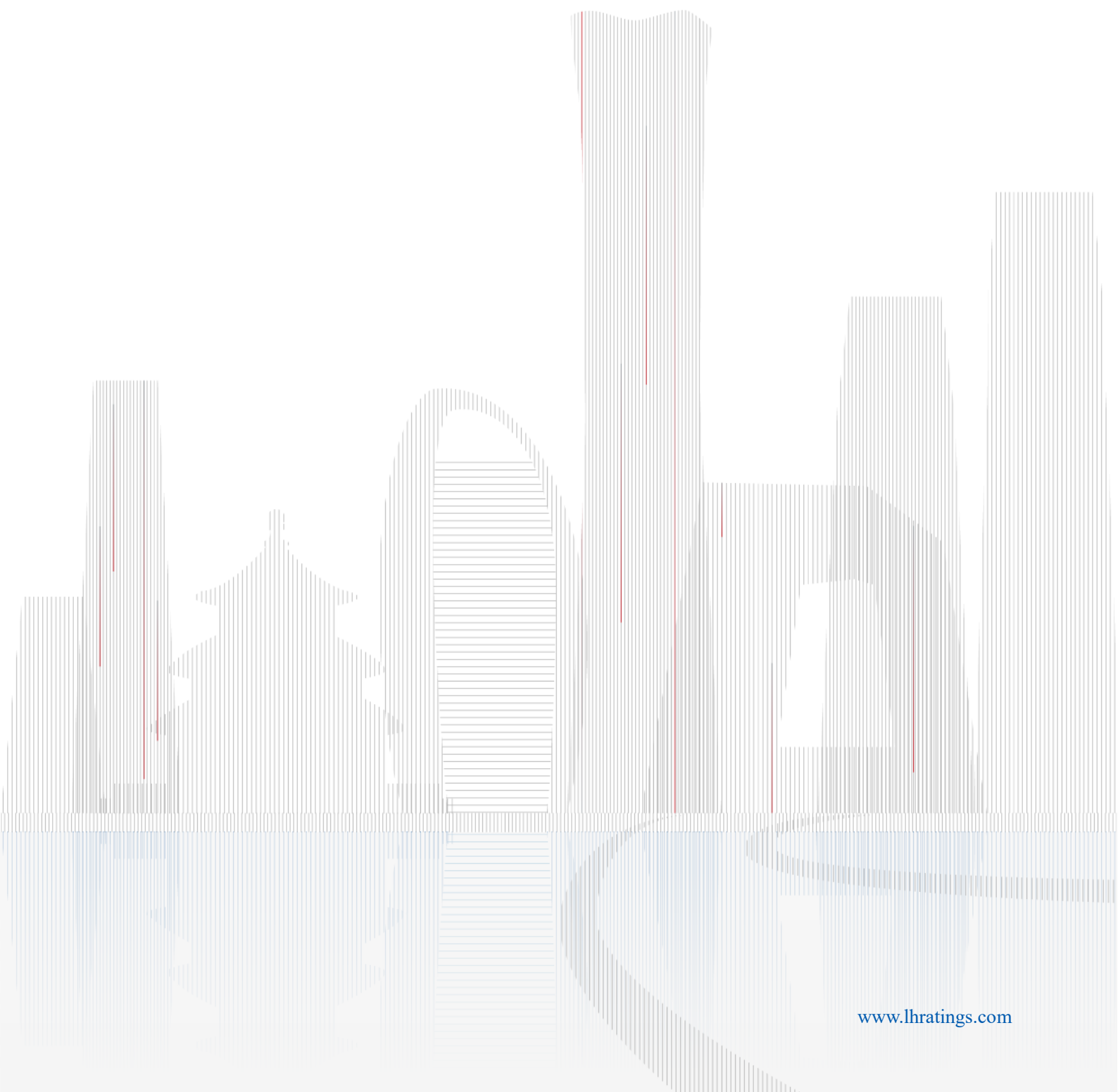


江苏国泰国际集团股份有限公司

2025 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务



信用评级公告

联合〔2025〕4698号

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

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二五年六月二十日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受江苏国泰国际集团股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

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

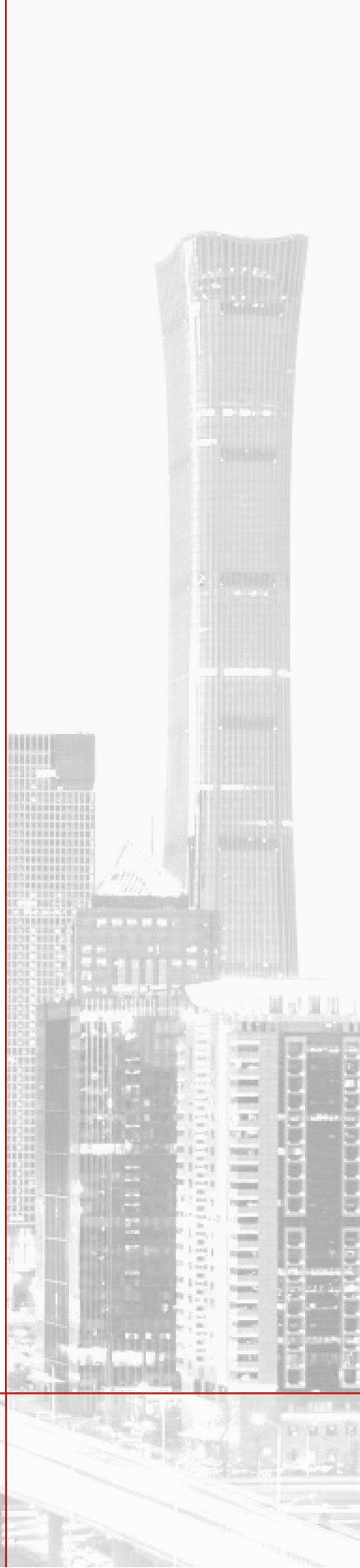
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

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

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

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



江苏国泰国际集团股份有限公司

2025 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
江苏国泰国际集团股份有限公司	AA+/稳定	AA+/稳定	2025/06/20
国泰转债	AA+/稳定	AA+/稳定	

评级观点

江苏国泰国际集团股份有限公司（以下简称“公司”或“江苏国泰”）是从从事进出口贸易和化工新能源的国有控股上市公司。跟踪期内，公司治理结构及管理体制未发生重大变化；主营业务中进出口贸易业务全产业链综合服务能力强，产品附加值较高，采销渠道稳定，需关注贸易摩擦、地缘政治冲突等外部风险；化工新能源业务保持较强的技术领先优势及研发实力，但行业竞争激烈及产能过剩等因素致使板块业绩走弱，且建成及在建产能的释放或面临压力。财务方面，2024 年，公司营业总收入有所增长，主业盈利能力有所下滑，盈利能力指标表现仍很强；现金类资产充裕，资产质量及流动性良好；经营获现能力有所下滑，对外筹资压力很小；债务规模保持稳定，整体债务负担适中，偿债能力指标表现很好。

