



大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO., LTD

刚泰集团有限公司

主体与相关债项 2018 年度跟踪评级报告

CREDIT RATING REPORT





评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。本评级报告所依据的评级方法在大公官网（www.dagongcredit.com）公开披露。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

八、本报告预测数据以发债主体提供的经营数据及财务数据为测算基础，不作为大公对发债主体未来业绩的预测。大公将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。



评级报告导读

评级报告逻辑

信用评级作为阻止信用无度扩张的逆周期力量是信用经济发展规律的内在要求和评级的价值所在。为了实现这一评级目标，大公对受评主体开展了尽职调查、行业比较、专家论证等工作，并依据《大公信用评级原理》，综合运用数字评级方法和数据测算模型，通过对受评主体偿债环境、财富创造能力、偿债来源与偿债能力四个方面发展走势和信用风险的分析预测，形成大公信用评级报告。

报告中，偿债环境是影响受评主体财富创造能力和偿债来源的外部环境；财富创造能力是受评主体偿债来源的根本和基石；偿债来源是债务人在偿还债务时点上保障再生产正常进行所需流动性后剩余可支配现金，可分为流动性偿债来源和清偿性偿债来源；偿债能力是基于对偿债来源偏离度的风险调整来判断一定时间内偿债来源对债务负担的安全保障程度，通过评估发债主体流动性还本付息能力、清偿性还本付息能力和盈利对利息覆盖能力，得到对存量债务偿付能力、新增债务空间以及总债务偿还能力的综合评价。

跟踪评级说明

根据大公承做的刚泰集团有限公司存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对受评对象的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合其外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。



◆ 评定等级

刚泰集团 2018 年度跟踪评级报告

主体信用					
跟踪评级结果	B		评级展望	负面	
上次评级结果	AA		评级展望	稳定	
债项信用					
债券简称	额度（亿元）	年限（年）	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
16 刚集 01	5.00	3（2+1）	B	AA	2017.6
16 刚集 02	5.00	3（2+1）	B	AA	2017.6

◆ 主要观点

大公对刚泰集团有限公司（以下简称“刚泰集团”或“公司”）“16 刚集 01”、“16 刚集 02”信用等级调整为 B，主体信用等级调整为 B，评级展望调整为负面。本次评级结果反映刚泰集团面临较差的偿债环境，财富创造能力较弱，可用偿债来源偏离度较大，偿债能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。主要理由阐述如下：

1、公司因流动性风险等事项被列入信用观察名单。2018 年 6 月 27 日，鉴于刚泰集团面临流动性风险且正在筹划资产重组事宜，其销售回笼、资产处置等偿债来源筹措计划和资产重组实施方案及未来影响短期内面临不确定性，同时刚泰集团不能及时提供重大资产重组具体方案及其他评级资料，大公将刚泰集团及“16 刚集 01”、“16 刚集 02”列入信用观察名单。

2、公司面临较差的偿债环境。2018 年以来，受金融强监管与信用供给偏紧影响，使得银行等金融机构放贷态度审慎，企业整体融资环境趋紧；同时，由于公司有息债务规模较大且对融资较为依赖，信用环境偏弱，公司面临较差的偿债环境。

3、公司财富创造能力较弱。2017 年，公司黄金珠宝业务收入大幅下降、毛利润有所下降；2018 年以来，公司主要收入和利润来源中黄金业务毛利率大幅下降，同时期间费用与资产减值损失大幅增加，营业利润亏损，财富创造能力大幅下降。

4、公司偿债来源安全度较低。2017 年以来，公司经营性现金流继续保持净流出状态，且净流出规模大幅扩大，无法形成有效偿债来源；可用货币资金较少，存货和应收账款规模增长较快且规模较大，周转效率大幅下降；2018 年 6 月末，公司预付款项和其他应收款大幅增长，对资金形成较大的占用，回收风险加大，



资产流动性较差；公司受限资产规模较大，子公司股权质押较多且部分股权被司法冻结，部分债务出现违约情形且银行贷款出现续贷困难情况，公司通过融资获取资金来源的渠道大幅缩紧。

5、公司偿债能力较大地依赖于良好的经济环境。2017 年以来，公司总有息负债大幅增长且规模较大，已逾期有息债务 3.31 亿元，存在较大的偿债压力；同时公司以股权质押形式融资并签订远期回购协议，存在较大资金偿付压力；2018 年上半年，公司利润亏损，盈利无法对债务和利息形成保障，同时现金及现金等价物余额较少，经营性净现金流大幅净流出，流动性还本付息能力较弱。

◆ 优势与风险关注

主要优势/机遇：

1、随着我国经济的发展和城乡居民生活水平的提高，黄金消费整体呈现增长趋势，为黄金珠宝行业发展提供了较好的外部环境；

2、公司仍持有大桥金矿采矿权，较为丰富的黄金储备资源为业务后续发展提供了一定基础。

主要风险/挑战：

1、2017 年，由于黄金批发业务量减少，公司黄金珠宝类收入大幅下降，因收购而产生的较大规模黄金珠宝类商誉资产存减值风险，此外，房地产业务逐渐从住宅地产转向综合型旅游地产开发，资金需求大幅增长，长期来看运营效益存在不确定性；

2、2018 年 1~6 月，公司黄金业务收入同比增长但毛利率大幅下降，期间费用与资产减值损失大幅增加，导致营业利润出现亏损，盈利能力大幅下降，同时经营性现金流继续净流出且规模较大，无法对债务和利息形成保障，流动性风险进一步加大；

3、2018 年 6 月末，公司存货和应收账款规模较大，周转效率均持续下降，同时，预付款项和其他应收款增长较快且规模较大，对营运资金形成较大的占用，回收风险加大；

4、2017 年以来，公司总有息负债大幅增长，以短期有息负债为主，部分公司债券于 2018 年下半年面临回售，集中偿债压力较大，且部分银行贷款出现续贷困难情况，部分银行账户被冻结，2018 年上半年公司新增逾期有息债务且单笔金额超过 0.10 亿元的合计



3.31 亿元，资金流动性缩紧，有息债务存在较大的偿付压力；

5、截至 2018 年 8 月末，公司因融资而质押的受限资产规模较大，多个子公司股权用于质押融资，且所持下属子公司股权合计 13.26 亿元被司法冻结，公司再融资能力大幅降低；

6、公司对外担保规模较大且关联方担保较多，公司及关联方涉及多起金融借款合同纠纷诉讼案，公司对外担保存在较大或有风险。

◆ 主要财务数据与核心指标

(单位：人民币亿元、%)

项目	2018 年 1~6 月	2017 年	2016 年	2015 年
总资产	331.24	331.93	247.84	206.60
所有者权益	147.30	149.92	123.66	66.29
总有息债务	135.01	129.83	83.65	100.85
营业收入	77.24	134.33	132.60	110.44
净利润	-1.82	6.80	6.07	3.55
经营性净现金流	-28.46	-15.71	-1.25	-23.65
毛利率	9.93	16.29	14.20	9.30
总资产报酬率	0.14	5.37	6.01	4.21
债务资本比率	47.82	46.41	40.35	60.34
EBITDA 利息覆盖倍数(倍)	0.86	2.55	2.37	2.26
经营性净现金流/总负债	-15.55	-10.26	-0.94	-21.34

注：公司提供了 2017 年及 2018 年 1~6 月财务报表。希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2018 年 1~6 月财务报表未经审计。

◆ 联系方式

评级小组负责人：金 莉

联系电话：+86-10-51087768

传真：+86-10-84583355

地址：中国北京市朝阳区霄云路 26 号鹏润大厦 A 座 29 层

评级小组成员：程春晓 赵文浩

客服电话：+ 86-4008-84-4008

Email dagongratings@dagongcredit.com

大公国际资信评估有限公司

二〇一八年九月二十一日



基本经营

（一）主体概况与公司治理

刚泰集团前身为浙江珠光电器集团有限公司纸箱厂，成立于 1996 年 1 月，初始注册资本 118 万元，为股份合作制企业，由自然人徐建刚和珠光电器共同出资设立，双方分别持股 90%和 10%。1997 年 4 月，公司更名为台州市刚泰包装有限公司，同时珠光电器将其持有的 10%股权转让给自然人徐飞君（与徐建刚为夫妻关系）。1998 年 9 月，徐建刚和徐飞君以现金方式分别增资 396.40 万元和 203.60 万元，完成增资后，二人对公司分别持股 70%和 30%。其后经历过多次增资及更名，2001 年 6 月，公司更名为现名。2016 年 6 月末，公司注册资本为 13,880 万元。2016 年 8 月，按照持股比例，徐建刚和徐飞君合计增加出资 30,000 万元。2017 年 12 月，经公司股东会决议通过，公司申请增加资本 56,120 万元，其中，徐建刚缴纳 39,284 万元，徐飞君缴纳 16,836 万元，本次增资已经上海兆信会计师事务所出具兆会验字（2017）第 0154 号验资报告验证。变更后的公司注册资本为 100,000 万元，其中徐建刚出资 70,000 万元，占注册资本的 70.00%，徐飞君出资 30,000 万元，占注册资本的 30.00%。截至 2018 年 6 月末，公司注册资本为 100,000 万元，徐建刚为公司控股股东和实际控制人。

公司根据《中华人民共和国公司法》及有关法律、法规的规定，制定了公司章程，依法设立了股东会，基本形成了股东会、执行董事、监事、经理层的法人治理结构。

截至 2018 年 6 月末，公司对甘肃刚泰控股（集团）股份有限公司（以下简称“刚泰控股”，600687.SH）的合计持股比例为 37.73%，为控股股东。

2018 年 6 月 21 日，刚泰控股对于近期网传刚泰集团通过商会发出请求上海市领导帮助解决短期流动性危机的情况报告，并提及有媒体质疑刚泰控股历次高溢价并购收购相关标的公司未完成业绩承诺却不进行商誉减值以及 2017 年年报、2018 年一季报相关财务数据漏洞问题发布关于媒体报道的澄清公告，称刚泰控股历次收购相关交



易，均是依法、依规履行程序，属于公司正常的商业行为，刚泰控股关于现金流、应收账款、季度收入问题等年度报告财务数据问题的说明已在公司 2018 年 5 月 30 回复上交所问询函中进行阐述，相关中介机构均发表了书面回复意见。关于刚泰集团资金流动性问题，刚泰集团回函称，在金融环境不佳并且金融机构不断压缩授信额度的情况下，刚泰集团可能会存在短期流动性不足的情况。根据刚泰集团 2018 年半年报，目前部分债务已出现违约情形。

2018 年 6 月 26 日，刚泰集团发布《刚泰集团有限公司关于筹划资产重组的公告》称，为积极改善公司流动性，刚泰集团目前正在筹划资产重组事宜；2018 年 7 月 23 日，刚泰集团发布《刚泰集团有限公司关于资产重组进展公告》称，为改善刚泰集团当前的流动性，并维护 and 保持好与各金融机构的长期合作关系，刚泰集团及一致行动人计划收缩业务范围，拟于 2018~2019 年分批处置相关资产，拟出售资产包括刚泰集团所持投资性房地产、土地、房产等。同时刚泰集团计划在不改变对刚泰控股实际控制权的前提下，适当转让部分刚泰集团股权，引入战略投资者。鉴于本次处置涉及资产种类和数量较多，各方交易方案仍在陆续商讨中。2018 年 9 月 11 日，公司公告称将持有的上海珠光投资发展有限公司（以下简称“珠光投资”）100%股权转让，交易对价 4.28 亿元。由于公司前期质押珠光投资股权用于融资，部分交易款需优先偿还给相关银行。

公司黄金珠宝业务通过资本运作迅速向其他饰品种类延伸，同时面临一定的投资管理风险。

公司通过香港全资子公司悦隆实业有限公司（以下简称“悦隆实业”）在意大利设立的全资子公司 GangtaiItalia S.r.L，收购海外标的资产 Buccellati Holding Italia S.p.A（以下简称“BHI”），协议各方已于意大利米兰共同签署了股权交割文件，股权收购价款已支付，2017 年 8 月 1 日股权交割手续已完成，收购金额约合人民币 23 亿元。BHI 是海外珠宝品牌，主营奢侈品珠宝。此外，2016 年 12 月 23 日，刚泰控股第九届董事会第八次会议审议通过了《关于公司发行股份购买资产并募集配套资金方案的议案》等议案，子公司刚泰控股拟向刚泰集团发行股份购买悦隆实业 100%股权，并向符合条件



