



信用等级通知书

信评委函字[2019]G151-F2-X号

江苏汇鸿国际集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“江苏汇鸿国际集团股份有限公司公开发行2019年公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年二月五日

江苏汇鸿国际集团股份有限公司 公开发行 2019 年公司债券（第一期）信用评级报告

债券级别	AA ⁺
主体级别	AA ⁺
评级展望	稳定
发行主体	江苏汇鸿国际集团股份有限公司
发行总额	本期债券的发行规模为不超过人民币 10 亿元（含 10 亿元）。
债券期限	本期债券的期限为 5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。
债券利率	本期债券票面年利率将根据网下询价簿记结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致在利率询价区间内确定，将不超过国务院限定的利率水平。公司有权决定是否在本期债券存续期的第 3 年末调整本期债券后 2 年的票面利率。本期债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。
偿还方式	本期债券按年付息、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。

概况数据

汇鸿集团	2015	2016	2017	2018.9
所有者权益（亿元）	86.19	92.19	84.42	70.38
总资产（亿元）	314.49	309.63	307.16	285.73
总债务（亿元）	133.93	132.87	128.91	129.25
营业收入（亿元）	391.40	319.83	368.00	283.83
营业毛利率（%）	4.85	5.27	5.13	4.65
EBITDA（亿元）	19.06	16.09	16.83	-
所有者权益收益率（%）	11.45	9.15	10.29	19.42
资产负债率（%）	72.59	70.23	72.52	75.37
总债务/EBITDA（X）	7.03	8.26	7.26	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.08	2.97	1.71	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、将其他流动负债中的超短期融资券和理财直融计入短期债务；
3、2018 年 1~9 月所有者权益收益率经年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“江苏汇鸿国际集团股份有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）”信用等级为 AA⁺，该级别反映了本期债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。

中诚信证评评定发行主体江苏汇鸿国际集团股份有限公司（以下简称“汇鸿集团”或“公司”）主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，该级别反映了汇鸿集团偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。中诚信证评肯定了江苏省政府给予公司的有力支持、公司丰富的外贸经验和领先的行业地位以及持有优质的金融资产等正面因素对公司业务发展及信用水平具有良好的支撑作用。同时，中诚信证评也关注到公司贸易业务盈利能力不强、可供出售金融资产公允价值波动对公司资本结构的影响、房地产销售收入的可持续性等因素对公司经营和整体信用状况造成的影响。

正 面

- 江苏省政府的大力支持。公司是江苏省最大的省属贸易企业之一，近年来在经营和资产整合等多方面均得到了江苏省国资委和股东的大力支持。近年来，江苏省委省政府主导推动公司吸收合并江苏汇鸿国际集团有限公司实现整体上市，同时，为提升整体上市后公司整体资产质量水平，经江苏省国资委核准，江苏汇鸿国际集团有限公司剥离了部分非经营性资产、盈利能力较弱及存在瑕疵的业务及资产，资产与业务质量均得以提高。
- 丰富的外贸经验和领先的行业地位。公司从事外贸业务 20 多年，具有丰富的外贸行业经验。公司与世界上 200 多个国家和地区建立了贸易合作关系。2015~2017 年，公司实现营业总收入规模分别为 391.40 亿元、319.83 亿元和 368.00 亿元。

分析师

王 维 wwang@ccxr.com.cn

汪智慧 zhhwang@ccxr.com.cn

王梦怡 mywang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年3月5日

- 优质的金融资产。截至2018年9月末，公司持有62.29亿元可供出售金融资产和2.73亿元交易性金融资产，包括华泰证券股份有限公司、江苏银行股份有限公司、东江环保股份有限公司、利安人寿保险股份有限公司、江西商业银行股份有限公司及紫金财产保险股份有限公司南京分公司等公司股权。2015~2017年及2018年1~9月，公司分别实现投资收益14.60亿元、12.92亿元、15.28亿元和15.90亿元。

关 注

- 公司贸易业务盈利能力不强。受宏观环境影响，公司贸易业务盈利水平较低，2015~2017年度及2018年1~9月经营性业务亏损，宏观经济的不确定性大宗商品价格的波动仍将影响公司主营贸易业务的盈利情况。
- 可供出售金融资产公允价值波动对公司资本结构的影响。公司可供出售金融资产在资产总额中占比较大，受近年金融市场大幅波动的影响，公司可供出售金融资产公允价值波动较大，对公司资本结构造成较大影响。
- 房地产销售收入的可持续性。截至2018年9月末，公司前期所拿土地均在开发或开发完毕，无其他项目储备，中诚信证评将关注公司房地产销售收入的可持续性。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概 况

发债主体概况

江苏汇鸿国际集团股份有限公司（以下简称“汇鸿集团”或“公司”）原名江苏省纺织品进出口（集团）公司，1994年6月经江苏省体改委苏体改生[1994]230号文批准，由江苏省纺织品进出口（集团）公司整体改制，以定向募集方式设立的股份有限公司。2000年12月18日，公司的国家股股权转让由江苏开元国际集团有限公司持有。2004年6月15日，经中国证监会“证监发行字[2004]81号”文批准，公司向社会公开发行5,000万股人民币普通股股票，并于2004年6月30日在上海证券交易所挂牌交易。2006年9月27日，经公司2006年第一次临时股东大会审议通过，经江苏省工商行政管理局核准，公司名称变更为“江苏开元股份有限公司”，以2006年6月30日公司总股本18,109万元为基数，以资本公积金向全体股东每10股转增5股，转增后公司注册资本由18,109万元增至27,163.5万元。依据江苏省国资委“苏国资[2010]48号”文，开元集团将所持公司27,425.1871万股无偿划转给江苏汇鸿国际集团有限公司（以下简称“汇鸿集团有限”），本次变更经中国证券监督管理委员会审核。2012年4月25日，经江苏省工商行政管理局核准，公司变更企业法人名称为“江苏汇鸿股份有限公司”。2015年12月24日，江苏省国资委作出了《关于汇鸿集团国有股东变更的批复》（苏国资复[2014]130号），将汇鸿集团有限100%国有股权的持有人变更为江苏苏汇资产管理有限公司（以下简称“苏汇资管”）。2015年12月，江苏汇鸿股份有限公司完成对汇鸿集团有限的吸收合并，并更名为江苏汇鸿国际集团股份有限公司，同时增加注册资本至22.42亿元。截至2018年9月末，公司注册资本为22.42亿元，苏汇资管成为公司控股股东，持股比例为67.41%，公司实际控制人为江苏省国资委。

公司主要开展供应链运营、房地产和投资业务等，其中，供应链运营业务主要包括纺织服装、浆纸板材和船舶机电等传统进出口贸易业务板块，以

及冷链物流和医疗健康等新兴产业板块；房地产业务主要为房地产开发销售和物业管理等；投资业务主要为金融、证券、企业股权投资、创业企业投资等。截至2018年9月末，公司子公司包括17家二级子公司、100家三级及三级以下子公司、15家联营公司。

截至2017年12月31日，公司总资产307.16亿元，所有者权益84.42亿元，资产负债率为75.52%。2017年公司实现营业总收入368.00亿元，净利润8.69亿元，经营活动净现金流10.65亿元。

截至2018年9月30日，公司总资产285.73亿元，所有者权益70.38亿元，资产负债率为75.37%。2018年1~9月公司实现营业总收入283.83亿元，净利润10.25亿元，经营活动净现金流-5.86亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
债券名称	江苏汇鸿国际集团股份有限公司公开发行2019年公司债券（第一期）
发行总额	本期债券的发行规模为不超过人民币10亿元（含10亿元）。
债券期限	本期债券的期限为5年期，附第3年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。
票面金额和发行价格	本期债券面值人民币100元。
债券利率	本期债券票面年利率将根据网下询价簿记结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致在利率询价区间内确定，将不超过国务院限定的利率水平。公司有权决定是否在本期债券存续期的第3年末调整本期债券后2年的票面利率。本期债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。
偿还方式	本期债券按年付息、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。
募集资金用途	本期债券所募资金扣除发行费用后拟全部用于偿还公司债务。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

经营环境分析

外贸行业概况

我国对外贸易行业的景气度随着外部经济环境的变化而有所波动。受2008年国际金融危机的影响，进出口需求萎靡导致对外贸易受到严重冲击，外贸行业陷入一段时期的低潮，但是进入2010年，随着世界经济的进一步复苏，我国经济企稳回

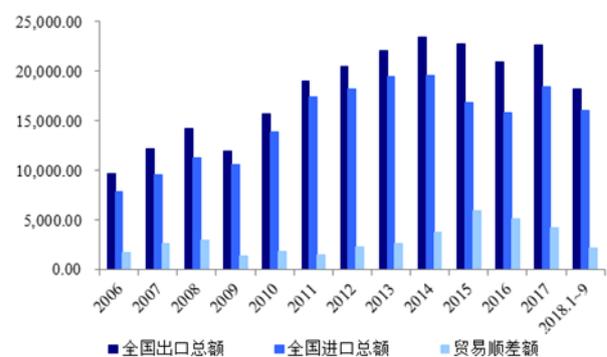
升，对外贸易实现了恢复性增长。2011年，在全球经济复苏乏力的背景下，我国对外贸易进出口稳中有升，进出口额创历史新高。2012年欧洲主权债务危机继续深化、国际市场需求下滑，我国GDP同比增长7.8%，是进入1999年以来增速的最低值；当年，我国进出口总额3.87万亿美元，同比增长6.2%。2013年，我国对外贸易景气度适度回升，当年进出口总额4.16万亿美元，扣除汇率因素后同比增长7.6%，增速较上年同期上升了1.4个百分点，其中，出口2.21万亿美元，增长7.9%；进口1.95万亿美元，增长7.3%，进口增速显著提升。2014年，我国外贸体量增速有所下降，一方面是由于2013年的套利贸易垫高了同比基数，另一方面，相比于单纯追求高速增长，2014年我国更加注重外贸结构的调整和优化，以及对外贸易和宏观经济的协调发展。2014年我国进出口总额4.30万亿美元，同比增长3.4%，其中出口总额2.34万亿美元，同比增长6.1%，进口总额1.96万亿美元，同比增长0.4%。2015年，全球经济总体复苏乏力，国内经济下行压力较大，对外贸易发展进入新常态，2015年我国进出口总额3.96万亿美元，同比下降8.0%。其中，出口2.28万亿美元，同比下降2.8%；进口1.68万亿美元，同比下降14.1%。2016年，受大宗商品价格低迷，发达经济体增速放缓等因素影响，世界经济复苏缓慢，国内经济下行压力仍较大，2016年我国进出口总额3.7万亿美元，同比下降6.8%。其中，出口2.1万亿美元，同比下降7.7%；进口1.6万亿美元，同比下降5.5%。2017年，全球经济温和复苏，国内经济回稳向好，我国进出口总额4.10万亿美元，同比增长11.37%，扭转了连续两年下降的局面。其中，出口2.26万亿美元，进口1.84万亿美元。2018年1~9月，我国进出口总额3.43万亿美元，同比增长14.4%，其中出口1.83万亿美元，同比增长14.5%。

对外贸易结构上，近年来我国进、出口增长并不均衡，出口平均增速高于进口。2012年，相对于出口增速，进口增速的回落更为明显，我国实现贸易顺差0.23万亿美元，同比大幅增长48.1%。其中，进口增速回落的主要原因是价格因素，2012年商品

进口量同比有所增加，而同期进口价格总体下跌了0.7%。另外，受国内经济下行压力增大的影响，国内需求进一步走低；发达国家在高新技术领域对华出口限制也是造成我国进口下滑的重要原因。2013年，我国实现贸易顺差0.26万亿美元，同比增长12.55%；2013年随着国内外经济形势的低位回转，我国对外贸易形势逐步趋稳，增速同比回落；从性质上看，产业链长、增值率较高的一般贸易占我国进出口总值比重有所上升，附加值低的加工贸易占比有所下降；且民营企业贸易比重有所上升，对外资企业的依赖减小，整体来看贸易结构趋于合理。2014年我国实现贸易顺差0.38万亿美元，同比增长47.7%，增幅同比大幅扩大；一方面2014年以来美国等发达经济体经济状况有所好转，拉动了我国出口需求的提升，另一方面全球大宗能源商品价格持续走低，同时我国部分重工业产能严重过剩、房地产市场降温使整体国内市场需求不足，从而导致进口增长相对疲弱。2015年，我国实现贸易顺差0.59万亿美元，同比增长56.7%；在国务院“稳增长、调结构”相关措施的大力推进下，2015年我国进出口总额有所下降，贸易质量得到提升，贸易结构更趋合理。2016年，我国实现贸易顺差0.51万亿美元，同比下降13.9%。2017年，我国实现贸易顺差0.42万亿美元，继续收窄。2018年1~9月，我国实现贸易顺差2,213.7亿美元，较2017年同期下降690亿美元。

