从产品类型来看，公司出口业务以纺织服装类产品（服装、纱线和面料）为主，2022年约占出口总额的90%。

公司纺织服装出口贸易拥有商品货权，自主经营并承担销售盈亏。公司采取以销定产模式，在合同签订后从原材料、纱线、面料、成品、制衣等各个生产环节实现全供应链管理，安排公司的国内外货源基地工厂及长期稳定合作的供应商共同完成订单需求。

为保证产品质量，稳定客户群体，公司近年来逐步转型为贸工技一体化经营模式，纺织服装类产品已形成全产业链综合服务的核心优势，产品附加值较高，毛利率维持在较高水平。公司下属多家控股子公司通过自建、合作等方式在缅甸、柬埔寨、越南等地建立了服装货源基地及实体工厂，其中工厂大部分具有一定自

主设计、打样能力，接单能力不断增强，并逐步实现全球采购。公司纺织服装下游客户主要有ZARA、优衣库、PRIMARK等知名国际服装零售商等。

(2) 进口业务

公司进口模式主要为自营进口，以及小部分代理进口。业务流程上，公司先向下游收取10%~15%的保证金，采购后待收到全额货款再向下游放货，以保证对货权的控制，充分规避信用及价格波动风险。2022年公司进口贸易总额实现6.24亿美元，同比下降14.52%。

从产品类型来看，公司进口业务产品品种以消费品及原材料为主，主要包括木薯及制品、肉及杂碎、纺织纱线及织物和棉花等多个类别。

从公司进口区域来看，2020年以来，亚洲、欧洲、北美洲进口额占公司进口总额比重连续下降，拉丁美洲、大洋洲进口额占进口总额比重连续上升。2022年，公司从中东、北美和南美等地进口货物占进口总额的70%。进口产品的区域选择主要受客户需求变动影响。

3. 化工新能源业务

公司化工新能源业务经营主体为瑞泰新材，2022年6月完成上市后业务规模与综合竞争力均有所提升。2022年，受益于下游行业景气度提升，瑞泰新材经营业绩快速增长；一季度，公司上下游价格均有所下降，致使一季度收入同比下滑较大，毛利率同比变化不大。

化工新能源业务主要由子公司瑞泰新材运营。2020年4月，公司发布《关于分拆子公司上市的一般风险提示性公告》，拟分拆下属子公司瑞泰新材至深圳证券交易所创业板上市，但仍维持对瑞泰新材的控股权。2022年3月25日，瑞泰新材发布《关于同意瑞泰新材首次公开发行股票注册的批复》公告，瑞泰新材的上市已获得中国证券监督管理委员会批复。2022年6月17日，瑞泰新材成功上市，募集资金净额33.88亿元，代码301238.SZ。截至2023年3月底，公司持有瑞泰新材68.18%股权，并通过

控股子公司张家港市国泰投资有限公司间接持有瑞泰新材2.73%的股权（瑞泰新材期末参考市值121.90亿元），为第一大股东。

瑞泰新材下辖两家子公司华荣化工和超威新材料。其中，华荣化工主要生产锂离子电池电解液和硅烷偶联剂，作为国内锂离子电池电解液行业的先入者，在研发、生产、销售等方面具有一定的优势，锂离子电池电解液销量连续多年在国内和国际上居于前列；超威新材料主要业务包括电子化学品研发、生产，具体包括锂离子电池电解质及添加剂以及特种氟化学品等领域。截至2022年底，公司产能利用率为45.75%，目前在建产能共111.61万吨，投资建设情况见表6。

表4 化工新能源业务2021-2022年产销量
(单位:公斤)

项目	2021年	2022年	同比增减(%)
销售量	80523235.74	94387761.12	17.22
生产量	73978777.62	90739655.91	22.66
库存量	4865380.70	1208275.49	-75.12

资料来源：公司年报，联合资信整理

截至2022年底，瑞泰新材资产总额102.04亿元，所有者权益合计70.16亿元；2022年，瑞泰新材实现收入61.35亿元，同比增长17.91%，实现利润总额10.31亿元，同比增长27.76%，主要系全球能源转型的背景下，新能源汽车和储能产业快速发展，带动了上游锂离子电池及锂离子电池材料行业的快速发展，主要产品锂离子电池电解液等产品销售情况良好，以及随着锂离子电池产业链整体向好，锂离子添加剂产品主要客户与公司合作进一步深化所致。