的投资者募集配套资金用于 Buccellati 营销网络建设。由于海外资产收购的复杂性等因素，项目推进较慢，刚泰控股将继续推进发行股份购买资产并募集配套资金事项，重大资产重组涉及的审计及评估工作正在有序进行中。因筹划该项重大资产重组，子公司刚泰控股自 2016 年 7 月 25 日处于停牌状态，于 2017 年 1 月 18 日复牌。2018 年 6 月，刚泰控股公告称正在就本次发行股份购买资产并募集配套资金方案调整进行筹划，自 2018 年 6 月 11 日起停牌。2018 年 8 月 14 日，刚泰控股公告称，鉴于目前交易对方刚泰集团仍在处理短期流动性危机、BHI 的盈利情况未达预期且宏观经济去杠杆可能导致公司现金融资方案面临不确定性的情况下，终止资产重组计划，并于 2018 年 8 月 20 日复牌。本次重组终止后，BHI 公司将仍由刚泰集团持有，刚泰控股受托经营。

公司通过通过资本运作迅速向其他饰品种类延伸，公司资产及收入规模快速扩大，黄金珠宝业务种类逐渐丰富。但同时，陆续参股、并购资产对资金充足性提出更高的要求，而资产重组对管理能力形成新的考验，公司面临一定的投资及管理风险。

（二）盈利模式

公司主要从事黄金珠宝类产品销售，业务涉及矿产黄金、黄金珠宝销售、房地产销售、物资贸易等，黄金珠宝类产品是主要的收入和利润来源。

（三）股权链

截至 2018 年 6 月末，公司注册资本为 100,000 万元，徐建刚为公司控股股东和实际控制人。

截至 2018 年 3 月末，公司合并范围共包括 96 家子公司，其中主要二级子公司包括刚泰控股、上海刚泰矿业有限公司（以下简称“刚泰矿业”）和上海刚泰置业集团有限公司（以下简称“刚泰置业”）等。

（四）信用链

公司部分银行贷款出现续贷困难情况，部分银行账户被冻结，目前部分债务已出现违约情形。

截至 2018 年 6 月末，公司债务来源包括银行借款、发行债券等，



总有息债务为 135.01 亿元，占总负债比重 73.40%。2018 年 6 月末，公司共获得银行授信额度 64.98 亿元，较 2017 年末减少 0.14 亿元，尚未使用银行授信额度 20.71 亿元，2018 年以来，公司部分银行贷款出现续贷困难情况，资金流动性缩紧，目前部分债务已出现违约情形。

2018 年 8 月 17 日，刚泰控股发布《甘肃刚泰控股（集团）股份有限公司关于公司部分银行账户部分资金被冻结的公告》称，因刚泰集团出现短期流动性不足情况，部分银行临时宣布贷款提前到期，以及部分银行提出要求追加保证金、抵押物等增信措施未能及时满足导致刚泰控股部分银行账户被冻结，累计被冻结账户资金 388.27 万元；此外，刚泰控股旗下上海刚泰黄金饰品有限公司、国鼎黄金有限公司银行账户累计被冻结资金 225.17 万元；刚泰控股已收到法院送达与本次银行账户部分资金被冻结有关的诉讼材料，不排除后续其他资产或账户被冻结的情况发生。

2018 年 8 月 18 日，刚泰集团发布《刚泰集团有限公司关于涉及诉讼等重大事项的公告》称，因刚泰集团未予及时清偿提前到期或已到期的借款或担保借款，相关银行对刚泰集团及关联方提起了诉讼，刚泰集团已收到法院送达诉讼材料的相关案件 7 件，均为借款合同纠纷，共涉及金额约 9.17 亿元及罚息。除上述已收到法院应诉通知书的诉讼之外，截至上述公告发布日，刚泰集团还存在 4 件尚未收到法院诉讼材料的诉讼。

2018 年 8 月 29 日，刚泰控股发布《甘肃刚泰控股（集团）股份有限公司关于股东股份被司法保全冻结的公告》称，刚泰集团所持有刚泰控股的部分股份被司法保全冻结，涉及诉讼分别为华夏银行股份有限公司上海分行诉刚泰集团等金融借款合同纠纷一案及上海淮茂股权投资基金管理合伙企业（有限合伙）诉刚泰集团质押合同纠纷一案。同日刚泰控股发布《甘肃刚泰控股（集团）股份有限公司关于股东持股违约处置的公告》称，前期刚泰集团通过中信证券股份有限公司（以下简称“中信证券”）以股票收益互换方式在二级市场上共计增持刚泰控股股份 9,764,227 股；经过 2015 年刚泰控股以资本公积转增股本等事项，上述增持刚泰控股股份变为 21,481,299 股，占刚



泰控股总股本 1.44%；因刚泰集团未能及时追加履约保障金，2018 年 8 月 27 日、28 日，中信证券将上述股份进行违约处置，在二级市场上全部卖出；本次违约处置后，刚泰集团及其一致行人合计持有刚泰控股的股份占刚泰控股总股本比例为 42.29%。

2018 年 9 月 5 日，刚泰控股发布《甘肃刚泰控股（集团）股份有限公司关于股东股份被司法保全轮候冻结的公告》称，刚泰集团所持有刚泰控股股份被司法保全轮候冻结，涉及诉讼为平安国际融资租赁有限公司诉刚泰集团等一案。2018 年 9 月 6 日，刚泰控股发布《甘肃刚泰控股（集团）股份有限公司关于股东股份被司法保全冻结的公告》称，刚泰集团、刚泰矿业所持有刚泰控股股份被司法保全冻结，涉及诉讼分别为深圳市红塔资产管理有限公司诉刚泰集团实现担保物权一案及深圳市红塔资产管理有限公司诉刚泰矿业实现担保物权一案。截至公告日，刚泰集团持有刚泰控股股份共计 195,511,269 股，占刚泰控股总股本 13.13%；刚泰集团持有的刚泰控股股票 195,511,269 股已全部被司法冻结或轮候冻结；刚泰矿业持有刚泰控股股份共计 369,634,172 股，占刚泰控股总股本 24.83%；累计被冻结股份数为 365,440,057 股，占其持股 98.87%，占刚泰控股总股本 24.55%。

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的企业信用报告，截至 2018 年 6 月 5 日，公司本部未曾发生过不良信贷事件，存在 1 笔关注类已结清贷款记录，结清日期是 2014 年 11 月 7 日，根据公司提供的说明，由于银行系统未及时更新所致。截至本报告出具日，公司本部在债券市场公开发行的债务融资工具“16 刚集 01”、“16 刚集 02”已正常付息，尚未到还本日。“16 刚集 01”将于 2018 年 9 月 26 日回售，截至本报告出具日，公司尚未提供偿债来源说明。

（五）本次跟踪债券概况及募集资金使用情况

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示：



表 1 本次跟踪债券概况及募集资金使用情况（单位：亿元）

债券简称	发行额度	发行期限	募集资金用途	进展情况
16 刚集 01	5.00	2016.09.26~ 2019.09.26	偿还银行借款、 补充运营资金	已按募集资金要求使用
16 刚集 02	5.00	2016.11.03~ 2019.11.03	偿还银行贷款、 补充运营资金	已按募集资金要求使用

数据来源：根据公司提供资料整理

偿债环境

随着居民消费水平的提升，黄金消费整体呈现增长趋势，为黄金珠宝行业发展提供了较好的外部环境；但 2018 年以来，受金融强监管与信用供给偏紧影响，使得银行等金融机构放贷态度审慎，企业整体融资环境趋紧。

偿债环境指数：偿债环境在评级矩阵中的位置



C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA
---	----	-----	---	----	-----	---	----	-----

（一）宏观与政策环境

中国供给侧结构性改革不断推进，政策支持有利于消费和产业结构升级，为公司业务发展提供良好的政策环境，电子信息产业进入高质量发展新时代。

中国供给侧结构性改革基本思路不断推进，对内坚决淘汰过剩产能为制造业升级和技术产业发展腾出空间，对外以“一带一路”战略为依托，加快全球产业链布局，拓宽经济发展空间。2017 年以来，在强调稳增长、保就业的同时，中国政府围绕“三去一降一补”在过剩产能、农业、财政、金融、国有企业混业改革等重点领域进一步提出具体要求和措施、加快改革进度，并与众多国家和国际组织就“一带一路”建设达成合作协议，在政策对接、经济走廊建设、项目合作、资金支持等方面提出多项举措，表明其改革的决心和毅力。政府政策调整空间依然充足，稳中求进的审慎态度、极强的政策执行能力将为中国经济转型和稳定政府偿债能力提供可靠保障。

随着我国经济持续发展，我国居民人均可支配收入快速增长，消费层次不断提升，黄金珠宝不只是单纯地为满足保值增值需要，而是更多地为满足人们追求时尚、彰显个性和身份地位的需要。受益于此，



黄金珠宝首饰行业未来仍具有发展空间。

（二）信用环境

2018 年以来，受金融强监管与信用供给偏紧影响，使得银行等金融机构放贷态度审慎，企业整体融资环境趋紧。

随着 2016 年货币政策由稳健偏松转向稳健中性以及金融监管的强化，金融部门杠杆率稳步下降使系统性风险得到有效防范。截至 2017 年末，商业银行不良贷款率为 1.74%，拨备覆盖率为 181.42%，资产利润率为 0.92%，资本充足率为 13.65%，各项指标仍均处于国际同业较好水平。但 2018 年 4 月份资管新规《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》推出，对银行、信托、基金等金融机构的资管业务发展形成一定制约，短期内也使得金融体系信用供给受到限制，信用供给偏紧，银行等金融机构放贷态度审慎，企业整体融资环境趋紧。

（三）产业环境

我国仍是黄金生产和消费大国，矿产金是最主要的供给来源；近年来，投资和避险情绪是影响黄金价格变动的主要因素。

黄金产业链主要包括四个环节，即黄金勘查、黄金采选、黄金冶炼和黄金制品加工。由于黄金兼具商品与金融工具的双重特点，行业整体发展受宏观经济波动影响较大，属于典型的周期性行业。

黄金供给的主要来源包括矿产金、各国央行出售储备金和再生金。根据 Wind，2017 年全球黄金储量为 54,000 吨，其中我国储量 2,000 吨，占全球储量的 3.70%。国内黄金资源主要集中在山东、甘肃、内蒙古、河南等地。全球矿产金产量较为稳定，是黄金市场比较稳定的供给来源。近年来，我国黄金产量保持增长，2008 年以来，我国矿产金产量超越南非成为世界第一大黄金生产国，2017 年，我国矿产金产量为 369.17 吨，在黄金产量中占比 86.63%，是最主要的供给来源。

我国矿产黄金行业已经初步形成以大型黄金企业为主导，大中小型企业并存的格局。随着国家政策鼓励黄金企业进行兼并重组，未来行业集中度有望上升。根据历年《中国黄金年鉴》统计，我国矿产黄



金前五大企业产量占全国矿产金总产量已接近 50%。国内矿产金规模稳居 10 吨/年以上的大型企业包括中国黄金集团公司、山东黄金集团有限公司、紫金矿业集团股份有限公司和山东招金集团有限公司等。

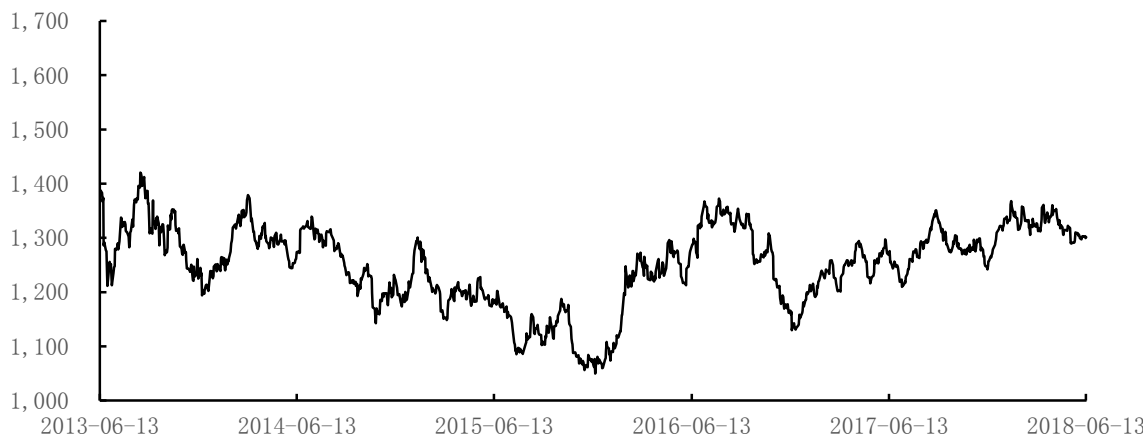


图 1 2013 年 6 月~2018 年 6 月 COMEX 黄金价格走势（单位：美元/盎司）

数据来源：Wind

在黄金消费方面，我国是世界上主要的黄金消费国之一，黄金消费主要集中在黄金珠宝和投资用金方面。随着我国经济的发展和城乡人民生活水平的提高，尤其是 2008 年以来金融危机、欧债危机发生后，以避险和保值为目的的投资用金需求持续上升。2017 年，我国黄金消费量为 1,089.07 吨，同比增长 11.66%。