图1：2006~2018.9我国进出口总额和贸易顺差情况

单位：亿美元



资料来源：商务部，中诚信证评整理

在国内经济稳中向好、外贸发展内生动力增强等因素推动下，中国外贸总体形势向好，但不确定不稳定因素有所增多。从国内看，中国经济发展不

平衡不充分问题仍然突出；从国际看，世界经济政治形势更加错综复杂，“逆全球化”和贸易保护主义势力抬头，主要经济体宏观经济政策调整溢出效应凸显，地缘政治风险此起彼伏，世界经济复苏基础并不稳固。近来，中美贸易摩擦加剧，贸易战后续发展存在很大不确定性，有可能制约我国经济增长和去杠杆进程。

近年来，人民币汇率双边波动加大，劳动力和资金等要素成本上升，中小企业经营困难增加，我国外贸出口增长空间受到一定抑制。同时发达经济体引导产业回归，并更加重视扩大出口，东盟等新兴市场和发展中国家利用低成本优势加快发展外向型产业，致使我国订单向外转移的趋势明显，中国在国际市场竞争中压力加大。

但另一方面，近期国内经济结构调整持续推进，内生增长动力有效增强；政府也通过推进丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路合作建设、扩大自贸试验区布局、实行以备案制为主的对外投资管理方式、完善出口退税负担机制、完善扩大进口的财税金融政策、鼓励先进技术和关键零部件进口、提高贸易便利化水平等系列措施，推进我国外贸转型升级，构建开放型经济新体制。上述因素均对我国未来外贸增长和质量优化形成了正面的支撑力量，也对外贸企业的发展提供了良好的空间。

内贸行业概况

从国内贸易情况来看，近几年我国经济规模保持了不断扩大的良好势态，刺激国内贸易景气度不断上升。2011 年国内生产总值达到 471,564 亿元，同比增长 9.2%；同期，社会消费品零售总额为 181,226 亿元，同比增长 17.1%（扣除价格因素，实际增长 11.6%）。2012 年国内生产总值 519,322 亿元，同比增长 7.8%；全年社会消费品零售总额 207,167 亿元，同比增长 14.3%（扣除价格因素，实际增长 12.1%）。2013 年国内生产总值 568,845 亿元，同比增长 7.7%；社会消费品零售总额 237,810 亿元，同比增长 13.10%（扣除价格因素，实际增长 11.5%），增速均出现同比下滑。2014 年国内生产总值 636,463 亿元，同比增长 7.4%；社会消费品零售总

额 262,394 亿元，同比名义增长 12.0%（扣除价格因素，实际增长 10.9%）。2015 年国内生产总值 676,708 亿元，同比增长 6.90%；社会消费品零售总额 300,931 亿元，同比名义增长 10.70%（扣除价格因素，实际增长 10.60%）。2016 年国内生产总值 744,127 亿元，按不变价格计算，同比增长 6.7%；社会消费品零售总额 332,316 亿元，同比增长 10.4%。2017 年，国内生产总值 827,121.7 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.9%；社会消费品零售总额 366,261 亿元，同比增长 10.2%。2018 年 1~9 月，我国国内生产总值 650,899 亿元，同比增长 6.7%；社会消费品零售总额 274,299 亿元，同比增长 9.3%。

图 2：2006~2018.9 我国国内生产总值和社会消费品零售额规模及其增速



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

内贸政策方面，商务部的《国内贸易发展规划（2011-2015）》中指出将着力加强流通基础设施建设，重点加强农村和农产品流通基础设施建设；加强现代流通体系建设，完善分销体系，推动内贸领域改革与创新，全面提高国内贸易的服务水平。此内贸规划有望从政策上加大对消费的开拓力度，形成扩大消费的长效机制，更好地服务经济结构调整转型。2016 年 11 月，《国内贸易流通“十三五”发展规划》发布，针对“十三五”期间我国内贸流通发展，提出健全管理体制机制、加大财政金融支持、调整优化税费政策、优化土地要素支撑、推进人才队伍建设、完善统计监测体系等措施，以推进实体商业创新转型、提升流通供给水平、推动消费结构升级、提高流通信息化水平、加强流通标准化建设、促进流通集约化发展、统筹区域城乡协调发展、加强对

外开放合作、营造法治化营商环境，到 2020 年基本形成现代化、法治化、国际化的大流通、大市场体系。2016 年 11 月，我国商务部等 13 部门印发了《关于开展加快内贸流通创新推动供给侧结构性改革扩大消费专项行动的意见》（商秩发〔2016〕427 号），部署开展为期两年的加快内贸流通创新推动供给侧结构性改革扩大消费专项行动（以下简称“专项行动”）。为推进专项行动实施，2017 年 6 月，我国商务部印发了《2017 年加快内贸流通创新推动供给侧结构性改革扩大消费专项行动实施方案》（商办秩函〔2017〕184 号，以下简称“方案”），方案提出以“优商品、通商路、减商负、立商信”为着力点，促进消费需求扩大和消费升级。其中，在畅通流通网络方面，提出融通线上线下渠道，支持和引导融合型、共享型、智慧型和链条式创新，支持流通与相关产业跨界融合等措施；在降低流通成本方面，主要提出降低三大成本，降低制度性成本，继续推进降费减税，降低技术性成本，推动农产品冷链物流标准化，降低组织性成本，鼓励流通企业扩大连锁经营规模，全面启动“农商互联”。方案有望从政策上促进消费需求扩大，推动消费升级，形成长效机制，更好地服务经济结构调整转型。

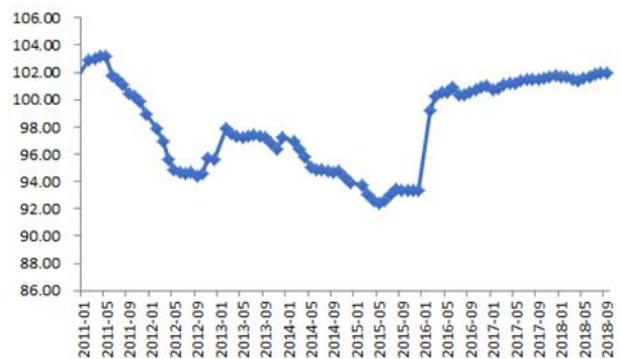
总体上，近年来，我国劳动力、资金、环保等投入要素价格继续高企，对国内生产要素流通和消费品市场也形成了一定制约。但考虑到我国消费市场起点较低，未来经济发展将会促进我国内需的释放；同时十九大报告提出乡村振兴战略及以城市群为主体构建大中小城市和小城镇协调发展的战略，有利于形成村镇化和城镇化均衡发展，也为我国未来国内贸易环境的长远和健康发展提供了良好的政策空间。

房地产行业

房地产业是我国经济增长的支柱产业之一，在国民经济发展中起着重要作用。自改革开放以来，中国房地产行业得到快速发展，国房景气指数持续提升，并于 2007 年 11 月达到历史顶点 106.59 点。此后，受 2008 年次贷危机和紧缩货币政策影响，国内房价出现十年来的首次下跌；2009 年随着国家信贷宽松政策出台，商品房销售情况有所好转；

2010 年以来，为抑制房价过快上涨，国务院先后出台多项调控政策，房地产市场再次步入调整阶段；2012 年，在中央继续保持从紧政策的同时，地方政府开始积极出台各种政策鼓励合理自住需求，商品房销售开始逐步回升；2014 年，房地产市场短期供过于求，且受价格预期变化等因素影响，房地产市场销售下滑，国房景气指数亦随之下降；进入 2015 年，随着一系列宽松的行业政策出台，国房景气指数自 2015 年 6 月开始有所回升并于下半年企稳，上升态势延续至 2016 年上半年。2016 年 10 月以来部分重点城市陆续出台限购、限贷等房地产调控政策，国房景气指数有所调整，但仍较上年同期有所上升。2017 年以来国房景气指数持续上行，于 2017 年 12 月达到 101.72 点，但 3 月以来受部分城市不断加大房地产调控力度影响，景气指数上升增速出现明显回落。进入 2018 年，各线城市调控政策持续高压，1~4 月国房景气度持续回落，但得益于 4 月份央行定向降准改善外部资金流动性，5~9 月期间国房景气度有所回升。

图 3：2011~2018.9 国房景气指数



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

图 4：2010~2018.9 全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

在房地产投资方面，根据国家统计局数据显

示,近年来房地产开发投资额保持增长,但增速有所放缓。受2014年国内经济整体下行、房地产销售疲软的影响,2014年和2015年房地产行业投资增速出现大幅回落;其中,2015年全国房地产开发投资95,979亿元,同比增长仅0.99%。受益于宽松的行业政策,2016年房地产行业全面回暖,良好的销售情况提振了房企信心,当年房地产投资增速有所提升,全年累计完成房地产开发投资102,581亿元,同比增长6.88%,增速较上年上涨5.89个百分点。自2016年10月以来,各地房地产市场调控政策持续收紧,但全国房地产开发投资增速仍维持在当前水平,2017年全国累计完成房地产开发投资109,799亿元,同比增长7.04%,全年整体增速与上年基本持平。2018年以来,各线城市调控政策持续高压,加之外部融资环境持续收紧,房企为尽快回笼自有资金,加快房地产开发建设节奏,2018年1~9月全国房地产开发投资较上年同期增长9.9%至88,665.04亿元。

房地产开发投资资金的到位情况方面,2015~2017年房地产开发企业到位资金分别为125,203亿元、144,214亿元和156,053亿元,年均复合增长率11.64%;同期增速分别为2.63%、15.18%和8.21%。从资金来源来看,随着房地产市场的回暖,房企资金来源中定金及预收款和个人按揭贷款规模及其占比呈快速上升态势,2015~2017年房企资金来源中定金及预收款和个人按揭贷款合计分别为49,182亿元、66,355亿元和72,600亿元,占比从2015年的39.28%上升至2017年的46.52%;但受按揭贷款利率持续上升影响,2017年定金及预收款和个人按揭贷款增速仅为9.41%,较2016年下降25.51个百分点。2015~2017年房企自筹资金和国内贷款规模呈上升趋势,分别为69,252亿元、70,645亿元和76,114亿元,占比分别为55.31%、48.99%和48.77%。2018年1~9月,房地产开发企业到位资金121,882亿元,较上年同期增长7.78%。其中,受外部资金环境紧缩影响,国内贷款和个人按揭贷款分别为18,041亿元和17,522亿元,同比分别下降5.06%和1.22%;而自筹资金和定金及预收款同比分别增长11.37%和16.32%至

40,595亿元和40,258亿元,占比分别为33.31%和33.03%。在去杠杆的环境下,房企资金压力上升,开发投资资金对其内部流动性资金的依赖性上升。

表2: 2015~2018.9 房地产开发投资资金来源

单位: 亿元、%

指标	2015	2016	2017	2018.9
资金来源合计	125,203	144,214	156,053	121,882
同比增长	2.6	15.2	8.2	7.8
其中:				
自筹资金	49,038	49,133	50,872	40,596
占比	39.17	34.07	32.60	33.31
同比增长	-2.7	0.2	3.5	11.4
国内贷款	20,214	21,512	25,242	18,041
占比	16.14	14.92	16.18	14.80
同比增长	-4.8	6.4	17.3	-5.1
利用外资	297	140	168	43
占比	0.24	0.10	0.11	0.00
同比增长	-53.6	-52.6	19.8	-62.7
定金及预收款	32,520	41,952	48,694	40,259
占比	25.97	29.09	31.20	33.03
同比增长	7.5	29.0	16.1	16.3
个人按揭贷款	16,662	24,403	23,906	17,522
占比	13.31	16.92	15.32	14.38
同比增长	21.9	46.5	-2.0	-1.2

资料来源: 国家统计局, 中诚信证评整理

施工方面,近年房地产新开工面积呈现波动下滑态势。具体来看,2015年房地产开发企业对新项目开发持较为谨慎的态度,有意控制新楼盘的开工规模以降低企业自身现金支出,当期房地产开发企业房屋新开工面积154,454万平方米,同比下降14.0%。在商品房库存增加以及出清周期延长的背景下,房地产新开工面积同比下降导致短期内新增供给量的下滑,有助于缩短房地产市场恢复供需平衡的时间。2016年,在一、二线重点城市房地产市场景气度明显提升的带动下,房企纷纷加快开发节奏以及时补充可售货源,全国房地产当年累计新开工面积166,928万平方米,同比上升8.1%。2017年,随着房地产政策的持续收紧,当期房地产开发企业房屋新开工面积为178,654万平方米,增速较上年回落1.1个百分点至7.0%,同期全国商品房新开工面积与销售面积差额(差额=新开工面积-销售