2022年，随着市场需求增加以及产能释放，公司化工新能源业务收入有所增长，毛利率受行业竞争日趋激烈以及原材料成本上升影响有所下降。2023年一季度，化工新能源收入同比

下降 44.04%至 20.05 亿元，主要系产品价格下降所致；毛利率同比变动不大，主要系下游原材料价格下降导致采购额下降所致。

4. 经营效率

公司经营效率较好。

2022年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均同比有所下降，分别为5.46次、9.41次和1.16次。在同行业对比中，公司经营效率较好。

表 5 2022 年同行业公司经营效率情况对比
(单位: 次、天)

公司简称	风险敞口	存货周转率	总资产周转率	净营业周期
江苏国泰	0.23	9.41	1.16	22.73

江苏苏豪	0.28	8.75	0.63	31.34
安徽国贸	0.35	8.98	1.62	23.63

资料来源: Wind, 联合资信整理

5. 在建工程及未来发展

公司在建项目规模大，未来存在资本支出压力。

(1) 在建工程

截至2022年底，公司主要在建项目计划总投资约72.57亿元，已完成投资16.42亿元，预计尚需投入资金56.15亿元，其中，剔除非公开发行募集资金以及可转债资金后仍需投资32.96亿元，尚需投入32.96亿元，公司存在资本支出压力。

表 6 截至2022年底公司主要在建项目情况 (单位: 亿元)

项目名称	资金来源	预算数	期末余额	工程进度 (%)
国泰创新设计中心	募集+自筹	5.07	1.80	35.41
年产 30 万吨锂离子电池电解液项目	募集+自筹	9.46	0.99	10.74
年产 2100 吨锂电池材料项目	自筹	6.02	0.33	11.82
国泰中心-商业地块项目	自筹	8.50	0.24	2.88
越南纺织染整建设项目	募集+自筹	5.53	0.12	53.04
集团数据中心建设项目	募股资金	2.03	0.11	4.96
年产 30 万吨锂离子电池电解液和回收 2000 吨溶剂项目	募集+自筹	9.77	0.09	0.90
年产 4000 吨锂电池/超级电容器电解质新材料及 5737.9 吨化学原料 (副产品) 项目	募集+自筹	4.87	0.06	5.66
年产 8 万吨新材料项目	募集+自筹	3.13	0.06	87.41
波兰华荣 4 万吨/年锂离子电池电解液项目	募集+自筹	3.00	0.03	1.56
Prusice 4 万吨/年锂离子动力电池电解液项目	募集+自筹	4.59	0.02	90.03
年产 40 万吨锂离子电池电解液项目	募集+自筹	7.28	0.01	0.14
新建实验楼及现有环保设施提升项目	募集+自筹	1.00	0.01	45.53
国泰缅甸产业园项目	募股资金	2.32	/	76.89
合计	--	72.57	3.87	--

注: 1、波兰华荣 4 万吨/年锂离子动力电池电解液项目，由于当地法院撤销了监管部门前期出具的环境批文，目前无法继续推进实施，公司拟变更该项目的实施地点并重新申报相关审批手续，资金来源中非公开发行募集资金和自有资金各占50%左右。公司将继续寻找合适地块，在履行变更该募集资金投资项目实施地点程序后推进实施该项目
资料来源: 审计报告

(2) 未来发展

“十四五”期间，公司将继续以供应链服务和化工新能源为主要业务，立足国内国际两个

市场，创新企业发展模式，着力做强做精做优主营业务，促进公司高质量可持续发展。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2022 年合并财务报告，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2023 年一季度财务报表未经审计。

从公司财务报表合并范围看，2022 年底，公司合并范围较 2021 年底新增 18 家，减少 16 家。2023 年 1—3 月，公司合并范围较 2022 年底新增 4 家。截至 2023 年 3 月底，公司合并范围内包括 211 家子公司。总体看，近年来新增及不再纳入合并范围的子公司规模较小，公司财务数据具备一定可比性。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 394.06 亿元，所有者权益合计 192.69 亿元（含少数股东权益 52.02 亿元）；2022 年，公司实现营业收入 428.20 亿元，利润总额 34.79 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 392.71 亿元，所有者权益合计 197.77 亿元（含少数股东权益 53.97 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业收入 81.39 亿元，利润总额 6.63 亿元。