除供需因素之外，黄金价格还受到各国货币政策、地缘政治波动、美元汇率等因素的影响。近年来，以投资和避险需求为代表的金融属性需求是决定黄金价格走势的主要因素。2013~2015 年，国际黄金价格震荡下行，2015 年末维持在 1,100 美元/盎司以下；2016 年上半年，受大宗商品供需失衡、全球经济增速缓慢和地缘政治事件的影响，黄金价格反弹明显；2016 年 10 月，受美联储加息等影响金价下跌，2017 年 1 月受市场影响金价回升。截至 2018 年 5 月末，国际黄金价格达到 1,304.70 美元/盎司。

2017 年，黄金首饰消费量和黄金消费量同比均有所增长，黄金消费整体呈现增长趋势，为黄金珠宝行业发展提供了较好的外部环境。

近年来我国珠宝首饰行业继续呈现高速发展的态势，金银珠宝类商品的零售额从 2003 年的 162.70 亿元快速增长到 2013 年的



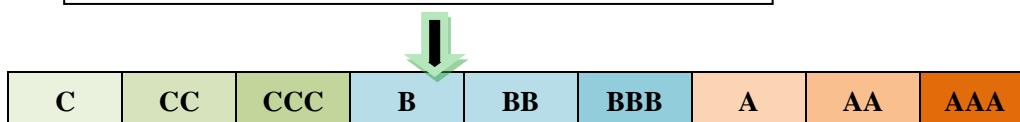
2,959.30 亿元，年均复合增长率达到 33.65%。2014 年，随着消费者理性的回归，与 2013 年的“抢金潮”相比，我国金银珠宝市场销售额创下 10 年来最低增长率，但市场消费额较 2012 年仍然有较大提升。在此背景下，经销商低价竞争激烈，黄金珠宝行业产业调整加速。2017 年金银珠宝类零售额 2,969.50 亿元，销售金额同比变化不大。

2017 年，我国黄金消费摆脱了低迷行情，黄金首饰销售有所回暖，黄金饰品、黄金文化艺术品层出不穷。2017 年，全国黄金消费量 1,089.07 吨，同比增长 11.66%。其中：黄金首饰用金 696.50 吨，同比增长 13.96%；金条用金 276.39 吨，同比增长 7.28%；金币用金 26.00 吨，同比下降 16.64%；工业及其他用金 90.18 吨，同比增长 19.63%。黄金消费市场形式有所回暖，黄金首饰消费同比增长，工业用金消费大幅增加。我国已成为全球最大的黄金加工国和黄金珠宝消费市场。

财富创造能力

公司主要从事黄金开采及黄金珠宝销售、房地产开发和物资贸易业务，黄金珠宝是收入和毛利润的主要来源；公司主要采取委托加工及批发销售的业务模式，同时拓展零售渠道，并通过并购方式，丰富产品种类及营销渠道。

财富创造能力指数：财富创造能力在评级矩阵中的位置



（一）市场需求

我国黄金珠宝行业市场集中度较低，同质竞争激烈，产品工艺及品牌影响力成为黄金珠宝企业的核心竞争力。

目前国内黄金珠宝品牌有近 200 个，市场集中度较低。由于国内黄金珠宝企业产品创意及技术大多来自国外，企业在不断地引进、模仿国外的同时在质量、成本、技术含量等方面已趋于同质化，忽视了品牌的塑造和原创设计的创作，竞争更多的体现在产品价格上。

随着居民消费水平的提高，消费者对黄金珠宝产品消费观念逐渐转变，更加理性地审视珠宝首饰的价值与保值关系，更会从工艺性、



艺术性、文化内涵去衡量，消费更具有个性化，消费者对珠宝首饰的要求越来越高，在质量、工艺、款式、售后服务等方面有了更高要求，热衷于品牌珠宝消费，黄金珠宝的设计工艺和品牌越来越被重视，逐渐成为黄金珠宝产品核心竞争力所在。在品牌竞争方面，目前以卡地亚（Cartier）、宝格丽（Bulgari）、蒂芙尼（Tiffany）为代表的世界顶级品牌占据了最高端的消费市场；香港的周大福、周生生、谢瑞麟及国内的老凤祥、潮宏基等品牌在产品工艺设计及品牌影响力方面具有竞争优势，在主流消费市场占有领先地位；此外，浙江的明牌和沈阳的萃华等区域性品牌在本地具有一定知名度及竞争力，但在产品工艺设计及品牌影响力方面较行业龙头具有一定差距。由于一般消费者对珠宝的质量和价值难以鉴别，因此品牌的信誉度和美誉度成为消费者选择产品的关键，预计未来市场将进一步向知名品牌聚集。

（二）产品和服务竞争力

公司黄金及黄金珠宝业务由子公司刚泰控股承担，业务包括矿产黄金开采和黄金珠宝销售两部分。2013 年，刚泰控股完成重大资产重组，由房地产和贸易业务逐渐转向黄金业务，依托资源优势经营矿产黄金开采，并向贵金属收藏品、黄金珠宝设计加工销售等领域延伸。

1、黄金开采

公司黄金金属储量约 92.57 吨，并持有大桥金矿采矿权，较为丰富的黄金储量为黄金业务的后续发展提供了一定保障；2017 年，公司矿产金产量有所增长。

2013 年，公司正式进入黄金行业。公司持有甘肃省西和县大桥金矿采矿权，此外公司拥有 22 项探矿权。大桥金矿属于国内大型金矿，矿区面积约 1.52 平方公里。截至 2017 年末，公司累计探明金矿石储量 6,211 万吨，金金属 92.57 吨。其中，工业矿体矿石量 1,874.08 万吨，金金属量 59.58 吨，平均品位 3.18 克每吨；低品位总矿石量 4,001.88 万吨，金金属量 42.22 吨，平均品位 1.06 克每吨。较为丰富的黄金储量为公司黄金业务后续发展提供了保障。

公司矿产黄金业务成本主要由原材料和电力构成。主要原材料为原矿石，其他原材料包括炸药、氰化物以及钢球等配件和耗材。矿区



采选用电为直供电，采用国家工业用电价格。公司外包矿石开采，通过招标方式确定承包方，双方在承包合同中约定工程质量标准、产量、工程量以及安全生产规范等，并根据约定的工程量单价及工程量进行结算。鉴于国家对炸药和氰化物实行特供和专门管理制度，公司依法向具有经营资质的供应商进行采购。

表 2 2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司矿产黄金生产情况

指标	2018 年 1~3 月	2017 年	2016 年	2015 年
入选矿石产能（万吨）	12.38	49.50	49.50	49.50
入选矿石量（万吨）	8.19	41.50	34.40	24.05
入选品位（克/吨）	2.25	2.74	2.86	2.04
成品金产量（千克）	120.22	745.41	704.95	216.61

数据来源：根据公司提供资料整理

2017 年，受黄金价格回升影响，公司采选矿石量有所扩大，产量有所增长。公司生产的成品金经过上海黄金交易所（以下简称“上海金交所”）指定的精炼厂提纯为标准金后，全部在上海金交所销售。公司可选择出售时间和数量，销售价格以上海金交所实时交易价格为准，通常在销售日后 1~2 天通过现款完成结算。

表 3 2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司矿产黄金销售情况

指标	2018 年 1~3 月	2017 年	2016 年	2015 年
销售收入（万元）	3,278.42	20,589.02	19,130.32	4,957.95
产销率（%）	100.00	100.00	100.00	100.00
销售均价（元/克）	272.70	276.20	271.37	228.89

数据来源：根据公司提供资料整理

公司大桥金矿建设过程中投入 6,100 万元，建设了尾矿库防渗系统、应急事故池及污水处理系统等环保措施，建立井下工程安全、人员定位、监测、通风、运输、避险等六大安全系统。但由于矿山开采存在发生意外事故的可能性，公司在安全环保方面仍然存在一定风险。

2、黄金珠宝

2017 年，公司黄金珠宝收入大幅下降，毛利率小幅增长。

公司黄金珠宝销售以素金类珠宝为主，镶嵌珠宝类等占比较小产品收入逐步提升。

素金类产品通常黄金纯度较高，加工工艺较为简单，毛利率相对较低；镶嵌类珠宝包括翡翠类，部分产品加工工艺较为复杂，产品附

加值及销售毛利率较高，2017 年通过零售和拍卖方式销售增加。2017 年，公司黄金批发销售量减少，素金类产品收入大幅下降，同时毛利率有所下降，高毛利率的镶嵌类产品收入大幅增加，推动黄金珠宝整体毛利率小幅提升。

表4 2015~2017年及2018年1~3月公司黄金珠宝销售收入构成与毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年 1~3 月		2017 年		2016 年		2015 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
素金类产品	17.66	6.25	55.29	7.57	78.99	9.79	71.50	6.07
镶嵌类产品	3.74	37.57	9.37	38.67	5.28	22.72	3.77	33.91
贵金属收藏品	0.91	23.33	5.88	31.90	10.53	9.80	12.62	11.82
珠宝	0.87	28.68	6.64	28.13	7.49	26.54	-	-
合计	23.18	12.82	77.18	14.97	102.28	12.44	87.90	7.82

数据来源：根据公司提供资料整理

公司黄金珠宝销售规模扩大的同时，通过黄金租赁业务缓解采购资金压力，同时通过套期保值降低金价波动风险。

从业务模式来看，公司黄金珠宝销售业务以委托加工及销售为主，主要包括三个环节，分别为原料采购、委托加工和产品销售。

委托加工及销售的原料主要为标准金 AU9999¹，按照国家相关政策，其采购全部在上海黄金交易所综合类会员的远程交易系统交易，并通过会员单位进行实物交割和资金清算，按比例支付代理费用。贸易的上游为其他黄金珠宝企业。公司采用“以销定采”的采购模式，根据下游客户的销售合同及销售订单确定采购计划。2017 年，黄金珠宝销售业务前五名供应商总采购金额 73.04 亿元，占总黄金采购额的 87.15%。

供应商名称	采购金额	占比
供应商A	651,432	77.73
供应商B	28,239	3.37
供应商C	21,282	2.54
供应商D	15,184	1.81
供应商E	14,267	1.70
合计	730,404	87.15

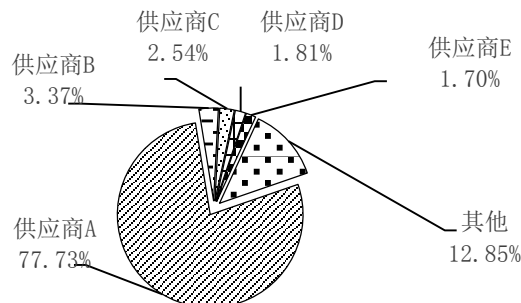


图2 2017 年黄金珠宝销售业务前五名供应商情况（单位：万元、%）

数据来源：根据公司提供资料整理

¹ 标准金 AU9999 为含金量等于或大于 999.9%的标准金锭。



2017 年，公司黄金珠宝销售批发规模下降，标准金采购量有所下降。

表 5 2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司标准金采购情况

指标	2018 年 1~3 月	2017 年	2016 年	2015 年
采购量（千克）	923	26,990	32,268	30,062
采购金额（亿元）	21.62	65.14	74.47	60.83
采购均价（元/克）	234.22	241.36	230.78	202.32

数据来源：根据公司提供资料整理

由于公司标准金采购主要为现款现货的模式，加之黄金单价较高，因此为了缓解业务扩张中采购环节的资金压力，公司近年来逐步扩大黄金租赁的规模。公司通过银行租入黄金后即销售给上海金交所，用以补充营运资金，到期后购入黄金归还银行。由于黄金租赁融资费率一般低于同期银行贷款利率，因此可有助于降低采购环节的资金成本。公司把黄金租赁业务指定为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债，若资产负债表日或租赁黄金归还日黄金市价低于租入日黄金市价，公司在此会计期间将确认公允价值变动收益；反之，公司将确认公允价值变动损失。当公司黄金租赁规模较大且金价波动较大时，公司因黄金租赁业务发生的公允价值变动损益将相应扩大。此外，公司在借金的同时，在期货交易所买进期货或与银行做锁价进行套期保值，降低金价大幅波动所带来的风险，主要采用远期期货合约和金交所黄金 T+D 交易工具。2017 年末公司黄金租赁期末未归还量为 7,146 千克，同比增长 45.18%，2018 年 3 月末公司黄金租赁期末未归还量为 6,647 千克。

2017 年，公司主要采取委托加工及批发销售的业务模式，同时拓展零售渠道；销售结算以先货后款为主，同时通过给予一定账期的方式吸引下游客户，公司承担一定的资金压力。

公司主要采用外包加工的生产模式，即根据下游客户需求，设计后，将采购的标准金交付给各外包加工商进行加工生产。公司委托加工产品以素金类产品为主，加工费率较低，加工成本在营业成本中占比不高。

