

跟踪评级公告

联合[2018]1284 号

甘肃刚泰控股（集团）股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

甘肃刚泰控股（集团）股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“负面”

甘肃刚泰控股（集团）股份有限公司公开发行的“17 刚股 01”的债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年六月二十五日

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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

甘肃刚泰控股（集团）股份有限公司

公开发行公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA

评级展望：负面

上次评级结果：AA

评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	发行规模	发行期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
17 刚股 01	5.00	5(3+2)	AA	AA	2018 年 6 月 28 日

跟踪评级时间：2018 年 6 月 25 日

主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	113.85	128.99	132.39
所有者权益（亿元）	56.74	61.78	62.88
长期债务（亿元）	10.49	15.02	8.51
全部债务（亿元）	42.01	50.00	51.38
营业收入（亿元）	106.64	82.18	23.70
净利润（亿元）	5.10	5.62	1.09
EBITDA（亿元）	9.29	10.51	--
经营性净现金流（亿元）	-14.84	-15.87	-6.69
营业利润率（%）	12.99	17.15	13.45
净资产收益率（%）	9.39	9.49	--
资产负债率（%）	50.16	52.11	52.51
全部债务资本化比率（%）	42.54	44.73	44.97
流动比率（倍）	2.04	2.17	1.89
EBITDA 全部债务比（倍）	0.22	0.21	--
EBITDA 利息倍数（倍）	5.14	4.87	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.86	2.10	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、公司 2018 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化。

评级观点

跟踪期内，甘肃刚泰控股（集团）股份有限公司（以下简称“公司”或“刚泰控股”）作为贵金属收藏品、彩宝、钻石类产品销售为主，影视娱乐制作及营销为辅的民营上市公司，在经营规模、产业链、矿产资源、特许经营资质及品牌知名度等方面具备综合优势。2017 年，公司继续整合和拓展终端销售渠道和品牌序列，公司整体利润规模有所增长。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到黄金价格波动、黄金饰品行业竞争较激烈、公司经营活动现金流持续净流出等因素对其信用水平带来的不利影响。

公司目前流动性紧张，考虑到目前融资环境压力，公司存在较大的融资压力和偿债压力。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望为“负面”；同时维持“17 刚股 01”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 2017 年，公司大力发展附加值较高的产品，拉动主营业务整体毛利率的提高，利润规模有所增长。

2. 2017 年，公司形成了黄金珠宝设计、生产、批发、零售为一体的完整产业链，终端销售渠道和品牌序列得以进一步整合和拓展，业务板块间协同效应逐步展现。

3. 近年来，公司通过收购下游电商店铺及品牌、通过线上线下联动，毛利率较高的零售业务比例不断提高，销售渠道下沉导致利润规模较快增长。

关注

1. 近年来，黄金饰品行业竞争激烈，随着公司存货规模大幅增长，黄金价格波动易对公司存货价值带来影响，虽然公司对价格波动有

风险管理，但公司面临因管理不善而导致的风险。

2. 2017 年随着经营的开展和行业竞争加剧，公司资金需求大，经营活动现金流呈持续净流出态势。

3. 2017 年公司债务规模较快增长，债务结构有待改善。

分析师

张兆新

电话：010-85172818

邮箱：zhangzx@unitedratings.com.cn

李 镭

电话：010-85172818

邮箱：lil@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：



李镭

联合信用评级有限公司

一、主体概况

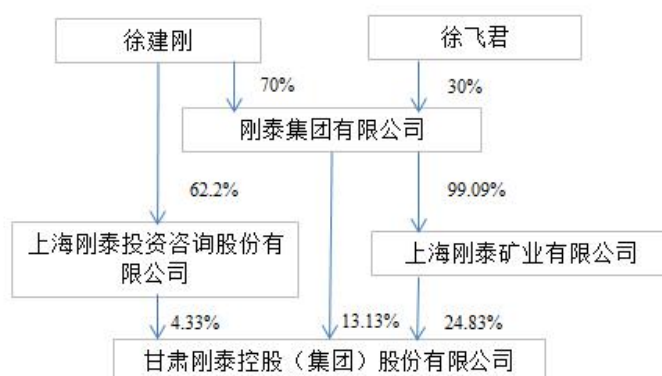
甘肃刚泰控股（集团）股份有限公司（以下简称“公司”或“刚泰控股”）前身为厦门国贸泰达股份有限公司（以下简称“厦门国贸”），是经厦门市经济体制改革委员会及厦门市财政局（厦体改[1992]009号）批准于1992年5月以发起方式设立的股份有限公司。

1993年11月，公司在上海证券交易所挂牌上市，股票简称“厦门国贸”，股票代码“600687.SH”。后经多次增资、股权转让，直至2008年3月，刚泰集团有限公司（以下简称“刚泰集团”）收购了厦门国贸原股东华盛达控股有限公司持有的17.94%的股份，正式成为其控股股东。

2013年1月，公司经中国证券监督管理委员会（证监许可[2013]103号）批准，厦门国贸向上海刚泰矿业有限公司（以下简称“刚泰矿业”）出售其持有的浙江华盛达房地产开发有限公司（以下简称“浙江华盛达”）89.78%的股权；向刚泰矿业、兰州大地矿业有限责任公司（以下简称“大地矿业”）和上海刚泰投资咨询有限公司（以下简称“刚泰投资”）发行股份购买其合计持有的甘肃大冶地质矿业有限责任公司（以下简称“大冶矿业”）100%股权，同时配套融资8.47亿元。同年12月，公司更名为现名，股票简称变更为“刚泰控股”，股票代码未变，主营业务由房地产、贸易业务向黄金及黄金饰品业务转型。

公司经多次增资转股后，截至2018年3月底，公司注册资本为14.89亿元，刚泰矿业与刚泰集团分别持有公司24.83%和13.13%的股份，为公司第一、二大股东，徐建刚为公司实际控制人。

图1 截至2017年12月31日公司股权结构图



资料来源：公司提供

2017年，公司经营范围无变化。截至2018年3月底，公司组织结构略有变化，设有风控合规部、法务部、财务管理部、行政管理部、人力资源部、信息管理部、品牌管理部、运营管理部、黄金事业部及董秘办公室10个职能部门。截至2017年底，公司拥有子公司41家，员工总数1,251人。

截至2017年底，公司合并资产总额128.99亿元，负债合计67.21亿元，所有者权益（含少数股东权益）61.78亿元，其中归属于母公司所有者权益60.99亿元。2017年，公司实现营业收入82.18亿元，净利润（含少数股东权益）5.62亿元，其中归属于母公司所有者的净利润5.45亿元；经营活动产生的现金流量净额-15.87亿元，现金及现金等价物净增加额-11.09亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额132.39亿元，负债合计69.52亿元，所有者权益（含少数股东权益）62.88亿元，其中归属于母公司所有者权益62.10亿元。2018年1~3月，公司实现营业总收入23.70亿元，净利润（含少数股东权益）1.09亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.10

亿元；经营活动产生的现金流量净额-6.69 亿元，现金及现金等价物净增加额-7.25 亿元。

公司注册地址：甘肃省兰州市七里河区马滩中街 549 号；法定代表人：徐建刚。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2017]1835 号文核准，公司获准向合格投资者公开发行面值不超过人民币 15 亿元（含人民币 15 亿元）的公司债券。根据《甘肃刚泰控股（集团）股份有限公司公开发行 2017 年公司债券（第一期）发行公告（面向合格投资者）》，公司公开发行 2017 年公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”）基础发行规模为人民币 5 亿元（含 5 亿元），可超额配售不超过人民币 10 亿元（含 10 亿元），发行价格为每张 100 元，采取网下面向合格投资者询价配售的方式发行。本期债券的期限为 5 年，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券发行工作已于 2017 年 11 月 9 日结束，实际发行规模 5 亿元，最终票面利率为 7.20%，债券简称“17 刚股 01”，上市日期 2017 年 11 月 22 日。本期债券的募集资金实际用于偿还公司到期债务、补充流动资金。目前尚未到第一个付息日。