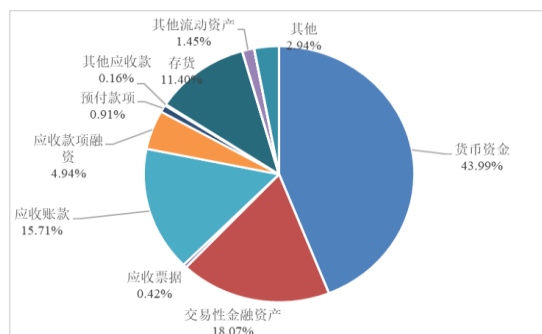
2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续增长，构成以流动资产为主，现金类资产充裕，受限资产占比低；2022 年随着子公司分拆上市成功募集资金增加，资产质量进一步提高。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 394.06 亿元，较上年底增长 13.97%。其中，流动资产占 83.88%，非流动资产占 16.12%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

截至 2022 年底，流动资产 330.54 亿元，较上年底增长 13.15%，主要系货币资金和交易性金融资产的增加。

图 1 截至 2022 年底公司流动资产构成情况



资料来源：联合资信整理

截至 2022 年底，公司货币资金 149.82 亿元，较上年底增长 31.35%，主要系子公司瑞泰新材成功募资上市所致，银行存款占 93.57%。货币资金中有 9.84 亿元受限资金，主要为各类保证金，受限比例低。

截至 2022 年底，公司交易性金融资产 61.55 亿元，较上年底增长 51.94%，为公司购买的各类保本型金融机构理财产品，购买资金来源为自有资金和募集资金。公司所持理财产品余额较大，主要系前次发行股份购买资产并募集配套资金后，根据募集资金的实际使用进度及使用情况，对暂时闲置的募集资金进行了现金管理所致。

截至 2022 年底，公司应收账款账面价值 53.50 亿元，较上年底下降 22.76%，主要系客户回款增加所致。从账龄来看，一年以内的应收账款账面余额占 99.72%，账龄短；累计计提坏账准备 2.84 亿元，计提比例 5.06%；公司应收账款前五名客户余额合计占应收账款余额的 18.61%，集中度尚可。

表 7 截至 2022 年底应收账款期末余额前五名单位情况（单位：亿元、%）

客户	账面余额	占比
客户一	3.38	5.84
客户二	2.56	4.43
客户三	2.22	3.84
客户四	1.32	2.28
客户五	1.28	2.22
合计	10.76	18.61

资料来源：公司审计报告

截至 2022 年底，公司存货 38.82 亿元，较上年底变化不大。存货主要由库存商品构成，累计计提跌价准备 0.91 亿元。

截至 2022 年底，公司其他流动资产 4.92 亿元，主要为应收出口退税 3.04 亿元和留抵或预缴进项税 1.86 亿元。

截至 2022 年底，公司非流动资产 63.52 亿元，较上年底增长 18.42%，主要为固定资产增加所致。

截至 2022 年底，公司长期股权投资 4.78 亿元，较上年底增长 30.74%，主要系公司新增对常州市武进区国泰金石新能源产业基金合伙企业（有限合伙）2.10 亿元所致。

公司其他权益工具投资保持较小规模，截至 2022 年底为 1.02 亿元，主要为对紫金财产保险股份有限公司等六家公司的投资，2022 年实现投资收益 0.05 亿元。

公司投资性房地产采用成本模式计量。截至 2022 年底，公司投资性房地产 2.97 亿元，较上年底下降 52.82%，主要系折旧摊销以及资产转为自用所致。投资性房地产全部为房屋、建筑物，累计计提折旧和摊销 1.33 亿元，累计计提减值准备 1.41 亿元。