面积)为 9,246 万平方米,同比下降 3.48%,商品房库存去化压力下降。在外部融资环境持续收紧的背景下,基于对内部流动性资金的需求,房企加快了项目新开工进度,2018 年 1~9 月房企新开工面积有所提高,当期房地产开发企业房屋新开工面积 152,583 万平方米,较上年同期增长 16.45%;从新开工面积与销售面积的差额来看,2018 年 1~9 月,全国商品房新开工面积与销售面积差额较上年同期大幅增长 121.41%至 33,270 万平方米。

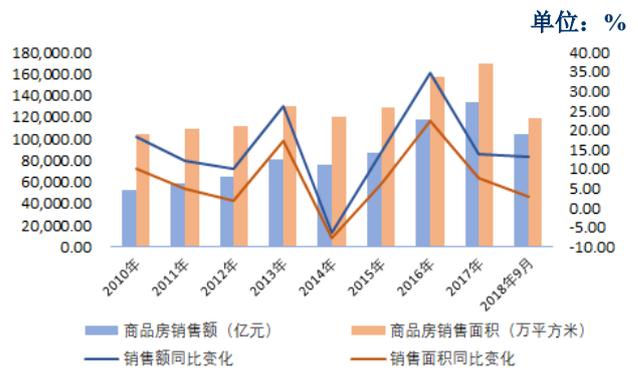
图 5: 2010~2018.9 商品房新开工与销售面积差额



资料来源:国家统计局,中诚信证评整理

从销售情况看,得益于频出的利好政策,2015 年全国商品房销售面积与销售额分别为 128,495 万平方米和 87,281 亿元,同比分别增长 6.5%和 14.4%;其中商品住宅销售面积和销售额分别同比增长 6.9%和 16.6%。2016 年,在宽松的行业政策带动下,我国商品房成交量大幅提升,当年全国商品房销售面积与销售额分别为 157,349 万平方米和 117,627 亿元,分别同比增长 22.4%和 34.8%;其中商品住宅销售面积和销售额分别同比增长 22.4%和 36.1%。2017 年,全国商品房销售面积和销售额分别为 169,408 万平方米和 133,701 亿元,分别同比增长 7.66%和 13.67%,受 2016 年 10 月及 2017 年 3 月连续出台的房地产调控政策影响,增速均出现较大幅度放缓。值得注意的是,2017 年办公楼及商业营业用房销售增长速度均高于住宅,其中住宅销售面积及销售额分别同比增长 5.3%和 11.3%;办公楼销售面积及销售额分别同比增长 24.3%和 17.5%;商业营业用房销售面积及销售额分别同比增长 18.7%和 25.3%。2018 年 1~9 月,全国商品房销售面积和销售额分别为 119,312.77 万平方米和 104,132.23 亿元,同比分别增长 2.9%和 13.3%。

图 6: 2010~2018.9 商品房销售情况



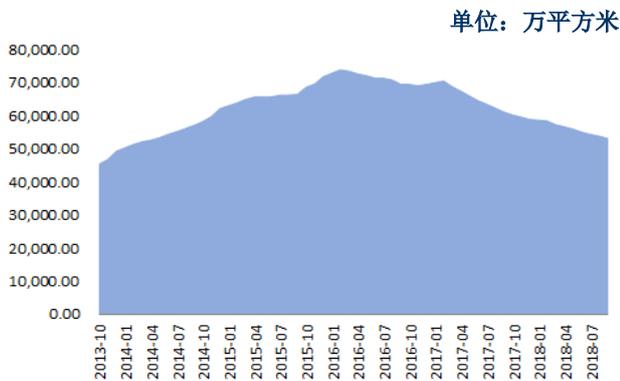
资料来源:国家统计局,中诚信证评整理

从不同区域的销售情况来看,东部地区仍是我国商品房销售的主要区域,但其商品房销售增速落后于其他区域,2017 年东部地区商品房销售额 74,439 亿元,同比增长 6.2%,销售额占比达 55.68%;同期中部地区商品房销售额 28,665 亿元,同比增长 24.1%;西部地区商品房销售额 25,231 亿元,同比增长 25.9%;东北部地区商品房销售额为 5,367 亿元,同比增长 21.8%。2018 年 1~9 月,东部地区实现商品房销售额 55,820 亿元,同比增长 6.0%,销售额占比达 53.51%;中部地区商品房销售额 22,643 亿元,同比增长 22.7%;西部地区商品房销售额 21,511 亿元,同比增长 26.6%。2017 年以来“去库存”仍是中西部地区三四线城市调控主基调,商品房销售情况明显改善。从价格来看,2017 年以来全国房价增速有所下降,但整体价格水平依然持续向上,2017 年 1~12 月全国 100 个城市住宅均价呈现逐月增长的态势,2017 年 12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 13,967 元/平方米,较上年同期增长 7.15%。分城市能级来看,2017 年 12 月末,一线城市住宅均价达 41,202 元/平方米,较上年同期增长 1.43%;同期二线城市住宅均价达 12,684 元/平方米,较上年同期增长 7.70%;而三线城市住宅均价达 8,335 元/平方米,较年初增长 12.48%¹。受 2016 年 10 月以来房地产政策的持续收紧及政策区域分化加重影响,2017 年三线城市房地产住宅价格增幅高于一、二线城市。2018 年 9 月,全国 100 个城市住

¹ 一线城市包括北京、上海、广州、深圳;二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州;三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它 74 个城市。

宅均价为 14,601 元/平方米，较年初增长 4.47%；其中，一线城市住宅均价 41,330 元/平方米，较年初小幅增长 0.31%；二线城市住宅均价 13,377 元/平方米，较年初增长 5.46%；三线城市 2018 年 9 月住宅均价较年初增长 7.27% 至 8,940 元/平方米。

图 7：2013~2018.9 全国商品房待售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

商品库存方面，2015 年以来，尽管房地产投资速度有所放缓，同时销售情况有所回升，房地产市场供需差有所收窄，但供过于求的局面继续存在，截至 2015 年末，全国商品房待售面积 7.19 亿平方米，同比增长 15.58%，增速较上年末收窄 10.54 个百分点。2016 年主要城市市场成交情况较好，住宅去化较快，商品库存出现近年来首次下降；截至 2016 年末，全国商品房待售面积 6.95 亿平方米，环比增加 444 万平方米，但较上年末减少 2,314 万平方米。2017 年以来房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策，商品库存持续下降，截至 2017 年末，全国商品房待售面积 5.89 亿平方米，环比减少 683 万平方米，较上年末减少 10,616 万平方米。截至 2018 年 9 月末，全国商品房待售面积进一步下降至 5.32 亿平方米，较上年末减少 5,700 万平方米。从去化周期来看，以 2018 年 1~9 月商品房月均销售面积估算，全国待售商品房去化周期较 2017 年末进一步缩短至 4.01 个月；但考虑到 2018 年前三季度全国商品房新开工面积有所增长，未来商品房新增供应将有所增加。

土地市场方面，近三年全国房地产用地供给小幅波动。根据国土资源局数据显示，2015~2017 年全国房地产建设用地供应面积分别为 119,800 万平方米、107,500 万平方米和 115,000 万平方米。土地成交面积受供应波动的影响亦有所波动，房地产开

发企业购置土地区域转向土地价格较高的一、二线城市，土地成交均价呈现上升趋势。2015~2017 年，我国房地产业开发企业购置土地面积分别为 22,811 万平方米、22,025 万平方米和 25,508 万平方米，同期土地成交价款分别为 7,622 亿元、9,129 亿元和 13,643 亿元。受此影响，2017 年房地产企业土地购置成本涨至 5,348.52 元/平方米，近三年年均复合增长率为 26.52%。2018 年 1~9 月，房地产开发企业土地购置面积和成交价款分别为 19,366 万平方米和 10,002 亿元，分别同比增长 15.7% 和 22.7%；2018 年 1~9 月土地购置成本为 5,164.72 元/平方米。

从不同能级城市来看，近年来不同能级城市间土地成交楼面均价涨幅及溢价率差异明显。一线城市土地成交楼面均价的涨幅在 2013 年达到顶点后逐步呈现下降态势，而土地成交楼面均价则持续增长至 2016 年到达顶点，平均溢价率较 2015 年提升 15.6 个百分点至 41.94%，受土拍限价影响，2017 年以来一线城市土地成交楼面均价持续回落，2018 年上半年一线城市土地成交楼面均价及溢价率分别为 7,627.20 元/平方米和 8.43%。二线城市土地成交楼面均价于 2013~2015 年间小幅波动增长，而 2016 年二线城市土地成交楼面均价大幅增长 74.18% 至 3,270.54 元/平方米，平均溢价率同比上升 35.63 个百分点至 56.26%，同样受土拍限价影响，2017 年以来土地市场热度持续减弱，2018 年上半年二线城市土地成交楼面均价为 3,500.67 元/平方米，涨幅和溢价率分别回落至 8.71% 和 18.80%。三线城市成交土地楼面均价于 2016 年以来维持高位增长，2016 年和 2017 年土地楼面均价涨幅分别达 36.65% 和 41.35%，平均溢价率分别为 34.01% 和 32.46%，2018 年上半年，三线城市土地成交楼面均价为 1,827.47 元/平方米，涨幅回落至 19.61%，平均溢价率则下降至 22.76%。

总体来看，房地产行业受外部环境及行业政策影响较大。受 2016 年 10 月份以来国内房地产政策持续收紧及政策区域分化加重的影响，房地产住宅市场销售增速有所放缓，不同能级城市分化明显。

区域经济概况

区域性的贸易活动与区域经济发展息息相关。公司地处沿海经济发达的江苏省。江苏省经济具有市场化程度高、民营经济发达的显著特征。近年来，江苏省经济发展保持良好态势，区域经济竞争力位居全国前列，连续多年经济增长率均高于全国平均水平。

2015 年江苏省全省生产总值比上年同期增长 8.5%，首次突破 7 万亿大关，达到约 7.01 万亿元，仅次于广东省，稳居全国第二；社会消费品零售总额达到 25,877 亿元，同比增长 10.3%。2016 年江苏省全省生产总值达到 7.61 万亿元，较上年增长 7.80%；社会消费品零售总额达到 28,707.10 亿元，同比增长 10.90%。2017 年江苏省全省生产总值比上年同期增长 7.2%，达 8.59 万亿元；社会消费品零售总额达 31,737.40 亿元，同比增长 10.56%。2018 年 1~9 月，江苏省实现地区生产总值 6.70 万亿元，按可比价格计算，比上年增长 6.7%；社会消费品零售总额 24,448.30 亿元，比上年增长 8.8%。

在外贸方面，江苏省是中国经济发达的沿海对外开放省份，进出口贸易一直保持较大规模。2013 年，江苏全省实现进出口总额 5,508.4 亿美元，同比增长 0.5%。其中，出口 3,288.5 亿美元，增长 0.1%；进口 2,219.9 亿美元，增长 1.1%。2014 年，江苏省外贸进出口 5,637.6 亿美元，同比增长 2.3%。其中，出口 3,418.7 亿美元，增长 4.0%；进口 2,218.9 亿美元，与 2013 年基本持平。近年来，受国内需求走弱及汇率波动等因素影响，进口景气度下滑。2015 年，江苏省外贸进出口 5,456.1 亿美元，同比下降 3.2%。其中，出口 3,386.7 亿美元，同比下降 0.9%；进口 2,069.5 亿美元，同比下降 6.7%。2016 年，江苏省外贸进出口总额 5,096.12 亿美元，同比下降 6.6%。其中，出口 3,193.44 亿美元，同比下降 5.7%；进口 1,902.68 亿美元，同比下降 8.1%。2017 年以来，受益于全球主要经济体进口需求回升和大宗商品价格增长，江苏省进出口总额恢复增长。2017 年，江苏省外贸进出口总额 5,911.39 亿美元，同比增长 16.0%。其中，出口 3,632.98 亿元，同比增长 13.8%；进口 2,278.40 亿元，同比增长 19.7%。2018 年 1~9