公司销售模式主要以批发销售为主，2017 年，零售渠道规模同比扩大，销售区域主要集中在华东和华南地区。公司批发销售主要经

过经销商订单销售，根据客户提供的款式进行加工或为客户开发专门的珠宝首饰款式。销售价格由双方根据黄金市场价格、产品类型、账期等商议确定。由于黄金终端销售属于资金密集型业务，业内经销商存在一定的运营资金压力。因此，为了加强对下游经销商的吸引力，公司货款结算以先货后款为主，同时接受主要销售客户或部分优质客户的 180 天承兑汇票，账期均控制在 6 个月以内。在业务规模快速扩张的同时，公司承受一定的流动资金压力。2017 年，公司黄金珠宝销售前五名客户总销售金额为 20.98 亿元，占黄金珠宝总销售额 26.48%。

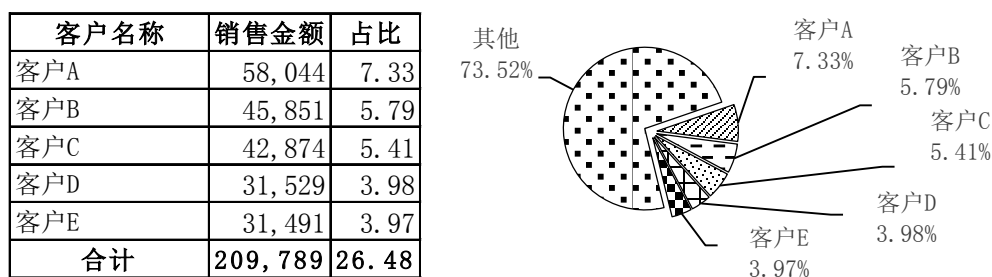


图 3 2017 年公司黄金珠宝销售前五名销售客户情况（单位：万元、%）

数据来源：根据公司提供资料整理

2016 年，刚泰控股完成对上海珂兰商贸有限公司（以下简称“珂兰商贸”）和广州市优娜珠宝首饰有限公司（以下简称“优娜珠宝”）的收购，加速了向零售渠道及网络销售等方面的延伸。公司提出互联网珠宝企业的发展战略，借助珂兰商贸获得线上销售能力。

2017 年，公司收购海外奢侈品珠宝品牌 BHI，新开 6 家门店，截至 2018 年 4 月末共实现销售收入 8,747.15 万元。

3、房地产

公司地产板块正发生重大战略转移，未来将逐渐退出住宅地产，转向综合型旅游地产开发，重点项目武夷山项目正在前期建设，长期运营效益尚存在一定的不确定性。

公司房地产业务仍主要由刚泰置业经营。公司房地产业务主要区域为上海市、台州市和甘肃省，累计开发土地面积 80 余万平方米。公司房地产业务规模较小，由于拿地时间较早，项目收益情况较好。

截至 2018 年 3 月末，公司艺泰一品一期项目累计净收益 2.34 亿



元。公司地产项目一般可获得近 60% 的贷款融资，但在建及拟建项目仍面临一定的资金需求。目前在建项目包括刚泰国际中心和武夷山生态园等，地产业务面临一定的资金压力。

近年来，鉴于房地产行业竞争激烈，取得土地成本较高，公司已逐步退出住宅地产市场，除正在开发的住宅项目外，公司已基本不再通过“招拍挂”形式取得新的土地使用权，并逐步向旅游地产方向发展，重点建设“福建刚泰武夷天堂文化旅游综合体项目”（以下简称“武夷天堂”）。除在建和拟建项目以外，公司无其他土地储备。2017 年以来，公司新获土地面积约 70 万平方米，均为武夷天堂项目用地。2017 年，新开工项目为刚泰国际中心一期。

刚泰国际中心一期已于 2017 年 3 月开工，住宅项目已投资 8.48 亿元，二期项目尚未开工。公司武夷天堂项目计划投资 12.36 亿元，截至 2018 年 3 月末，已投入 3.40 亿元，一期工程计划于 2018 年末完工，并开放景区投入试运营。

现有房地产在建项目仍将是公司未来地产业务的主要收入来源，旅游地产有望成为公司新的收入利润增长点。刚泰国际中心和武夷天堂项目具备较好的发展前景，为公司房地产板块战略转型的重点项目，现处于前期建设阶段，长期来看，其运营效益尚存在不确定性。

表 6 2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司商业租赁运营情况

指标	2018 年 1~3 月	2017 年	2016 年	2015 年
租金收入（万元）	889	4,309	3,182	2,821
运营面积（万平方米）	18.54	18.54	20.07	20.07
出租率（%）	81.00	96.10	83.57	83.46

数据来源：根据公司提供资料整理

公司商业租赁物业主要包括刚泰国际大厦、祝桥工业园、周浦酒店、台州厂房和艺泰安邦商铺及办公楼等，总面积 18.54 万平方米。公司商业地产主要为自持并收取租金收入。

综合来看，公司房地产业务规模较小，未来公司将逐渐退出住宅地产板块，转向综合型旅游地产开发，重点项目刚泰国际中心和武夷山项目正处在前期建设阶段，长期运营效益尚存在一定的不确定性。

4、物资贸易

公司物资贸易业务仍全部由公司本部经营，经营品种包括石油化



工品、燃料油等。

公司贸易主要同上游大型国内贸易商进行交易，销售给下游中小型贸易商。2017 年，公司物资贸易业务量大幅增加，扩展国际贸易业务，同时下属子公司本报告期开始从事保理业务。公司贸易规模迅速扩大，对公司资金周转和风险控制提出更高的要求。

（三）盈利能力

公司仍主要从事黄金开采及黄金珠宝销售、房地产开发和物资贸易业务，黄金珠宝是收入和毛利润的主要来源；2017 年，物资贸易业务和房地产收入大幅增长，同时黄金批发业务量减少，黄金珠宝业务收入大幅下降；2018 年 1~6 月，公司黄金业务同比增长但毛利率大幅下降。

公司主要从事黄金开采及黄金珠宝销售、房地产开发和物资贸易业务，黄金珠宝业务仍是公司收入和利润主要来源。

分板块来看，2017 年，公司黄金珠宝销售业务向零售转型，主动减少批发业务量，收入下降 23.95%，其中黄金珠宝销售的素金类产品收入下降 24.56%；公司房地产业务规模不大，逐渐减少住宅类地产开发项目。物资贸易业务收入大幅增长，贸易品种包括燃料油、有色金属、化工材料等。公司其他业务包括混凝土建材、影视文化娱乐，2017 年影视文化娱乐收入 2.04 亿元。

从毛利率来看，2017 年，毛利率同比上升 2.09 个百分点，分板块来看，主要是黄金珠宝销售业务收入中，毛利较低的素金类产品收入大幅下降，毛利较高的镶嵌类收入和毛利率同时增长，带动综合毛利率上升；同时，房地产业务收入和毛利润同比大幅增加，主要是由于刚泰置业新增代建收入 6.30 亿元，毛利率为 18.61%；其他业务中，影视文化娱乐毛利率 51.98%，包括文化艺术交流和策划等业务，毛利率较高。

**表 7 2015~2017 年及 2018 年 1~6 月公司营业收入及毛利润构成情况（单位：亿元、%）**

项目	2018 年 1~6 月		2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	34.19	100.00	134.33	100.00	132.60	100.00	110.44	100.00
黄金珠宝类	55.27	71.56	79.23	58.98	104.20	78.58	88.39	80.03
其中：矿产黄金	-	-	2.06	1.53	1.91	1.44	0.50	0.45
黄金珠宝销售	-	-	77.17	57.45	102.29	77.14	87.89	79.59
房地产开发	1.31	1.70	14.71 ²	10.95	8.67	6.54	9.62	8.71
物资贸易	19.56	25.32	32.01	23.84	14.43	10.88	10.76	9.74
其他	1.10	1.42	8.38	6.23	5.29	4.00	1.67	1.51
毛利润	7.67	100.00	21.88	100.00	18.83	100.00	10.27	100.00
黄金珠宝类	5.93	77.21	12.76	58.32	12.96	68.83	6.91	67.34
其中：矿产黄金	-	-	1.20	5.48	1.00	5.31	-0.21	-2.02
黄金珠宝销售	-	-	11.55	52.79	11.96	63.52	7.12	69.36
房地产开发	0.59	7.68	4.01	18.33	2.66	14.13	2.52	24.51
物资贸易	0.17	2.21	0.38	1.74	0.19	1.06	0.02	0.18
其他	0.99	12.89	4.73	21.62	3.00	15.99	0.82	7.97
毛利率	9.93		16.29		14.20		9.30	
黄金珠宝类	10.78		16.10		12.44		7.82	
其中：矿产黄金	-		58.42		52.36		-41.81	
黄金珠宝销售	-		14.97		11.69		8.10	
房地产开发	43.21		27.26		30.68		26.15	
物资贸易	0.23		1.19		1.32		0.17	
其他	90.99		56.59		56.71		48.97	

数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年 1~6 月，公司营业收入同比增长 40.53%，毛利率同比下降 3.61 个百分点。其中，黄金珠宝类毛利率大幅下降，主要由于公司改变销售模式，降低利润方式去库存；房地产业务收入同比下降较多；贸易业务收入同比大幅增长。

² 根据公司提供资料，房地产收入中包含代建收入 6.30 亿元。



偿债来源

2018 年 1~6 月，公司黄金业务利润大幅下降，期间费用与资产减值损失大幅增加，导致营业利润出现亏损；2017 年以来，公司经营性现金流继续保持净流出状态，且净流出规模大幅扩大，无法形成有效偿债来源；2018 年 6 月末，公司存货和应收账款规模大幅增长，周转效率均持续下降，同时，公司预付款项和其他应收款大幅增长，对资金形成较大的占用，回收风险加大，资产流动性较差；公司受限资产规模较大，子公司股权质押较多且部分股权被司法冻结，部分债务出现违约情形且银行贷款出现续贷困难情况，公司通过融资获取资金来源的渠道大幅缩紧。

偿债来源指数：偿债来源在评级矩阵中的位置



C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA
---	----	-----	---	----	-----	---	----	-----

（一）盈利

2017 年，公司营业利润保持增长，其中非经常性损益占比较大；期间费用继续大幅增长；少数股东损益在净利润中占比较高；2018 年 1~6 月，期间费用同比大幅增长且资产减值损失较多，导致营业利润出现亏损。

2017 年，公司营业利润为 10.70 亿元，同比增长 17.68%；利润总额为 10.62 亿元，净利润为 6.07 亿元，同比均有所增长，主要由于投资收益增长；归属于母公司所有者的净利润为 3.17 亿元，少数股东损益为 3.63 亿元，少数股东损益在净利润的占比较高。

2017 年，公司期间费用仍大幅增长，同比增长 27.59%；其中，销售费用同比增长 39.13%，主要是由于工资和租赁物业等费用增加；随着公司融资需求上升，财务费用同比增加 33.75%。资产减值损失 1.44 亿元，其中坏账损失 1.03 亿元；公允价值变动收益 1.05 亿元，以及主要来自投资性房地产增值；投资收益 3.37 亿元，同比大幅增长，主要为处置长期股权投资收益 2.04 亿元。

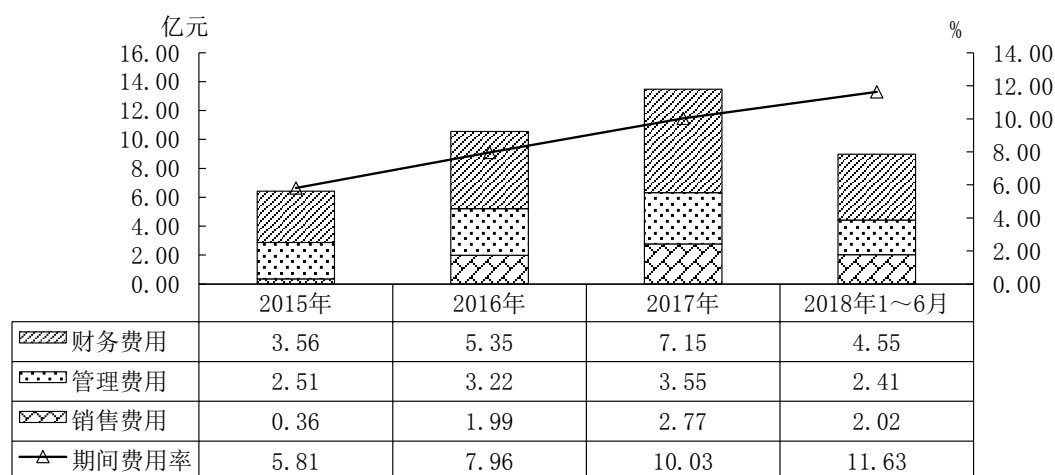


图 4 2015~2017 年及 2018 年 1~6 月公司期间费用情况

2018 年 1~6 月，公司利润总额和净利润分别为-1.00 亿元和 -1.82 亿元，同比分别下降 122.41%和 164.08%，均出现亏损，2018 年上半年公司黄金珠宝类业务采取薄利多销方式清理库存，毛利率下降，营业规模扩大的同时相应费用支出增加；投资收益同比减少 0.45 亿元；期间费用 8.99 亿元，占营业收入比重为 11.63%，继续大幅增长；资产减值损失 1.00 亿元，同比大幅增长；公允价值变动收益大幅减少，主要为黄金租赁业务导致；归属于母公司所有者的净利润为 -2.30 亿元，主要由于黄金业务营业规模扩大的同时费用支出扩大，导致亏损；少数股东损益为 0.48 亿元，少数股东损益在净利润的占比较高。

