

# 信用等级公告

联合[2017]580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甘肃刚泰控股（集团）股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2017 年公司债券进行综合分析和评估，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“稳定”**

**甘肃刚泰控股（集团）股份有限公司拟公开发行的 2017 年公司债券信用等级为 AA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年六月二十八日

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 2017 年公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AA  
 公司主体信用等级：AA  
 评级展望：稳定  
 发行规模：不超过 15 亿元（含）  
 债券期限：不超过 5 年（含）  
 还本付息方式：按年付息、到期一次还本  
 评级时间：2017 年 6 月 28 日

## 主要财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017.3
资产总额（亿元）	36.34	92.91	113.85	118.82
所有者权益（亿元）	16.07	51.81	56.74	57.78
长期债务（亿元）	3.39	4.98	10.49	10.19
全部债务（亿元）	15.58	32.28	42.01	46.87
营业收入（亿元）	47.42	88.45	106.64	20.80
净利润（亿元）	2.51	3.48	5.10	1.05
EBITDA（亿元）	3.87	6.30	9.29	--
经营性净现金流（亿元）	-14.68	-5.10	-14.84	-12.57
营业利润率（%）	8.34	7.79	12.99	10.64
净资产收益率（%）	16.80	10.24	9.39	--
资产负债率（%）	55.78	44.23	50.16	51.37
全部债务资本化比率（%）	49.22	38.39	42.54	44.79
流动比率（倍）	1.75	2.15	2.04	2.06
EBITDA 全部债务比（倍）	0.25	0.20	0.22	--
EBITDA 利息倍数（倍）	15.86	5.51	5.14	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.26	0.42	0.62	--

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 2017 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化。

## 评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对甘肃刚泰控股（集团）股份有限公司（以下简称“公司”或“刚泰控股”）的评级反映了其作为以黄金及黄金饰品销售为核心业务，贵金属收藏品、彩宝、钻石类产品销售和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。近年来，公司不断收购下游电商平台及品牌，通过线上线下联动，拓展终端销售渠道，毛利较高的零售业务比例不断提高，收入及利润规模快速增长。同时，联合评级也关注到，近年来黄金价格波动，黄金饰品行业竞争较激烈；公司债务结构不合理、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。

未来，随着公司完成对奢侈品珠宝品牌 Buccellati 的收购，以及娱乐带动销售的宣传效果逐步增强，公司品牌知名度将进一步得到提升；同时，随着各子公司间协作能力的加强，公司产业布局将得到进一步升级和优化，抗风险能力及市场竞争能力均将有所增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

## 优势

1. 凭借资金优势及贵金属收藏品特许经营资质，近年来公司经营规模快速增长，产业链不断优化，业务板块间协同效应逐步展现，行业地位有所提升。

2. 公司黄金资源储备较为丰富，为公司长期稳定经营提供了良好基础。

3. 近年来，公司通过不断收购下游电商平台及品牌、通过线上线下联动，拓展终端销售

渠道，毛利较高的零售业务比例不断提高，收入及利润规模快速增长。

#### 关注

1. 近年来黄金价格波动，黄金饰品行业竞争激烈，易对公司经营稳定性及以黄金饰品为主的存货价值带来影响。

2. 近年来公司频繁并购导致商誉规模迅速扩大，可能存在减值风险；同时，并购业务之间的协同效应发挥尚需时日，面临一定管理和经营模式变动的风险。

3. 随着经营快速扩张，公司资金需求大，经营活动现金流呈持续净流出态势。

4. 公司债务规模快速增长，债务结构有待改善。

#### 分析师

王 越

电话：010-85172818

邮箱：wangyue@unitedratings.com.cn

任贵永

电话：010-85172818

邮箱：rengy@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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：

联合信用评级有限公司



## 一、主体概况

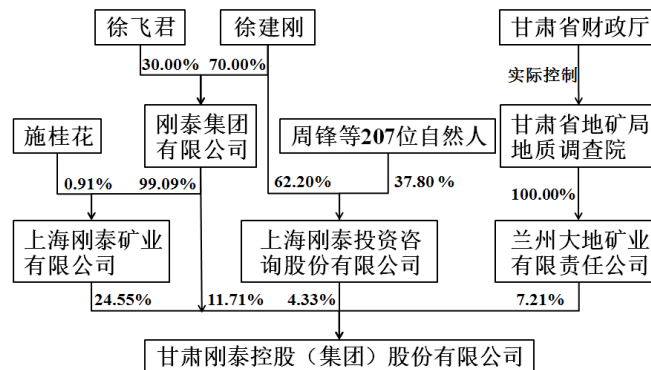
甘肃刚泰控股（集团）股份有限公司（以下简称“公司”或“刚泰控股”）前身为厦门国贸泰达股份有限公司，经厦门市经济体制改革委员会及厦门市财政局（厦体改（1992）009号）批准于1992年5月以发起方式设立的股份有限公司。