三、行业分析

公司主营业务为黄金首饰批发与销售业务，黄金行业对公司的生产经营情况影响较大。

1. 行业概况

黄金行业是有色金属的重要细分子行业，主要包括黄金的采集、冶炼、加工及销售等产业环节，黄金主要的上游供应来自于矿山金、再生金和官方售金，目前，矿山金为黄金供应的最主要来源。下游需求方面，主要为黄金饰品、工业用金、投资品（包括金条和金币、ETF 持仓以及类似金融衍生品）和各国政府黄金储备，其中黄金首饰作为最重要的黄金用途，由于终端消费者数量较多，且交易量一般较小，一般采用批发零售方式，由经销商从上海黄金交易所采购黄金，进行加工后通过零售方式出售给终端消费者。另外，黄金作为最珍贵的有色金属之一，具有数量稀少，化学性质稳定、易于分割等特点，导致黄金具有商品及金融工具双重属性，通常被作为投资工具用来规避风险和通货膨胀。

目前，全球已探明黄金储量约为 10 万吨，主要集中于南非、中国、澳大利亚、俄罗斯、印度尼西亚、美国等国，我国已探明的黄金存量约 1.16 万吨，仅次于南非。目前，我国黄金储量相对集中在中东部地区，探明资源量及储量均在百吨以上省份有山东、河北、辽宁、福建、黑龙江、吉林、河南等省份。近十年来，随着我国人均收入的增加，人们对于黄金消费（尤其是黄金首饰）需求快速增长，带动我国黄金产量逐年增加，2007 年起，我国黄金产量首次超过南非，成为全球第一大黄金生产国。从国内黄金产量分布来看，十大重点产金省（区）为山东、河南、江西、内蒙古、云南、湖南、甘肃、福建、湖北、新疆，合计产量占全国黄金总产量的比重达 80%以上。

总体看，黄金具有商品及金融工具双重属性，我国作为全球最大产金国，黄金储量丰富且相对集中。

2. 黄金需求

黄金兼具商品与金融工具的双重特点，其需求可分为黄金饰品、工业用金、投资品（包括金条和金币、ETF 持仓以及类似金融衍生品）和各国政府黄金储备四大类。其中，黄金饰品一直是黄金

最大的需求点，约占全球总黄金需求的 50%以上；而印度及中国两大金饰市场占全球金饰消费的一半以上。

2017 年全球黄金需求量同比下降 7%至 4,072 吨，跌至 2009 年以来最低水平。其中，投资需求下降 23%至 1,232 吨，金饰需求同比增长 4%至 2,136 吨，央行需求同比下降 5%至 371 吨，技术制造需求同比增长 3%至 333 吨。

国内黄金需求方面，我国黄金需求以首饰用金为主，2017 年，我国黄金消费量增至 1,089.07 吨，同比上涨 11.66%，与去年同期相比增长 9.41%。其中：黄金首饰 696.50 吨，同比增长 10.35%；金条 276.39 吨，同比增长 7.28%；金币 26 吨，同比下降 16.64%；工业及其他消费量为 90.18 吨，增长 19.63%。黄金首饰、金条销售和工业用金量继续保持增长趋势，仅金币销售量出现了下跌。消费结构方面，富裕阶层的崛起，人口结构的变迁驱动消费需求多元化、个性化，珠宝品类消费逐步改变黄金、钻石独占市场的局面，转向宝玉石等多元化发展，K 金、钻石镶嵌、宝玉石类等更具个性与特色的珠宝产品呈上升趋势，促成消费升级。黄金首饰占珠宝首饰消费总量的 58%，钻石 15%，宝玉石占 15%左右且呈上升趋势。

总体看，近年来，全球黄金总体需求量下滑，首饰用金仍为最大需求点。我国为全球最大黄金消费国，我国黄金消费量保持增长，消费结构有所变化。

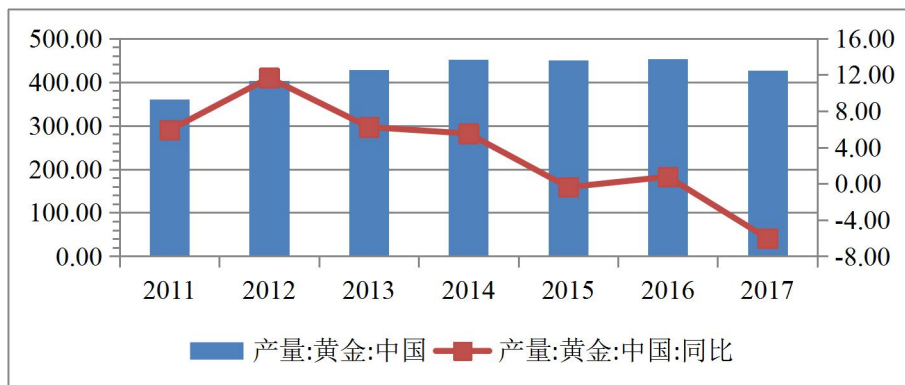
3. 黄金供给

世界范围内，黄金的供给主要来自矿产金、再生金和各国央行抛售储备金，其中矿产金是比较稳定的市场供给主体。据世界黄金协会统计，2016 年，受金价持续回升影响，世界黄金总供应量增长 5.30%至 4,584 吨，其中，金矿产量为 3,255.4 吨，占比 71.02%，较 2011 年提高 8.27 个百分点。2017 年全球金矿产量创历史新高，但因再生金供应量大幅下滑，导致全年供应总量减少 4%至 4,398 吨。2017 年全球金矿产量 3,269 吨，但同期再生金供应量同比下跌一成至 1,160 吨。中国实施更为严格的环保政策导致金矿产量下滑约 9%。

国内黄金供应方面，黄金供应来源以矿产金和进口金为主，回收金规模较小。

矿产金方面，2007 年我国黄金产量首次超过南非，成为全球第一大黄金生产国。据中国黄金协会最新统计数据显示，2015 年，受黄金矿石品位逐渐下跌和黄金价格低位持续震荡影响，我国黄金产量首次出现负增长，同比下降 0.39%至 450.05 吨。2016 年以来，受金价上涨影响，黄金产量小幅增长 0.76%至 453.49 吨。2017 年，黄金产量下降 6.03%至 426.14 吨。

图 2 2011~2017 年我国黄金产量情况（单位：吨、%）



资料来源：中国黄金协会

进口金方面，由于我国黄金需求增长迅猛，自产金的供给难以满足，需要进口金弥补缺口；目前，进口金是我国黄金市场最大的黄金供给源，我国进口金主要通过香港进口。2015~2017 年，受国际黄金市场低迷影响，香港进口金数量连续下滑，2017 年下滑至 602 吨。

总体看，2016 年黄金价格回暖带动我国矿产金产量增长，2017 年我国黄金供给量远小于需求量，对外依存度较高。

4. 黄金价格

由于黄金是具有特殊功能的商品，其价格不仅由供需因素来决定，还取决于国际货币体系变化、金融投机和地缘政治等一系列因素的综合作用。2016 年以来，受国际性事件频发影响，世界经济形势不确定性增加，消费者大量购买投资用金用于避险，导致金价上涨。2016 年，上海金交所黄金现货 Au（T+D）结算均价为 267.98 元/克，较 2015 年上涨 14.15%。2016 年四季度，受美联储加息影响，黄金价格有所下降，截至 2016 年底，上海金交所黄金现货 Au（T+D）结算价为 264.17 元/克。2017 年以来，黄金价格窄幅震荡，截至 2018 年 5 月 31 日，上海金交所黄金现货 Au（T+D）结算价已回升至 269.45 元/克。

图 3 2008~2018 年 5 月黄金价格情况（单位：元/克）



资料来源：Wind 资讯

总体看，2017 年，黄金价格总体呈震荡趋势。

5. 行业竞争

黄金属于标准化产品，通过交易所定价，由于交易所的交易量非常巨大，国际黄金市场呈现垄断竞争格局。国际上一流的黄金公司，在二战以后就瓜分了世界上主要黄金国家如南非和澳大利亚的资源。近年来，随着经济全球化进程加快，黄金开采业在全球范围内的竞争愈演愈烈，跨国跨地区的兼并重组不断，资源占有已成为全球黄金业竞争的特点。