截至 2022 年底，公司固定资产（合计）31.19 亿元，较上年底增长 45.26%，主要系在建工程部分项目建成转固 7.61 亿元及投资性房地产转自用 3.33 亿元所致。固定资产主要由房屋及建筑物和机器设备构成，累计计提折旧 14.16 亿元，未计提减值准备。

截至 2022 年底，公司在建工程（合计）4.20 亿元，较上年底变化不大。

截至 2022 年底，公司无形资产 12.30 亿元，较上年底增长 11.72%，主要系土地使用权增加所致。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 392.71 亿元，较上年底下降 0.34%。其中，流动资产占 83.87%，非流动资产占 16.13%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

截至 2023 年 3 月底，公司受限资产合计为 23.13 亿元，占当期资产总额的 5.89%，主要为货币资金和应收款项融资的质押，受限比例低。

3. 资本结构

截至 2022 年底，公司所有者权益规模随未分配利润的积累保持增长，资本实力不断增强，但未分配利润和少数股东占比较高，所有者权益稳定性弱。公司有息债务规模有所下降，整体债务负担低。

（1）所有者权益

截至 2022 年底，公司所有者权益 192.69 亿元，较上年底增长 44.45%，主要来自资本公积（国泰转债转股，股本溢价增加 5.19 亿元；以及控股子公司瑞泰新材上市发行、购买少数股东股权形成的对子公司的股权比例变动，股本溢价增加 16.52 亿元）和未分配利润增加所致。截至 2022 年底，公司归属于母公司所有者权益占比为 73.00%，少数股东权益占比为 27.00%。在所有者权益中，实收资本占 8.45%、资本公积占 29.00%、未分配利润占 30.67%。所有者权益结构稳定性弱。

截至 2023 年 3 月底，公司所有者权益合计 197.77 亿元，较 2022 年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 72.71%，少数股东权益占比 27.29%。所有者权益结构较上年底变动不大。

（2）负债

截至 2022 年底，公司负债总额 201.36 亿元，较上年底下降 5.18%，主要为经营性负债减少。其中，流动负债占 72.76%，非流动负债占 27.24%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至 2022 年底，公司短期借款 13.73 亿元，较上年底大幅增长，主要为信用借款增加，其中信用借款 9.64 亿元、质押借款 1.12 亿元和押汇借款 2.97 亿元。

截至 2022 年底，公司应付票据 40.08 亿元，较上年底变化不大，全部为银行承兑汇票。

截至 2022 年底,公司应付账款 61.93 亿元,较上年底下降 16.90%,全部为应付货款。

截至 2022 年底,公司其他应付款为 1.68 亿元,较上年底下降 58.57%,主要为往来款减少。

截至 2022 年底,公司非流动负债 54.85 亿元,较上年底增长 5.61%,主要为长期借款增加。

截至 2022 年底,公司长期借款 14.55 亿元,较上年底增长 70.19%;公司长期借款以信用借款为主,占 99.79%。

截至 2022 年底,公司应付债券 37.60 亿元,较上年底下降 9.25%,为“国泰转债”转股所致。

表8 2020—2022年末及2023年3月末公司债务情况
(单位:亿元、%)

项目	2020年	2021年	2022年	2023年3月
短期债务	50.93	59.11	54.59	52.33
长期债务	11.06	51.02	54.03	56.26
全部债务	61.98	110.13	108.62	108.58
资产负债率	52.68	61.42	51.10	49.64
全部债务资本化比率	33.59	45.22	36.05	35.44
长期债务资本化比率	8.28	27.67	21.90	22.15

资料来源:公司审计报告、联合资信整理

有息债务方面,截至 2022 年底,公司全部债务 108.62 亿元,较上年底变化不大。债务结构方面,短期债务占 50.26%,长期债务占 49.74%,结构相对均衡。从债务指标来看,截至 2022 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 51.10%、36.05%和 21.90%,较上年底分别下降 10.32 个百分点、下降 9.17 个百分点和下降 5.77 个百分点。公司整体债务负担轻。

截至 2023 年 3 月底,公司负债总额 194.94 亿元,较上年底下降 3.19%,主要系应付票据规模下降所致。其中,流动负债占 70.71%,非流动负债占 29.29%。公司负债以流动负债为主,负债结构较上年底变化不大。