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、股权转让及更名，直至2008年3月，刚泰集团有限公司（以下简称“刚泰集团”）收购了原股东华盛达控股有限公司持有的17.94%的股份，正式成为公司控股股东。

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，公司向上海刚泰矿业有限公司（以下简称“刚泰矿业”）出售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2017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24.55%和11.71%的股份，为公司第一、二大股東，徐建刚通过持有刚泰集团70.00%的股份和刚泰投资62.20%的股份，间接控制公司40.59%的股份，为公司实际控制人。

图1 截至2017年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：实业投资、矿业投资、贵金属制品的设计和銷售，贵金属投资，货运代理，设备、自有房屋租賃，装卸、仓储（除危险品）服务，物流信息咨询，建筑材料、金属材料、矿产品、汽车（不含小轿车）、纸浆、纸及纸制品的銷售，技术开发、技术咨询、技术培训及技术转让，商品的包裝服务，经营进出口业务，建筑装潢工程承包（上述范围不含国家法律法规禁止、限制、许可经营的项目）。

截至2017年3月底，公司设有审计部、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2016年底，公司拥有子公司48家，员工总数1,412人。

截至2016年底，公司合并资产总额113.85亿元，负债合计57.11亿元，所有者权益（含少数股东权益）56.74亿元，其中归属于母公司所有者权益56.13亿元。2016年，公司实现营业总收入106.64

亿元，净利润（含少数股东权益）5.10 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.96 亿元；经营活动产生的现金流量净额-14.84 亿元，现金及现金等价物净增加额-17.81 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 118.82 亿元，负债合计 61.04 亿元，所有者权益（含少数股东权益）57.78 亿元，其中归属于母公司所有者权益 57.18 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 20.80 亿元，净利润（含少数股东损益）1.05 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.06 亿元；经营活动产生的现金流量净额-12.57 亿元，现金及现金等价物净增加额-6.59 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、本次债券概况及募集资金用途

### 1. 本次债券概况

本次债券名称为“甘肃刚泰控股（集团）股份有限公司 2017 年公司债券”，发行规模不超过 15 亿元（含 15 亿元）。本次债券期限为不超过 5 年（含 5 年），面向具备相应风险识别和承担能力且符合《公司债券发行与交易管理办法》规定的合格投资者公开发行。债券利率、具体品种、各品种的期限和发行规模将由公司和主承销商根据市场情况确定。本次债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本次债券无担保。

### 2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金扣除发行费用后，拟用于补充流动资金和偿还公司到期债务。

## 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，我国作为全球最大产金国，黄金储量丰富且相对集中；近十年来黄金消费需求增长带动产量不断提高。

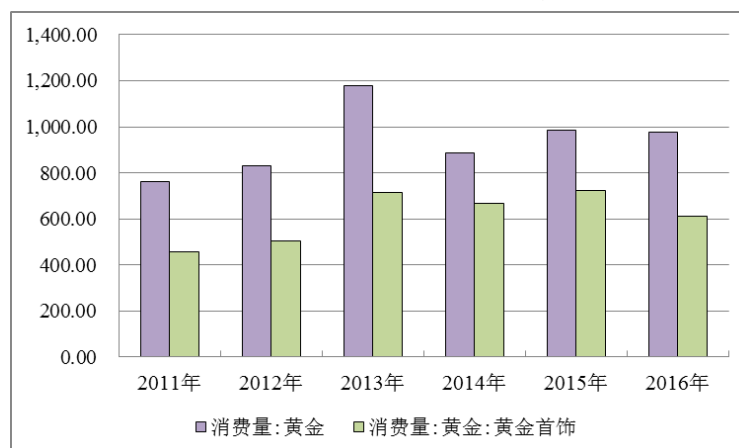
## 2. 黄金需求

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。

2011~2015 年，在全球经济持续低迷的环境下，黄金的投资避险、保值增值功能得以保持，全球黄金投资需求相对稳定。2016 年，全球黄金消费量达 4,315 吨，同比增长 1.51%，主要由于年内全球黄金投资热度增加，黄金 ETFs 及类似产品需求大幅增长。其中，受金价走高、印度行业罢工行动等因素影响，许多消费者对于金饰的购买持观望态度，全球金饰需求下降 15.00% 至 2,040.3 吨；同时，各国央行继续成为重要买家，共计购金 377.2 吨。