公司 EBITDA、经营活动现金流及现金类资产对“国泰转债”的保障程度高，考虑到未来转股因素，公司对“国泰转债”的保障能力或将提升。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

公司围绕现有经营格局制定了可行性较高的发展规划，持续推进工贸一体化融合发展。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司获得股东或政府支持力度增加；公司资产质量显著提升。

可能引致评级下调的敏感性因素：外部营商环境及政策变化对公司业务产生重大不利影响，导致盈利能力大幅弱化。

优势

- **跟踪期内，公司贸易业务保持较强的采销渠道优势，全产业链综合服务能力强。**跟踪期内，公司纺织服装类产品全产业链综合服务能力的核心优势得以保持，产品附加值较高，贸易渠道遍及全球 100 多个国家和地区，下属多家控股子公司通过自建、合作等方式在东南亚、非洲等地建立了服装货源基地及实体工厂，其中工厂大部分具有一定自主设计、打样能力，接单能力不断增强，并逐步实现全球采购。
- **化工新能源业务具备较强的技术领先优势及研发实力。**截至 2024 年底，公司控股子公司江苏瑞泰新能源材料股份有限公司（以下简称“瑞泰新材”）已取得 193 项发明专利，其控股子公司张家港市国泰华荣化工新材料有限公司以及江苏国泰超威新材料有限公司皆为国家高新技术企业。
- **现金类资产充裕，债务负担适中，财务弹性良好。**公司现金类资产充裕，截至 2024 年底为 235.67 亿元，能够对存量有息债务形成保障；截至 2024 年底公司全部债务资本化比率为 35.99%。

关注

- **外部环境因素对公司业务开展造成一定影响。**2024 年以来，全球经济复苏步伐依然缓慢，贸易摩擦、地缘政治冲突等外部不利因素持续存在且有升级迹象，公司贸易业务面临一定外部风险；受锂离子电池材料产能释放速度远大于需求增长速度，行业竞争进一步加剧，主要产品电池材料价格持续下降等因素影响，瑞泰新材营业总收入及利润总额同比分别下降 43.47%和 73.79%，未来上述不利因素或将持续对其业绩造成冲击。
- **公司在建产能投资金额较大，建成产能的有效利用程度及新增产能的有效释放或存压力。**截至 2024 年底，公司在建项目计划总投资合计约 66.34 亿元，其中，瑞泰新材在建项目规模较大，部分项目已于跟踪期内陆续完工转固，考虑锂离子电池材料行业竞争加剧等因素，建成产能的有效利用程度及新增产能的有效释放或存压力。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 贸易企业信用评级方法 V4.0.202208				
评级模型 贸易企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208				
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	5
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	3
		资本结构		1
		偿债能力		1
指示评级				aa ⁺
个体调整因素：无				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：无				--
评级结果				AA ⁺

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。
外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。
评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

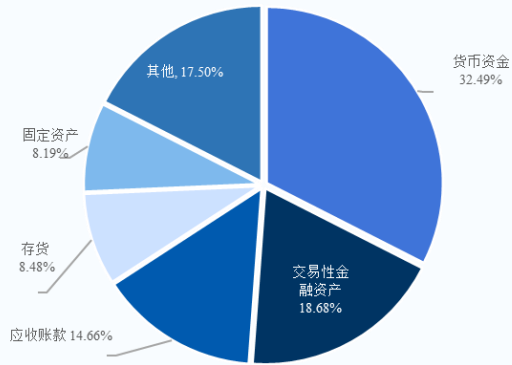
主要财务数据

合并口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	249.67	235.67	231.80
资产总额（亿元）	431.39	453.41	442.76
所有者权益（亿元）	212.37	220.31	224.42
短期债务（亿元）	64.34	53.66	69.07
长期债务（亿元）	56.07	70.21	50.38
全部债务（亿元）	120.41	123.86	119.45
营业总收入（亿元）	371.86	389.56	88.75
利润总额（亿元）	34.75	25.41	5.55
EBITDA（亿元）	42.46	33.80	--
经营性净现金流（亿元）	26.82	16.87	-6.04
营业利润率（%）	16.70	14.80	15.55
净资产收益率（%）	12.42	8.49	--
资产负债率（%）	50.77	51.41	49.31
全部债务资本化比率（%）	36.18	35.99%	34.74
流动比率（%）	215.10	219.90	206.89
经营现金流流动负债比（%）	16.54	10.44	--
现金短期债务比（倍）	3.88	4.39	3.36
EBITDA 利息倍数（倍）	14.79	11.18	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.84	3.66	--

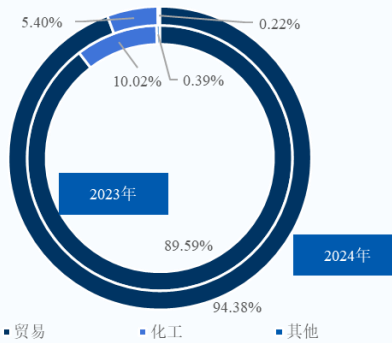
公司本部口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	158.90	159.43	--
所有者权益（亿元）	91.23	89.32	--
全部债务（亿元）	66.44	66.22	--
营业总收入（亿元）	0.07	0.06	--
利润总额（亿元）	5.91	4.59	--
资产负债率（%）	42.59	43.97	--
全部债务资本化比率（%）	42.14	42.57	--
流动比率（%）	253.51	318.40	--
经营现金流流动负债比（%）	3.60	0.10	--

注：1. 公司合并口径 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 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；3. 公司未提供 2025 年一季度本部财务数据
 资料来源：联合资信根据企业提供资料整理

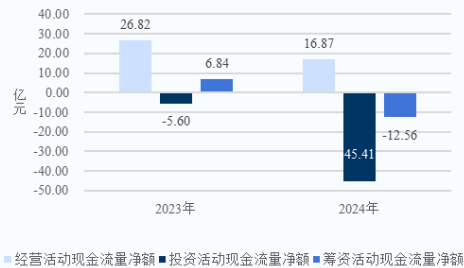
2024 年底公司资产构成



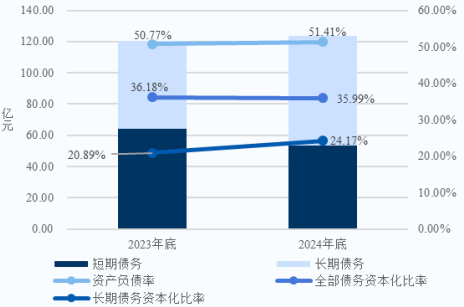
2023—2024 年公司收入构成



2023—2024 年公司现金流情况



2023—2024 年底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
国泰转债	45.57 亿元	39.87 亿元	2027/07/07	无