月，江苏省完成进出口 4,934.6 亿美元，同比增长 15.0%。其中，出口 2,965.3 亿美元，同比增长 12.8%；进口 1,969.3 亿美元，同比增长 18.5%。

整体来看，江苏省属于能源、原材料和产品、服务“大进大出”的省份，无论投资品还是消费品，都大量由省外、国外供给；同时，江苏省产品也大量销往省外、国外，巨大的商品和服务流通需求为贸易企业的发展创造了良好的外部环境。但中诚信证评也关注到，目前我国经济增速放缓，因内外需求疲软而波动下行，且劳动力、资金、环保等投入要素价格继续高企，以上因素均或将对公司贸易和制造业务产生不利影响。

竞争优势

公司作为江苏省最主要的省属贸易企业，近年来在经营和资产整合等多方面均得到江苏省政府的大力支持

作为江苏省国资委旗下的主要贸易主体，近年来公司在经营和资产整合等多方面均得到了江苏省政府的大力支持。近年来，江苏省委、省政府为推动实施江苏省属国企深化改革、提高江苏国有企业的资产证券化水平，将公司作为第一家实施改革试点，主导推动公司吸收合并江苏汇鸿国际集团有限公司实现其整体上市。为提升公司整体上市后资产质量水平，降低和减少公司经营包袱，2014 年 12 月在江苏省国资委核准下江苏汇鸿国际集团有限公司剥离了部分非经营性资产、盈利能力较弱及存在瑕疵的业务及资产。2015 年 11 月，公司向苏汇资管发行 1,511,581,011 股股份购买苏汇资管持有的江苏汇鸿国际集团有限公司 100% 股权，实现对江苏汇鸿国际集团有限公司的吸收合并。公司资产规模和质量得到提升，业务范围得到拓宽，营运能力得到加强，整体实力进一步增强。2017 年，苏汇资管将其持有的江苏汇鸿国际集团会展股份有限公司 99% 股权、江苏省纸联再生资源有限公司 55% 股权、江苏莱茵达再生资源科技有限公司 100% 股权，以及利安人寿保险股份有限公司 2.12% 股权、紫金财产保险股份有限公司 4% 股权及江苏省信用再担保集团有限公司 0.872% 股权等资产，与公司应

收债权进行置换，实现了控股股东的资产注入，解决了整体上市的遗留事项，进一步完善了公司的产业体系。截至 2018 年 9 月 30 日，公司注册资本为 22.42 亿元，苏汇资管为公司控股股东，持股比例为 67.41%。

此外，在当前严峻的外贸出口形式下，江苏省委、省政府陆续出台了支持企业扩大外贸出口的一系列政策。公司作为江苏省属主要外贸企业之一，在政策和资金方面获得政府的大力支持。2015~2017 年公司分别获得政府补助 6,033.97 万元、14,843.15 万元和 21,059 万元。

公司具备丰富的外贸经验和领先的行业地位，在较为低迷的贸易环境下，能够较好应对行业风险

公司是江苏省大型外贸集团之一，从事外贸业务 20 多年，具有丰富的外贸行业经验。公司与世界上 200 多个国家和地区建立了贸易合作关系，在国际市场上已初步形成可靠、通畅、高效的销售网络，在国内也具有比较稳定、丰富的货源渠道。目前，在巩固传统欧美日市场的基础上，公司加大拉美、东欧、东亚等新兴市场的开拓力度，未来业务规模将进一步上升。得益于公司良好的经营，近年来公司连续多年入选中国进出口 500 强及出口 200 强企业名单，2017 年，公司实现营业总收入 368.00 亿元。在当前外贸环境低迷的态势下，公司丰富的外贸经验和领先的行业地位为提升营运能力、应对行业风险提供了有力支持。

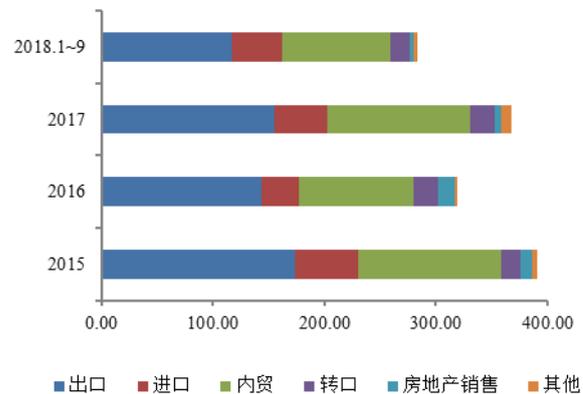
业务运营

公司业务主要包括以贸易业务为基础的供应链运营、房地产和投资业务等三大板块，业务格局多元化。2015~2017 年公司实现营业收入分别为 391.40 亿元、358.64 亿元和 368.00 亿元²。从业务结构看，供应链运营业务收入占公司营业收入的比例一直保持在 90% 以上。2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 283.83 亿元，同比增长 6.81%。

² 2015~2016 年数据为资产置换交割完成前数据，未进行追溯；2017 年数据为资产置换交割完成后数据。

图 8：近年来公司营业收入构成情况

单位：亿元



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

供应链运营

公司是江苏省最大的省属贸易企业之一，近年来以贸易业务为基础，重点布局供应链运营板块。从贸易方式看，公司供应链运营业务可分为进口贸易业务、出口贸易业务、国内贸易业务、转口贸易业务及代购代销等其他业务。从产品类型看，公司供应链运营业务主要包括纺织服装、浆纸板材和船舶机电等传统优势业务及冷链物流和医疗健康两类新兴产业业务。近年来公司根据不断变化的国际国内贸易形势，不断调整业务产品结构。

公司出口业务包括服装、纺织用品、机电产品、轻工产品、化工产品、医药产品等多个类别，其中服装、纺织用品、机电产品、化工产品和轻工日用品是公司出口的主要商品。近年来，公司出口规模呈现波动趋势，2015~2017 年，出口板块业务收入分别达 174.32 亿元、144.04 亿元和 155.40 亿元，其中 2016 年受公司纺织服装和船舶机电等品类出口额减少的影响，公司出口业务收入同比减少 17.37%。2017 年美元对人民币汇率高位震荡下行，但全年平均水平仍高于 2016 年，得益于此，公司全年出口业务收入较上年增长 7.89%。2018 年 1~9 月，公司出口板块业务收入为 117.05 亿元。

分产品品种来看，服装、纺织用品和机电产品是公司出口中占比较大的品种，2017 年出口额分别为 7.55 亿美元、3.23 亿美元和 3.07 亿美元，合计占比为 56.34%；2018 年 1~9 月出口额分别为 6.01 亿美元、2.68 亿美元和 1.63 亿美元。公司服装和纺

织用品出口业务主要由下属子公司江苏汇鸿国际集团中锦控股有限公司、江苏汇鸿国际集团中嘉发展有限公司和江苏汇鸿国际集团中天控股有限公司等经营。公司是业内知名的纺织服装进出口企业，为欧、美、加、日、澳新等众多国际知名品牌和企业提供高品质的纺织服装产品，其出口的纺织服装产品主要包括纺织纱线、面料、毛衣、针梭织服装、围巾、帽子、手套、袜子、家居纺织品等。近年来，面对我国纺织品出口产品竞争激烈和出口

退税下调的局面，公司加强产品面料工艺，提高出口产品质量，加大自主品牌培育，开拓电商平台发展跨境业务，使纺织服装类出口额保持在一定规模。同时，公司根据不断变化的国际国内贸易形势，不断调整业务产品结构，加大对医疗辅料及医疗器械等高附加值机电产品出口力度，鼓励高技术含量产品出口以提高自身在贸易链条中的核心地位。面对近年来出口形势的不利局面，公司积极推进工贸结合，以差异化实现相对成本的领先。

表 3：2015~2018.9 公司主要出口产品情况

单位：亿美元、%

类别	2015		2016		2017		2018.1~9	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
各类服装	8.71	28.66	7.16	29.40	7.55	30.72	6.01	32.00
纺织用品	4.70	15.46	3.24	13.31	3.23	13.14	2.68	14.27
机电产品	5.36	17.62	3.47	14.25	3.07	12.49	1.63	8.68
轻工产品	2.37	7.80	2.25	9.24	1.83	7.45	1.44	7.67
化工产品	2.66	8.77	2.32	9.53	2.82	11.47	2.19	11.66
医药产品	0.58	1.92	0.82	3.37	0.86	3.50	0.60	3.19
五金矿产	0.37	1.22	0.19	0.78	0.35	1.42	0.34	1.81
粮油食品	1.40	4.60	1.14	4.68	1.30	5.29	1.03	5.48
胶合板	1.84	6.07	1.78	7.31	1.74	7.08	1.74	9.27
畜产品	0.26	0.85	0.23	0.94	0.29	1.18	0.21	1.12
其他	2.14	7.04	1.75	7.19	1.54	6.27	0.92	4.90
合计	30.39	100.00	24.35	100.00	24.58	100.00	18.78	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

按主销市场分布情况看，公司出口市场主要集中在欧盟、美国、日本、香港和东盟等地区，其他市场主要包括印度、加拿大、俄罗斯、澳大利亚、南美、南亚和非洲等市场。2016 年五大地区出口额合计占总出口额的 66.57%，其中除香港市场保持增

长外，欧盟、东盟、日本和美国地区出口额受到经济形势变动影响，同比均有所下滑，因此 2016 年公司出口总额有所下滑。2017 年，五大地区出口额均有所增长，合计占总出口额 72.25%，较上年上升 5.68 个百分点，公司出口总额有所增长。

表 4：2015~2018.9 公司主要出口市场占比情况

单位：亿美元、%

区域	2015		2016		2017		2018.1~9	
	出口金额	占比	出口金额	占比	出口金额	占比	出口金额	占比
美国	6.62	21.79	5.77	23.70	6.19	25.18	4.51	23.99
欧盟组织	6.26	20.60	6.16	25.30	6.54	26.61	5.03	26.77
日本	2.97	9.79	2.38	9.77	2.40	9.76	2.03	10.82
东盟组织	1.37	4.51	1.32	5.42	1.46	5.94	1.33	7.10
香港	0.40	1.31	0.58	2.38	1.17	4.76	0.70	3.74
其他	12.77	42.01	8.14	33.43	6.82	27.75	5.18	27.59
出口总额	30.39	100.00	24.35	100.00	24.58	100.00	18.78	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

进口方面，公司进口产品主要包括化工产品、机电、木材、粮油食品、矿石等产品，并随着市场需求及环境变化等对进口产品种类进行更新和扩展。2015~2017年，公司进口额分别为55.91亿元、33.58亿元和46.91亿元。2016年人民币贬值趋势明显，为降低汇率风险公司控制了进口规模，使得当期进口规模同比有所下降。2017年公司全年进口总额较上年增加39.70%。2018年1~9月，公司进口额45.29亿元。

分产品来看，公司进口产品以原木木材、化工产品和机电产品为主。2016年，受外贸环境及公司控制进口规模等因素影响，公司主要进口贸易品种原木木材、化工产品和机电产品进口额呈现不同程度减少，导致当年公司进口总额下降明显。2017年以来，公司进口业务规模逐步提升，2017年公司原

木木材、化工产品和机电产品进口额分别为3.93亿美元、1.96亿美元和1.82亿美元，合计占进口总额的60.95%，同期五金矿产类进口额大幅增长至1.78亿美元，占总进口额的比重提升至14.07%。原木木材是公司最大的进口品种，主要由江苏汇鸿亚森国际贸易有限公司（以下简称“汇鸿亚森”）经营。汇鸿亚森专业经营木材类建材产品的进出口业务，主要经营人造板材系列产品，含各类胶合板、各类贴面产品、建筑模板、木工板、密度板及三聚氰胺贴面、MDO、以及其他木制品，主要进口有印尼马六甲大芯板、各种规格加松木方（SPF）、北美硬木/欧洲赤松木方、非洲木材和木浆等。汇鸿亚森凭借良好的产品质量、稳定的货源、优良的运输体系和良好的售后服务，与欧美、中东、亚洲、北非等20多个国家和地区的客户保持稳定的合作关系。