国内黄金需求方面，我国黄金需求以首饰用金为主，2011~2016 年，黄金饰品消费比重均在 60% 以上，2014~2015 年则达到了 70% 以上。从总需求来看，2011~2012 年需求较为平稳；2013 年，在金价不断下跌时，以“中国大妈”为代表的消费者投资欲望强烈，创下 1,176.40 吨的黄金消费历史高点；2014 年，我国黄金消费量有所回落，一方面是政府反腐措施在一定程度上导致黄金需求量出现萎缩，另一方面是金价下跌使国内投资者回归理性，观望情绪明显，黄金投资需求量大幅下降；2015 年，金价持续低迷导致黄金饰品消费明显增加，带动全国黄金消费量升至 985.90 吨，同比增长 11.26%。2016 年以来，我国黄金消费量降至 975.38 吨，同比小幅下降 1.07%，但随着金价不断上涨，黄金饰品消费占总消费比重明显下降，投资金消费明显增加。2017 年 1~3 月，黄金需求较为平稳，黄金饰品消费比重进一步下降。

图 2 2011~2016 年我国黄金消费情况（单位：吨）



资料来源：中国黄金协会

总体看，近年来，全球黄金总体需求量维持稳定，首饰用金仍为最大需求点。我国为全球最大黄金消费国，且以金饰消费为主；近年来，受金价波动影响，我国黄金消费量及消费结构有所变化。

## 3. 黄金供给

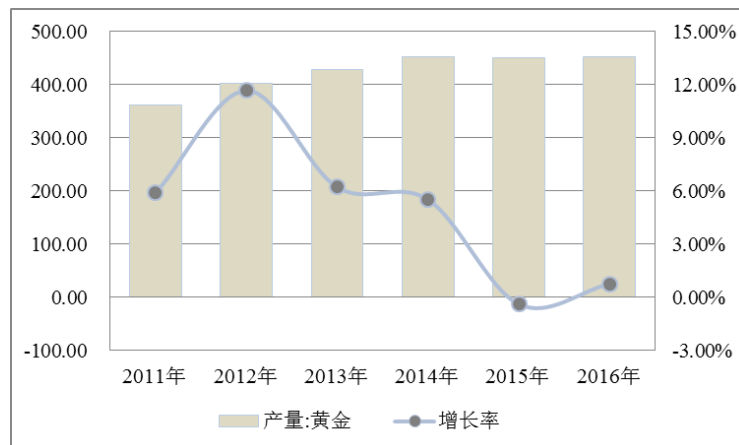
世界范围内，黄金的供给主要来自矿产金、再生金和各国央行抛售储备金，其中矿产金是比较

稳定的市场供给主体。2011~2016年，世界黄金供需关系总体较为平稳，但受国际经济形势低迷影响，各国央行出售黄金数量整体呈下降趋势，且大部分国家购入黄金以实现外部储备多元化，导致市场减少了一个重要的黄金来源，矿产金在黄金供应体系中的主体地位进一步凸显。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。

国内黄金供应方面，黄金供应来源主要有矿产金、进口金和回收金，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，2011~2014年，我国黄金价格保持高位导致我国黄金产量逐年增长，年均复合增长7.77%。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。

图3 2011~2016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。2011~2013年，我国香港进口金快速增长，年均复合增长约为86.93%。2013年，受我国黄金需求旺盛拉动，进口金数量达到1,495.12吨。2014~2016年，受国际黄金市场低迷影响，香港进口金数量有所下滑，2016年下滑至867.51吨。

总体看，近年来受国际经济低迷影响，各国央行加强黄金储备，导致矿产金在黄金供应体系中的主体地位进一步凸显，2015年受黄金价格低迷影响，国内外矿产金供给量均有所减少，2016年黄金价格回暖带动我国矿产金产量增长，但整体上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。国际金价在过去十年中呈现出整体上涨的趋势，2008年下半年国际金价出现近年最大幅度的调整，但在金融危机环境下，黄金的避险功能突出体现，黄金价格自2009年初起又继续保持单向上涨趋势。2013~2015年，受美国经济持续改善，各国央行推出量化宽松货币政策、发达经济体通胀低于预期等因素影响，黄金价格持续波动下降。中国黄金协



会统计数据则显示,2015年国际金价全年均价为234.76元/克,相比2013年4月金价下跌前的价格,跌幅接近40%。

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,黄金价格振荡上涨,截至2017年5月26日,上海金交所黄金现货 Au(T+D) 结算价已回升至278.6元/克。