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；2.债券余额为截至 2025 年 6 月 16 日余额。

资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
国泰转债	AA+/稳定	AA+/稳定	2024/6/24	谭心远 闫旭	贸易企业主体信用评级方法 V4.0.202208 贸易企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
国泰转债	AA+/稳定	AA+/稳定	2020/11/13	李敬云 蒲雅修	贸易企业信用评级方法 V3.0.201907 贸易企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：刘祎烜 liuyixuan@lhratings.com

项目组成员：李 上 lishang@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

公司成立于 1998 年 5 月，是经江苏省人民政府苏政复〔1998〕28 号文批准由江苏国泰国际贸易有限公司（以下简称“国泰贸易”）、国泰贸易工会、自然人王永成、金建明和郭盛虎合计以现金 2500 万元出资发起设立的股份有限公司，其中国泰贸易是经江苏省人民政府批准建立的国有独资公司。2006 年 11 月，公司于深圳证券交易所上市，此后历经多次股本增加及股权结构调整，资本实力大幅增强。截至 2025 年 3 月底，公司总股本 1627625993 股，国泰贸易持股比例 31.99%，为公司控股股东及实际控制人。

跟踪期内，公司经营范围无重大变动，主营业务为供应链服务（进出口贸易）和化工新能源业务，按照联合资信行业分类标准划分为贸易企业。

截至 2025 年 3 月底，公司组织架构未发生变动。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 453.41 亿元，所有者权益 220.31 亿元（含少数股东权益 63.48 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 389.56 亿元，利润总额 25.41 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 442.76 亿元，所有者权益 224.42 亿元（含少数股东权益 65.15 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 88.75 亿元，利润总额 5.55 亿元。

公司注册地址：张家港市杨舍镇人民中路 15 号 2 幢 31 楼；法定代表人：张子燕。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2025 年 6 月 16 日，公司由联合资信评级的存续债为“国泰转债”，已转股 5704261 张，剩余可转债 39869925 张，余额 39.87 亿元，均按时付息；截至 2024 年底，募集资金已使用 21.44 亿元。2024 年 6 月 12 日，公司发布公告调整“国泰转债”转股价格为 8.22 元/股，生效日期为 2024 年 6 月 20 日；2024 年 10 月 31 日，公司发布公告调整“国泰转债”转股价格为 8.12 元/股，生效日期为 2024 年 11 月 7 日。2025 年 6 月 12 日，公司发布公告调整“国泰转债”转股价格为 7.82 元/股，生效日期为 2025 年 6 月 19 日。

图表 1 • 截至 2025 年 6 月 16 日公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
国泰转债	45.57	39.87	2021/07/07	6 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2025年一季度报）》](#)。

五、行业分析及区域环境分析

1 行业分析

2024 年，中国进出口贸易总额稳步增长，累计出口同比上升明显，海外需求韧性较强；受国内需求较弱叠加全球大宗商品价格下跌影响，累计进口同比增速下滑。2025 年一季度，在美国政府频加关税、外部困难挑战增多的情况下，中国外贸进出口实现平稳开局。进出口贸易国家框架基本稳定，对东盟等发展中经济体出口态势明显好于对欧美、日本等发达经济体。进出口产品结构不断改善，随着中国制造业的不断升级和在全球产业链中的地位提升，出口产品持续向高端制造领域倾斜，机电产品在出口产品中占主导地位；我国对原油、煤炭等能源类产品和大豆等农产品的进口依赖度仍较强。大宗商品方面，2024 年，国际油价受地缘政治局势紧张、石油需求增长乏力以及美联储货币政策调整等多因素影响，呈现宽幅震荡态势；钢铁行业景气度仍处于探底阶段，钢材价格震荡下行；煤炭价格受供需格局偏宽松影响，整体呈下跌态势。汇率方面，2024 年，国际形势复杂多变，多因素推动美元指数动荡走强，人民币汇率总体上呈现双向波动态势，在复杂形势下保持了基本稳定。展望 2025 年，全球贸易面临的不确定性增加，4 月美国对中国商品征收关税税率达到 145%，5 月日内瓦经贸会谈后中美双边关税水平大幅降低，中美贸易重启，但关税博弈并未结束，中美磋商仍存在较大不确定性。中国政府 5 月出台了一揽子政策刺激经济，在金融、地产和外贸等领域提供了精准且有效的政策支持，释放出中央层面协同发力稳预期、促增长的积极信号，内贸增速或将逐步恢复。完整版行业分析详见[《2025 年贸易行业分析》](#)。

2 区域环境分析

2024 年以来，江苏省经济发展质效稳步提升，进出口贸易保持区域优势，现代化产业体系建设稳步推进，科技创新取得新进展，对公司进出口贸易业务和工业新能源业务的发展提供良好的外部环境。

2024 年，江苏省实现生产总值 137008.0 亿元，按不变价格计算，比上年增长 5.8%；进出口总额 5.62 万亿元，同比增长 7%，占同期全国进出口总值的 12.8%，实际使用外资 190.5 亿美元。全年新增对外投资项目 1511 个，同比增长 21.6%。规上工业增加值增长 7.6%，增速居经济大省前列。制造业高质量发展指数 89.0、连续四年全国第一，两化融合发展水平 69.2、连续十年全国第一。高新技术产业产值占规上工业比重首次超过 50%，工业战略性新兴产业产值占规上工业比重达 41.8%，比上年提高 0.5 个百分点，13 个设区市全部入选国家先进制造业百强市；工程机械、高端纺织、光伏等产业跻身全球“头部”，动力电池、海工装备、新型电力装备、新能源汽车等产业全国领先。2024 年，江苏省境内上市公司 697 家，辅导企业数 266 家，省内企业通过发行、配股、增发、公司债在资本市场筹集资金 6395.2 亿元；境内上市公司总市值 6.5 万亿元，同比上涨 2.2%。

政策方面，为加强科技创新和产业创新深度融合，近年来，江苏省出台打造具有全球影响力的产业科技创新中心行动方案，实施加强基础研究行动，统筹推进 89 项产业前瞻技术研发项目和 85 项重大科技成果转化项目；外贸政策方面，江苏省人民政府办公厅发布《关于推动外贸稳规模优结构的若干措施》，从支持企业出海拓市场、强化国际物流服务保障、扩大出口信用保险覆盖面、强化财政金融支持等方面提出政策举措，稳定外贸规模；着眼长远提出创新举措，支持太阳能电池、新能源汽车、锂电池等“新三样”出口，推动贸易数字化、绿色化发展，加快培育外贸新业态、新增长点，优化外贸结构。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司供应链服务业务保持全产业链综合服务优势及全球化的贸易渠道优势；化工新能源业务研发能力强，具备较强的技术领先优势。