表 5：2015~2018.9 公司主要进口产品情况

单位：亿美元、%

类别	2015		2016		2017		2018.1~9	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
化工产品	3.27	22.99	1.89	17.44	1.96	15.49	1.84	14.74
机电产品	1.99	13.97	1.24	11.44	1.82	14.39	2.56	20.51
原木木材	4.20	29.51	4.07	37.55	3.93	31.07	3.28	26.28
木浆纸浆	0.76	5.32	0.65	6.00	0.97	7.67	1.40	11.22
纺织原料	0.72	5.05	0.22	2.03	0.21	1.66	0.25	2.00
粮油食品	1.01	7.07	0.67	6.18	0.81	6.40	0.75	6.01
五金矿产	0.90	6.33	0.80	7.38	1.78	14.07	1.92	15.38
塑料橡胶	0.69	4.88	0.27	2.49	0.20	1.58	0.07	0.56
金属原料	0.20	1.38	0.27	2.49	0.18	1.42	0.12	0.96
其他	0.50	3.50	0.76	7.01	0.79	6.25	0.31	2.48
合计	14.23	100.00	10.84	100.00	12.65	100.00	12.48	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从进口地区分布来看，公司主要进口国为美国、印度尼西亚（木浆纸浆、纺织原料）等（化工产品）、非洲（木材）、德国（机电设备）和

表 6：2015~2018.9 公司主要内贸产品情况

单位：亿元、%

类别	2015		2016		2017		2018.1~9	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
纸浆	22.46	17.50	22.18	21.72	24.12	18.74	18.27	18.90
化工	14.75	11.49	22.83	22.36	22.42	17.42	20.78	21.49
电解铜	23.42	18.25	19.16	18.76	5.10	3.96	3.38	3.50
燃料油	38.14	29.72	14.06	13.76	0.76	0.59	0.00	0.00
废纸	-	-	-	-	45.36	35.24	35.72	23.44
其他	29.56	23.03	23.89	23.40	30.98	24.07	18.54	19.17
合计	128.33	100.00	102.13	100.00	128.73	100.00	96.69	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司国内贸易业务的主要品种为纸浆、化工产品、燃料油、电解铜等大宗商品，以及木材板材、机械产品、钢材、煤炭、计算机等其他品类。2015~2017年，公司国内贸易规模分别为128.33亿元、102.13亿元和128.73亿元。在当前贸易环境下，公司在控制内贸规模的同时，及时调整业务结构，参照市场行情变动情况，主动调整内贸商品配置，2016年公司着力发展化工产品贸易业务，压缩电解铜、燃料油等大宗原料产品以及其他品类的贸易规模，提升经营质量和效率。2016年，公司化工贸易规模达22.83亿元，较上年增长54.78%。2017年，江苏纸联作为置换资产注入公司，其主要业务模式为布局废纸回收网点，建设打包站进行废纸分拣、分类加工、打包，再向用废造纸企业进行销售。江苏纸联纳入合并范围后公司新增废纸贸易品种，2017年内合并的废纸贸易业务收入为45.36亿元，占公司国内贸易总额的35.24%；同期电解铜和燃料油的贸易量大幅压缩，全年贸易额分别为5.10亿元和0.76亿元，同比分别减少73.38%和94.59%。公司电解铜和燃料油的贸易业务均由子公司江苏汇鸿国际集团莱茵达有限公司（以下简称“汇鸿莱茵达”）运营，2017年与原合作对象出现纠纷，并已进入法律诉讼程序，相应的业务因此基本暂停。2018年1~9月，公司内贸业务规模为96.69亿元。

盈利模式方面，公司出口业务包括自营和代理两种模式，以自营为主；出口业务盈利除进销差价及代理服务费外，还包含出口退税收入及相关补贴等。公司进口及国内贸易业务的盈利主要通过为客户提供从原料辅料采购、生产到成品的全程服务，从中赚取进销差价及服务的增值收益。

采购方面，公司出口和内贸业务采购货款按合同规定可预付不超过20%的预付款，其余货款待产品检验合格交货后结清。进口业务项下进口合同的签订应得到委托方的书面确认，均收取30%信用证保证金，待信用证到期国内客户提货需付全款，原则上不垫资；少数垫资情况，也在信用保险额度内放款，无较大风险。公司国内贸易商品的采购基本以销定采，按在手订单采购商品，对原料型大宗商品，公司在充分研究市场行情后，经过公司评审小

组评审在价格合适时会适当收购，增加库存。2017年，公司向前五大供应商采购金额26.83亿元，占总采购额的7.68%。

定价方面，出口业务项下，公司针对年销售额、回款情况、有无逾期记录、中信保的投保额度、客户的市场发展状况等情况对销售客户每年进行资信审查，通过各项评审确定各个客户的信用等级及允许的销售、赊销额度，以此作为对不同客户实行差异化定价的依据；自营出口通常采用分地区的定价模式，最大限度的满足当地消费习惯，代理出口根据出口量的大小收取固定的代理出口费用。公司开展进口业务，密切关注市场行情，在市场行情大幅下降时，及时要求委托方追加保证金或建议处理在手存货，对大宗原料型产品及其他产品进口需要开立信用证的，需对委托方进行开证授信额度报批。公司国内贸易销售定价模式因商品而定，服装的定价一般按成本加成10%左右。为避免内部竞争，公司不同业务部门不得就相同的产品与同一家供货客户或采购客户或委托客户开展业务。

运输模式上，出口业务方面，根据出口合同要求及时完成出口产品备货，由工厂将出口产品运输至指定海关仓库，公司出口业务签订的合同大部分为FOB CHINA条款，通常客户会指定运输代理公司或船公司，公司只需将货物按时交付码头，由客户自行组织运输、支付运费；如果合同规定由卖方支付运费，公司通过运输公司或者货运代理公司安排租船订舱，运费一般占收入的0.6%左右，运费包含在卖价中由买方承担。进口业务和国内贸易方面，公司根据客户要求，可由公司组织运输，运费包含在销售价格中由买方支付，也可由客户自行提货后组织运输，运费由买方支付。

结算模式上，出口业务方面，货物出运后公司从运输公司取得提单，根据签订出口合同时规定的付款条款向客户交单议付；公司规定国际贸易应使用信用证付款方式，可根据客户资信及所在地区有选择的使用D/P交单议付支付方式，谨慎使用O/A先放货后收款的支付方式，特殊情况可综合运用各种结算方式，降低收汇风险。公司按客户的资信状况确定各个客户的信用等级及允许的销售、赊销额

度，赊销比例在 10%左右，对赊销业务一律投保出口信用险。进口业务结算方面，公司主要使用信用证方式付款，可根据客户资信及所在地区有选择的使用后 T/T 支付方式，但需与委托方、国外客户和公司签订三方协议，明确公司在收到委托方货款前不承担对外付汇责任，货权在报关后即转移给委托方。国内贸易结算方面，公司下游客户支付现款，无账期。2017 年，公司前五大客户销售额 18.40 亿元，占总销售额的 7.72%。

公司进出口贸易业务对外依存度较高，受同行业竞争、国家出口退税政策和国际贸易摩擦的影响较大。对此，公司通过国内外交易会、博览会和网络等各种渠道，加快调整商品和市场结构，重点发展供应链运营业务，建立贸易服务、现代物流、供应链金融与产业投资协同的综合运营模式，提升优化纺织服装、林浆纸、船舶机电等优势业务，培育并形成冷链物流、医疗健康两类新兴产业，推动公司从传统贸易企业向供应链集成运营企业的转型，但目前业务规模较小。公司冷链物流板块主要由控股子公司江苏汇鸿冷链物流有限公司（以下简称“汇鸿冷链”）及江苏省粮油食品进出口集团股份有限公司（以下简称“汇鸿粮油”）经营管理，其中汇鸿冷链以进口生鲜品为重点业务领域，建设集仓储、物流、加工、展示、金融、贸易服务等功能为一体的冷链综合运营体系，2017 年实现净利润-0.12 亿元。汇鸿粮油主要采取贸易自营模式，同时发展贸工农一体化，2017 年实现净利润 0.17 亿元。医疗健康板块主要由全资子公司汇鸿医药和控股子公司开元医药经营管理，主要从事医药的生产销售及医药中间体、医用敷料及医疗器械的贸易集成服务及增值服务以及仿制药一致性评价业务，2017 年汇鸿医药实现净利润-0.36 亿元。

公司进出口贸易基本以美元结算为主，近年来人民币汇率的波动给公司进出口带来较大影响。为降低汇率变化带来的经营风险，公司采取如下措施加以应对：对进出口比例进行结构调整，实现汇率风险的自然对冲；扩大开展信用保险业务，转移部分信用风险；在坚持进出口主业的同时，公司努力拓展内贸和其他多元化经营市场；进一步完善市场

结构，加大对有潜力的新兴市场的培养和开拓力度；调整优化客户结构。在结算风险防范方面，公司按客户的资信状况确定各个客户的信用等级及允许的销售、赊销额度，对赊销业务一律投保出口信用险；对国内贸易基本不允许赊销。

近年来，面对严峻的外贸出口形势，江苏省委、省政府为帮助外贸企业应对，陆续出台了支持企业扩大外贸出口的一系列政策。公司作为江苏省属主要外贸企业之一，在政策和资金方面获得政府的大力支持。2015~2017 年公司分别获得政府补助 6,034 万元、14,843 万元和 21,059 万元。

此外，公司其他业务收入主要包括租赁、仓储、纺织面料制造等业务的收入。其中，租赁收入为下属子公司江苏汇鸿国际集团中鼎控股股份有限公司、江苏汇鸿国际集团中天控股有限公司和江苏汇鸿国际集团莱茵达有限公司利用其自有的投资性房地产所获得的收入；仓储业务主要由江苏宝华仓储运输有限公司来开展；纺织面料制造收入为汇鸿中天下属工厂进行的纺织面料制造销售收入，规模较小。

总体看，在世界经济复苏不平衡、中国对外贸易增速放缓、人民币汇率波动的背景下，公司通过调整贸易产品结构、加强风控措施，保持贸易业务在一定规模。中诚信证评也将持续关注中美贸易争端、人民币汇率波动等因素对公司贸易业务的影响。

房地产业务

公司房地产开发业务主要由子公司所辖南京鸿信房地产开发有限公司、南京金居房地产开发有限责任公司运营，经营物业类型主要包括住宅、商住和办公楼等。公司所开发的房地产项目主要位于南京、镇江及江苏省内其他城市。2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，新开工面积分别为 12.49 万平方米、0.98 万平方米、7.70 万平方米和 0.00 万平方米；同期竣工面积分别为 24.25 万平方米、12.84 万平方米、1.17 万平方米和 5.47 万平方米。

表 7：2015~2018.9 公司房地产业务运营情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

指标	2015	2016	2017	2018.1~9
新开工面积	12.49	0.98	7.70	0.00
竣工面积	24.25	12.84	1.17	5.47
新增在建面积	17.18	6.65	14.17	0.52
签约销售面积	12.54	12.50	5.58	2.21
签约销售金额	9.72	12.15	6.56	3.30
销售均价	7,751	9,720	11,756	8,981.81
结算面积	11.09	6.97	5.49	4.02
结算金额	10.83	8.07	6.78	3.73

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，2017 年公司实现签约销售面积为 5.58 万平方米，较上年减少 55.36%；签约销售金额 6.56 亿元，同比减少了 46.01%，销售均价上涨 20.95%至 1.18 万元/平方米。

表 8：截至 2018 年 9 月末公司正在运作的房地产项目情况

单位：亿元、万平方米

地区	项目	经营业态	项目状态	竣工时间	总建筑面积	在建建筑面积	已竣工面积	截至 2018 年 9 月末已销售金额	计划总投资额	截至 2018 年 9 月末已投资额
南京	山河水	别墅	在建项目	尚未确定	18.45	0.52	17.94	20.85	14.43	13.89
南京	云深处	别墅	在建项目	尚未确定	5.37	0.00	1.58	3.40	12.39	8.44
镇江	大宅门	联排	竣工项目	2018.8	6.13	0.00	6.13	7.72	5.24	4.98
镇江	紫郡丽舍	住宅及商业	竣工项目	2016.12	4.92	0.00	4.92	3.04	2.28	3.04
镇江	紫榭丽舍	住宅及商业	在建项目	2019.10	12.24	6.68	4.18	3.72	7.30	6.58
盐城	中环紫郡	住宅	竣工项目	2015.12	22.33	0.00	22.33	11.18	10.00	11.07
泰州	汇鸿香颂	住宅及商业	竣工项目	2017.11	18.16	0.00	18.16	10.07	9.94	9.13
合计	-	-	-	-	87.60	7.20	75.24	59.98	61.58	57.13

注：已竣工项目实际投资额小于总投资额是由于该等房地产项目虽已完工处于可销售状态，仍需进行配套设施、绿化等各方面投资所致。
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