图4 2008~2017年5月黄金价格情况(单位:元/克)



资料来源: Wind 资讯

总体看,2013年以来,黄金价格总体呈下跌趋势,削弱了黄金企业的盈利能力;2016年以来,黄金价格逐渐上涨。

## 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,2016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

2013年2月,国土资源部发布《关于金矿资源合理开发利用“三率”指标要求(试行)的公告》,

明确了黄金开采的回采率、选矿回收率、共伴生矿产资源综合利用率三个指标要求，要求现有生产矿山在指标要求发布之日后的两年内必须达到指标规定，各级国土资源主管部门将此指标要求纳入开发利用年检系统，并以此作为矿山企业年检的重要依据之一，督促矿业公司和设计单位应用先进工艺和技术，为有效开发利用资源和保护生态环境提供了保障。

2015年3月，中国人民银行和国家海关总署联合颁布《黄金及黄金制品进出口管理办法》从4月1日起实施，该办法为中国首个规范黄金制品进出口行为的法律性文件。根据办法，中国人民银行对黄金及黄金制品进出口实行准许证制度，中国人民银行可根据国家宏观经济调控需求，对黄金及黄金制品进出口数量进行限制性审批，进一步明确黄金进出口的企业资质，有助于降低国内企业的用金成本。新政让黄金进出口市场扩容，有利于完善国内黄金市场参与主体，拓宽国内黄金及黄金制品来源，增加黄金的供给，有利于国内具有黄金资质的企业积极参与到国际黄金市场中去，利用全球黄金市场规避金价波动风险。

2015年3月，国家发展改革委员会、商务部发布《外商投资产业指导目录（2015年修订）》，将贵金属（金、银、铂族）勘查、开采列为限制外商投资的产业。

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。

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，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、基础素质分析

### 1. 规模与竞争力

2014年以来，公司通过股权收购方式不断推进零售渠道建设及下沉，目前已经形成以黄金及黄金饰品销售为核心业务，贵金属收藏品、彩宝、钻石类产品销售和影视娱乐制作及营销为辅的经营格局。近年来公司不断扩大业务规模，拓宽业务范围，收入规模快速增长；2016年，公司实现营业收入106.64亿元，近三年年均复合增长49.96%。

黄金及黄金饰品销售方面，公司通过与下游加工企业合作的方式，已初步形成了集探矿、采矿、选矿冶矿及黄金珠宝设计、生产、批发、零售为一体的完整产业链。凭借上市公司的平台优势、宽松的信用政策和线上线下联动的销售渠道，公司黄金及黄金饰品销售板块经营规模快速扩张，零售比例不断提高。在矿山资源方面，截至2016年底，公司合并口径拥有探矿权22项，采矿权1项，有效期至2027年1月12日。截止2016年底，公司现保有总金矿石量5,062.13万吨，保有总金金属量89.69吨，其中：工业矿体矿石量1,596.08万吨，金金属量52.178吨，平均品位3.27克/吨；低品位总矿石量3,466.05万吨，金金属量37.51吨，平均品位1.08克/吨。另外，根据《财政部国家税务总局关于黄金税收政策问题的通知》（财税〔2002〕142号）规定，公司生产的黄金产品免征增值税。

2015年，公司完成对国鼎黄金有限公司（以下简称“国鼎黄金”）的收购，新增贵金属收藏品销售业务。国鼎黄金为上海黄金交易所综合类会员、中国金币特许零售商、中国熊猫普制金币授权经销商、中国黄金协会常务理事单位、上海造币有限公司特许经销商，销售渠道包括银行渠道、经销商、旗下零售专卖店及电商等。国鼎黄金贵金属产品销售规模较大，其中金银纪念币销量和

投资金条约占全国销售总量的 15% 和 5% 左右，具有较强的市场竞争力。

2016 年，公司完成对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”）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；拥有线下自营店与加盟店合计 150 家，主要分布于北京、上海、广东、深圳等地。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。影视娱乐制作及营销业务经营主体为瑞格传播及上海刚泰影视传媒有限公司（以下简称“刚泰影视”），近年来公司凭借掌握的影视资源，通过参股影视剧、动漫、网络剧和栏目制作的方式，实现品牌植入，推动公司品牌建设和推广，为公司黄金珠宝的互联网等多渠道销售提供营销宣传，提升品牌形象。

目前，公司对意大利知名奢侈品品牌 Buccellati（布契拉提）的收购正处于交割手续办理中，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，品牌知名度进一步得到提高。