跟踪期内，公司供应链服务业务仍以消费品进出口贸易为主，面向国际国内两个市场，贸易品类涵盖纺织服装、化工医药、轻工机电、汽车、食品、玩具等产品，具备覆盖设计、打样、生产、储运、清关、保险、配送、金融服务的全产业链综合服务能力，在香港、欧洲、美国、日本等地建立了良好的客户群体，初步形成可靠、畅通、高效的销售网络，在欧美主要市场设有设计中心。基于成本、进口国的关税优惠、客户需求和分散生产等因素，公司下属多家控股子公司通过自建、合作等方式在东南亚及非洲等地建立了服装货源基地，不断增强接单能力，逐步实现全球化采购。

化工新能源业务方面，江苏瑞泰新能源材料股份有限公司（以下简称“瑞泰新材”）为公司控股子公司，是公司化工新能源业务的重要平台。2022 年 6 月 17 日，瑞泰新材首次公开发行股票并在创业板上市（股票代码：301238.SZ）。跟踪期内，瑞泰新材竞争优势保持稳定，截至 2024 年底，已取得 193 项发明专利，其控股子公司张家港市国泰华荣化工新材料有限公司（以下简称“华荣化工”）以及江苏国泰超威新材料有限公司（以下简称“超威新材”）皆为国家高新技术企业。

信用记录方面，根据中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告（自主查询版）》（统一社会信用代码：91320000703675629U），截至 2025 年 6 月 5 日，公司本部无不良或关注类信贷信息记录，历史债务履约情况良好。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2025 年 6 月 18 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单，未发现公司存在重大税收违法失信案件信息，未发现公司存在证券期货市场失信记录，未发现公司存在行政处罚信息、列入经营异常名录信息、列入严重违法失信名单（黑名单）信息，未发现公司存在严重失信信息。

（二）管理水平

跟踪期内，公司在治理结构、管理体制、风险管控方面未发生重大变化；针对核心业务所面临的经营性风险，制定了较为有效的经营管理措施，进一步细化业务流程对风险的规避与控制，可在一定程度上缓解风险因素对主业经营造成的冲击。

2024 年以来，公司主要治理结构、管理制度、风险管控无重大变动，人员变动情况如下：

图表 2 • 跟踪期内公司管理层变动情况

姓名	担任的职位	类型	日期	变动原因
蔡建民	独立董事	离任	2024 年 5 月 16 日	辞职
姜健颖	独立董事	被选举	2024 年 5 月 16 日	补选
唐朱发	监事会主席	离任	2024 年 11 月 22 日	辞职
杨革	副总裁	解聘	2024 年 12 月 13 日	辞职
	监事会主席	被选举	2024 年 12 月 30 日	补选

资料来源：联合资信根据公司资料整理

跟踪期内，针对外部市场风险及贸易壁垒风险，公司通过专门的研究部门，为经营提供决策支持，继续深入传统市场并探索主要新兴市场；通过内部控制与风险管理委员会，作为公司内部控制、风险防控和监察审计工作的领导机构；同时，各控股子公司设立监察审计部门，专职开展监察审计工作。公司依托中信保的政策保障和避险工具，构建全过程监控的风险预警机制，保障公司业务平稳发展。

针对原材料价格波动风险，公司在供应链业务方面坚持生产经营，合理控制库存，保持充沛的现金流量，做好市场行情和价格走势的分析工作，并严格控制货权。在化工新能源业务方面，公司巩固加深与主要原材料供应商的战略合作，提高供应链稳定性和竞争力；完善采购遴选机制，加强采购环节管理，积极开发新的合格供应商，扩大采购来源；持续加强原材料市场价格的研究和分析，及时调整采购规模；加深与客户的沟通合作，建立合理的价格波动调整机制；通过扩大生产规模、持续优化生产工艺、提升管理水平及购置先进设备，降低单位生产成本，提升产品竞争力。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2024 年，核心板块业务增长带动公司营业收入同比提升；贸易业务毛利率同比有所下降，以致综合毛利率同比有所回落。

跟踪期内，公司维持以纺织服装、化工产品、化工医药、机电产品等商品为主的进出口贸易业务以及化工新能源业务的经营格局。2024 年，公司营业收入同比增长 4.78%。其中，贸易业务收入同比增长 10.38%。主要受锂离子电池材料产品市场竞争程度进一步加剧，公司电池材料产品价格持续下降等综合影响，化工收入同比大幅下降 43.46%。毛利率方面，跟踪期内，公司综合毛利率同比略有下滑，主要系纺织服装出口毛利率下滑所致；化工业务毛利率同比变动不大。

2025 年一季度，公司收入及毛利率同比均略有下降，其中贸易业务收入同比增长 7.39%，毛利率同比变化不大；化工业务收入同比下降 50.45%，毛利率同比减少 5.97 个百分点。

图表 3 • 2022—2024 年及 2025 年 1—3 月公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年			2025 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
贸易	365.71	85.53%	13.57%	332.53	89.59%	16.38%	367.04	94.38%	14.54%	83.89	94.67%	15.52%
化工	61.35	14.35%	19.64%	37.18	10.02%	20.51%	21.02	5.40%	19.90%	4.65	5.25%	17.24%
其他	0.53	0.12%	16.98%	1.47	0.39%	27.16%	0.84	0.22%	46.54%	0.07	0.08%	40.93%
合计	427.59	100.00%	14.45%	371.17	100.00%	16.83%	388.91	100.00%	14.90%	88.61	100.00%	15.63%

注：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
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（1）贸易业务

2024 年，公司贸易业务进出口金额同比均有所上升，但毛利率有所回落，需关注贸易摩擦、地缘政治冲突等外部风险。

公司贸易业务主要运营主体为江苏国泰华盛实业有限公司（以下简称“国泰华盛”）、江苏国泰国贸实业有限公司（以下简称“贸易实业”）、江苏国泰汉帛实业发展有限公司（以下简称“汉帛实业”）和江苏国泰国盛实业有限公司（以下简称“国盛实业”）等控股子公司。2024 年，公司进出口贸易金额为 50.1 亿美元，同比上升 10.6%；其中出口贸易金额为 45.4 亿美元，同比上升 13%。

跟踪期内，公司出口区域主要为美国、欧盟、孟加拉、越南、日本等。2024 年以来，全球经济复苏步伐依然缓慢，贸易摩擦、地缘政治冲突等外部不利因素持续存在且有升级迹象。此外，东南亚和南亚国家服装产业链的持续恢复等，加剧了国际市场竞争，给中国出口企业带来了诸多不确定性和风险。从产品类型来看，公司出口业务以纺织服装类产品（服装、纱线和面料）为主，合计占比约 85%。根据中国纺织品进出口商会统计，2024 年，主要出口品类均呈现“量增价减”的趋势，针织服装出口数量同比增长 12.5%，出口价格同比下降 7.6%；梭织服装出口数量增长 13.8%，出口价格同比下降 15%。受此影响，公司 2024 年贸易业务毛利率较上年回落 1.84 个百分点。