总体来看，2017 年公司营业利润保持增长，但利润中非经常性损益占比较大；2018 年 1~6 月，公司期间费用同比大幅增长且资产减值损失较多，导致营业利润出现亏损。

（二）自由现金流

2017 年以来，公司经营性现金流继续保持净流出状态，且净流出规模大幅扩大，无法形成有效偿债来源；2015 年以来，公司并购资产较多导致投资性净现金流持续大规模净流出。

2017 年，公司经营性现金流净流出规模大幅扩大至 15.72 亿元，由于销售收到的现金减少，应收款项收回减少，同时支付的往来款增长，存货大幅增长导致；因收购及投资子公司，公司投资性净现金流持续大规模净流出，公司投资性现金流净流出为-31.14 亿元，投资



BHI 和购置资产等支付大量现金，2015 年以来，多次并购重组资产导致公司投资性现金流大规模流出，资金支出压力较大。

2018 年 1~6 月，公司经营性净现金流为-28.46 亿元，由于公司经营性资金需求增加、预付账款增加以及往来款增加，净流出规模大幅增长；由于投资活动减支出减少，投资性净现金流为 9.12 亿元。

总体来看，公司经营性净现金流大规模净流出进一步扩大，无法对债务和利息形成保障，公司面临较大的现金流压力。

（三）债务收入

2017 年以来，公司筹资性现金流净流入有所下降，业务规模调整扩张的同时公司面临较大的现金流压力，融资需求相应上升；债务融资渠道以银行借款为主；2018 年以来，公司部分债务出现违约情形且银行贷款出现续贷困难情况，公司通过融资获取资金来源的渠道大幅缩紧。

2017 年，公司筹资性净现金流为 32.21 亿元，同比减少 11.64 亿元。2018 年 1~6 月，公司筹资性净现金流为 1.12 亿元，净流入金额同比大幅下降，主要由于公司出现短期流动性风险，偿还债务金额大幅增加所致。受黄金珠宝先货后款的结算方式影响以及公司经营扩展模式，公司面临较大的现金流压力。

公司债务融资以银行借款为主，上市子公司刚泰控股具有股权融资渠道。此外，公司于 2016 年在债券市场公开发行 10.00 亿元公司债券进行融资。截至 2018 年 6 月末，银行授信额度合计 64.98 亿元，较 2017 年末减少 0.14 亿元，未使用额度为 20.71 亿元。2018 年以来，公司部分银行贷款出现续贷困难及银行账户被冻结情况，目前部分债务已出现违约情形，资金流动性缩紧，无法对债务和利息形成保障。

表 8 2015~2017 年及 2018 年 1~6 月债务融资情况分析（单位：亿元）

财务指标	2018 年 1~6 月	2017 年	2016 年	2015 年
筹资性现金流入	54.47	129.57	182.36	131.62
借款所收到的现金	38.77	89.13	98.75	106.55
筹资性现金流出	53.35	97.36	138.50	63.25
偿还债务所支付的现金	45.86	62.95	132.63	59.19

数据来源：根据公司提供资料整理

（四）外部支持

公司获得的外部支持主要为政府补助。2017 年计入其他收益政府补助 0.27 亿元，在偿债来源构成中占比很小，对公司偿债贡献有限。2017 年 12 月，公司股东对公司增资 56,120 万元。

（五）可变现资产

2018 年 6 月末，公司存货和应收账款规模增长较快且规模较大，周转效率大幅下降；预付款项和其他应收款大幅增长，对资金形成较大的占用，回收风险加大，资产流动性较差；因收购而产生的较大规模黄金珠宝类商誉资产存减值风险；公司受限资产规模较大，部分银行账户被冻结，子公司股权质押较多且部分股权被司法冻结，公司通过融资获取资金来源的渠道大幅缩紧。

2017 年末及 2018 年 6 月末，公司总资产分别为 331.93 亿元和 331.24 亿元，以流动资产为主。

公司流动资产主要由存货、货币资金、应收账款和其他流动资产构成。2017 年末，公司流动资产为 221.47 亿元，以上四项合计占比为 91.25%。

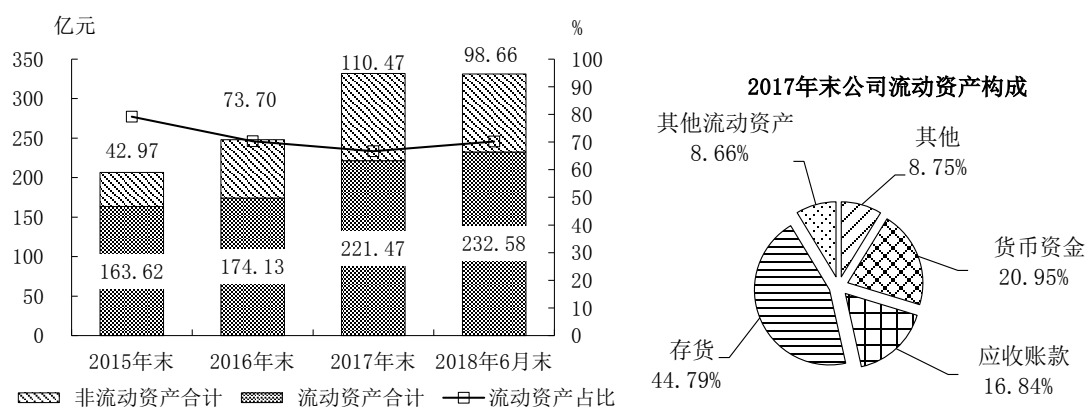


图 5 2015~2017 年末及 2018 年 6 月末公司资产构成情况

2017 年末，公司存货为 99.20 亿元，同比增长 45.97%，主要为刚泰控股黄金珠宝业务建设零售渠道，终端铺货使发出商品大幅增至 33.72 亿元，公司第四季度加大批发业务力度，发出商品均为 2017 年 12 月交易签约。公司存货以黄金业务的发出商品、库存商品、房地产业务的开发成本为主，分别占比 33.99%、21.77%和 21.60%。2017 年末，公司计提存货跌价准备 582.34 万元，基本来自黄金业务库存



商品及在产品。2018 年 6 月末，公司存货为 109.30 亿元，较 2017 年末进一步增长。

2017 年末，公司货币资金为 46.40 亿元，同比增长 18.60%，主要包括银行存款 34.28 亿元和其他货币资金 12.11 亿元，其中，受限货币资金为 25.68 亿元，同比大幅增长，主要是定期存款存单质押 14.80 亿元，履约保证金 3.51 亿元、租借黄金保证金 3.37 亿元等。2018 年 6 月末，公司货币资金为 21.00 亿元，较 2017 年末减少 54.73%，主要由于偿还了部分银行借款及债券导致，其中受限货币资金 18.42 亿元。

2017 年末，公司应收账款为 37.31 亿元，同比增长 142.93%，主要由于第四季度为达到营业计划加大批发力度，已计提 1.93 亿元坏账准备；按账龄计提的应收账款中，一年以内占比超过 85%。2018 年 6 月末，公司应收账款为 33.00 亿元，规模较大。

2017 年末，公司其他流动资产为 19.18 亿元，同比变化不大，主要为购买的理财产品，其中购买的中吉金投资管理有限公司 100,000 万元理财产品、购买的深圳济商商业保理有限公司 25,000 万元产品及购买的厦门银行 4,790 万元定期理财产品。2018 年 6 月末，公司其他流动资产 18.94 亿元，较 2017 年末下降 1.20%。

2017 年末，公司预付款项为 6.35 亿元，同比有所减少；2018 年 6 月末，公司预付款项为 25.75 亿元，较 2017 年末增长 305.40%，主要是预付给供应商的贸易款较年初增加了 16.74 亿元，前五名合计占比为 85.18%，较为集中，形成对流动资产的占用。

2017 年末，公司其他应收款为 9.62 亿元，同比减少 51.00%；2018 年 6 月末，公司其他应收款为 20.69 亿元，较 2017 年末增长 115.14%，主要为和关联企业的往来款，对流动资金形成较大占用。

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、投资性房地产、商誉、在建工程和固定资产构成。2017 年末，公司非流动资产为 110.47 亿元，同比增长 49.89%，以上五项合计占比 87.02%。

2017 年末，公司可供出售金融资产为 29.31 亿元，同比增长 113.62%，主要为增加对浙江浙商产融股权投资基金合伙企业（有限合伙）投资 8 亿元，对上海乐进投资合伙企业（有限合伙）投资 7 亿



元。2018 年 6 月末，公司可供出售金融资产为 20.44 亿元，较 2017 年末下降 30.26%，由于处置了上海乐进投资合伙企业（有限合伙）、宁波中城股权投资管理有限公司公司股权，收回投资 8.50 亿元。

2017 年末，公司投资性房地产为 27.28 亿元，同比增长 4.03%，主要来自刚泰国际大厦以及部分商铺，受限投资性房地产 22.76 亿元，受限原因是融资抵押和对外抵押。2017 年末，公司投资性房地产建筑面积 18.54 万平方米，账面原值 4.45 亿元。2018 年 6 月末，公司投资性房地产较 2017 年末略有减少。

2017 年末，公司商誉为 25.84 亿元，同比增长 118.50%，主要包括 2017 年新增收购 BHI 计商誉 14.04 亿元，2015 年收购珂兰商贸计商誉 4.82 亿元、收购北京瑞格嘉尚文化传播有限公司（以下简称“瑞格传播”）计商誉 3.45 亿元、收购国鼎黄金有限公司（以下简称“国鼎黄金”）计商誉 1.67 亿元、收购优娜珠宝计商誉 1.67 亿元，其中国鼎黄金、优娜珠宝、瑞格传播未完成 2017 年业绩承诺，存在较大减值风险。2017 年末公司已计提 0.12 亿元减值准备。2018 年 6 月末，公司商誉无较大变化。

2017 年末，公司在建工程 7.57 亿元，同比增长 270.42%，主要是武夷山综合项目本年增加 5.36 亿元。2018 年 6 月末，公司在建工程 7.32 亿元，略有减少。

2017 年末，公司固定资产为 6.13 亿元，同比增长 30.44%，主要为房屋及建筑物等，增长由于合并 BHI 房屋建筑物增加。2018 年 6 月末，公司固定资产 6.58 亿元，较 2017 年末增长 7.31%。

截至 2017 年末，公司可变现资产价值为 208.65 亿元，可变现资产主要包括货币资金、应收账款和存货，其中货币资金主要为银行存款。

截至 2018 年 6 月末，公司受限资产总额 64.44 亿元，占总资产比例 19.45%，占净资产的 43.74%，规模较大。其中，受限货币资金为 18.42 亿元，在货币资金中占比 87.69%，占比较大；用于抵押的存货账面价值 23.01 亿元、固定资产账面价值 1.37 亿元、投资性房地产账面价值 21.10 亿元。此外，截至 2018 年 6 月末，公司所持有的刚泰控股股权、刚泰矿业股权及其派生权益、福建刚泰武夷天堂文



化旅游集团有限公司股权、BHI 股权、国鼎黄金、上海益流置业发展有限公司股权及台州博泰房地产开发有限公司等全部质押用于融资，对再融资能力造成较大影响。此外，公司股权及刚泰置业、刚泰控股、上海刚泰房地产发展有限公司、刚泰控股（上海）有限公司等子公司股权均已被冻结，截至 2018 年 8 月 31 日，公司所持下属子公司股权合计 13.26 亿元被司法冻结，其中 2.62 亿元为轮候冻结。公司股东所持公司 7.30 亿元股权被司法冻结，其中 0.40 亿元为轮候冻结。

2015~2017 年及 2018 年 1~6 月，公司存货周转天数分别为 141.60 天、175.38 天、267.57 天和 269.74 天，周转效率较低且持续下降；应收账款周转天数分别为 36.21 天、36.96 天、70.57 天和 81.92 天，周转效率较低，且黄金珠宝业务采用先货后款的下游结算方式使得应收账款周转效率持续下降。

综上所述，2018 年 1~6 月，公司黄金业务利润大幅下降，期间费用与资产减值损失大幅增加，导致营业利润出现亏损；2017 年以来，公司经营性现金流继续保持净流出状态，且净流出规模大幅扩大，无法形成有效偿债来源；2018 年 6 月末，公司存货和应收账款规模大幅增长，周转效率均持续下降，同时，公司预付款项和其他应收款大幅增长，对资金形成较大的占用，回收风险加大，资产流动性较差；因收购而产生的较大规模黄金珠宝类商誉资产存减值风险；公司受限资产规模较大，子公司股权质押较多且部分股权被司法冻结，部分债务出现违约情形且银行贷款出现续贷困难情况，公司通过融资获取资金来源的渠道大幅缩紧。