总体看，公司拥有矿山资源，已初步形成了集探矿、采矿、选矿冶矿及黄金珠宝设计、生产、批发、零售为一体的完整产业链。近年来公司业务范围不断拓宽，旗下品牌体系进一步完善；同时，公司以互联网为载体，利用文娱传播优势不断延伸销售渠道，经营规模持续扩张，业务板块间的协同效应初步展现。

## 2. 人员素质

公司现有董事兼高级管理人员 11 名，包括董事长 1 人，副董事长 1 人，董事兼总经理 1 人，董事 1 人，独立董事 3 人，副总经理 3 人，董事会秘书 1 人。

董事长徐建刚先生，1968 年生，研究生学历，1997 年出资成立刚泰集团，现担任刚泰集团法定代表人、董事长，同时兼任上海市企业联合会副会长、上海市企业家协会副会长、上海市工商联常委、上海市工商联房地产商会副会长、上海市浙江商会执行副会长、上海台州商会常务副会长、上海市青年联合会常委、上海市浦东新区政协常委和上海市浦东新区工商联副主席。

总经理赵瑞俊先生，1972 年生，研究生学历，2002 年加入刚泰集团，曾任刚泰集团人力资源副总监、总监；上海刚泰置业有限公司副总经理，上海刚泰文化集团有限公司总经理，现任刚泰集团董事、上海刚泰文化投资有限公司执行董事。

截至 2016 年底，公司合并范围内拥有在职员工 1,412 人；按教育程度划分，其中硕士占 27.6%，大学本科占 20.47%，大专学历占 32.86%，高中及以下占 43.91%；按职能划分，其中生产人员占 20.96%，技术人员占 6.52%，销售人员占 35.62%，财务人员占 6.09%，行政人员占 17.99%，管理人员占 12.82%。

总体看，公司高层管理人员综合素质较高、管理经验丰富，员工素质能够满足日常经营需要，职能构成符合企业经营特点。



## 五、管理分析

### 1. 公司治理

公司按照《公司法》、《证券法》等有关法律、法规的要求和《公司章程》的有关规定，开展公司治理工作，不断完善公司法人治理结构和公司各项内部管理制度，加强信息披露，改进投资者关系管理，规范公司运作。

公司设股东大会，股东大会是公司的权力机构。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由 7 名董事组成，其中独立董事 3 名；董事由股东大会选举或更换，每届任期为三年，任期届满，可连选连任，但独立董事连任时间不得超过六年。董事会设董事长 1 人，副董事长 1 人，均由董事会全体董事过半数选举产生。

公司监事会由 3 名监事组成，包括监事会主席 1 人，由全体监事过半数选举产生，职工代表 1 人，由公司职工通过职工代表大会选举产生。每届监事任期为三年，任期届满，可连选连任。

公司设总经理 1 名，副总经理 3 名，由董事会聘任或解聘。总经理每届任期 3 年，连聘可以连任，对董事会负责，负责公司日常经营管理工作。

总体看，公司法人治理结构符合《上市公司治理准则》的要求，治理结构完善，运行情况良好。

### 2. 管理体制

目前，公司设置审计部、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，各部门整体形成了定位清晰，权责明确，协同有序的运营管理体系。公司设立了较完善的内部控制制度，包括财务管理和会计内控制度、对外投资、资产处置与资金借贷的审查与决策程序、证券投资管理制度、贵金属套期保值业务管理制度等制度。

财务管理方面，公司制定了《财务管理和会计内控制度》，用于规范公司的会计核算，真实、完整地提供会计信息，维护投资者和债权人的合法权益。公司设置独立的财务机构，实现“统一领导、分级管理、单独核算、损益集中”的管理体制，对子公司的财务管理实行统一编报、汇总财务计划和财务报告的方式。制度明确了财务管理上实行机构、人员、制度、资金和核算等五大方面的统一管理。

投融资管理方面，公司制定了《对外投资、资产处置与资金借贷的审查与决策程序》，指定投资贸易部为投资建议的受理部门。投资贸易部对收到的投资建议作初步审查和整理后，及时向公司管理层汇报。公司管理层认为投资标的与公司战略符合且有价值时，由投资管理部门组织进行投资研究与分析，形成调研报告后，按照公司投资流程由相关部门逐一作出审核意见，经总经理办公会审议，按标的价值和审批权限上报董事会或股东会审批。