公司纺织服装出口贸易拥有商品货权，自主经营并承担销售盈亏，跟踪期内，业务模式仍采取以销定产方式，无重大变化，全产业链综合服务的核心优势明显，产品附加值较高，贸易渠道维持稳定。公司纺织服装下游客户主要有 G-III、优衣库、PRIMARK 等知名国际服装零售商等，下游客户较为分散，对单一客户依赖程度低。

跟踪期内，公司进口模式仍以自营进口为主，小部分代理进口为辅。业务流程上，公司先向下游收取 10%~15% 的保证金，采购后待收到全额货款再向下游供货，以保证对货权的控制，充分规避信用及价格波动风险。从产品类型来看，公司进口业务产品品种以消费品及原材料为主，主要包括木薯及制品、肉及杂碎、纺织纱线及织物和棉花等多个类别。2024 年，公司从中东、北美和南美等地进口货物占进口总额的 40.50%。进口产品的区域选择主要受客户需求变动影响。

采购结算方面，公司国内采购货款按合同规定先预付一定比例的预付款，其余货款待产品检验合格交货后结清，国外货款待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。销售结算方面，公司主要采用 T/T 及信用证的结算方式，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、放账额度，对赊销业务一律投保出口信用险。结算币种对内以人民币，对外以美元为主，公司贸易业务以美元结算占比高。汇率风险方面，公司通过培养并引进专业财务人员，加大有关信息的投入，使之能够在外部咨询的基础上对汇率做出独立的判断，能够识别风险点并运用有关工具管理风险；以避险为目的，以正常生产经营为基础，根据实际在手成交订单，坚持财务中性原则，使用金融工具合理规避汇率风险；提高产品档次和服务质量，增强客户黏性，降低成本，强化竞争优势，以应对汇率波动带来的各种风险。

图表 4 • 公司进出口贸易额构成情况（单位：亿美元）

贸易类别	2022 年		2023 年		2024 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
出口	46.74	88.22%	40.20	89.40%	45.43	90.64%
进口	6.24	11.78%	5.10	10.60%	4.69	9.36%
合计	52.98	100.00%	45.30	100.00%	50.12	100.00%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（2）化工业务

跟踪期内，公司化工业务产品结构保持稳定，产销量同比均有所下滑，产能利用率大幅降低；受锂离子电池材料行业竞争加剧等因素影响，业绩水平下降明显，建成产能的有效利用程度及新增产能的有效释放或存压力。

化工业务主要由子公司瑞泰新材（证券代码 301238.SZ）运营。截至 2025 年 3 月底，公司直接持有瑞泰新材 68.18% 股权，并通过控股子公司张家港市国泰投资有限公司间接持有瑞泰新材 2.73% 的股权。

瑞泰新材主要从事锂离子电池材料以及硅烷偶联剂等化工新材料的研发、生产和销售。跟踪期内，瑞泰新材主营业务及主要产品未发生变化。瑞泰新材下辖主要经营主体为子公司华荣化工和超威新材。其中，华荣化工主要生产锂离子电池电解液和硅烷偶联剂，锂离子电池电解液销量连续多年在国内和国际上居于前列；超威新材主要从事专业的电子化学品研发、生产和销售，具体覆盖锂离子电池电解质及添加剂、超级电容器电解质及电解液、锂离子电容器电解液、铝电解电容器电解质及电解液、抗静电剂、离子液体以及特种氟化学品等领域。

截至 2024 年底，瑞泰新材资产总额 109.48 亿元，净资产为 74.39 亿元；2024 年，瑞泰新材收入 21.02 亿元，同比大幅下降 43.47%；利润总额 1.65 亿元，同比显著下降 73.79%，业绩水平的下降主要系全市场锂离子电池材料产能释放过大，行业竞争进一步加剧，导致瑞泰新材产品利润空间压缩；同时，瑞泰新材在建和新投产项目较多，导致管理费用和折旧等成本明显增加，整体产能利用率亦大幅下滑；另外，长期股权投资项下的参股上市企业、重要原材料供应商天际新能源科技股份有限公司（以下简称“天际股份”，代码 002759.SZ，截至 2024 年底，瑞泰新材对其持股比例为 5.99%，账面价值 1.94 亿元）在 2024 年度因计提大额商誉减值，以及主要产品市场价格下降幅度较大等原因而出现大额亏损，在权益法核算下，瑞泰新材对其确认投资损失 0.81 亿元。同期，瑞泰新材产能利用率同比大幅降低，库存量维持稳定。2025 年一季度，瑞泰新材实现收入 4.65 亿元，同比下降 16.37%；利润总额 0.39 亿元，同比下降 37.26%。

整体看，瑞泰新材所处行业仍处于供需失衡状态，主要产品价格持续下降，考虑到公司在建项目逐渐完工投产，折旧等成本预计将进一步抬升，建成产能的有效利用程度及新增产能的有效释放或存压力，公司化工业务后续经营改善情况有待关注。

图表 5 • 化工业务产销量（单位：吨）

项目	2023 年	2024 年	同比增减
销售量	92597	84144	-9.13%
生产量	89111	84122	-5.60%
库存量	2523	2501	-0.87%
产能利用率	39.00%	20.20%	-18.80%

资料来源：瑞泰新材年报，联合资信整理

（3）在建项目

公司在建产能投资金额较大，部分在建项目存在延期。

截至 2024 年底，公司在建项目计划总投资合计约 66.34 亿元，已完成投资 36.41 亿元，预计尚需投入资金约 29.92 亿元，其中，剔除非公开发行募集资金以及可转债资金 14.77 亿元，尚需投入 15.15 亿元。公司主要在建项目中，国泰创新设计中心项目因实施地建筑市场前期受环境影响较大等因素造成工期延长，项目延期至 2025 年 6 月底；越南纺织染整建设项目预计达到可使用状态日期延期至 2025 年底。

图表 6 • 截至 2024 年底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目	预算数	资金来源	期末余额	工程进度
国泰创新设计中心	9.66	募集+自筹	8.71	在建
国泰中心-商业地块项目	8.50	自筹	4.04	在建
自贡华荣年产 30 万吨锂离子电池电解液和回收 2000 吨溶剂项目	9.77	募集+自筹	3.82	在建
张家港超威年产 4000 吨锂电池/超级电容器电解质新材料及 5737.9 吨化学原料（副产品）项目	4.87	募集+自筹	2.76	在建
越南纺织染整建设项目	5.53	募集+自筹	1.03	部分完工转固
研发地块项目	2.00	自筹	0.35	在建
衢州瑞泰年产 30 万吨锂离子电池电解液项目	9.46	募集+自筹	0.00	已完工
衢州超威年产 2100 吨锂电池材料项目	5.32	自筹	0.00	已完工
合计	55.09	--	20.72	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 经营效率