偿债能力

2017 年以来，公司总有息负债大幅增长且规模较大，已逾期有息债务 3.31 亿元，存在较大的偿债压力，同时公司以股权质押形式融资并签订远期回购协议，存在较大资金偿付压力；对外担保存在较大或有风险；2018 年上半年，公司利润亏损，盈利无法对债务和利息形成保障，同时现金及现金等价物余额较少，经营性净现金流大幅净流出，流动性还本付息能力较弱。

偿债能力指数：偿债能力在评级矩阵中的位置

C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA
---	----	-----	---	----	-----	---	----	-----

（一）存量债务分析

2018 年上半年公司新增逾期有息债务且单笔金额超过 0.10 亿元的合计 3.31 亿元，资金流动性缩紧，有息债务存在较大的偿付压力。公司以股权质押形式融资并签订远期回购协议，存在较大资金偿付压力；2017 年末公司少数股东权益大幅增长，在所有者权益中占比较高，不利于所有者权益结构的稳定。

2017 年末及 2018 年 6 月末，公司总负债分别为 181.14 亿元和 187.51 亿元，负债规模有所扩大，以非流动负债为主。

公司流动负债主要由短期借款、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债、其他应付款、一年内到期的非流动负债、应付账款和应交税费构成。2017 年末，公司流动负债 105.74 亿元，以上六项合计占比 91.83%。

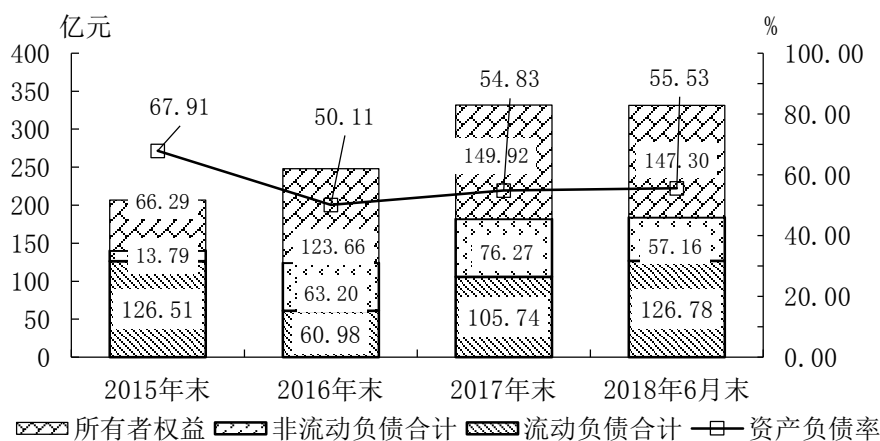


图 6 2015~2017 年末及 2018 年 6 月末公司负债合所有者权益情况



2017 年末，公司短期借款为 34.79 亿元，同比增长 73.95%，主要是保证借款和质押借款大幅增加。2018 年 6 月末，公司短期借款为 40.89 亿元，较 2017 年末增长 17.54%。公司因备货等经营活动，资金需求大幅增加。

2017 年末，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债为 19.82 亿元，同比增长 49.88%，主要来自子公司刚泰控股开展的黄金租赁业务，期末未归还黄金被确认为金融负债，黄金租赁规模继续增长。公司与银行签订了黄金租赁协议，公司向银行租入实物黄金，至租赁期满，返还银行相同规格和重量的黄金，到期后返还黄金的义务被确认为交易性金融负债。2018 年 6 月末，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债为 14.06 亿元。

2017 年末，公司其他应付款为 14.44 亿元，同比增长 74.86%，主要是与其他企业往来款增加。其他应付款主要由与关联方往来款和勘探费构成，2017 年公司转让子公司股权，内部往来款项转为外部款项。2018 年 6 月末，公司其他应付款为 13.42 亿元，较 2017 年末下降 7.08%。

2017 年末，公司一年内到期的非流动负债为 11.57 亿元，同比增长 161.07%，主要是一年内到期的其他非流动负债增加 5 亿元。2018 年 6 月末，公司一年内到期的非流动负债 27.66 亿元，较 2017 年末增长 139.10%，主要是长期借款调整为一年内到期的非流动负债。

2017 年末，公司应付账款为 9.46 亿元，同比增长 35.81%，主要因原材料采购规模增加。2018 年 6 月末，公司应付账款为 10.81 亿元，较 2017 年末增长 18.03%

2017 年末，公司应交税费为 7.32 亿元，同比增长 60.39%。2018 年 6 月末，公司应交税费 5.98 亿元，较 2017 年末下降 18.35%。

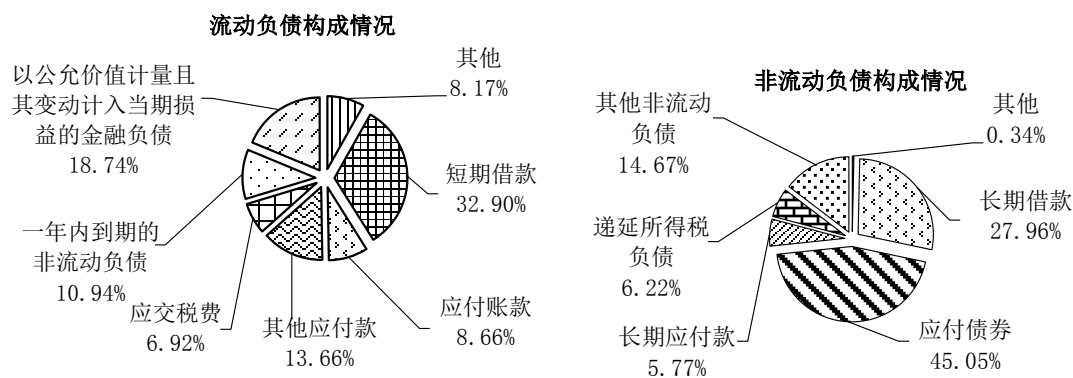


图 7 公司 2017 年末流动负债和非流动负债构成情况

公司非流动负债主要由应付债券、长期借款、其他非流动负债、递延所得税负债和长期应付款构成。2017 年末，公司非流动负债为 76.27 亿元，上述五项合计占比 99.66%。

2017 年末，公司应付债券为 34.36 亿元，主要新增刚泰集团发行非公开公司债券 10 亿元和子公司刚泰控股发行公开公司债券 5 亿元。2018 年 6 月末，公司应付债券 34.31 亿元，其中新增公司发行的国际债券 5.03 亿元，利率 9.75%。

2017 年末，公司长期借款为 21.32 亿元，同比下降 17.13%，主要为质押借款和抵押借款。其中，质押借款包括向中国华融资产管理股份有限公司浙江省分公司借款，刚泰集团以持有的刚泰矿业股权等为该笔借款提供质押担保，借款余额 12.00 亿元。2018 年 6 月末，公司长期借款为 5.75 亿元，较 2017 年末下降 73.03%，长期借款调整为一年内到期的非流动负债。

2017 年末，公司其他非流动负债 11.19 亿元，主要是中信证券金融衍生品交易融资，质押部分刚泰控股股权融资 2.21 亿元；华鑫信托股份有限公司融资款，质押融资余额 2.50 亿元；新增中国信达资产管理有限公司融资款，质押台州博泰房地产有限公司资产融资 10 亿元，其中 5 亿元为一年内到期。2018 年 6 月末，公司其他非流动负债 7.91 亿元，较 2017 年末下降 29.27%。

2017 年末，公司递延所得税负债为 4.74 亿元，同比增长 5.18%。2018 年 6 月末，公司递延所得税负债 4.53 亿元，较 2017 年末变化不大。

2017 年末，公司长期应付款 4.40 亿元，其中子公司上海刚泰影视传媒有限公司（以下简称“刚泰影视”）与国投瑞银资本管理有限



公司（以下简称“国投瑞银”）成立基金向影视产业等投资，刚泰影视作为劣后方出资 1.00 亿元，国投瑞银作为优先方出资 3.00 亿元；新增长期应付华龙证券股份有限公司 1.40 亿元，系刚泰控股与甘肃浙银天虹资本管理有限公司成立合伙企业“杭州富阳正信如金投资合伙企业（有限合伙）”，2017 年优先方九州证券股份有限公司变更为华龙证券股份有限公司，总规模由 2.10 亿元人民币变更为 2.38 亿元人民币，其中甘肃浙银天虹资本管理有限公司作为普通合伙人出资 100 元，刚泰控股作为劣后有限合伙人认缴出资 0.98 亿元人民币（实际出资 0.70 亿元人民币）；华龙证券股份有限公司代表其所管理的资产管理计划作为优先方出资 1.40 亿元人民币。2018 年 6 月末，公司长期应付款无变化。

2018 年上半年公司新增逾期有息债务且单笔金额超过 0.10 亿元的合计已逾期有息债务 3.31 亿元，资金流动性缩紧，有息债务存在较大的偿债偿付压力。

2017 年末以来，公司总有息负债大幅增长，以短期有息负债为主，部分公司债券于 2018 年下半年面临回售，集中偿债压力较大。

有息负债方面，2017 年末公司总有息债务 129.83 亿元，占总负债比重为 71.33%，短期有息债务在总债务中占比 53.72%，由于公司资金需求扩大，有息债务大幅增长。2018 年 6 月末，公司有息债务 135.01 亿元，较 2017 年末增长 3.99%。截至 2018 年 6 月末，公司未来一年到期有息债务为 90.54 亿元，短期有息债务占总总有息债务比重为 67.06%，短期内存在较大的偿债压力。

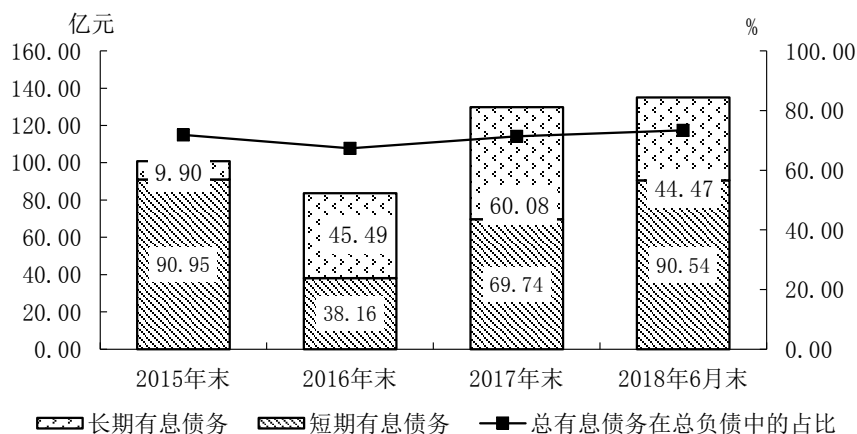


图 8 2015~2017 年末及 2018 年 6 月末公司存量债务结构

数据来源：根据公司提供资料整理



对外担保规模较大且关联方担保较多,公司及关联方涉及多起金融借款合同纠纷诉讼案,公司对外担保存在较大或有风险。

截至 2018 年 6 月末³,公司担保余额为 28.89 亿元,担保比率为 19.61%。上海天健投资发展有限公司、上海嘉弛贸易发展有限公司、上海刚泰实业有限公司(以下简称“刚泰实业”)等被担保公司涉及多起金融借款合同纠纷诉讼案。在对外担保企业中,刚泰实业为公司实际控制人徐建刚控制的企业。公司对外担保存在较大或有风险。

公司少数股东权益大幅增长,在所有者权益中占比较高,所有者权益结构的稳定性较弱。

2017 年末,公司所有者权益为 149.92 亿元,同比增长 21.24%,其中,实收资本 10.00 亿元,系 2017 年末股东增资 56,120 万元;资本公积 3.03 亿元,由于公司及公司下属上海刚泰矿业有限公司增持刚泰控股股票造成资本公积减少 2.05 亿元;归属于母公司所有者权益 44.12 亿元,同比增长 15.64%,少数股东权益为 105.80 亿元,同比增长 23.74%,在所有者权益中占比 70.57%,主要是收购 BHI 后少数股东权益增长。2018 年 6 月末,公司所有者权益有所减少。公司少数股东权益大幅增长,在所有者权益中占比较高,不利于所有者权益结构的稳定。

2016 年 4 月,刚泰集团与北京汇通融致投资管理有限公司、华融汇通资产管理有限公司、深圳市红塔资产管理有限公司(以下简称“红塔资管”)共同出资设立浙江汇通刚泰股权投资基金合伙企业(有限合伙)(以下简称“汇通刚泰”),注册资本 60 亿元人民币。合伙企业管理人为刚泰集团和北京汇通融致投资管理有限公司,执行事务合伙人为刚泰集团,刚泰集团作为劣后合伙人出资人民币 12 亿元。汇通刚泰运营期限为 5 年(3+1+1),在第三年和第四年届满时,如刚泰集团、汇通融致和华融资管一致同意,汇通刚泰的运营期限则延长一年。