截至 2023 年 3 月底,公司全部债务 108.58 亿元,较上年底变化不大。债务结构方面,短

期债务占 48.19%,长期债务占 51.81%;从债务指标来看,截至 2023 年 3 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 49.64%、35.44%和 22.15%,较上年底分别下降 1.46 个百分点、下降 0.61 个百分点和提高 0.25 个百分点。

4. 盈利能力

2022年,公司营业总收入有所增加,费用控制能力良好,利润总额实现快速增长,主要来自经营积累,整体盈利能力非常强。

2022年,公司营业收入同比增长8.70%至 428.20亿元;2022年,公司营业利润率同比有所增长至14.24%。

从期间费用看,2022年,公司费用总额为 26.74亿元,其中销售费用17.45亿元,同比增长 33.43%,主要系职工薪酬大幅增长所致;财务费用为-2.93亿元,同比大幅下降,主要系人民币汇率贬值,产生汇兑收益3.92亿元所致。2022年,公司期间费用率为6.25%,期间费用控制能力良好。

表9 2020—2022年及2022年一季度公司盈利情况(单位:亿元、%)

项目	2020年	2021年	2022年	2023年1-3月
营业总收入	301.38	393.93	428.20	81.39
营业利润率	15.28	12.23	14.24	15.91
投资收益	4.40	1.65	1.91	0.54
利润总额	19.55	23.17	34.79	6.63
总资产收益率	8.68	8.09	9.58	--
净资产收益率	12.12	13.52	13.72	--

资料来源:公司审计报告、联合资信整理

2022年,公司投资收益为1.91亿元,主要为理财产品收益。

表10 2022年公司投资收益及主要来源(单位:万元)

科目	2022年
权益法核算的长期股权投资收益	1752.22
处置长期股权投资产生的投资收益	2496.00

交易性金融资产在持有期间的投资收益	143.95
其他权益工具投资在持有期间取得的股利收入	480.58
债务重组收益	746.29
理财产品收益	15244.55
其他	-1778.61
合计	19084.98

资料来源：公司审计报告、联合资信整理

2022年，公司发生资产及信用减值损失合计为1.25亿元，主要为对应收账款的计提。公司利润对非经常性损益依赖度小，2022年，公司利润总额同比增长50.15%至34.79亿元，主要来自经营性利润的提升。

盈利指标方面，2022年，公司总资本收益率为9.58%；净资产收益率2022年为13.72%，均有所增长。

2023年1—3月，公司实现营业总收入81.39亿元，同比下降17.98%；营业利润率为15.91%，同比增长2.67个百分点。同期，公司实现投资收益0.54亿元，实现利润总额6.63亿元，同比下降11.01%。

5. 现金流分析

2022年，公司经营活动现金流量净额转为净流入，主要系产业链上企业的回款周期恢复。由于购买理财产品及在建项目资本支出，公司投资活动现金流净流出规模扩大。考虑到在建项目自有资金投入规模较大，公司存在对外融资需求。

表11 近年来公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2020年	2021年	2022年	2023年 1—3月
经营活动	流入	331.79	388.67	478.43
	流出	288.49	393.13	441.60
	净额	43.30	-4.47	36.83
投资活动	流入	301.63	146.16	278.05
	流出	291.52	156.81	311.96
	净额	10.11	-10.65	-33.91
筹资活动前现金流量净额	53.42	-15.11	2.92	4.15

筹资活动	流入	51.52	78.63	90.90	11.44
	流出	57.53	43.61	62.08	13.74
	净额	-6.01	35.02	28.82	-2.30
现金收入比 (%)	101.91	91.47	104.75	111.26	

资料来源：公司审计报告、联合资信整理

从经营活动来看，2022年，公司经营活动现金流入478.43亿元，同比增长23.09%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金为448.53亿元，同比增长24.48%。经营活动现金流出441.60亿元，同比增长12.33%，其中购买商品、接受劳务支付的现金为396.31亿元，同比增长12.30%。2022年，公司实现经营活动现金流量净流入36.83亿元。从收入实现质量看，2022年，公司现金收入比为104.75%，现金收入质量有所恢复。