目前公司有多个在售房地产项目，其中 2017 年签约销售主要来自于山河水、云深处和汇鸿香颂等项目。

土地储备方面，截至 2018 年 9 月末，公司无闲置未开发土地，前期取得的土地均已开发完或正在开发中。

总体看，公司房地产业务整体规模一般，近年来受项目开发规模及开发节奏的影响，公司房地产业务销售规模波动较大。此外，公司前期所拿土地均在开发阶段或开发完毕，无项目储备，对公司房地产业务的可持续性应予以关注。

投资业务及其他

公司投资业务主要由公司产业并购中心及江苏汇鸿创业投资有限公司（以下简称“汇鸿创投”）、江苏汇鸿国际集团资产管理有限公司（以下简称“汇鸿资管”）、江苏汇鸿汇升投资管理有限公司（以

下简称“汇鸿汇升”）三个专业投资平台投资和经营管理。汇鸿创投主要从事以物流供应链、医疗健康产业及其他具有创新特质的产业为主要领域的股权投资或与股权相关的债权投资业务。为了增强公司对金融证券投资业务的管控能力，降低金融证券投资业务的风险，公司组建了汇鸿资管及汇鸿汇升从事资产管理业务。汇鸿资管于 2013 年注册成立，注册资本 0.60 亿元，具体业务包括：证券期货及衍生品投资、固定收益类投资、信托计划及基金投资、股权及 PE 基金投资、现金管理和融资业务等。作为公司的专业投资管理平台，汇鸿资管受托管理公司及其下属子公司的金融证券投资，截至 2017 年末，汇鸿资管管理资产规模为 6.67 亿元，净资产 4.07 亿元；2017 年实现净利润 0.31 亿元。汇鸿汇升成立于 2006 年，注册资本 5.00 亿元，对外发行产品，主要采取量化交易策略。

截至 2018 年 9 月末，公司持有 62.29 亿元可供

出售金融资产和 2.73 亿元交易性金融资产。公司在早期即持有华泰证券等多家金融机构的股权，成本较低。近年来，公司处置部分金融资产，实现了较大的投资收益，2015~2017 年及 2018 年 1~9 月公司分别实现投资收益 14.60 亿元、12.92 亿元、15.28 亿元和 15.90 亿元。其中，2017 年，公司出售所持有的部分国泰君安、江苏银行和华泰证券股票，交易金额 12.40 亿元，获得投资收益 9.97 亿元，另取得分红收益 1.31 亿元。

表 9：截至 2018 年 9 月末公司主要可供出售金融资产

单位：万股、%、亿元

名称	数量	持股比例	账面价值
以公允价值计量：			
华泰证券	7,839.47	0.95	12.35
江苏银行	8,007.95	0.70	5.21
东江环保 A	2,599.50	2.93	2.98
东江环保 H	1,820.48	2.05	1.42
汇鸿宏利私募证券投资基金	35,000.00	97.22	2.95
以成本计量：			
利安人寿保险股份有限公司	-	5.58	4.32
伊犁苏新投资基金	-	15.04	2.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

此外，公司于 2017 年实施资产置换，江苏汇鸿国际集团会展股份有限公司成为公司控股子公司，汇鸿会展主要业务包括自办展览、海外展览及出国团组及展览工程，其广交会、华交会装展工程量连续 20 年位列全国第一。截至 2017 年末，汇鸿会展注册资本 2.00 亿元，总资产 5.19 亿元，所有者权益 4.44 亿元；2017 年实现净利润 0.08 亿元。

总体看，在当前世界经济复苏不平衡、中国对外贸易增速趋稳放缓的背景下，公司进出口规模受到抑制；与此同时，公司适度进行多元化投资，主要投资于股东实力雄厚的金融企业，在获得投资收益的同时分散经营风险。中诚信证评也将关注金融资产的公允价值变动对资本结构的影响。

公司治理

公司根据相关法律法规的要求，设立了股东大会、董事会、监事会、总裁室等决策、监督机构和经营管理团队，建立并不断完善各项议事规则和内

部控制制度，以健全公司治理结构，规范运行机制。公司在经营管理方面具有较强的独立性，与控股股东在资产、财务、人员、业务和机构等方面完全分开，控股股东主要通过股东大会和董事会等行使股东权利。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由 7 名董事组成，设董事长 1 人；董事由股东大会选举或更换，任期 3 年。监事会由 3 名监事组成，监事会设主席 1 人。监事会主席由全体监事过半数选举产生。监事会主席召集和主持监事会会议。监事会应当包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表的比例不低于 1/3。监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会民主选举产生。公司根据业务发展及经营管理需要设置部门，并不断对部门设置进行优化调整。通过制度化管理，公司各职能部门之间职责明确，在业务开展中既保持应有的独立性，又能协作顺畅。公司职能部门包括办公室、人力资源部、资产财务部、投资发展部、审计部、法律事务部、运营管理部和监察室等。

在运营管理方面，公司定期进行风险排查，每季度对应收、预付和存货资金的占用情况及时检查分析。另外，公司通过编制客户预警名单和制定合同管理办法等方式防范客户信用风险与交易风险。公司亦注重加强经营业绩考核审计、专项审计工作，及时整改问题。

在资金管理方面，公司《资金管理办法》要求，对资金逐步实行集中管理、统一调度，资金统一调度的范围为公司下属控股子公司。公司资金运营中心根据各职能部门编制的下一年度有关项目、业务、费用、支出的资金需求计划，统筹编制资金预算和筹资计划。大额资金存放管理纳入“三重一大”集体决策事项，由管理层研究决定，并纳入单位廉政风险防控机制建设。遇临时性大额专项资金流入时，资金运营中心应根据相应的资金使用规定，合理高效安排使用；使用周期较长、需暂时存放的，根据资金来源情况或通过公开竞价程序，确定存放银行，以提高资金综合效益。

在对外投资管理方面，公司对外投资实行统一管理、逐级审批制度。公司年度投资预算、投资项

目，须按审批权限，报总裁办公会、董事会或股东大会审批。具体决策方面，对外投资单笔超过公司最近一期经审计的净资产的 10% 以上，或一个会计年度内发生额累计超过上一年度经审计的净资产 30% 的，须经股东大会审批批准。

在对外担保方面，公司《担保管理办法》规定，担保行为实行统一管理，须经公司董事会或股东大会批准。当对外担保达到一定额度或担保对象负债率超过 70% 时，必须经董事会审议通过后，提交股东大会审议通过。其中，按照担保金额连续十二个月内累计计算原则，超过公司最近一期经审计总资产 30% 的担保，应当由出席股东大会的股东所持表决权的 2/3 以上通过。

关联交易管理方面，公司建立了《关联交易制度》（以下简称“制度”），对关联交易的信息披露以及决策机制作出严格要求。制度规定，公司与关联人发生的交易金额在 3,000 万元以上，且占公司最近一期经审计净资产绝对值 5% 以上的关联交易，属于重大关联交易，须提交股东大会审议。公司拟发生重大关联交易的，应当提供具备相关资格的证券服务机构对交易标的出具的审计或者评估报告。对于日常经营相关的关联交易所涉及的交易标的，可以不进行审计或者评估。

此外，公司原董事长（兼控股股东江苏苏汇资产管理有限责任公司董事长）唐国海因涉嫌严重违纪，被开除公职及党籍。公司董事会于 2017 年 9 月 6 日选举张剑先生担任公司董事长职务，任期与第八届董事会一致，并同时担任董事会战略委员会主任委员职务。目前张剑先生已经上任并正常履职，公司业务经营等正常运行，治理结构及财务政策等无任何重大变更计划。

总体来看，公司管理制度较为健全，但公司原董事长接受组织审查的事件亦反映出公司内控体系和风险防范机制仍需继续完善，中诚信证评将对此次事件对公司后续生产经营的影响保持关注。

战略规划

公司将围绕建成供应链集成运营企业的总体目标，着力打造具有公司优势与特色的供应链运营和资本运营两大平台，重点培育冷链物流和医疗健

康两大新兴产业，提档升级纺织服装、浆纸板材、机电船舶等传统优势业务。通过产融结合，跨国经营，优化产业结构与利润结构，实现“六个转变”，即从“传统产业”向“新兴产业”转变，提升市场竞争力；从“OEM”向“ODM”转变，提升企业创新力；从“产品经营”向“品牌经营”转变，提升品牌影响力；从“跨国贸易”向“跨国经营”转变，提升国际化水平；从“产业经营”向“资本运营”转变，提升产融结合度；从“简单条块管理”向“精益集成管理”转变，提升现代管理能力。公司力争成为综合实力居于行业前列的供应链集成运营企业。

为了实施发展战略，公司将稳步推进三个转变：贸易从规模导向型向效益导向型转变。对外贸易从量的扩张向质的提高转变，改变以出口创汇为主要目的的粗放型外贸发展战略，把贸易业务的重点放在提高效益上。为此，公司将持续推进从出口业务为主向出口与进口业务并重转变，从以国际贸易业务为主向内外贸并举转变，不断优化公司的贸易业务结构。

逐步打造优质产品产业链，通过产业链的延伸，充分释放公司知名品牌的市场影响力，逐步发展国内生产基地，构建渠道网络，逐步建立起从原材料生产到产成品销售的完整产业链，不断优化公司的产业结构。

逐步调整公司对外股权投资的结构，加强集团的投资管理能力和风险管理能力建设，减少公司在一般竞争性和粗放型经营领域的投资，适当增加对银行、证券、保险等金融行业以及新能源、高科技行业的投资，不断优化公司的资产质量，持续获取稳定的投资收益。

在具体项目方面，截至 2018 年 9 月末，公司在建项目投资额超过 0.50 亿元的项目包括汇鸿冷链基地、莱茵达再生科技在建厂房及中天无锡工业园三期等项目，预计总投资为 7.60 亿元，截至 2018 年末累计已完成投资 5.65 亿元。

表 10: 截至 2018 年末公司主要在建项目情况

单位: 亿元

在建项目名称	建成投运时间	概算总投资	2018 年末累计完成投资	未来投资计划	
				2019 年	2020 年及之后
汇鸿冷链基地	2020	6.00	5.40	0.60	-
莱茵达再生科技在建厂房	2019	1.00	0.16	-	0.84
中天无锡工业园三期	2020	0.60	0.09	0.50	0.01
合计	-	7.60	5.65	1.10	0.85

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

整体来看, 公司未来发展战略清晰, 业务规划全面, 有利于充分发挥主业协同效应, 提升公司综合竞争力。不过, 由于宏观政策环境和市场变化等因素影响将使公司战略规划的有效实施面临一定的挑战。

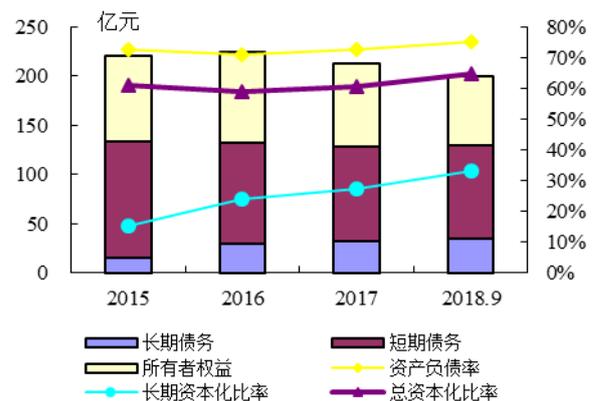
财务分析

以下分析基于经信永中和会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年财务报告及未经审计的 2018 年 1~9 月财务报告。其中, 2017 年财务数据为公司与控股股东苏汇资管资产置换交割完成后口径数据, 本报告未追溯 2015~2016 年数据, 2015~2016 年数据为资产置换交割完成前数据。汇鸿集团将“超短期融资券”和“理财直融”记入“其他流动负债”, 中诚信证评在相关财务指标计算时将其计入短期债务。公司财务报表采用新会计准则编制, 均为合并口径数据。

资本结构

近年来, 随着业务的发展变化, 公司资产负债规模小幅波动, 2015~2017 年及 2018 年 9 月末, 公司总资产分别为 314.49 亿元、309.63 亿元、307.16 亿元和 301.63 亿元; 负债合计分别为 228.30 亿元、217.44 亿元、222.75 亿元和 215.34 亿元; 所有者权益分别为 86.19 亿元、92.19 亿元、84.42 亿元和 70.38 亿元, 其变化主要系受留存收益的累积及可供出售金融资产公允价值变动影响。