近年来，国内黄金行业的资产重组、资源整合步伐加快。2006 年 12 月 31 日，国务院发布《对矿产资源开发进行整合的意见》，提出综合运用经济、法律和必要的行政手段，结合产业政策，通过收购、参股、兼并等方式，对包括金、铜、锌等 15 个重要矿种的资源开发进行整合，目的是通过收购、兼并等方式，整合资源，改变“多、小、散”的局面，提高产业集中度，扶植优势企业做大做强。根据黄金协会数据，2017 年，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、山东招金集团有限公司等国内前十大黄金企业集团黄金成品金产量约占全国的 50% 左右，黄金行业“小而散”的局面正在得到改变，大型黄金企业主导黄金工业发展的格局基本形成。

总体看，黄金行业兼并重组步伐加快，行业集中度逐渐提升，大型黄金企业将成为市场主导。

6. 行业政策

2016年5月，财政部、税务总局发布《关于全面推进资源税改革的通知》财税[2016]53号，提出对《资源税税目税率幅度表》中列举的21种资源品目和未列举名称的其他金属矿实行从价计征，计税依据由原矿销售调整为原矿、精矿（或原矿加工产品）、氯化钠初级产品或金锭的销售额，此次资源税从价计征改革试点自2016年7月1日起实施；在实施资源税从价计征改革的同时，将全部资源品目矿产资源补偿费率降为零，停止征收价格调节基金，取缔地方针对矿产资源违规设立的各种收费基金项目；对符合条件的采用充填开采方式采出的矿产资源，资源税减征50%；对符合条件的衰竭期矿山开采的矿产资源，资源税减征30%。具体认定条件由财政部、国家税务总局规定。

从2018年1月1日起，三项与黄金行业有关的环保新政将在全国推行。它们是《中华人民共和国环境保护税法》、新版《水污染防治法》《生态环境损害赔偿制度改革方案》。

总体看，近年来国家从规范准入条件、合理开发、完善进出口管理办法以及推进资源税改革等方面对黄金行业制定了相关的产业政策，体现了国家对该产业的积极鼓励导向，有利于黄金行业的稳定发展。

7. 行业关注

（1）黄金价格的波动风险

黄金产品高度同质化，其价格受全球黄金供需平衡状况、主要产金国的生产情况和重大政治、经济事件、宏观经济的各项指标以及市场投机等因素影响比较明显，未来黄金产品价格波动可能更为频繁，波动幅度可能更大，这将影响黄金企业的稳定发展。

（2）上游资源供给的风险

作为资源类行业，黄金矿产资源保有量在很大程度上决定了黄金企业的发展空间和核心竞争力。在过去多年行业景气运行的背景下，各大黄金生产企业对于黄金资源储量的竞争日趋激烈，矿权占有成本迅速上升，行业竞争风险加大。此外，黄金矿山经过长期的开采，大部分矿山出现矿石品位下降，部分矿山出现资源枯竭，资源接替困难；同时，新建矿山普遍存在开采难度大的问题，使矿产开发对企业科技及装备水平的依赖性日益增强，随着能源及人工成本的上升，行业整体生产成本呈上升趋势。另一方面，由于自有矿山的供给能力有限，为保持行业内的地位，我国各独立黄金生产企业持续扩大冶炼规模，并加大了外购原料（粗金）的规模，若在黄金价格高位运行的环境下，原料竞争必将激烈，也会在一定程度上影响黄金生产企业盈利能力的提升。

（3）税制改革及行业政策变动的风险

新的黄金资源税、营业税改增值税、环境保护费改税等财政政策逐步实施，由“从量定税”改为“从价定税”，对黄金企业形成较大冲击。此外，国家对外商投资贵金属产业的限制性政策可能会对相关外资企业带来政策调整风险。

8. 未来发展

（1）规模不断扩大，市场集中度不断提高，产业链不断延伸的趋势

近年来，随着我国黄金产业政策环境不断完善，黄金勘探能力及开采冶炼技术的不断提高，黄金产量不断增长。预计未来一段时期，黄金产业规模还将进一步扩大，并将逐步从单一矿产金开发，拓展到副产金、冶炼金开发，从单一矿种开发，渐次形成以金为主、多金属开发的大趋势；金提纯、

深加工等高加工度和高附加值的产品，在产业结构中越来越占优势地位。另外，我国黄金产业也在向着基地化和园区化的方向发展，如山东招远黄金工业园、烟台黄金工业园、陕西省潼关黄金工业园以及深圳罗湖珠宝产业集群基地等。企业通过资产重组、资源整合和淘汰落后生产能力的企业等横向一体化行为，小而散的局面开始改观，产业集中度明显加强，大集团、大公司发展迅速，逐步成为主导我国黄金行业发展的中坚力量。

（2）黄金市场金融化发展趋势

在产能和开采技术不断取得进步的同时，黄金市场正处于实物商品交易向金融投资型黄金交易转变的起步和发展阶段。可以预见，基于黄金现货与衍生品的二次金融产品开发，将是未来黄金交易新的热点，中国黄金市场金融化趋势明显。

总体看，作为具备商品和货币双重属性的贵金属，黄金产业将向规模化、多元化、集群化以及交易市场金融化的方向发展，未来发展前景良好。

四、管理分析

跟踪期内，公司财务总监车海麟，因个人原因辞职。此外，公司董事、监事和高级管理人员无变动，高管团队整体稳定，相关管理制度延续以往模式，管理运作良好。

五、经营分析

1. 经营概况

2016~2017年，随着产业链不断延伸，公司销售渠道重新整合，主营业务收入分别为106.28亿元和81.29亿元，呈下降态势，主要是黄金和贵金属销售的下滑所致；主营业务收入占总营业收入的99.67%和98.92%，主营业务突出。同时，得益于公司主营业务毛利率提高，以及投资收益同比增长，公司净利润有所增长，近两年分别为5.10亿元和5.62亿元。

从主营业务收入构成看，2016~2017年，公司黄金及黄金饰品销售业务作为主要收入来源，分别实现营业收入86.18亿元和60.68亿元，收入下降较快，主要系近年来金价波动，公司销售渠道重新整合所致；近两年，公司黄金及黄金饰品销售业务在主营业务收入中的占比下降明显，分别为81.09%和74.66%，主要系黄金业务自身的规模下降，其他主营业务逐步实现收入所致。2015年，公司完成收购国鼎黄金有限公司（以下简称“国鼎黄金”），新增贵金属收藏品销售业务，2016~2017年该业务分别实现收入10.53亿元和5.88亿元，占主营业务收入比重分别为9.91%和7.23%，其收入规模下降主要系下游消费结构变化导致终端零售客户规模大幅上升而批发业务下降所致。2016年，公司完成收购广州市优娜珠宝首饰有限公司（以下简称“优娜珠宝”）、上海珂兰商贸有限公司（以下简称“珂兰商贸”）及北京瑞格嘉尚文化传播有限公司（以下简称“瑞格传播”），新增彩宝、钻石类销售和影视娱乐制作及营销等业务，2017年，上述两个板块公司分别实现收入6.64亿元和2.05亿元，分别占主营业务收入的8.17%和2.51%，彩宝、钻石和影视娱乐类整体占比提升，2016~2017年公司新增翡翠类业务，彩宝、翡翠和钻石将成为公司未来发展的重点之一。

表1 2016~2017年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
黄金及黄金饰品销售	86.18	81.09	11.53	60.68	74.66	10.12
贵金属收藏品销售	10.53	9.91	9.80	5.88	7.23	31.90

彩宝、钻石类销售	7.49	7.04	26.54	6.64	8.17	28.13
影视娱乐制作及营销	2.09	1.96	53.26	2.05	2.51	51.98
翡翠类	--	--	--	6.04	7.43	47.57
合计	106.28	100.00	13.24	81.29	100.00	17.00