从投资活动看，公司投资活动现金流入与流出主要为理财产品投资以及在建工程资本支出。2022年，公司投资活动现金流入278.05亿元，同比增长90.23%。其中，收回投资收到的现金为276.14亿元，同比增长91.88%。2022年，公司投资活动现金流出为311.96亿元，同比增长98.95%，其中投资支付的现金为299.83亿元，同比增长100.04%；购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金11.23亿元，同比62.38%。2022年，公司投资活动净现金流有所下降，2022年为净流出33.91亿元。

从筹资活动前现金流量净额来看，2022年，经营活动产生的现金流可以覆盖投资活动需求。

从筹资活动来看，2022年，公司筹资活动流入量为90.90亿元，筹资活动流出量为62.08亿元，主要用于偿还债务，2022年为净流入28.82亿元。

2023年1—3月，公司经营活动产生的现金流量净额为7.20亿元；投资活动现金净流出-3.05亿元；筹资活动现金净流出2.30亿元。

6. 偿债指标

公司长短期偿债指标表现良好，同时，公司现金类资产充裕、持有的理财产品流动性强，直接及间接融资渠道畅通，均对偿债能力提供有力保障。

从短期偿债指标看，2022年末，公司流动比率和速动比率均同比有所增长，分别为225.60%和199.10%。2022年，公司经营现金流动负债比率为25.14%。2022年末，公司现金短期债务比为4.21倍。公司现金类资产充裕，理财产品流动性强，短期偿债能力指标表现良好。

从长期偿债指标看，2022年，公司EBITDA同比增长43.55%至40.81亿元。2022年，公司EBITDA利息倍数为16.58倍，全部债务/EBITDA为2.66倍。整体看，公司长期债务偿债能力指标表现良好。

截至2023年3月底，公司无对外担保。

公司与各家银行保持着良好的合作关系，截至2023年3月底，公司合并范围共获得各家商业银行授信额度总量为151.35亿元，其中尚未使用的额度为100.13亿元，公司间接融资渠道畅通。公司为上市公司，具备直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

公司本部作为控股平台，资产主要为对子公司的长期股权投资和现金类资产，债务负担适宜，权益结构稳定性好。公司本部收入规模很小，利润依赖对子公司的投资收益，经营活动现金流量规模小，融资渠道畅通。

截至2022年底，母公司资产总额149.86亿元，较上年底增长0.43%。其中，流动资产63.60亿元(占比42.44%)，非流动资产86.26亿元(占比57.56%)。从构成看，流动资产主要由货币资金(占40.43%)、交易性金融资产(占51.67%)、其他应收款(合计)(占7.62%)构成；非流动资产主要由长期股权投资(占94.11%)构成。截至2022年底，母公司货币资金为25.71亿元，交易性金融资产32.86亿元。

截至2022年底，母公司负债总额59.56亿

元，较上年底下降4.43%。其中，流动负债7.44亿元(占比12.48%)，非流动负债52.12亿元(占比87.52%)。从构成看，流动负债主要由短期借款(占94.21%)构成；非流动负债主要由长期借款(占27.84%)和应付债券(占72.13%)构成。

截至2022年底，母公司全部债务59.13亿元。其中，短期债务占11.86%，长期债务占88.14%。截至2022年底，母公司全部债务资本化比率39.57%，债务负担较轻。

截至2022年底，母公司所有者权益为90.30亿元，较上年底增长3.91%。在所有者权益中，实收资本为16.28亿元(占18.02%)、资本公积合计58.36亿元(占64.63%)、未分配利润合计7.14亿元(占7.91%)、盈余公积合计4.35亿元(占4.81%)；权益稳定性好。

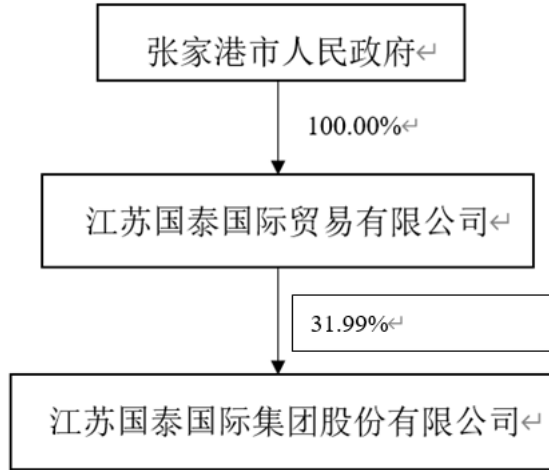
作为融资和控股平台，2022年，母公司营业总收入为0.10亿元，利润总额为2.63亿元，主要为投资收益4.49亿元。