根据合伙协议及相关补充协议的规定,除刚泰集团外,其他合伙人的收益获得了较高程度的保障,且合伙企业的相关活动已经确定为成立资产管理计划,投资刚泰集团控制的刚泰控股的股票。刚泰集团

³ 公司未提供 2018 年 6 月末对外担保明细情况。



是合伙企业运作中剩余风险和报酬的承担者，且可通过其对合伙企业、被投资上市公司的相关活动的主导影响其可变回报，公司对汇通刚泰具有控制权。公司将持有的刚泰控股股票收益权全部质押给红塔资管，若刚泰控股收盘价低于设定价格，公司需要补足现金或追加质押物，否则可能引发质权人对质押股份的平仓行为。

（二）偿债能力分析

2018 年上半年，公司利润亏损，盈利无法对债务和利息形成保障，同时现金及现金等价物余额较少，经营性净现金流大幅净流出，流动性还本付息能力较弱。

流动性偿债来源以货币资金、债务收入和经营性净现金流为主。2017 年，公司经营性净现金流大额净流出，现金及现金等价物期末余额为 8.70 亿元。截至 2018 年 6 月末，公司货币资金 21.00 亿元，受限比重超过 85%，可用货币资金规模较少；现金及现金等价物余额 2.58 亿元，较 2017 年末下降 93.78%，由于公司出现短期流动性危机，使用现金偿还了大量债务，导致期末现金等价物大幅减少。

公司清偿性偿债来源为可变现资产，应收账款规模较大，另外多个主要子公司股权质押，对资产变现能力产生一定负面影响。2017 年，公司可变现资产对于当前负债的覆盖率 1.15 倍。

表 9 2017~2018 年公司三个平衡关系（单位：倍）

三个平衡关系	2017 年	2018 年 F
流动性还本付息能力	0.42	0.09
清偿性还本付息能力	1.15	1.01
盈利对利息覆盖能力	2.55	0.85

数据来源：公司提供、大公测算

2018 年上半年，公司利润亏损，盈利无法对债务和利息形成保障，同时现金及现金等价物余额较少，经营性净现金流大幅净流出，流动性还本付息能力较弱

结论

综合来看，公司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。2018 年以来信用供给偏紧，使得企业融资面临一定压力；公司主要从事黄金开采及黄金珠宝销售、房地产开发和物资



贸易业务，黄金珠宝是收入和毛利润的主要来源。2018 年 1~6 月，公司黄金业务利润大幅下降及期间费用持续大幅增长导致营业利润出现较大亏损。公司经营性现金流净流出规模大幅扩大，无法对债务和利息形成保障；债务融资渠道以银行借款为主，具有股权融资渠道；2018 年以来，公司部分银行贷款出现续贷困难情况，资金流动性缩紧，部分银行账户被冻结，目前部分债务已出现违约情形，涉及多个诉讼。2018 年 6 月末，公司存货和应收账款规模较大，周转效率均持续下降，同时，公司预付款项和其他应收款大幅增长，对资金形成较大的占用；公司因融资质押受限资产规模较大，且多个子公司股权用于融资质押，所持下属子公司股权合计 13.26 亿元被司法冻结，对再融资能力造成较大不利影响。公司总有息负债大幅增长，已逾期有息债务 3.31 亿元，存在较大的偿债压力；对外担保存在较大或有风险。

综合分析，大公对公司“16 刚集 01”、“16 刚集 02”信用等级调整为 B，主体信用等级调整为 B，评级展望调整为负面。



附件 1

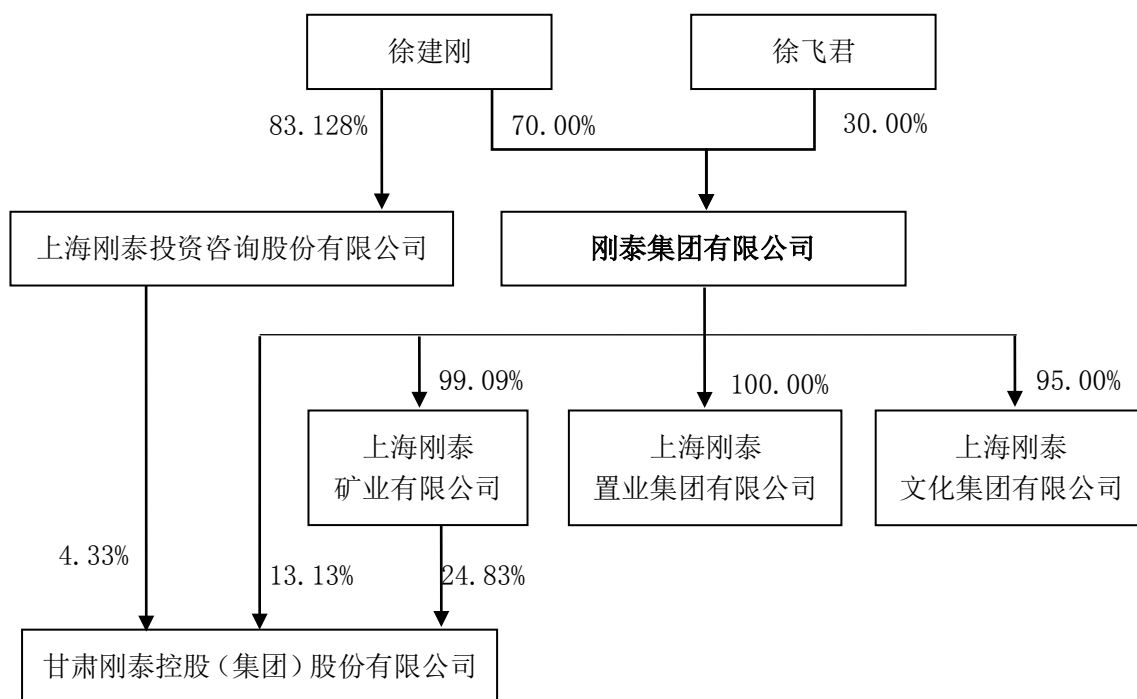
报告中相关概念

概念	含义
偿债环境	偿债环境是指影响发债主体偿还债务能力的外部环境。
信用供给	信用供给是指一国中央政府为满足本国发展需要对宏观信用资源的供给能力。
信用关系	信用关系是由债权人与债务人构成的借贷关系。
财富创造能力	财富创造能力是指债务人的盈利能力，它是偿还债务的源泉和基石。
偿债来源	偿债来源是指债务主体在偿还债务时点上保障各项事务正常进行所需流动性后剩余可支配资金。
偿债来源安全度	偿债来源安全度通过确定偿债来源与财富创造能力的偏离度来判断。偿债来源偏离度是指债务主体的可用偿债来源与以财富创造能力为基础形成的偿债来源之间的距离，偏离度越小，说明债务主体的偿债来源与财富创造能力的距离越小，偿债来源可靠性越强。
偿债能力	偿债能力是指债务主体在评级有效期内的最大安全负债数量区间，分为总债务偿付能力、存量债务偿付能力、新增债务偿付能力。
清偿性还本付息能力	清偿性还本付息能力是指债务人丧失可持续经营能力时的债务偿还能力，是时期偿债来源与负债的平衡。
流动性还本付息能力	流动性还本付息能力是指债务人维持可持续经营能力的债务偿还能力，是时点偿债来源与负债的平衡。
盈利对利息的覆盖能力	盈利对利息的覆盖能力是指债务人新创造价值对全部债务利息的偿还能力。



附件 2

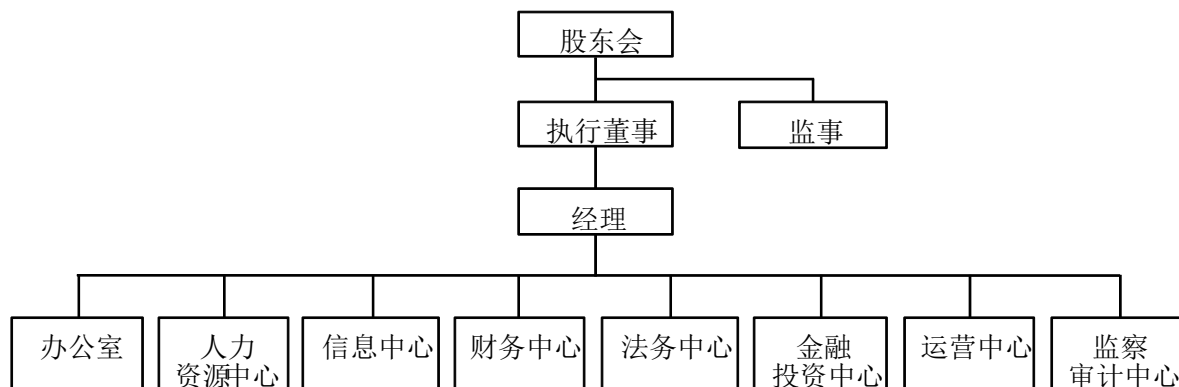
截至 2018 年 6 月末刚泰集团有限公司股权结构及主要子公司





附件 3

截至 2018 年 6 月末刚泰集团有限公司组织结构图





附件 4

刚泰集团相关数据表格

2017 年及 2018 年 1~6 月子公司刚泰控股主要财务情况（单位：亿元、%）

期间	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	毛利率	净利润	经营性净现金流
2018 年 1~6 月	131.61	52.70	54.13	9.88	1.05	-7.78
2017 年	128.99	52.11	82.18	17.63	5.62	-15.87

截至 2017 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保企业	担保余额	到期时间
浙江邦盛贸易发展有限公司	1,800	2018.9.7
	4,000	2019.2.28
上海刚泰实业有限公司	18,000	2019.2.26
	10,000	2019.3.9
	44,200	2018.11.21
	50,000	2019.12.20
上海嘉弛贸易发展有限公司	3,800	2018.5.25
上海鸿内贸易发展有限公司	1,300	2019.6.5
	3,000	
上海天健投资发展有限公司	8,000	2019.2.13
玛蒂亚有限公司	2,611 万欧元	2018.9.19
	907 万欧元	2018.10.18
	2,611 万欧元	2018.9.21
	621.8 万欧元	2018.6.22
合计	194,534	-

数据来源：根据公司提供资料整理

2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司房地产销售情况

指标	2018 年 1~3 月	2017 年	2016 年	2015 年
销售面积（万平方米）	0.05	0.62	5.31	6.04
销售均价（元/平方米）	32,270	31,835	17,124	15,933
新开工面积（万平方米）	0.69	10.40	-	8.96
在建面积（万平方米）	19.28	8.88	0	2.86
新竣工面积（万平方米）	-	-	-	29.60
新获土地面积（万平方米）	50.97	19.43	-	-
拿地支出金额（亿元）	1.04	0.39	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理



附件 4-1

刚泰集团相关数据表格

截至 2018 年 3 月末公司已竣工项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	位置	项目类型	拿地时间	建设起止年月	规划建筑面积	总投资金额	已售比例 (%)	累计净收益额
泰苑公寓	上海	住宅	2000 年	2000.09-2001.12	4.12	0.94	100	0.21
文馨苑	上海	住宅	2000 年	2000.06-2002.12	5.42	1.05	100	0.25
艺泰安邦（共八期）	上海	住宅	2004 年	2004.12-2013.09	58.39	23.87	100	8.43
刚泰河滨城（共五期）	陇南	住宅	2009 年	2009.11-2014.11	14.74	3.18	100	1.03
浪琴水岸花园	上海	住宅	2004 年	2004.06-2007.08	10.93	4.31	99	1.32
刚泰国际大厦 ⁴	上海	商业	2007 年	2007.07-2012.11	3.15	1.94	17	-
刚泰尚品 ⁵	台州	住宅	2010 年	2010.11-2013.09	9.32	-	-	-
刚泰臻品 ⁶	台州	住宅	2008 年	2010.10-2015.12	13.51	-	-	-
艺泰一品花园一期	上海	住宅	2002 年	2012.12-2015.08	16.10	15.62	76	2.34
合计	-	-	-	-	135.68	-	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2018 年 3 月末公司在建及拟建项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	位置	项目类型	起止时间	规划建筑面积	计划投资金额	自筹比例 (%)	已投资金额
艺泰一品花园二期	上海	住宅	2012.12-待定	12.76	12.38	35.00	2.73
西和刚泰大酒店	陇南	商业	2011.04-待定	2.89	0.72	100.00	0.64
刚泰国际中心一期	台州	住宅	2017.03-待定	10.41	12.10	35.00	8.48
刚泰国际中心二期	台州	商业	报批备建	45.05	21.90	35.00	4.69
刚泰工艺美术用品制造及加工厂	上海	工业	方案设计	8.88	5.60	35.00	1.37
武夷山生态园一期	武夷	商业	方案设计	10.60	12.36	40.00	3.40
合计	-	-	-	90.59	65.06	-	21.31