跟踪期内，公司经营效率稳定向好。

图表 7 • 公司经营效率变化趋势

对比指标	2022 年	2023 年	2024 年
销售债权周转次数（次）	5.46	5.47	5.80
存货周转次数（次）	9.41	8.54	9.20
总资产周转次数（次）	1.16	0.90	0.88
净营业周期（天）	22.73	19.89	15.43
风险敞口（倍）	0.23	0.25	0.28
资产损失率（%）	-0.29	-0.08	-0.40

注：资产减值损失（或收益）以负号（或正号）表示；风险敞口=（应收账款+应收票据+存货+预付款项+其他应收款）/营业总收入；资产减值损失率=（资产减值损失+信用减值损失）/营业总收入；净营业周期=应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

3 未来发展

公司围绕现有经营格局制定了可行性较高的发展规划，持续推进工贸技一体化融合发展。

未来，公司将继续以供应链服务和化工新能源为主要业务，经营格局稳定。市场开拓方面，公司将持续扩大以纺织服装为主的消费品出口，同时要持续不断扩大消费品进口的规模并取得良好经济效益，补足进口方面的短板；推进贸工技一体化融合发展方面，公司将在现有 120 多家生产实体的基础上，继续布局一批生产实体和海外机构，其中生产实体选址在劳动力成本及生产效率、关税优惠、物流运输等方面具有综合优势的国家和地区，以此加快推进贸工技一体化协同发展，打造特色供应链体系，深度融入全球产业链分工；重大平台项目建设方面，公司将稳步推进海外供应链平台建设，对接国家“一带一路”战略，加强供应链的全球化配置，加快国泰创新设计中心建设等项目的建设和推进，加快融入长三角一体化，为后续发展奠定坚实基础；内控方面，公司将加强企业内部管理，防控系统性重大风险，完善制度体系建设、流程控制和监督，不断完善考核激励和问责体系。

（四）财务方面

公司提供了 2024 年度审计报告，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2025 年一季度财务报告未经审计。

2024 年，公司合并范围新增 1 家一级子公司；截至 2025 年 3 月底，公司合并范围内一级子公司共 24 家，较上年底无变动。跟踪期内，公司合并范围变动对财务数据可比性影响不大。

1 主要财务数据变化

2024 年末，公司资产结构变化不大，仍以流动资产为主，现金类资产充裕，资产受限比例低，资产质量及流动良好。

截至 2024 年底，公司资产规模较上年底增长 5.10%至 453.41 亿元，其中流动资产占 78.41%，资产结构变动不大。其中，货币资金较上年底减少 29.49 %至 147.30 亿元，占总资产比例为 32.49 %，同时，以理财产品为主的交易性金融资产同比大幅 176.52%至 84.68 亿元；公司应收账款主要系贸易及化工业务经营产生，同比增长 23.00%，期限以 1 年以内为主（账面余额占比 98.01%），前五大客户占应收账款余额 18.52%，集中度进一步下降，计提坏账比例为 5.10%；存货较上年底增长 14.71%，主要为生产所需的棉、腈纶等原材料，在生产中的产品，完工尚未发出的库存商品及已出运控制权尚未转移的发出商品等；随着在建工程逐步转固，固定资产较上年底增长 21.06%；在建工程较上年底增长 32.77%，主要包括国泰创新设计中心 8.71 亿元、国泰中心-商业地块项目 4.04 亿元、自贡华荣年产 30 万吨锂离子电池电解液和回收 2000 吨溶剂项目 3.82 亿元等。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 442.76 亿元，较上年底变化不大。其中，流动资产占 77.90%，非流动资产占 22.10%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

截至 2025 年 3 月底，公司受限资产合计 17.48 亿元，占总资产的比例为 3.95%，公司资产受限比例很低。

图表 8 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	348.70	80.83%	355.50	78.41%	344.92	77.90%
货币资金	208.91	48.43%	147.30	32.49%	130.97	29.58%
交易性金融资产	30.62	7.10%	84.68	18.68%	97.15	21.94%
应收账款	54.05	12.53%	66.49	14.66%	64.22	14.50%
存货	33.51	7.77%	38.44	8.48%	37.92	8.56%
非流动资产	82.70	19.17%	97.91	21.59%	97.84	22.10%
固定资产	30.68	7.11%	37.14	8.19%	36.58	8.26%
在建工程	16.27	3.77%	21.61	4.77%	22.41	5.06%
资产总额	431.39	100.00%	453.41	100.00%	442.76	100.00%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表 9 • 公司 2025 年 3 月底受限资产明细（单位：亿元）

项目	期末账面价值	占该类别资产账面价值的比例	受限原因
货币资金	11.57	2.61%	保证金等
应收票据	1.21	0.27%	质押、已背书未到期票据
应收款项融资	1.48	0.33%	质押
应收账款	2.11	0.48%	已背书或已贴现未到期融单
无形资产	1.11	0.25%	长期借款抵押
合计	17.48	3.94%	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

跟踪期内，公司所有者权益随未分配利润的积累持续增长，结构稳定性一般；有息债务规模保持稳定，债务负担适中。

截至 2024 年底，公司所有者权益 220.31 亿元，较上年底增长 3.74%，主要系未分配利润的累积所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 71.19%，少数股东权益占比为 28.81%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 7.39%、25.02% 和 33.85%。所有者权益结构稳定性一般。截至 2025 年 3 月底，公司权益规模及结构较上年底变化不大。

截至 2024 年底，公司负债规模较上年底增长 6.43%，构成主要为业务经营形成的应付款项及有息债务。其中，短期借款包括 4.66 亿元信用借款、1.25 亿元应收融单贴现借款和 1.93 亿元押汇借款；应付票据均为银行承兑汇票；应付账款全部为应付货款，同比增长 22.62%；应付债券为存续的可转换公司债券；长期借款主要包括 19.44 亿元信用借款和 5.70 亿元抵押借款。截至 2025 年 3 月底，公司负债总额较上年底有所下降，主要系应付款项周期性波动所致。

图表 10 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	162.11	74.01%	161.66	69.35%	166.71	76.35%
短期借款	10.30	4.70%	7.84	3.36%	34.45	15.78%
应付票据	33.77	15.42%	34.13	14.64%	29.88	13.69%
应付账款	65.57	29.94%	80.41	34.49%	75.78	34.71%
一年内到期的非流动负债	20.27	9.25%	11.52	4.94%	4.70	2.15%
非流动负债	56.91	25.99%	71.44	30.65%	51.63	23.65%
长期借款	14.59	6.66%	25.16	10.79%	5.07	2.32%
应付债券	38.91	17.77%	40.20	17.25%	40.58	18.59%
负债总额	219.02	100.00%	233.10	100.00%	218.34	100.00%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