资料来源：公司年报

从毛利率水平看，2016~2017年，公司黄金及黄金饰品销售业务毛利率分别为11.53%和10.12%；2017年，黄金批发毛利率下降导致黄金及黄金饰品销售业务毛利率略有下降。2016~2017年，公司贵金属收藏品销售业务毛利率分别为9.80%和31.90%，2017年上升明显主要系公司大力发展附加值较高的产品，走精品收藏、文化和限量发行的产品路线所致，毛利率可比性较弱。2017年，公司彩宝、钻石类销售业务和影视娱乐制作及营销毛利率分别为28.13%和51.98%，同比变动不大，毛利率水平较高，钻石、彩宝成为公司利润来源的重要部分。综合上述因素，2017年公司主营业务毛利率为17.00%，较上年有所上升。2017年新增毛利率较高的翡翠类业务，主营业务盈利能力明显提升。

2018年1~3月，公司实现营业收入23.70亿元，比上年同期增加13.98%；毛利率10.48%，较上年同期下降3.27个百分点，变动不大。

总体看，2017年，公司拓展业务范围的同时整合销售渠道，收入规模下降；公司贵金属收藏品高附加值产品占比提升，带动公司毛利率水平明显提升。

2. 黄金及黄金饰品销售

目前，公司黄金及黄金饰品销售板块包括黄金开采及黄金饰品销售两块业务，以黄金饰品销售为主，黄金开采收入规模较小，由于近年来金价窄幅波动，公司黄金开采并未满负荷运转，未来也不作为主营业务发展重点。

（1）黄金饰品销售

经营模式方面，公司黄金饰品销售业务销售模式以批发为主，与下游客户合作方式为经销商订单销售。公司在接受客户订单后，定期采购原料金，并根据下游客户需求就款式、质量、工期等细节向第三方生产商提出要求委托其加工，客户提货后所有权归属客户。该种轻资产经营方式下，公司一方面可保障黄金珠宝首饰加工的质量，另一方面可规避大额固定资产投资带来的折旧费用以及日常管理风险，使其能够专注于品牌建设、产品设计及销售渠道建设。

但同时，受产品附加值低、销售模式单一、缺乏核心竞争力等因素影响，批发模式盈利能力弱，且业务环节资金占用规模大，面临一定赊销风险。近年，公司通过股权收购方式不断推进零售渠道建设及下沉，以提升零售模式比重。与此同时，在互联网电子商务快速发展的背景下，公司确定了以互联网电子商务为重点销售渠道的黄金珠宝企业发展战略。

公司在2017年度之前的销售收入以批发销售为主，大力发展经销商相比较于零售模式下发展终端消费者更容易使收入大幅增长。但是近年以来国内行业趋势发生变化，国内黄金珠宝企业正由同质化的产品竞争格局向企业产品和品牌升级的竞争格局转变；企业批发、零售终端正由依赖实体门店向线下与线上融合的营销格局转变，竞争愈加激烈。为应对竞争，公司尝试经营模式的转型，进一步加强多种销售渠道拓展和合作客户建设。公司从2017年开始投入研发古法黄金工艺、提高自有产品的辨析度和自有品牌的美誉度、并通过设立旗舰店等措施逐步加大零售渠道、拍卖渠道的销售比重。

原材料及产成品采购

采购模式方面，公司采购策略主要为“以销定采”，根据销售合同及销售订单制定原材料采购计划；如遇销售旺季如春节等节假日，公司会适当提前备货以应对临时增加的订单需求。此外，公司部分产品根据下游客户订单，直接向供应商采购成品销售。2016~2017年，公司标准金采购量下降，采购金额下降，采购量分别为32,267.97kg和26,989.78kg，主要系公司以销定采所致；采购均价随金价呈现上升趋势，分别为230.78元/kg和241.36元/kg，采购金额分别为74.47亿元和65.14亿元，呈下降态势。

表2 2016~2017年公司标准金采购情况

项目	2016年	2017年
采购量（千克）	32,267.97	26,989.78
采购金额（亿元）	74.47	65.14
采购均价（元/kg）	230.78	241.36

资料来源：公司提供

总体看，公司黄金采购渠道稳定且采购模式规范。2017年，公司标准金采购量和采购金额有所下滑；公司标准金采购为现款现货，对资金需求大。

产品销售

2016~2017年，公司黄金饰品销售规模波动下降，分别实现收入84.27亿元和64.66亿元（2017年数据中含有翡翠），主要系近年来金价波动导致消费者预期收敛，公司销售渠道重新整合所致。公司黄金饰品包含素金类产品和镶嵌类产品，素金类毛利率较低，但重熔成本较低，销售风险较小；镶嵌类产品毛利率较高，但销售受时尚潮流影响较大，重熔成本高，销售风险相对较大。近年来，公司本着稳健经营的策略，素金类黄金饰品业务规模相对较大。

公司黄金饰品销售业务销售模式以批发为主，但近年来公司批发业务有所收缩，渠道逐步向零售下沉，2017年，公司零售业务收入12.96亿元，占整个黄金饰品销售业务的20.04%，较上年提升3.70个百分点。

表3 2016~2017年公司黄金板块销售构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
批发业务	70.50	83.66	9.24	51.70	79.96	5.26
零售业务	13.77	16.34	17.56	12.96	20.04	39.28
合计	84.27	100.00	10.60	64.66	100.00	12.08

资料来源：公司提供，

注：数据中含有翡翠

零售方面，由于黄金饰品与钻石、彩宝在商品属性、客户定位、市场推广、经营模式等方面具有较高的相关性和互补性；公司把黄金饰品铺入珂兰商贸及优娜珠宝渠道。一方面扩容线上平台，2017年，公司新增各类线上线下门店至210家，下游客户方面，公司与深圳市粤豪珠宝有限公司和深圳市中宝珠宝有限公司等大型经销商建立了长期合作关系，有利于经营的稳定性。2017年，公司黄金饰品销售前五大客户合计销售金额为20.98亿元，占当年黄金饰品珠宝销售业务总收入的26.48%，客户集中一般。

表 4 2017 年公司黄金饰品销售业务客户集中度情况（单位：万元、%）

客户名称	销售额	销售占比
客户 1	58,043.69	7.33
客户 2	45,851.02	5.79
客户 3	42,873.68	5.41
客户 4	31,529.15	3.98
客户 5	31,491.29	3.97
合计	209,788.83	26.48

资料来源：公司提供

销售结算方面，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。为了迅速提升市场占有率，公司货款结算采用先货后款，结算方式包括现款、应收账款及商业票据，账期 3~6 个月。

刚泰集团于 2017 年 8 月 1 日成功收购 Buccellati Holding Italia S.p.A.（以下简称“BHI 公司”）85%的股份（BHI 公司主要经营管理 Buccellati 品牌），并顺利完成交割，Buccellati 品牌与市场拓展开始加速，Buccellati 主要从事奢侈品珠宝、银饰品和手表的制造、加工与销售。本次收购将使公司经营业务范围和产品系列得以丰富，高端高附加值产品占比上升，品牌知名度得到提高。自股权交割以来，BHI 公司共新开 6 家门店，分别为上海恒隆广场店、上海半岛酒店、北京半岛酒店、伦敦哈罗德银器店、澳门美高梅店、香港海港城店，截至 2018 年 4 月 30 日共实现销售收入 8,747.15 万元。其中香港海港城店为 2018 年 5 月新开门店，未纳入收入统计。

总体看，公司销售、零售渠道正在整合导致公司产品销售收入下降。2016 年以来，随着零售渠道建设的逐步推进及内部资源整合，公司黄金饰品零售比重有所增长，从而推动盈利水平提升。

（2）黄金开采

生产计划方面，公司根据金价波动情况调整产量，具体表现为：当金价上涨时公司相应增加产量，由于近年来金价较低，并未满负荷生产。近两年成品金产量分别为 704.95kg 和 744.43kg。据国家黄金行业政策，公司生产的成品金经过上海黄金交易所指定的精炼厂提纯为标准金后，全部在上海黄金交易所进行销售，销售价格以上海黄金交易所交易价格为准。公司矿产黄金产销率为 100.00%，生产的标准金锭不存在销售和回款压力。

表 5 2016~2017 年公司黄金开采与销售情况

项目	2016 年	2017 年
入选品位（克/吨）	2.86	2.74
成品金产量（kg）	704.95	744.43
标准金销量（kg）	704.95	744.43
产销率（%）	100.00	100.00