证券投资管理方面，公司制定了《证券投资管理制度》，制度明确了公司证券投资包括股权投资、上市证券投资等类型。从事证券投资不得冲击公司主营业务，不得动用募集资金、银行信贷资金和各项借款，更不得进行任何形式的个人集资等不符合国家法律法规和中国证监会、证券交易所规定的资金用于直接或间接的证券投资。公司总经理决定单笔不超过 2,000 万的对外投资；董事会决定单笔不超过 5,000 万的对外投资；5,000 万以上的对外投资需提交股东大会审议通过。公司投资管理部门为证券日常工作管理部门，归口管理各分、子公司的证券投资活动。各分子公司在开展证券市场投资业务之前，需提交投资方案，报公司投资管理部门初审。公司的证券投资只能在以公司名义开设的资金账户和证券账户上进行，公司开户、转户、销户时需由董事长批准。



抵押和担保管理方面，公司审慎对待和严格控制对外担保产生的债务风险。公司抵押范围仅限于合并报表单位，保证担保范围仅限于公司控股子公司。公司对外担保严格按照相关法律法规及公司章程进行，认真履行对外担保情况的信息披露义务。公司对外担保必须要求对方提供反担保，且反担保的提供方应当具有实际承担能力。

对子公司管理方面，公司实行管理控制，包括建立公司对控股子公司控制的组织架构；依据公司战略规划，协调控股子公司的经营策略和风险管理策略；制定控股子公司重大事项报告制度；要求控股子公司定期向公司提供财务报告和管理报告；及时向公司报送其内部决策机构相关决议等重要文件。同时，公司建立与各分、子公司重大内部信息传递机制，以及分、子公司重大事项报告制度，增强管理透明度降低经营风险。

风险管理方面，公司制定了《贵金属套期保值业务管理制度》，用于规范公司贵金属套期保值业务（以下简称“套保业务”）的经营行为和业务流程，防范交易风险，确保金融资产和套期保值资金的安全。制度明确了公司套保业务只能以规避生产经营中的商品价格风险为目的，不得进行投机和套利交易。公司根据每一年度贵金属生产经营计划，制定出年度套期保值策略，包括交易品种、交易方式、保值总量、最高持仓规模、资金规模、风险分析及控制措施等，报董事会或股东大会审议批准后方可实施。套保业务实行每日内部报告制度，黄金公司根据当日交易记录，制作《贵金属套期保值业务日报表》。

生产安全方面，公司和大冶矿业制定了《甘肃大冶地质矿业有限责任大桥金矿规章制度（试行）》。大桥金矿设安全生产委员会，主要职责是规划、决策、协调大桥金矿安全生产重大问题。制度包括了对易燃、易爆物品、锅炉压力容器、通风防尘、工业防火、环境保护和矽肺病防治、尾矿库等安全管理办法，明确了总经理是安全生产第一负责人。凡从事现场作业的人员，新入大桥金矿员工或外单位到大桥金矿实习以及其他人员均须经过大桥金矿、部室、班组三级安全教育。大桥金矿每月组织一次安全大检查，各生产单位每周组织一次安全检查。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

近年来，公司不断通过股权收购拓展业务范围，并经过一系列整合与调整，初步形成了以黄金及黄金饰品销售为核心业务，贵金属收藏品、彩宝、钻石类产品销售和影视娱乐制作及营销为辅的经营格局。2014~2016年，随着产业链不断延伸，经营规模迅速扩大，公司主营业务收入分别为47.39亿元、88.43亿元和106.28亿元，年均复合增长49.75%；近三年，主营业务收入占总营业收入的99.95%、99.97%和99.67%，主营业务突出。同时，得益于公司主营业务收入增加，近三年，公司净利润逐年快速增长，分别为2.51亿元、3.48亿元和5.10亿元，年均复合增长42.48%。

从主营收入构成看，2014~2016年，公司黄金及黄金饰品销售业务作为主要收入来源，分别实现营业收入分别为45.14亿元、75.80亿元和86.18亿元，收入增长较快，主要系公司通过制定优惠、适度宽松的销售结算政策，迅速抢占市场所致；近三年，该业务在主营业务收入中的占比逐年下降，分别为95.25%、85.73%和81.09%，主要系公司业务范围扩大，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，新增贵金属收藏品销售业务，2015~2016年该业务分别实现营业收入12.62亿元和10.53亿元，占主营业务收入比重分别为14.27%和9.91%；其中，2016年收入及占比下降主要系下游消费结构变化导致原有产品需求不足所致。2016年，公司完成收购优娜珠宝、

珂兰商贸及瑞格传播，新增彩宝、钻石类销售和影视娱乐制作及营销等业务，并于年内分别实现收入 7.49 亿元和 2.09 亿元，分别占主营业务收入的 7.04% 和 1.96%，成为公司成为收入的有益补充。2014 年，公司贸易收入 2.25 亿元，主要为电解铜贸易业务，2015 年以来，公司已不再开展此业务。