图 9: 2015~2018.9 公司资本结构



资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

从资产构成情况来看, 公司资产以流动资产为主, 2015~2017 年及 2018 年 9 月末, 公司流动资产分别为 214.40 亿元、201.44 亿元、201.52 亿元和 196.54 亿元, 占总资产的比重分别为 68.17%、65.06%、65.61%和 68.79%, 主要包括货币资金、应收账款、预付账款和存货。截至 2017 年末, 公司货币资金 60.79 亿元, 主要包括 38.94 亿元银行存款和 21.84 亿元其他货币资金, 其中使用受限的金额为 6.03 亿元; 应收账款账面价值为 34.92 亿元, 主要系公司出口及内贸业务产生, 其中一年以内的应收账款占比为 77.47%, 公司已按照较为谨慎的会计政策原则计提减值准备, 但需对公司应收账款的回收情况保持关注, 2017 年末应收账款较上年末大幅减少, 主要系公司回笼和处置应收账款所致; 预付款项 48.19 亿元, 主要系结算部分船舶业务预付款及内贸采购业务的预付账款, 其中一年以内的预付款项占比为 64.36%; 存货主要包括贸易商品和房地产开发成本等, 年末为 38.62 亿元。截至 2018 年 9 月末, 公司货币资金、应收账款、预付账款和存货分别为 50.56 亿元、39.99 亿元、52.77 亿元和 39.18 亿元。

非流动资产方面, 2015~2017 年及 2018 年 9 月末, 公司非流动资产分别为 100.09 亿元、108.20 亿元、105.64 亿元和 89.19 亿元, 占总资产的比重分别为 31.83%、34.94%、34.39%和 31.21%, 主要包括可供出售金融资产和固定资产等。截至 2017 年末, 公司可供出售金融资产为 83.02 亿元, 主要包括 30.25 亿元华泰证券股权、6.88 亿元江苏银行股权和其他股票基金等以公允价值计量的可供出售金融资产, 以及 18.16 亿元以成本计量的可供出售金融资产; 固定资产为 10.14 亿元, 主要系房屋及建筑物、机器设备、运输工具及电子设备等。受可供出售金融资产公允价值变动影响, 公司非流动资产呈现较大的波动态势。2018 年 9 月末, 公司可供出售金融资产和固定资产分别为 62.29 亿元和 11.12 亿元。

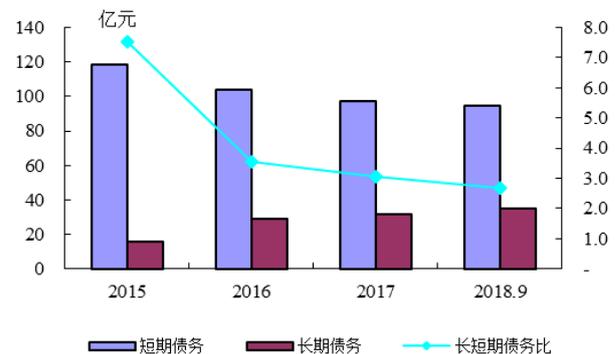
负债方面, 2015~2017 年及 2018 年 9 月末, 公司负债总额分别为 228.30 亿元、228.86 亿元、222.75 亿元和 215.34 亿元, 其中, 流动负债占负债总额比例保持在 80%以上, 主要由短期借款、应付票据、应付账款和预收款项等组成。截至 2017 年末, 公司短期借款规模 59.81 亿元; 应付票据主要用于内贸和出口的结算, 2017 年末为 13.55 亿元; 应付账款为 30.40 亿元, 主要是进口业务产生的外汇账款; 预收款项 41.89 亿元, 主要包括预收贸易款和少量房款。截至 2018 年 9 月末, 公司短期借款、应付票据、应付账款和预收款项分别为 67.83 亿元、14.44 亿元、25.74 亿元和 42.65 亿元。

2015~2017 年及 2018 年 9 月末公司非流动负债分别为 30.84 亿元、43.09 亿元、41.88 亿元和 39.44 亿元, 主要包括长期借款、应付债券和递延所得税负债。截至 2017 年末, 公司长期借款为 1.80 亿元; 应付债券 30.00 亿元, 为公司发行的“江苏汇鸿国际集团股份有限公司 2016 年度第一期中期票据”(以下简称“16 苏汇鸿 MTN001”) 20 亿元和“江苏汇鸿国际集团股份有限公司 2017 年公司债券(第一期)”10 亿元; 递延所得税负债为 8.77 亿元。截至 2018 年 9 月末, 公司长期借款、应付债券和递延所得税负债分别为 4.98 亿元、30.00 亿元和 3.30 亿元。

从债务期限和规模来看, 近年来受融资规模变

化影响, 公司总债务呈现一定的波动态势, 2015~2017 年及 2018 年 9 月末分别为 133.93 亿元、132.87 亿元、128.91 亿元和 129.25 亿元。公司短期债务比较多, 占总债务比例保持在 70%以上, 2015~2017 年及 2018 年 9 月末短期债务分别为 118.20 亿元、103.65 亿元、97.10 亿元和 94.26 亿元。同期长短期债务比分别为 7.51、3.55、3.05 和 2.69, 长短期债务比有逐步优化趋势。

图 10: 2015~2018.9 公司长短期债务情况



资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

从财务杠杆来看, 2015~2017 年及 2018 年 9 月末, 公司资产负债率分别为 72.59%、70.23%、72.52%和 75.37%; 同期总资本化比率分别为 60.85%、59.04%、60.43%和 64.74%。

整体而言, 受业务规模变化和可供出售金融资产公允价值波动等影响, 近年来公司资产呈现一定的下降趋势, 所有者权益出现一定的波动。此外, 公司短期债务占比较高, 近年来债务结构虽有改善趋势, 但仍有待进一步优化。

盈利能力

2015~2017 年, 公司营业总收入分别为 391.40 亿元、319.83 亿元和 368.00 亿元, 其中 2016 年贸易行业受宏观经济景气度下降影响明显, 当年公司营业总收入出现较大幅度下降, 同比减少了 18.29%; 2017 年, 受益于资产置换后新增的废纸回收等业务营收贡献, 公司营业收入大幅增长。2018 年 1~9 月, 公司营业总收入为 283.83 亿元, 同比增长 6.81%。

从业务板块来看, 公司贸易业务(含出口、进口、内贸和转口)营业收入占公司营业收入的比例一直保持在 90%以上, 占主导地位。出口方面, 受

益于自身竞争优势以及出口信用保险等扶持政策，公司出口业务收入比重较高，2015~2017年分别为44.54%、45.04%和42.23%。2014年以来人民币汇率波动较大，受此影响公司进口业务比重有所下降，2015~2017年分别为14.28%、10.50%和12.75%。由于国内宏观经济环境低迷造成内需下降，以及内贸业务资金占用较大且风险较高，公司逐年压缩低效内贸业务，使得近年来公司内贸业务在营业收入中的比重有所下滑，近三年占比分别为32.79%、31.93%和34.98%；同期，公司转口业务在营业收入中占比分别为4.41%、6.87%和5.82%。2018年1~9月，公司出口、进口、内贸和转口业务收入在营业总收入中占比分别为41.24%、15.96%、34.07%和6.20%。

公司房地产销售、代理进出口及租金等其他业务收入对公司营业收入起到一定补充作用。2015~2017年，公司房地产销售收入分别为10.83亿元、15.18亿元和6.78亿元，占营业总收入的比重分别为2.77%、4.75%和1.84%。2018年1~9月，公司房地产销售收入为3.99亿元，占营业总收入的比重为1.41%。

表 11: 2015~2018.9 公司主要业务收入

单位：亿元				
业务类别	2015	2016	2017	2018.1~9
出口	174.32	144.04	155.40	117.05
进口	55.91	33.58	46.91	45.29
内贸	128.33	102.13	128.73	96.69
转口	17.26	21.97	21.41	17.60
房地产销售	10.83	15.18	6.78	3.99
其他	4.76	2.93	8.77	3.21
合计	391.40	319.83	368.00	283.83

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从毛利率水平来看，2015~2017年，公司营业毛利率分别为4.85%、5.27%和5.13%，总体较为稳定。分业务来看，2015~2017年公司出口业务的毛利率分别为5.36%、6.68%和5.91%；进口毛利率分别为1.87%、1.29%和2.03%；同期，公司内贸毛利率分别为2.41%、2.23%和3.39%，转口毛利率分别为0.17%、0.31%和0.34%。2018年1~9月，公司营业毛利率为4.65%，其中出口、进口、内贸、转口及房地产业务毛利率分别为6.15%、2.52%、

3.15%、0.19%和7.64%。

表 12: 2015~2018.9 公司主要业务板块毛利率

单位：%				
业务板块	2015	2016	2017	2018.1~9
出口	5.36	6.68	5.91	6.15
进口	1.87	1.29	2.03	2.52
内贸	2.41	2.23	3.39	3.15
转口	0.17	0.31	0.34	0.19
房地产销售	19.78	15.02	19.69	7.64
其他	69.55	75.06	33.78	46.66
综合毛利率	4.85	5.27	5.13	4.65

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

2015~2017年，公司期间费用分别为20.35亿元、17.67亿元和19.62亿元。公司期间费用中销售费用占比最高，近年来总额略有增加，2015~2017年，公司销售费用分别为7.91亿元、7.95亿元和8.56亿元；同期管理费用分别为5.94亿元、5.42亿元和5.92亿元。财务费用方面，公司财务费用的波动是期间费用总体波动的主要因素，2015~2017年，公司财务费用分别为6.50亿元、4.30亿元和5.13亿元，其中2016年财务费用较2015年降幅较大，主要系利息支出和汇兑损失同比减少。2015~2017年，公司三费收入比分别为5.20%、5.52%和5.33%，整体小幅上升。2018年1~9月，公司期间费用为14.10亿元，其中销售费用、管理费用、财务费用分别为6.63亿元、4.34亿元和3.13亿元，三费收入比为4.97%。

表 13: 2015~2018.9 公司期间费用情况

单位：亿元、%				
	2015	2016	2017	2018.1~9
销售费用	7.91	7.95	8.56	6.63
管理费用	5.94	5.42	5.92	4.34
财务费用	6.50	4.30	5.13	3.13
三费合计	20.35	17.67	19.62	14.10
营业总收入	391.40	319.83	368.00	283.83
三费收入占比	5.20	5.52	5.33	4.97

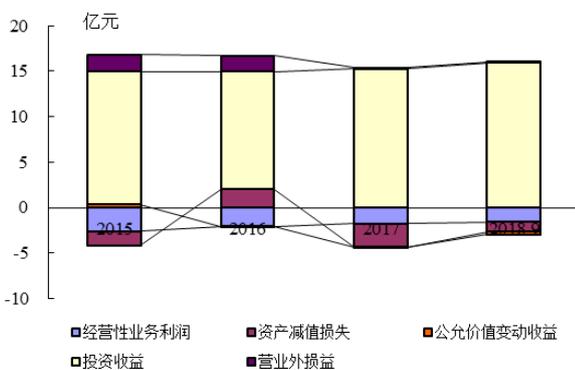
资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2015~2017年，公司利润总额分别为12.64亿元、10.62亿元和11.69亿元。公司经营业务的获利能力较弱，2015~2017年经营业务利润分别为-2.62亿元、-2.04亿元和-1.78亿元。投资收益方面，公司持有的华泰证券等优质金融股

股权投资成本较低，可保证较大规模的投资收益；另外，公司投资定向增发和二级市场股票等亦可补充少量投资收益。2015~2017年，公司投资收益分别为14.60亿元、12.92亿元和15.28亿元，主要来自于处置华泰证券及其他金融证券、股利及基金分红收益，对利润总额起到很强的支撑作用。2018年1~9月，公司利润总额为13.39亿元，其中，经营性业务利润和投资收益分别为-1.60亿元和15.90亿元，其中投资收益主要为处置华泰证券部分股份获得投资收益13.98亿元、江苏银行股份分红及处置收益0.84亿元等。

此外，公司2015~2017年公司分别计提资产价值损失1.54亿元、2.02亿元和2.58亿元，主要是对应收账款和委托贷款计提的减值准备。作为最大的江苏省属外贸企业之一，公司可享受一定的贸易补贴政策，补贴形式包括出口信用保险补助、税费返还和外经贸转型升级基金等。2015~2017年，公司获得的政府补助分别为0.60亿元、1.48亿元和2.11亿元。2018年1~9月，公司计提资产价值损失1.04亿元，获得政府补助1.57亿元。

图 11：2015~2018.9 公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，受宏观经济景气度下降、公司业务结构调整及资产置换等综合因素影响，公司收入规模有所波动，虽然公司贸易业务获利水平偏弱，但优质的股权资产及良好的投资运作，保证了公司一定的利润总额。