资料来源：公司提供

总体看，公司拥有自有矿山，公司根据黄金价格调整产量，公司生产的标准金锭全部在上海黄金交易所进行销售，不存在销售和回款压力。

3. 彩宝、钻石类销售

2016 年，公司完成对优娜珠宝、珂兰商贸及瑞格传播的收购，新增彩宝、钻石类销售业务和影视娱乐制作及营销业务。公司钻石销售业务经营主体珂兰商贸作为国内最早涉足珠宝领域电商企业，旗下品牌“珂兰钻石”在业内具有一定的品牌知名度。目前，珂兰商贸线上销售网络覆盖

淘宝网、天猫商城、京东商城等多家主流零售电商、银行、商场渠道，2017 年继续珂兰商贸保持钻石类电商销量第一名的成绩；公司彩宝业务经营主体优娜珠宝位于镶嵌类珠宝首饰聚集地广东省番禺市，拥有从原石切割、珠宝设计、加工到销售的完整产业链，旗下品牌“米莱彩宝”入驻天猫、京东、唯品会等国内电商平台，在行业内具有一定的品牌知名度，2017 年米莱彩宝继续保持线上彩宝类目销量第一名。2017 年，公司旗下刚泰珠宝线下拓展门店达 11 家。

目前公司旗下的珂兰、优娜等珠宝企业均为行业龙头企业，拥有成熟的 O2O 平台与完整体系，其本身拥有核心竞争力，核心人才团队较为稳定，确保了将其核心竞争力纳入公司。公司旗下珂兰钻石和米莱彩宝在线上业务方面与京东、天猫的合作开展顺利，分别继续保持钻石类和彩宝类电商销量第一名的成绩，公司将互联网平台作为基石，结合 O2O 的销售模式，形成“产品设计、加工、O2O 销售、C2B 个性化定制、3D 打印”的产品和服务的产业链闭环。

总体看，公司通过对珂兰商贸及优娜珠宝的收购，丰富了公司产品体系，进一步完善了销售网络，公司彩宝、钻石类相关品牌在行业内具有一定的知名度。

4. 贵金属收藏

在 2017 年，公司加大产品研发能力提升，研发上市了众多热门主题及 IP 类产品，并加强了工艺、包装及产品附加值的提升，走精品收藏、文化和限量发行的产品路线，毛利率获得了极大的提升。在 2017 年公司通过大力的调整和渠道拓展，公司终端零售客户规模大幅上升。2017 年公司贵金属收藏品营业收入中批发业务营业收入占 37%，零售业务营业收入占 63%，同比 2016 年贵金属收藏品营业收入中批发业务营业收入占 88%，零售业务营业收入占 12%。

5. 翡翠类业务

公司重点拓展翡翠业务，加大翡翠成品的采购，以促进翡翠销售。目前公司翡翠销售业务类型有：批发，零售以及拍卖。

其中：批发业务主要是根据客户的需要，多方组织货源，给予优质客户一定的信用额度，提升了销售毛利率，2017 年批发业务实现销售收入 2.52 亿元，实现毛利润 0.77 亿元。

零售业务是以零售门店客户以及多年来积累的 VIP 客户为主要对象，通过高端翡翠巡展推销，企业与银行的大客户联动促销，不定期的做些翡翠讲座，让高端客户知晓选购适合自己的翡翠，懂得具有收藏价值、并可以世代传承的翡翠饰品，对客户的需求进行主动营销。

拍卖营销业务：公司参拍的主要产品来源于大师级的工艺摆件、高端手镯以及挂件为主。这些产品有别于市场的中低端产品，这些高端产品均是由我司专业人员通过行业资深专家一并发掘，全部为纯手工雕刻，具有很强的收藏价值，形成错位营销竞争优势。同时部分产品是公司 2014 年采购储备的翡翠成品，本身成本较低，随着行业的不断回暖，价格回升较大，为公司获取了较高的利润。

2017 年公司零售门店和拍卖共实现销售金额 3.51 亿元，产生毛利润 2.1 亿元。

2018 年，公司将继续加大翡翠销售业务，积极拓展翡翠销售渠道，设计研发高附加值的翡翠饰品，建立完善的翡翠供应链体系。

6. 重大事项

发行股份收购资产

2016 年 12 月 23 日，公司召开第九届董事会第八次会议和第九届监事会第五次会议审议通过了《关于公司发行股份购买资产并募集配套资金方案的议案》和《关于公司发行股份购买资产并

募集配套资金构成关联交易的议案》等相关议案，就并购具体事项进行了说明，在本次交易中，公司将通过向交易对方发行股份的方式购买刚泰集团持有的悦隆实业有限公司（以下简称“悦隆实业”）100%股权。本次交易完成后，公司将直接持有悦隆实业 100%股权，并通过悦隆实业间接持有 Buccellati Holding Italia S.p.A.（以下简称“BHI 公司”）85%的股份（BHI 公司主要经营管理 Buccellati 品牌）。本次交易估值 1.955 亿欧元（折合 14.64 亿元）。Buccellati（布契拉提）品牌作为意大利知名的珠宝商之一，从事奢侈品珠宝、银饰品和手表的制造、加工与销售，本次并购将使公司经营业务范围和产品系列得以丰富，业务增长潜力得到提高。另外，公司拟向刚泰集团及杭州甄源投资管理合伙企业募集配套资金不超过 13.6 亿元，不高于本次拟购买资产交易价格的 100%，该笔资金将用于 Buccellati 营销网络建设项目。本次交易将导致公司新增股本 1.83 亿股，其中募集配套资金新增 0.88 亿股（以发行底价 15.42 元/股核算）。本次交易将构成关联交易，相关关联股东回避表决。本次交易后公司实际控制人仍为徐建刚先生，控制权未发生变化，故不构成借壳上市。2017 年 8 月 1 日，刚泰集团于意大利米兰成功收购 BHI 85%股权并顺利完成交割。在本次重大资产重组完成前，Buccellati 品牌由公司代为管理。

总体看，本次发行股份收购资产有助于实现产业链布局的进一步升级与优化，有助于提高公司的品牌知名度，进一步强化公司在行业中的地位，同时在一定程度改善公司资本结构，提升资本实力与财务弹性，未来公司将面临一定管理、经营模式变动风险。

7. 经营关注

（1）黄金价格波动风险

公司目前主要业务盈利能力与黄金价格直接相关，近年来国际黄金价格走低，近期出现一定幅度反弹，但未来影响黄金价格走势因素较为复杂，若未来黄金价格下降，将对公司相关业务构成不利影响。

（2）管理及经营模式变动风险

2016 年以来，公司进一步拓展上下产业链，收购优娜彩宝、珂兰商贸及瑞格传播等多家子公司，新增彩宝销售、钻石销售及影视娱乐等业务。2017 年，刚泰集团通过对 BHI 公司的收购获得奢侈品品牌 Buccellati，Buccellati 品牌由公司代为管理。总体看，目前公司正在转型中，公司面临一定管理和经营模式变动的风险。

（3）资金压力较大的风险

黄金终端销售属于资金密集型业务，经销商存在一定的运营资金压力。近年来，公司较为优惠的销售政策大大促进了公司对下游经销商销售量的增长。但该销售政策也为公司日常经营带来较大的资金压力，且下游客户经营、财务及信用情况对销售回款质量影响大。

（4）安全生产的风险

大冶矿业的采矿方式为平硐开采，生产流程涉及爆破，存在一定的危险性。同时，在选矿工序中需要使用有毒化学品，在冶炼工序中需要使用腐蚀性化学品，且可能发生自然灾害、设备故障及其他突发性事件，给公司正常生产经营带来不利影响。

8. 未来发展

公司以黄金珠宝为主业，依托消费升级，完成顶级奢侈型、轻奢型和快时尚型珠宝全产业链的布局，实现黄金珠宝消费各层级的全覆盖。在经营策略的组合上，以落实 Buccellati 品牌拓展计划、整合产品研发、整合营销渠道、整合供应链资源为抓手，进一步提升公司品牌影响力和市场占有率，