表 1 2014~2017 年 3 月公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年			2017 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
黄金及黄金饰品销售	45.14	95.25	8.86	75.80	85.73	7.15	86.18	81.09	11.53	17.98	87.01	8.52
贵金属收藏品销售	--	--	--	12.62	14.27	11.82	10.53	9.91	9.80	1.28	6.18	23.48
彩宝、钻石类销售	--	--	--	--	--	--	7.49	7.04	26.54	1.40	6.76	23.34
影视娱乐制作及营销	--	--	--	--	--	--	2.09	1.96	53.26	0.01	0.05	77.66
贸易	2.25	4.75	0.34	--	--	--	--	--	--	--	--	--
<b>合计</b>	<b>47.39</b>	<b>100.00</b>	<b>8.45</b>	<b>88.43</b>	<b>100.00</b>	<b>7.82</b>	<b>106.28</b>	<b>100.00</b>	<b>13.24</b>	<b>20.67</b>	<b>100.00</b>	<b>10.48</b>

资料来源：公司年报

从毛利率水平看，2014~2016 年，公司黄金及黄金饰品销售业务毛利率呈波动上升趋势，分别为 8.86%、7.15% 和 11.53%，2015 年下降主要系毛利率较低的素金类产品销售占比提高所致；2016 年，随着公司线上线下销售渠道不断扩张，毛利率较高的零售业务比例有所提高，毛利率随之提升。2015~2016 年，公司贵金属收藏品销售业务毛利率有所下降，分别为 11.82% 和 9.80%，主要系下游消费结构变化导致原有产品需求不足所致。2016 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 26.54% 和 53.26%，毛利率水平较高，为公司利润来源的重要补充。2014 年，贸易板块毛利率分别为 0.34%，毛利率水平很低。综合上述因素，近三年公司主营业务毛利率呈波动上升趋势，分别为 8.45%、7.82% 和 13.24%。

2017 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 20.67 亿元，主营业务毛利率 10.48%，较上年下降 2.76 个百分点；其中黄金及黄金饰品销售毛利率 8.52%，较上年下降 3.01%，主要系金价波动所致；贵金属收藏品销售业务毛利率为 23.48%，较上年上升 13.68 个百分点，主要系期内公司调整产品结构，增加毛利率较高的收藏摆件产品销售所致。

总体看，近三年，公司不断拓展业务范围，收入规模快速增长；2016 年，受益于新增的彩宝、钻石类销售和影视娱乐制作及营销业务，公司收入规模及毛利率水平明显提升，随着公司战略格局的逐步完善，公司经营状况将保持良好。

## 2. 黄金及黄金饰品销售

2013 年，经过重大资产重组，凭借上市公司的融资优势，公司加大刚泰黄金珠宝上下游产业链延伸，致力于由黄金开采加工向黄金珠宝设计、加工、批发、零售等转变，成为全流程、一体化的黄金珠宝生产销售企业。目前，公司黄金业务已初步形成集探矿、采矿、选矿冶炼及黄金珠宝设计、生产、批发、零售为一体的完整产业链。

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。2014~2016 年，公司黄金饰品销售收入逐年增长，分别实现收入 43.98 亿元、75.31 亿元和 84.27 亿元，主要系公司通过制定优惠、适度宽松的销售结算政策，迅速抢占市场所致；近三年毛利率分别为 8.49%、7.48% 和 10.58%，2015 年下降主要系公司调整素金类产品和镶嵌类产品销售比重所致，2016 年上升主要系扩大毛利率较高的零售业务所致。

2014~2016年，受金价波动影响，公司调整开采规模，黄金开采收入及毛利率均呈波动增长趋势。

表2 2014~2017年3月公司黄金及黄金饰品销售板块收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2014年			2015年			2016年			2017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
黄金饰品销售	43.98	97.42	8.49	75.31	99.35	7.48	84.27	97.78	10.60	17.48	97.18	7.01
黄金开采	1.16	2.58	22.74	0.50	0.65	-41.81	1.91	2.22	53.66	0.51	2.82	60.64
合计	45.14	100.00	8.86	75.80	100.00	7.15	86.18	100.00	11.53	17.98	100.00	8.52

资料来源：公司提供

### （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饰品加工的质量，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。2014年以来，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。