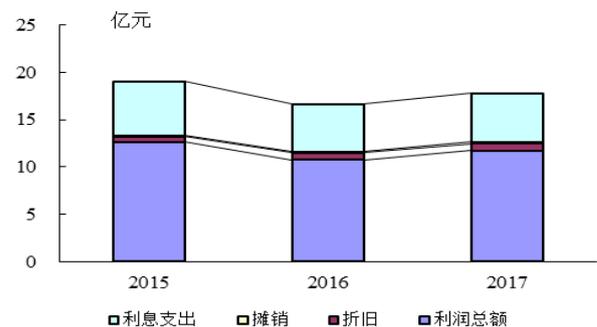
偿债能力

2015~2017年末，公司总债务规模分别为133.93亿元、132.87亿元和128.91亿元，呈现下降

态势。

从 EBITDA 构成来看，公司 EBITDA 主要由折旧、利息支出和利润总额构成。2015~2017年，公司 EBITDA 分别为 19.06 亿元、16.09 亿元和 17.75 亿元，其中折旧分别为 0.54 亿元、0.72 亿元和 0.79 亿元，利息支出分别为 5.75 亿元、4.65 亿元和 4.72 亿元，利润总额分别为 12.64 亿元、10.62 亿元和 11.69 亿元。公司 EBITDA/营业总收入较为平稳，2015~2017年分别为 4.87%、5.03%和 4.82%。

图 12：2015~2017 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从 EBITDA 对债务本息的覆盖程度来看，2015~2017年公司总债务/EBITDA 指标分别为 7.03 倍、8.26 倍和 7.26 倍；同期 EBITDA 利息倍数分别为 3.08 倍、2.97 倍和 1.71 倍，EBITDA 对总债务和利息支出的覆盖能力有所减弱，但仍然较好。

从现金流来看，受宏观经济景气度低迷、市场需求波动、公司贸易结构和规模变动等影响，公司经营净现金流波动较大，2015~2017年分别为 -0.48 亿元、10.72 亿元和 10.65 亿元。其中 2016 年，公司贸易规模略有收缩，经营性资金占用减少，经营活动净现金流从 2015 年末的 -0.48 亿元回升至 10.72 亿元；2017 年公司经营活动净现金流状况保持较好，同比略减少 0.65% 至 10.65 亿元。2015~2017 年经营活动净现金/利息支出分别为 -0.08 倍、1.98 倍和 1.98 倍；经营活动净现金/总债务分别为 0.00 倍、0.09 倍和 0.08 倍，公司经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力有待增强。2018 年 1~9 月，公司经营活动净现金流为 -5.86 亿元，净流出主要系购买商品、接受劳务及支付的各项税费增加所致；经营活动净现金/总债务为 -0.06 倍。

表 14: 2015~2018.9 公司偿债能力指标

指标	2015	2016	2017	2018.9
总债务 (亿元)	133.93	132.87	128.91	129.25
EBITDA (亿元)	19.06	16.09	17.75	-
资产负债率 (%)	72.59	70.23	72.52	75.37
长期资本化比率 (%)	15.44	24.07	27.37	33.20
总资本化比率 (%)	60.85	56.11	60.43	64.74
EBITDA 利息倍数 (X)	3.08	2.97	1.71	-
总债务/EBITDA(X)	7.03	8.26	7.26	-
经营活动净现金/总债务 (X)	0.00	0.08	0.08	-0.06
经营活动净现金/利息支出 (X)	-0.08	1.98	1.98	-

注: 2018 年前三季度经营活动净现金/总债务指标经年化处理。

资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

或有负债方面, 截至 2018 年 9 月末, 公司无对外担保事项。重大法律诉讼事项方面, 公司涉案标的额在 5,000 万元以上或对公司及子公司有重大影响的尚未了结的诉讼共计 5 起, 上述未决诉讼所涉标的总额为 6.55 亿元, 占公司 2018 年 9 月末合并报表净资产的 9.30%, 且公司均为案件原告, 因此, 该等诉讼在不利判决或裁决或决定的情况下, 不会实质性影响公司的财务、经营及资产状况。

截至 2018 年 9 月末, 公司受限资产账面价值合计 7.96 亿元, 主要包括固定资产抵押账面价值 1.91 亿元, 用于银票、信用证及借款保证金等的货币资金 6.03 亿元, 及无形资产 0.02 亿元。银行授信方面, 公司与金融机构建立了良好的合作关系, 融资渠道较为通畅。截至 2018 年 9 月末, 公司在各家银行的授信总额度为 299.99 亿元, 尚未使用额度为 173.90 亿元, 公司备用流动性充足。

总体来看, 近年来受宏观经济景气度下滑及相关政策影响, 公司业务经营面临一定的压力。但凭借公司丰富的外贸经验以及优质的股权投资, 公司依然表现出了较强的整体获利能力, 且公司具有通畅的融资渠道, 能够为债务的偿还和公司的稳定发展提供支持。

结 论

综上, 中诚信证评评定江苏汇鸿国际集团股份有限公司主体信用级别为 **AA⁺**, 评级展望为稳定; 评定“江苏汇鸿国际集团股份有限公司公开发行 2019 年公司债券 (第一期)”信用级别为 **AA⁺**。

关于江苏汇鸿国际集团股份有限公司 公开发行2019年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

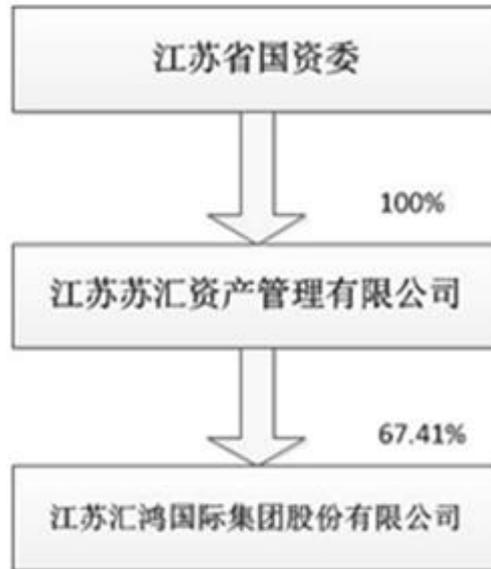
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

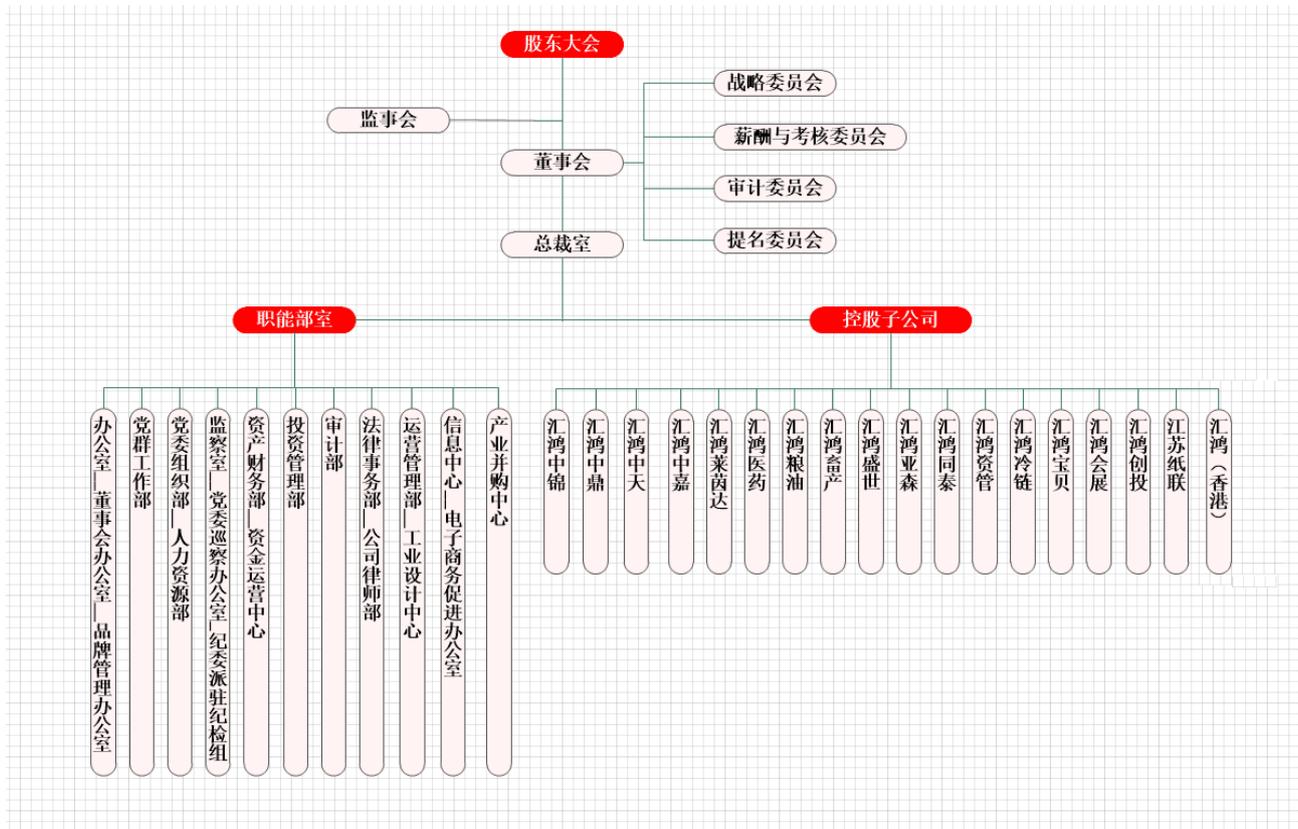
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：江苏汇鸿国际集团股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 9 月 30 日）



附二：江苏汇鸿国际集团股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 9 月 30 日）



附三：江苏汇鸿国际集团股份有限公司主要财务数据及指标（合并报表口径）

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.9
货币资金	558,201.48	532,057.18	607,863.61	505,558.72
应收账款净额	540,823.31	484,051.61	349,225.17	399,877.41
存货净额	477,950.21	352,022.63	386,171.74	391,761.11
流动资产	2,143,980.21	2,014,373.88	2,015,245.53	1,965,378.68
长期投资	854,602.30	887,056.52	853,898.64	649,176.57
固定资产合计	115,266.57	152,142.26	165,055.12	162,807.35
总资产	3,144,872.09	3,096,324.07	3,071,638.42	2,857,250.19
短期债务	1,182,010.88	1,036,526.65	971,045.91	942,634.83
长期债务	157,326.00	292,184.19	318,039.67	349,843.52
总债务（短期债务+长期债务）	1,339,336.88	1,328,710.84	1,289,085.58	1,292,478.35
总负债	2,283,006.09	2,174,441.31	2,227,469.69	2,153,406.66
所有者权益（含少数股东权益）	861,866.00	921,882.76	844,168.73	703,843.52
营业总收入	3,914,010.03	3,198,321.57	3,679,995.77	2,838,303.02
三费前利润	177,343.09	156,315.07	178,337.08	124,990.28
投资收益	145,971.16	129,222.53	152,773.19	158,959.85
净利润	98,692.87	84,337.03	86,887.94	102,503.16
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	190,553.57	160,861.93	177,495.19	-
经营活动产生现金净流量	-4,825.00	107,225.45	106,489.14	-58,599.60
投资活动产生现金净流量	162,688.71	15,497.10	129,736.02	39,559.44
筹资活动产生现金净流量	-53,942.56	-115,400.55	-171,780.52	-82,732.08
现金及现金等价物净增加额	107,989.92	8,990.97	60,792.06	-97,916.61
财务指标	2015	2016	2017	2018.9
营业毛利率（%）	4.85	5.27	5.13	4.65
所有者权益收益率（%）	11.45	9.15	10.29	19.42
EBITDA/营业总收入（%）	4.87	5.03	4.82	-
速动比率（X）	0.84	0.96	0.90	0.89
经营活动净现金/总债务（X）	0.00	0.08	0.08	-0.06
经营活动净现金/短期债务（X）	0.00	0.10	0.11	-0.09
经营活动净现金/利息支出（X）	-0.08	1.98	1.02	-2.04
EBITDA 利息倍数（X）	3.08	2.97	1.71	-
总债务/EBITDA（X）	7.03	8.26	7.26	-
资产负债率（%）	72.59	70.23	72.52	75.37
总资本化比率（%）	60.85	59.04	60.43	64.74
长期资本化比率（%）	15.44	24.07	27.37	33.20

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2、2018年1~9月所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务指标经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余） = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。