进一步拓展零售业务规模，拥抱消费升级，推进主业快速发展。

总体看，公司战略目标明确，通过不断强化公司的核心竞争力，为公司的未来健康发展奠定基础。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016~2017 年度财务报告经众华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计报告，公司 2018 年一季度财务报告未经审计。公司执行财政部《关于印发<企业会计准则第 42 号—持有待售的非流动资产、处置组和终止经营>的通知》（财会[2017]13 号）的规定、《关于印发修订<企业会计准则第 16 号—政府补助>的通知》（财会[2017]15 号）的规定和《关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会[2017]30 号）。2016~2017 年，公司纳入合并范围的子公司分别为 48 家和 41 家，主要系公司为拓展上下游产业链及扩大业务规模，收购或新设子公司所致。总体看，公司经营范围向产业链下游有所延伸，对其财务数据的可比性有一定影响，公司整体财务数据可比性一般。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 128.99 亿元，负债合计 67.21 亿元，所有者权益（含少数股东权益）61.78 亿元，其中归属于母公司所有者权益 60.99 亿元。2017 年，公司实现营业收入 82.18 亿元，净利润（含少数股东权益）5.62 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.45 亿元；经营活动产生的现金流量净额-15.87 亿元，现金及现金等价物净增加额-11.09 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 132.39 亿元，负债合计 69.52 亿元，所有者权益（含少数股东权益）62.88 亿元，其中归属于母公司所有者权益 62.10 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 23.70 亿元，净利润（含少数股东损益）1.09 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.10 亿元；经营活动产生的现金流量净额-6.69 亿元，现金及现金等价物净增加额-7.25 亿元。

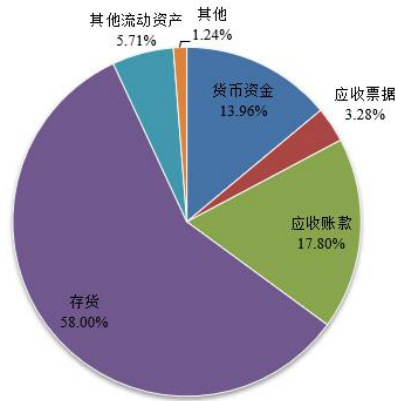
2. 资产质量

截至 2017 年底，公司合并资产总额 128.99 亿元，较年初增长 13.30%，主要系流动资产增长所致；资产构成中流动资产占 80.22%，非流动资产占 19.78%，以流动资产为主。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产为 103.47 亿元，较年初增长 16.52%，主要来自于应收账款及存货的增加。截至 2017 年底，公司流动资产主要由货币资金（占 13.96%）、应收账款（占 17.80%）、存货（占 58.00%）和其他流动资产（占 5.71%）构成，构成情况如下图所示。

图4 截至2017年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司年报

截至 2017 年底，公司货币资金 14.45 亿元，较年初下降 36.64%，主要系公司采购支出增加及支付股权转让款所致；公司货币资金主要由银行存款（占 56.64%）和其他货币资金（占 43.36%）构成；其他货币资金主要包括银行承兑汇票保证金、租借黄金实物保证金和定期或协议存款构成。截至 2017 年底，公司使用受限的货币资金 6.03 亿元，占货币资金总额的 41.75%，受限规模较大，主要为使用受限的保证金和质押的定期存款。

截至 2017 年底，公司应收账款账面价值为 18.42 亿元，较年初大幅增长 39.27%，主要系年内公司与下游客户减少票据结算，而是予以一定的信用账期，导致应收账款规模增加所致。截至 2017 年底，公司应收账款账面余额为 19.40 亿元，累计计提坏账准备 0.98 亿元，平均计提比例 5.06%；其中，按账龄法计提坏账准备的应收账款账面余额 19.27 亿元，账龄 1 年以内占比 76.62%；1~2 年的占比 20.70%。从集中度来看，按欠款方归集的应收账款期末余额前五名合计 5.94 亿元，占应收账款账面价值的 30.60%，集中度一般。总体看，公司应收账款集中度一般，账龄大多在 1 年以内且客户信誉度较好，坏账准备计提较为合理。

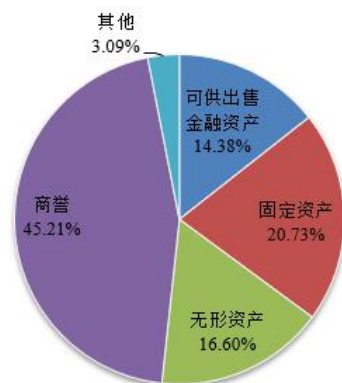
截至 2017 年底，公司存货账面价值 60.01 亿元，较年初增长 42.91%，主要系公司经营规模扩大使存货储量以及黄金饰品销售业务由批发向零售转型所致；公司存货主要由原材料（占 8.51%）、库存商品（占 30.06%）、发出商品（占 56.19%）构成。公司库存商品主要为金条和素金类饰品，变现能力较强。截至 2017 年底，存货账面余额为 60.02 亿元，共计提跌价准备 88.43 万元。由于黄金价格影响因素较多，波动较为频繁，公司存货可能存在减值风险。

截至 2017 年底，公司其他流动资产 5.91 亿元，较年初大幅增长 37.57%，主要系待认证增值税和待抵扣增值税增加所致。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 25.52 亿元，较年初增长 1.89%。截至 2017 年底，公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 14.38%）、固定资产（占 20.73%）、无形资产（占 16.60%）和商誉（占 45.21%）构成，构成情况如下图所示。

图 5 截至 2017 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司年报

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产余额为 3.67 亿元，较年初增长 58.12%，主要系为满足公司发展需要，增加对影视项目的投资（2.21 亿元）所致。公司可供出售金融资产中，按公允价值计量的占 7.57%，主要为持有上海曼恒数字技术股份有限公司的股份；按成本计量的占 92.43%，主要为影视投资项目。截至 2017 年底，共计提减值准备 0.41 亿元，主要来自于影视投资项目的减值，未来影视不作为发展重点，减值风险较小。2017 年，按成本计量的可供出售金融资产实现现金红利 768.95 万元。

截至 2017 年底，公司固定资产账面价值为 5.29 亿元，较年初增长 15.83%，主要系合并范围扩大所致；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 83.76%）、矿山构筑物（占 8.09%）和机器设备（占 5.14%）构成。截至 2017 年底，公司固定资产账面原值 6.52 亿元，累计计提折旧 1.23 亿元，未计提减值准备；固定资产成新率 81.07%，成新率较高。

截至 2017 年底，公司无形资产账面价值 4.24 亿元，较年初增长 7.16%；公司无形资产主要由矿业权（占 92.51%）和土地使用权（占 6.63%）构成。截至 2017 年底，公司无形资产账面余额 4.53 亿元，累计摊销合计 0.29 亿元，由于公司无形资产以矿业权为主，减值风险小，故未计提减值准备。

截至 2017 年底，公司商誉 11.54 亿元，较年初下降 0.65%。目前，公司商誉主要由收购国鼎黄金、瑞格传播、珂兰商贸及优娜珠宝的溢价构成，2017 年公司收购上海刚浩实业有限公司，该收购合并形成商誉在期末全额计提减值准备；2017 年 12 月 31 日优娜珠宝经评估的股东全部权益价值，低于自购买日公允价值持续计量的可辨认净资产与商誉之和，公司对该项商誉计提 749.18 万元减值准备。公司收购形成商誉规模较大，若未来被收购企业经营情况出现波动，公司商誉将存在一定减值风险。

截至 2017 年底，公司受限资产合计 7.98 亿元，占资产总额的 6.18%，受限比例较小，主要用于票据质押、保证金和抵押物，以及黄金租赁业务的抵押。

表 6 截至 2017 年底公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	受限规模	受限原因
货币资金	6.03	银行承兑汇票质押定期存款、租借黄金实物保证金、银行承兑汇票保证金
固定资产	1.41	借款和黄金租赁质押、银行承兑汇票抵押物
无形资产	0.53	探矿权冻结、土地使用权
合计	7.98	--