有息债务方面，截至 2024 年底，公司全部债务 123.86 亿元，较上年底增长 2.86%；短期债务占 43.32%，较上年底减少 10.11 个百分点。截至 2025 年 3 月底，公司全部债务规模较上年底变动不大，短期债务较上年底增长 28.73%，主要系短期借款大幅增加所致。

从债务指标来看，截至 2025 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 49.31%、34.74% 和 18.33%，较上年底分别下降 2.10 个百分点、下降 1.25 个百分点和下降 5.83 个百分点。

2024 年，公司营业总收入规模有所提升，盈利主要来自经营性业务，主业盈利能力有所下滑，整体盈利能力指标表现很强。

2024 年，公司贸易业务增长带动营业总收入较上年有所提升，毛利润同比有所下滑；期间费用同比有所增长，主要系销售费用的增长，财务费用为-1.74 亿元。公司非经常性损益占利润总额比重较低，主要来自其他收益和投资收益，投资收益主要为理财产品收益，同比大幅下滑主要系权益法核算下对天际股份确认的投资损失所致。公司利润总额主要来自经营性利润，同比下降 26.88%，主要系受化工业务拖累。从盈利指标来看，2024 年，公司总资本收益率及净资产收益率同比均有所下降，但盈利指标仍表现很强。

2025 年 1—3 月，公司营业总收入同比增长 9.63%，利润总额同比增长 9.93%。

图表 11 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	371.86	389.56	88.75
营业成本	308.69	330.96	74.77
期间费用总额	30.62	31.93	9.15
其他收益	1.08	0.63	0.16
投资收益	1.84	0.61	0.54
利润总额	34.75	25.41	5.55
调整后营业利润率（%）	8.47	6.61	5.24
总资本收益率（%）	8.76	6.26	--
净资产收益率（%）	12.42	8.49	--

注：调整后营业利润率=（营业总收入-营业成本-税金及附加-期间费用）/营业总收入×100%；
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2024 年，公司经营获现能力有所下滑，对外筹资压力很小。

2024 年，公司经营活动现金流入及流出主要为销售商品、提供劳务收到的现金及购买商品、接受劳务支付的现金，受外部环境经营现经现金流入规模有所下降，经营性净现金流同比下降 37.09%，现金收入比下降 6.14 个百分点，收入实现能力有所下滑。公司投资活动现金流主要系对存量资金持续进行理财投资（以定期存款、通知存款为主）以及在建工程持续投入产生，呈大幅净流出态势，系理财投资大幅增加所致。公司筹资活动主要为取得银行借款及偿还债务，2024 年筹资活动现金流转为净流出。

图表 12 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	478.43	407.10	401.58	101.38
经营活动现金流出小计	441.60	380.28	384.71	107.43
经营活动现金流量净额	36.83	26.82	16.87	-6.04
投资活动现金流入小计	278.05	203.44	243.55	74.34
投资活动现金流出小计	311.96	209.03	288.97	95.32
投资活动现金流量净额	-33.91	-5.60	-45.41	-20.98
筹资活动前现金流量净额	2.92	21.22	-28.54	-27.02
筹资活动现金流入小计	90.90	44.24	45.19	33.81
筹资活动现金流出小计	62.08	37.40	57.75	36.79
筹资活动现金流量净额	28.82	6.84	-12.56	-2.98
现金收入比（%）	104.75	102.10	95.96	101.69

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2 偿债指标变化

跟踪期内，公司偿债指标表现很强，融资渠道畅通。

图表 13 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率	225.60%	215.10%	219.90%
	速动比率	199.10%	194.43%	196.13%
	经营现金/流动负债	25.14%	16.54%	10.44%
	经营现金/短期债务（倍）	0.67	0.42	0.31
	现金短期债务比（倍）	4.21	3.88	4.39
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	40.81	42.46	33.80
	全部债务/EBITDA（倍）	2.66	2.84	3.66
	经营现金/全部债务（倍）	0.34	0.22	0.14
	EBITDA/利息支出（倍）	16.58	14.79	11.18
	经营现金/利息支出（倍）	14.96	9.34	5.58

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从偿债指标看，跟踪期内，公司流动比率及速动比率维持较高水平；现金类资产规模充裕，对短期债务覆盖程度非常高，可对全部债务形成有效覆盖。公司 EBITDA 及经营性净现金流对利息支出覆盖程度很高，长/短期偿债指标表现均很强。

截至 2025 年 3 月底，公司无对外担保。

未决诉讼方面，截至 2025 年 3 月底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼。

截至 2025 年 3 月底，公司在主要银行的授信额度为 208.05 亿元，尚未使用的授信额度为 140.37 亿元，间接融资渠道畅通，且考虑到公司及下辖子公司瑞泰新材均为 A 股上市公司，具备直接融资渠道，资产受限比例较低，财务弹性良好。

3 公司本部主要变化情况

公司本部承担管理职能及部分融资职能，债务负担可控，利润总额主要来自投资收益，投资收益变现情况良好，利息偿付压力不大。

公司本部收入规模小，主要承担管理职能及部分融资职能，对参/控股子公司出资并享有投资回报。

截至 2024 年底，公司本部资产总额 159.43 亿元，构成主要为货币资金 7.68 亿元、交易性金融资产 37.12 亿元和长期股权投资 101.67 亿元，与关联方往来拆借很少。同期，公司本部债务规模 66.22 亿元，主要为可转换公司债券及银行借款，期限以长期为主，占合并口径全部债务的 53.46%，全部债务资本化比率为 42.57%。公司本部收入规模小，2024 年为 0.06 亿元，期间费用主要为财务费用 1.75 亿元（其中利息费用 2.32 亿元），利润总额 4.59 亿元，其中投资收益 6.71 亿元。偿债能力方面，2024 年底本部现金短期债务比为 3.87 倍，2024 年取得投资收益收到的现金为 5.01 亿元，对利息费用覆盖程度高，偿债指标表现良好。

（五）ESG 方面

公司注重生产经营环节绿色安全运行，治理结构和内控制度较为完善。整体来看，目前公司 ESG 表现良好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，公司在经营活动中严格遵守国家和地方环保法律法规和规章要求，同时不断改进生产工艺、加大环保投入和构建循环产业、建立并运行完备的环保和安全生产管理体系，保障生产经营的绿色安全运行；江苏国泰博创实业有限公司等公司直属子公司已通过 GRS（全球回收标准）认证，其执行宗旨就是让整个产销供应链的每个环节都使用再生料，并通过 TC 交易证追溯的方式监管执行。截至本报告出具日，联合资信尚未发现公司因为环境问题受到监管部门的处罚。