数据来源：根据公司提供资料整理

⁴ 刚泰国际大厦剩余 83%未售面积已转为投资性房地产。⁵ 因处置子公司股权，已转让。⁶ 因处置子公司股权，已转让



附件 4-2

刚泰集团相关数据表格

截至 2018 年 6 月末及 2017 年末公司其他应收款前五名情况(单位:万元、%)

单位名称	款项性质	年末 余额	年限	占余额的 比例
2018 年 6 月末				
台州路桥邦盛贸易发展有限公司	往来款	47,103	1 年以内	19.88
上海弘盈投资管理公司	股权转让款	20,000	1 年以内	8.44
上海正声绿化工程有限公司	往来款	19,422	1 年以内	8.20
		72	1-2 年	0.03
上海鸿内贸易发展有限公司	往来款	17,645	1 年以内	7.45
上海滕艺贸易有限公司	往来款	290	1 年以内	0.12
		16,958	1-2 年	7.16
		4	2-3 年	0.00
合计	-	121,494	-	51.28
2017 年末				
上海滕艺贸易有限公司	往来款	17,040	1 年以内	16.52
台州盛泰房地产有限公司	往来款	5,216	1 年以内	5.06
		242	1-2 年	0.23
中信证券股份有限公司-北京分部	保证金	5,381	1 年以内	5.21
上海臻前实业有限公司	往来款	5,019	1 年以内	4.86
兰州铭远地质勘查有限公司	往来款	5,000	1 年以内	4.85
合计	-	37,898	-	36.73

数据来源：根据公司提供资料整理



附件 5

刚泰集团（合并）主要财务指标

（单位：万元）

资产类				
项目	2018 年 1~6 月	2017 年	2016 年	2015 年
货币资金	210,047	464,032	391,252	414,100
应收账款	330,019	373,059	153,567	118,736
其他应收款	206,874	96,159	196,241	460,209
预付款项	257,503	63,518	71,491	37,950
存货	1,093,047	991,982	679,595	428,929
其他流动资产	189,483	191,779	193,102	10,286
流动资产合计	2,325,814	2,214,662	1,741,338	1,636,241
可供出售金融资产	204,392	293,067	137,190	12,660
长期股权投资	15,694	36,892	56,495	16,581
投资性房地产	259,780	272,804	262,225	230,550
固定资产	65,810	61,326	47,015	46,065
在建工程	73,249	75,712	20,440	5,385
无形资产	43,959	43,845	39,538	36,513
商誉	258,364	258,374	118,246	52,313
其他非流动资产	41,677	41,677	47,881	6,783
非流动资产合计	986,562	1,104,684	737,014	429,736
资产总计	3,312,376	3,319,346	2,478,352	2,065,977
占资产总额比 (%)				
货币资金	6.34	13.98	15.79	20.04
应收账款	9.96	11.24	6.20	5.75
其他应收款	6.25	2.90	7.92	22.28
存货	7.77	29.88	27.42	20.76
其他流动资产	33.00	5.78	7.79	0.50
流动资产合计	70.22	66.72	70.26	79.20
可供出售金融资产	6.17	8.83	5.54	0.61
长期股权投资	0.47	1.11	2.28	0.80
投资性房地产	7.84	8.22	10.58	11.16
固定资产	1.99	1.85	1.90	2.23
在建工程	2.21	2.28	0.82	0.26
无形资产	1.33	1.32	1.60	1.77
商誉	7.80	7.78	4.77	2.53
其他非流动资产	1.26	1.26	1.93	0.33
非流动资产合计	29.78	33.28	29.74	20.80



附件 5-1

刚泰集团（合并）主要财务指标

（单位：万元）

负债类				
项目	2018 年 1~6 月	2017 年	2016 年	2015 年
短期借款	408,922	347,913	200,013	673,948
应付账款	58,350	91,598	67,448	151,278
其他应付款	134,194	144,414	82,589	141,043
应交税费	59,764	73,198	45,638	32,721
一年内到期的非流动负债	276,620	115,691	44,313	111,203
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	140,607	198,208	132,241	100,383
流动负债合计	1,267,817	1,057,430	609,781	1,265,102
长期借款	57,515	213,249	257,333	98,973
应付债券	343,138	343,586	197,593	0
长期应付款	44,000	44,000	30,000	0
递延所得税负债	45,346	47,427	45,090	38,950
其他非流动负债	79,148	111,898	101,995	0
非流动负债合计	571,604	762,730	632,011	137,942
负债合计	1,839,421	1,820,160	1,241,792	1,403,044
占负债总额比（%）				
短期借款	22.23	19.11	16.11	48.03
应付账款	5.88	5.03	5.43	10.78
其他应付款	7.30	7.93	6.65	10.05
应交税费	3.25	4.02	3.68	2.33
一年内到期的非流动负债	15.04	6.36	3.57	7.93
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	7.64	10.89	10.65	7.15
流动负债合计	68.92	58.10	49.10	90.17
长期借款	3.13	11.72	20.72	7.05
应付债券	18.65	18.88	15.91	0.00
长期应付款	2.39	2.42	2.42	0.00
递延所得税负债	2.47	2.61	3.63	2.78
其他非流动负债	4.30	6.15	8.21	0.00
非流动负债合计	31.08	41.90	50.90	9.83
权益类				
实收资本	100,000	100,000	43,880	15,880
资本公积	29,430	30,282	54,277	37,231
未分配利润	165,781	187,950	156,521	130,383
归属于母公司所有者权益	413,746	441,173	381,519	307,670
少数股东权益	1,059,209	1,058,014	855,041	355,264
所有者权益合计	1,472,955	1,499,187	1,236,560	662,934



附件 5-2

刚泰集团（合并）主要财务指标

（单位：万元）

损益类				
项目	2018 年 1~6 月	2017 年	2016 年	2015 年
营业收入	772,408	1,343,327	1,325,973	1,104,417
营业成本	695,682	1,124,519	1,137,701	1,001,736
销售费用	20,220	27,688	19,901	3,595
管理费用	24,129	35,491	32,201	25,058
财务费用	45,505	71,513	53,468	35,562
资产减值损失	9,963	14,394	-3,682	12,477
公允价值变动收益	20	10,522	20,615	28,488
投资收益/损失	11,926	33,654	-3,853	18,756
营业利润	-11,626	107,048	90,967	63,677
营业外收支净额	1,590	-878	4,530	-7,600
利润总额	-10,036	106,170	95,497	56,077
所得税费用	8,192	38,202	34,833	20,570
净利润	-18,228	67,968	60,664	35,507
归属于母公司所有者的净利润	-23,021	31,719	26,902	15,386
少数股东损益	4,794	36,250	33,762	20,121
占营业收入比（%）				
营业成本	90.07	83.71	85.80	90.70
销售费用	2.62	2.06	1.50	0.33
管理费用	3.12	2.64	2.43	2.27
财务费用	5.89	5.32	4.03	3.22
资产减值损失	1.29	1.07	-0.28	1.13
公允价值变动收益	0.00	0.78	1.55	2.58
投资收益/损失	1.54	2.51	-0.29	1.70
营业利润	-1.51	7.97	6.86	5.77
营业外收支净额	0.21	-0.07	0.34	-0.69
利润总额	-1.30	7.90	7.20	5.08
所得税费用	1.06	2.84	2.63	1.86
净利润	-2.36	5.06	4.58	3.21
归属于母公司所有者的净利润	-2.98	2.36	2.03	1.39
少数股东损益	0.62	2.70	2.55	1.82
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	-284,574	-157,150	-12,454	-236,515
投资活动产生的现金流量净额	91,244	-311,370	-457,915	-112,719
筹资活动产生的现金流量净额	11,167	322,120	438,569	683,624



附件 5-3

刚泰集团（合并）主要财务指标

（单位：万元）

主要财务指标				
项目	2018 年 1~6 月	2017 年	2016 年	2015 年
EBIT	31,816	178,299	148,965	86,994
EBITDA	36,145	184,049	153,697	91,034
总有息债务	1,350,083	1,298,278	836,493	1,008,508
毛利率（%）	9.93	16.29	14.20	9.30
营业利润率（%）	-1.51	7.97	6.86	5.77
总资产报酬率（%）	0.96	5.37	6.01	4.21
净资产收益率（%）	-1.24	4.53	4.91	5.36
资产负债率（%）	55.53	54.83	50.11	67.91
债务资本比率（%）	47.82	46.41	40.35	60.34
长期资产适合率（%）	207.24	204.76	253.53	186.36
流动比率（倍）	1.83	2.09	2.86	1.29
速动比率（倍）	0.97	1.16	1.74	0.95
保守速动比率（倍）	0.20	0.47	0.72	0.45
存货周转天数（天）	269.74	267.57	175.38	141.60
应收账款周转天数（天）	81.92	70.57	36.96	36.21
经营性净现金流/流动负债（%）	-24.48	-18.85	-1.33	-26.64
经营性净现金流/总负债（%）	-15.55	-10.26	-0.94	-21.34
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-6.80	-2.18	-0.19	-5.88
EBIT 利息保障倍数（倍）	0.76	2.47	2.30	2.16
EBITDA 利息保障倍数（倍）	0.86	2.55	2.37	2.26
现金比率（%）	16.57	43.88	64.16	32.73
现金回笼率（%）	119.44	103.05	119.23	114.25
担保比率（%）	19.61	13.38	8.07	22.43



附件 6

刚泰集团（本部）主要财务指标

（单位：万元）

项目	2018 年 1~6 月	2017 年	2016 年	2015 年
资产类				
货币资金	102,712	218,991	103,514	14,142
其他应收款	221,175	116,288	169,422	300,867
其他流动资产	125,004	125,004	130,127	1,349
流动资产合计	749,614	645,511	515,782	400,031
可供出售金融资产	149,752	236,363	111,000	0
长期股权投资	605,497	615,497	374,757	205,000
非流动资产合计	799,462	888,782	518,641	215,843
资产总计	1,549,076	1,534,292	1,034,423	615,874
负债类				
短期借款	79,801	142,672	44,356	275,690
其他应付款	672,602	693,098	543,644	210,081
一年内到期的非流动负债	272,620	109,403	0	9,900
流动负债合计	1,139,919	983,895	594,388	577,215
长期借款	0	154,000	251,853	0
应付债券	257,947	197,394	98,201	0
其他非流动负债	47,085	72,085	22,085	0
非流动负债合计	305,032	423,479	372,139	1,598
负债合计	1,444,950	1,407,375	966,527	578,813
权益类				
实收资本	100,000	100,000	43,880	15,880
盈余公积	2,119	2,119	1,829	1,066
未分配利润	2,006	24,798	22,187	15,321
所有者权益	104,126	126,918	67,896	37,061
损益类				
营业收入	144,895	298,234	145,068	107,674
营业成本	144,223	294,560	142,354	107,373
管理费用	4,157	4,488	6,010	4,433
财务费用	24,949	34,770	17,795	2,069
投资收益/损失	8,753	41,676	24,237	12,205
营业利润	-23,819	1,860	9,399	821
利润总额	-23,817	1,855	9,213	478
所得税费用	-1,025	-1,046	1,584	-1,304
净利润	-22,792	2,901	7,629	1,782
现金流量表				
经营活动产生的现金流量净额	-128,015	145,991	-118,087	-101,327
投资活动产生的现金流量净额	53,191	-301,056	-440,632	-115,534
筹资活动产生的现金流量净额	43,474	91,226	653,952	213,414



附件 7

各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
3. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
4. EBITDA 利润率 (%) = $\text{EBITDA} / \text{营业收入} \times 100\%$
5. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
6. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
7. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
8. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / (\text{总有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 担保比率 (%) = $\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
14. 经营性净现金流/流动负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初流动负债} + \text{期末流动负债}) / 2] \times 100\%$
15. 经营性净现金流/总负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初负债总额} + \text{期末负债总额}) / 2] \times 100\%$
16. 存货周转天数⁷ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
17. 应收账款周转天数⁸ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
18. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
19. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
20. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
21. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
22. 流动性来源 = 期初现金及现金等价物余额 + 未使用授信额度 + 外部支持 + 经营活动

⁷ 半年取 180 天。

⁸ 半年取 180 天。



产生的现金流量净额

23. 流动性损耗 = 购买固定资产、无形资产和其他长期资产的支出+到期债务本金和利息+股利+或有负债（确定的支出项）+其他确定的收购支出
24. EBIT 利息保障倍数（倍）= EBIT/利息支出 = EBIT /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）
25. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）
26. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）



附件 8

主体及中长期债券信用等级符号和定义

信用等级		定义
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，有较高违约风险。
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。
展望	正面	存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。
	稳定	信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。
	负面	存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

注：大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同；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。