资料来源：公司年报

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 132.39 亿元，较年初增长 2.64%，流动资产和非流动资产占比分别为 80.56%和 19.44%，较年初变化不大；其中流动资产 106.65 亿元，较年初增长 3.07%，主要来自于存货的增加；公司非流动资产 25.74 亿元，较年初增长 0.87%，变化不大。

总体看，近几年来公司由于经营规模的扩大以及不断收购下游企业完善产业链，导致资产规模快速增长；流动资产以货币资金、应收账款和存货为主，存货规模较大且以素金饰品为主，变现能力较强；非流动资产中商誉占比较大，存在一定减值风险；公司受限资产占比较小，公司资产流动性较强，资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

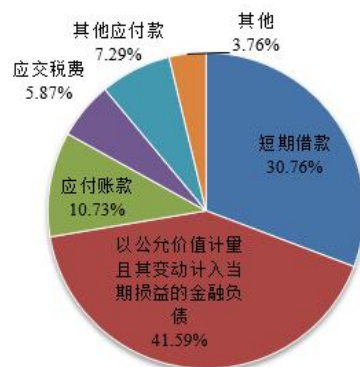
负债

截至 2017 年底，公司负债总额 67.21 亿元，较年初增长 17.69%，主要系非流动负债增加所致。其中，流动负债占 70.90%，非流动负债占 29.10%，以流动负债为主。

流动负债

截至 2017 年底，公司流动负债 47.65 亿元，较年初增长 9.57%；公司流动负债主要由短期借款（占 30.76%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债（占 41.59%）、应付账款（占 10.73%）、应交税费（占 5.87%）和其他应付款（占 7.29%）构成，构成情况如下图所示。

图6 截至2017年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司年报

截至 2017 年底，公司短期借款 14.66 亿元，较年初增长 5.70%，主要系经营所需资金增加所致。公司短期借款主要由保证借款（占 72.73%）和银行承兑汇票贴现（占 19.10%）构成。

公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债主要系黄金租赁¹形成。随着公司经营规模的扩大，公司为满足原材料及对冲金价波动的需求，公司不断扩大黄金租赁规模，导致以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债快速增长，截至 2017 年底，公司该科目余额为 19.82 亿元，较年初增长 49.88%。

截至 2017 年底，公司应付账款 5.12 亿元，较年初增长 60.04%，主要系收购子公司以及经营规模扩大带动备货及增加零售商品品种所致，公司应付账款主要为应付货款。

截至 2017 年底，公司应交税费 2.80 亿元，较年初增长 13.31%，主要系随着公司经营规模扩大，收入增长带动应交所得税增加所致。

¹ 注 1：公司使用黄金期货合约对黄金租赁协议下返还银行等量等质黄金的义务进行风险管理，以此来规避本公司承担的随着黄金市场价格波动导致该交易性金融负债的公允价值发生波动的风险。以上黄金期货合约未被指定为套期工具或不符合套期会计准则的要求，因此其公允价值变动而产生的收益或损失直接计入当期损益。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。公司返还黄金的义务被确认为交易性金融负债。

截至 2017 年底，公司其他应付款 3.47 亿元，较年初下降 24.97%，主要系公司支付部分应付股权收购款所致。其他应付款主要由应付勘探工程及设备款（占 65.68%）和应付股权收购款、暂收款（占 12.71%）构成。

非流动负债

截至 2017 年底，公司非流动负债为 19.56 亿元，较年初大幅增长 43.63%，主要来自于应付债券的增加。公司非流动负债主要由应付债券（占 74.74%）和长期应付款（占 22.49%）构成。

截至 2017 年底，公司应付债券 14.62 亿元，主要系公司完成“17 刚股 01”（债券规模 5 亿元，期限 5 年）的发行所致。

截至 2017 年底，公司长期应付款 4.40 亿元，较年初增长 46.67%，主要系新增华龙证券股份有限公司支付的优先方出资款项所致。

截至 2017 年底，公司全部债务为 50.00 亿元，较年初增加 19.01%，其中短期债务和长期债务分别占 69.96%和 30.04%，公司以短期债务为主，面临一定短期偿付压力。2016~2017 年，随着公司经营规模扩大，资金需求增加，导致负债和债务快速增长，资产负债率分别为 50.16%和 52.11%，全部债务资本化比率分别为 42.54%和 44.73%；长期债务资本化比率分别为 15.60%和 19.56%。总体看，近年来公司债务负担有所增加，但处于适当水平。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总计 69.52 亿元，较年初增长 3.43%，变化不大；流动负债及非流动负债比重较年初变化不大。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务 51.38 亿元，较年初增长 2.77%，其中短期债务占 83.44%，长期债务占 16.56%；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 52.51%、44.97%和 11.92%，债务负担稍有加重，但仍处于适中水平。

总体看，近年来，随着公司经营规模扩大，融资需求增加，公司债务呈快速增长趋势，且以短期债务为主，存在一定的集中偿还压力，债务结构有待改善，但公司整体债务负担适中。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 61.78 亿元，较年初增长 8.88%，其中归属于母公司所有者权益 60.99 亿元，占所有者权益的 98.72%；归属于母公司所有者权益中，股本占 24.41%，资本公积占 47.58%，盈余公积占 1.22%，未分配利润占 26.65%，其余为其他综合收益及专项储备。总体看，所有者权益稳定性较好。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益 62.88 亿元，较年初增长 1.78%，主要系未分配利润增加所致，其余部分变化不大，其中归属于母公司的所有者权益 62.10 亿元。

总体看，公司所有者权益中股本和资本公积占比较高，所有者权益结构稳定性较好。

4. 盈利能力

2017 年，公司营业收入 82.18 亿元，同比下降 22.94%，主要系公司调整产品结构，批发业务比重降低所致。2016~2017 年，公司利润总额有所增长，分别为 7.14 亿元和 7.96 亿元，主要系主营业务毛利率的提升以及投资收益同比增长所致；分别实现净利润 5.10 亿元和 5.62 亿元。

期间费用方面，2017 年，公司费用总额 6.04 亿元，较上年增长 10.31%，其中销售费用占 25.31%，管理费用占 25.86%，财务费用占 48.83%。2016~2017 年，公司销售费用分别为 1.74 亿元和 1.53 亿元，2017 年下降主要系公司采用移动、互联网营销技术，优化营销渠道所致；管理费用分别为 1.46 亿元和 1.56 亿元，2017 年有所提升，主要系合并范围扩大以及海外并购咨询费支出增加所致；公司财务费用分别为 2.28 亿元和 2.95 亿元，2017 年有所提升，主要系合并范围扩大以及有息债务规模增长带动利息支出增加所致。2016~2017 年，公司费用收入比逐年上升，分别为 5.13%和 7.35%，公

司控制费用能力有所减弱，主要是零售业务占比提升所致，仍处于较好水平。

从盈利指标来看，2016~2017 年，公司尚处于品牌、渠道、采购和供应链资源整合阶段，整体盈利能力未被全部释放，导致公司总资本收益率、总资产报酬率、净资产收益率均呈下降趋势，公司总资本收益率分别为 7.56%和 7.39%，公司总资产报酬率分别为 8.66%和 8.33%，净资产收益率为 9.39%和 9.49%。未来公司盈利能力有望得到增强。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 23.70 亿元，同比增长 13.98%，主要由于批发业务略有提升；公司实现利润总额 1.62 亿元，同比增长 16.40%；实现净利润 1.09 亿元，同比增长 3.52%，其中，归属于母公司的净利润 1.10 亿元。

总体看，2017 年，公司营业收入规模有所下降；利润水平有所增长；公司整体盈利能力有所下滑，但考虑到公司正处于并购和整合阶段，未来公司盈利能力有望得到增强。

5. 现金流

经营活动方面，2017 年，公司整体业务规模下降和批发业务占比降低，公司经营活动现金流入和经营活动现金流出均有所下降。2016~2017 年，公司经营活动现金流入分别为 131.57 亿元和 95.84 亿元。2016~2017 年，公司经营活动现金流出分别为 146.41 亿元和 111.72 亿元。综合以上因素，公司经营活动现金持续净流出，分别为-14.84 亿元和-15.87 亿元。2016~2017 年，公司现金收入比分别为 120.80%和 110.78%，收入实现水平较高。