社会责任方面，公司建立完善包括薪酬体系、绩效考核等制度，健全人才培养机制，注重员工权益保障及员工发展，2024 年 1 月获评张家港市第二届“最佳雇主”称号；积极参与实业扶贫，在多地投资建办生产型实体，带动就业。2024 年 1 月，公司获第八届“张家港慈善奖”最具爱心慈善捐赠企业荣誉；近三年联合资信未发现公司发生一般事故以上的安全生产事故。

治理方面，公司治理结构较为完善，组织架构与管理模式持续优化。

七、债券偿还能力分析

公司 EBITDA、经营活动现金流及现金类资产对待偿债券余额的保障程度高，考虑到未来转股因素，公司对“国泰转债”的保障能力或将提升。

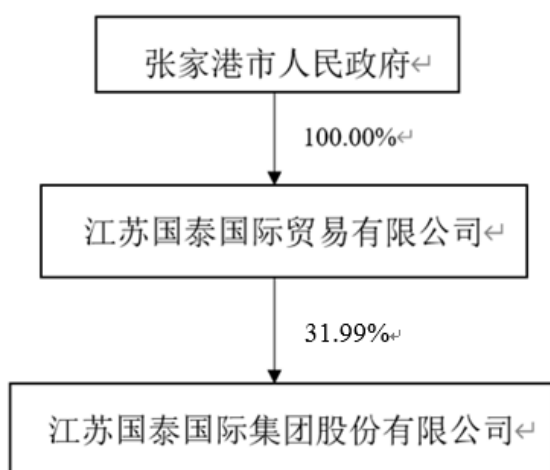
2024 年，公司 EBITDA、经营活动产生的现金流入和经营活动现金流量净额对待偿债券余额（39.87 亿元）的覆盖倍数分别为 0.85 倍、10.07 倍和 0.42 倍；2024 年底，公司现金类资产对待偿债券余额的覆盖倍数为 5.91 倍。

考虑到“国泰转债”具有转股的可能性，如果公司股价未来上涨超过转股价，“国泰转债”将转换为公司的权益，有利于公司减轻债务负担。从“国泰转债”的发行条款来看，由于公司制定了转股修正条款（任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决），有利于降低转股价；同时制定了提前赎回条款（公司股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%，或本次发行的可转换公司债未转股余额不足人民币 3000 万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券），有利于促进债券持有人转股。考虑到未来转股因素，公司对“国泰转债”的保障能力或将提升。

八、跟踪评级结论

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

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	249.67	235.67	231.80
应收账款（亿元）	54.05	66.49	64.22
其他应收款（亿元）	0.59	0.80	0.00
存货（亿元）	33.51	38.44	37.92
长期股权投资（亿元）	8.97	8.84	8.89
固定资产（亿元）	30.68	37.14	36.58
在建工程（亿元）	16.27	21.61	22.41
资产总额（亿元）	431.39	453.41	442.76
实收资本（亿元）	16.28	16.28	16.28
少数股东权益（亿元）	59.94	63.48	65.15
所有者权益（亿元）	212.37	220.31	224.42
短期债务（亿元）	64.34	53.66	69.07
长期债务（亿元）	56.07	70.21	50.38
全部债务（亿元）	120.41	123.86	119.45
营业总收入（亿元）	371.86	389.56	88.75
营业成本（亿元）	308.69	330.96	74.77
其他收益（亿元）	1.08	0.63	0.16
利润总额（亿元）	34.75	25.41	5.55
EBITDA（亿元）	42.46	33.80	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	379.67	373.84	90.25
经营活动现金流入小计（亿元）	407.10	401.58	101.38
经营活动现金流量净额（亿元）	26.82	16.87	-6.04
投资活动现金流量净额（亿元）	-5.60	-45.41	-20.98
筹资活动现金流量净额（亿元）	6.84	-12.56	-2.98
财务指标			
销售债权周转次数（次）	5.47	5.80	--
存货周转次数（次）	8.54	9.20	--
总资产周转次数（次）	0.90	0.88	--
现金收入比（%）	102.10	95.96	101.69
营业利润率（%）	16.70	14.80	15.55
总资本收益率（%）	8.76	6.26	--
净资产收益率（%）	12.42	8.49	--
长期债务资本化比率（%）	20.89	24.17	18.33
全部债务资本化比率（%）	36.18	35.99	34.74
资产负债率（%）	50.77	51.41	49.31
流动比率（%）	215.10	219.90	206.89
速动比率（%）	194.43	196.13	184.15
经营现金流动负债比（%）	16.54	10.44	--
现金短期债务比（倍）	3.88	4.39	3.36
EBITDA 利息倍数（倍）	14.79	11.18	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.84	3.66	--

注：公司合并口径 2025 年一季度财务报表未经审计
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	47.97	44.81	--
应收账款（亿元）	0.01	0.04	--
其他应收款（亿元）	0.00	0.00	--
存货（亿元）	--	--	--
长期股权投资（亿元）	98.30	101.67	--
固定资产（亿元）	0.80	0.80	--
在建工程（亿元）	2.08	4.41	--
资产总额（亿元）	158.90	159.43	--
实收资本（亿元）	16.28	16.28	--
少数股东权益（亿元）	--	--	--
所有者权益（亿元）	91.23	89.32	--
短期债务（亿元）	20.03	11.58	--
长期债务（亿元）	46.41	54.64	--
全部债务（亿元）	66.44	66.22	--
营业总收入（亿元）	0.07	0.06	--
营业成本（亿元）	0.09	0.09	--
其他收益（亿元）	0.43	0.01	--
利润总额（亿元）	5.91	4.59	--
EBITDA（亿元）	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.10	0.08	--
经营活动现金流入小计（亿元）	1.28	0.44	--
经营活动现金流量净额（亿元）	0.77	0.02	--
投资活动现金流量净额（亿元）	-6.30	-4.49	--
筹资活动现金流量净额（亿元）	0.99	-9.06	--
财务指标			
销售债权周转次数（次）	8.82	2.68	--
存货周转次数（次）	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	150.35	127.04	--
营业利润率（%）	-71.13	-83.09	--
总资本收益率（%）	5.08	4.45	--
净资产收益率（%）	6.32	5.15	--
长期债务资本化比率（%）	33.72	37.95	--
全部债务资本化比率（%）	42.14	42.57	--
资产负债率（%）	42.59	43.97	--
流动比率（%）	253.51	318.40	--
速动比率（%）	253.51	318.40	--
经营现金流动负债比（%）	3.60	0.10	--
现金短期债务比（倍）	2.39	3.87	--
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--

注：公司未提供 2025 年一季度本部财务数据

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+应付短期债券+向中央银行借款+拆入资金+卖出回购金融资产款+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

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