现金流方面，2022年，母公司经营活动现金流净额为-0.07亿元，投资活动现金流净额-11.26亿元，筹资活动现金流净额-3.69亿元。

十、结论

基于对公司经营风险和财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA⁺，维持“国泰转债”的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	137.68	170.43	229.61	228.15
资产总额 (亿元)	258.97	345.75	394.06	392.71
所有者权益 (亿元)	122.53	133.39	192.69	197.77
短期债务 (亿元)	50.93	59.11	54.59	52.33
长期债务 (亿元)	11.06	51.02	54.03	56.26
全部债务 (亿元)	61.98	110.13	108.62	108.58
营业总收入 (亿元)	301.38	393.93	428.20	81.39
利润总额 (亿元)	19.55	23.17	34.79	6.63
EBITDA (亿元)	23.87	28.43	40.81	--
经营性净现金流 (亿元)	43.30	-4.47	36.83	7.20
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	6.43	5.94	5.46	--
存货周转次数 (次)	9.77	12.66	9.41	--
总资产周转次数 (次)	1.22	1.30	1.16	--
现金收入比 (%)	101.91	91.47	104.75	111.26
营业利润率 (%)	15.28	12.23	14.24	15.91
总资本收益率 (%)	8.68	8.09	9.58	--
净资产收益率 (%)	12.12	13.52	13.72	--
长期债务资本化比率 (%)	8.28	27.67	21.90	22.15
全部债务资本化比率 (%)	33.59	45.22	36.05	35.44
资产负债率 (%)	52.68	61.42	51.10	49.64
流动比率 (%)	168.38	182.09	225.60	238.92
速动比率 (%)	155.88	157.81	199.10	212.23
经营现金流动负债比 (%)	34.81	-2.78	25.14	--
现金短期债务比 (倍)	2.70	2.88	4.21	4.36
EBITDA 利息倍数 (倍)	20.24	16.65	16.58	--
全部债务/EBITDA (倍)	2.60	3.87	2.66	--

注：2023 年一季度财务数据未经审计

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	27.33	62.46	58.58	52.80
资产总额 (亿元)	103.94	149.23	149.86	153.36
所有者权益 (亿元)	77.98	86.90	90.30	90.34
短期债务 (亿元)	14.52	12.02	7.01	10.01
长期债务 (亿元)	11.01	49.95	52.12	52.47
全部债务 (亿元)	25.53	61.97	59.13	62.49
营业总收入 (亿元)	0.11	0.12	0.10	0.00
利润总额 (亿元)	3.08	8.33	2.63	-0.48
EBITDA (亿元)	3.08	8.33	2.63	--
经营性净现金流 (亿元)	0.35	0.41	-0.07	0.45
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	3.49	2.31	3.74	--
存货周转次数 (次)	--	--	--	--
总资产周转次数 (次)	*	*	*	--
现金收入比 (%)	160.96	192.60	241.42	550.50
营业利润率 (%)	-2.17	6.40	-654.01	-492.43
总资本收益率 (%)	3.01	5.61	1.59	--
净资产收益率 (%)	3.99	9.60	2.62	--
长期债务资本化比率 (%)	12.37	36.50	36.59	36.74
全部债务资本化比率 (%)	24.67	41.62	39.57	40.89
资产负债率 (%)	24.97	41.76	39.74	41.09
流动比率 (%)	183.94	547.26	855.36	503.09
速动比率 (%)	183.94	547.26	855.36	503.09
经营现金流动负债比 (%)	2.36	3.32	-0.94	--
现金短期债务比 (倍)	1.88	5.20	8.36	5.27
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA (倍)	8.30	7.44	22.51	--

注：2023 年一季度财务数据未经审计；*代表数据过大或过小

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务
 长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务
 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+使用权资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持