投资活动方面，2016~2017 年，公司投资活动现金流入分别为 1.74 亿元和 3.06 亿元，主要系收回投资收到的现金增加所致。2016~2017 年，公司投资活动现金流出量分别为 13.66 亿元和 4.28 亿元，2016 年主要为收购珂兰商贸和优娜珠宝所支付的现金，2017 年大幅下降主要系公司对外投资规模减少所致。综合以上因素，2016~2017 年，公司投资活动产生的现金持续净流出，分别为-11.92 亿元和-1.22 亿元。

筹资活动方面，2016~2017 年，公司筹资活动现金流入量规模较大，分别为 59.73 亿元和 55.69 亿元，主要为取得银行借款、发行股票和债券导致的现金流入。2016~2017 年，公司筹资活动现金流出量分别为 50.78 亿元和 49.68 亿元，主要为偿还银行借款所致。综合以上因素，2016~2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 8.94 亿元和 6.01 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额-6.69 亿元，投资活动现金流量净额为-0.30 亿元，筹资活动现金流量净额为-0.27 亿元。

总体看，2017 年，公司经营活动现金流量净额呈净流出状态，投资活动产生的现金持续净流出；为满足公司运营资金和投资资金的需求，公司主要通过银行借款方式进行筹资，公司外部融资需求较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016~2017 年，公司流动比率分别为 2.04 倍和 2.17 倍，速动比率分别为 1.08 倍和 0.91 倍，公司现金短期债务比分别为 0.87 倍和 0.51 倍，考虑公司流动资产以货币资金及存货为主，且存货主要为黄金，变现能力较强，公司短期债务偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2016~2017 年，公司 EBITDA 有所增长，分别为 9.29 亿元和 10.51 亿元，主要来自利润总额的增长；2017 年，EBITDA 由折旧（占 2.49%）、摊销（占 1.19%）、计入财务费用的利息支出（占 20.52%）和利润总额（占 75.79%）构成。2016~2017 年，受公司债务规模快速增长带动利息支出大幅增加影响，公司 EBITDA 利息保障倍数呈下降趋势，分别为 5.14 倍和 4.87

倍；EBITDA 全部债务比分别为 0.22 倍和 0.21 倍，EBITDA 对利息的保障程度较低，对全部债务的覆盖程度尚可。总体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2018 年 3 月底，公司获得银行授信额度约 48.5 亿元，已使用授信额度 42 亿元，未使用授信额度 6.5 亿元；公司为在上海证券交易所挂牌的上市公司，拥有直接融资能力。

截至 2018 年 3 月底，公司无金额重大的未决诉讼；无对外担保。

根据公司提供的企业信用报告（机构信用代码：G1062010301021090V），截至 2018 年 4 月 27 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，公司短期债务偿债能力较强，长期偿债能力较弱。

七、本次公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2017 年底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）为 17.85 亿元，约为“17 刚股 01”待偿本金合计（5.00 亿元）的 3.57 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产为 61.78 亿元，约为“17 刚股 01”待偿本金合计（5.00 亿元）的 12.36 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“17 刚股 01”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 10.51 亿元，约为“17 刚股 01”待偿本金合计（5.00 亿元）的 2.10 倍，公司 EBITDA 对债券本金的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看，公司 2017 年经营活动产生的现金流入 95.84 亿元，约为“17 刚股 01”待偿本金合计（5.00 亿元）的 19.17 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度很高。

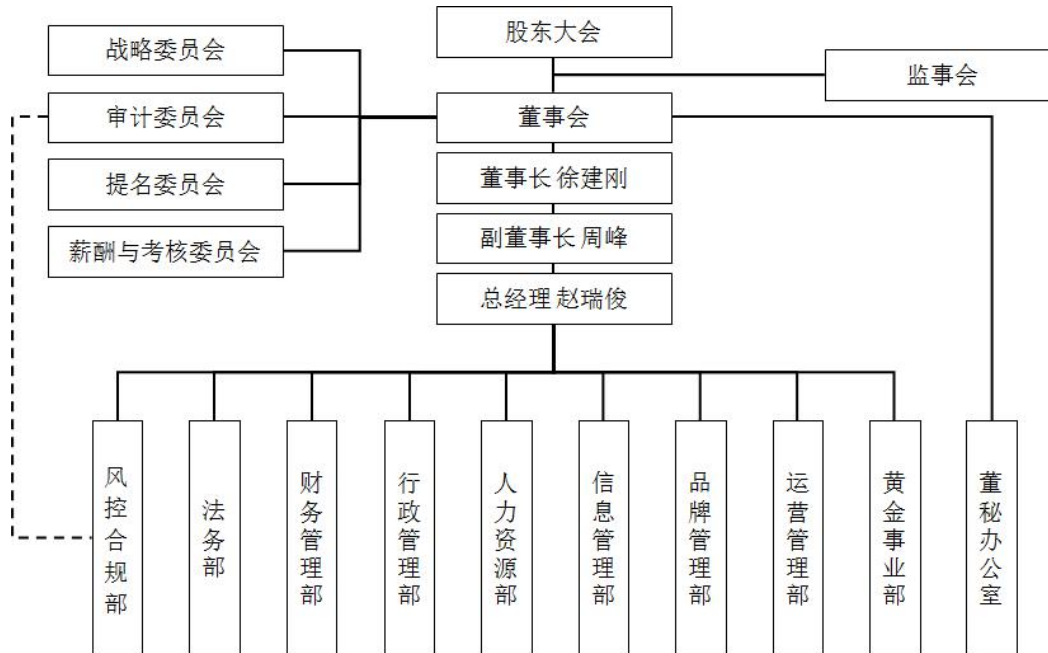
综合以上分析，并考虑到公司规模、行业特征及行业地位等因素，联合评级认为，公司对“17 刚股 01”的偿还能力很强。

八、综合评价

跟踪期内，公司作为贵金属收藏品、彩宝、钻石类产品销售为主，影视娱乐制作及营销为辅的民营上市公司，在经营规模、产业链、矿产资源、特许经营资质及品牌知名度等方面具备一定的综合优势。2017 年，公司继续整合和拓展终端销售渠道和品牌序列，公司整体利润规模有所增长。同时，联合评级也关注到黄金价格波动、黄金饰品行业竞争较激烈、经营活动现金流持续净流出等因素对其信用水平带来的不利影响。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望为“负面”；同时维持“17 刚股 01”的债项信用等级为“AA”。

附件 1 甘肃刚泰控股（集团）股份有限公司 组织结构图



附件 2 甘肃刚泰控股（集团）股份有限公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	113.85	128.99	132.39
所有者权益（亿元）	56.74	61.78	62.88
短期债务（亿元）	31.52	34.98	42.87
长期债务（亿元）	10.49	15.02	8.51
全部债务（亿元）	42.01	50.00	51.38
营业收入（亿元）	106.64	82.18	23.70
净利润（亿元）	5.10	5.62	1.09
EBITDA（亿元）	9.29	10.51	--
经营性净现金流（亿元）	-14.84	-15.87	-6.69
应收账款周转次数（次）	10.60	4.94	--
存货周转次数（次）	3.31	1.33	--
总资产周转次数（次）	1.03	0.68	--
现金收入比率（%）	120.80	110.78	120.80
总资本收益率（%）	7.56	7.39	--
总资产报酬率（%）	8.66	8.33	--
净资产收益率（%）	9.39	9.49	--
营业利润率（%）	12.99	17.15	13.45
费用收入比（%）	5.13	7.35	6.38
资产负债率（%）	50.16	52.11	52.51
全部债务资本化比率（%）	42.54	44.73	44.97
长期债务资本化比率（%）	15.60	19.56	11.92
EBITDA 利息倍数（倍）	5.14	4.87	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.22	0.21	--
流动比率（倍）	2.04	2.17	1.89
速动比率（倍）	1.08	0.91	0.67
现金短期债务比（倍）	0.87	0.51	0.26
经营现金流流动负债比率（%）	-34.13	-33.31	-11.84
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.86	2.10	--

附件 3 有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本次 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本次 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

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

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。