### 原材料及产成品采购

公司黄金饰品销售业务成本构成主要为原材料黄金标准金 AU9999 的采购。按国家相关政策，公司通过综合类会员远程交易系统向金交所直接下单交易，并通过会员单位进行实物交割和资金清算。受托会员单位根据采购量向公司收取代理手续费，通常为 0.03%。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。2015年4月，公司通过收购国鼎黄金，拥有了上海黄金交易所综合类会员的资质，为后期黄金原材料采购提供便利。

2014~2016年，随着销售规模扩张，公司标准金采购量逐年增长，采购量分别为 15,763.55kg、30,065.32kg 和 32,267.97kg；采购均价随金价呈现波动趋势，近三年分别为 22.94 万元/kg、20.23 万元/kg 和 23.08 万元/kg，采购金额分别为 36.17 亿元、60.83 亿元 74.47 亿元。

表3 2014~2017年3月公司标准金采购情况

项目	2014年	2015年	2016年	2017年1~3月
采购量（千克）	15,763.55	30,065.32	32,267.97	10,185.54
采购金额（亿元）	36.17	60.83	74.47	23.56
采购均价（万元/kg）	22.94	20.23	23.08	23.13

资料来源：公司提供

标准金采购均为现款现货，对资金需求大。为缓解业务扩张中采购环节的资金压力，公司还通过与商业银行开展黄金租赁业务用于黄金生产周转。黄金租赁是指商业银行以租赁的方式按一定期限向同业或企业出租实物黄金，到期后收回等量实物黄金，并以合同约定方式收取租赁费的业务模式，目前国内商业银行对于黄金租赁业务的租赁费用一般较同期贷款利率低，降低采购环节资金成

本的同时，为公司开展业务提供一定便利（公司黄金租赁计入“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债”科目）。公司黄金租赁周期一般为半年或一年。2014~2016年，公司黄金租赁量分别为3,042kg、6,388kg和6,256kg。2017年1~3月，公司累计黄金租赁量为1,885kg。截至2017年3月底，公司黄金租赁量余额为5,470kg。

总体看，公司黄金采购渠道稳定且采购模式规范；随着规模的扩大，公司标准金采购量逐年增长，采购价随金价有所波动；公司标准金采购为现款现货，对资金需求大。

### 生产加工

公司目前黄金产品的加工均委托专业加工商完成，基本采用按订单生产模式。公司根据客户需求，将采购的原材料交付给各外包加工商，加工商按订单要求的数量、款式、时间等细节进行加工生产。公司委托加工产品以素金类产品为主，加工费率较低，加工成本在业务成本中占比不高。

为保障销售产品质量，公司已建立起一套较完善的供应商开发和管理体制，从信誉情况、交货时间、财务评估、质量评估、生产评估、合作单位（含品牌）六个维度进行考量，并赋予每个维度的分值。供应商准入时，风控管理部会同业务部门联合对供应商进行评价，评价结果报管理层审批。面对生产环节面临的走水、掺假及质量风险，公司联合客户参与货品质量检查与交接。经过长期合作与评价，公司已与深圳市金麒麟黄金珠宝首饰有限公司、海丰县金桔莱黄金珠宝首饰有限公司、浙江泉盛汇工贸有限公司、深圳盛大首饰有限公司、深圳市金宝盈珠宝首饰有限公司等单位建立了稳定的合作关系，委托加工产品质量较为稳定，其中，海丰县金桔莱黄金珠宝首饰有限公司加工量占公司委托加工总量的80%以上。

2014~2017年3月，公司委外生产支出占同期营业成本比例均不超过1%，主要系黄金珠宝的加工费用远低于其自身的市场价格，委托加工支出只随委托加工量的增加而扩大。公司与加工商结算一般采取应付款方式，账期一般为1~3个月。

总体看，公司采用委托加工方式，以销定产，加工费用占同期营业成本比例很低，公司已与加工商建立了稳定的合作关系。

### 产品销售

2014~2016年，公司黄金饰品销售规模不断扩大，分别实现收入43.98亿元、75.31亿元和84.27亿元，年均复合增长38.42%。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的迅速扩大，近三年分别为43.28亿元、71.50亿元和78.99亿元。另外，公司会根据市场潮流，委托加工镶嵌类产品出售，近三年分别实现收入0.70亿元、3.81亿元和5.28亿元。

公司黄金饰品销售业务销售模式以批发为主，但近年来公司为提高盈利能力，通过扩容销售渠道不断向下游零售端沉淀，2016年，公司零售业务收入13.77亿元，占整个黄金饰品销售业务的16.34%，较上年提升12.79个百分点，随着零售比例的不提高，公司黄金饰品销售盈利能力有明显的提升。

表4 2014~2017年3月公司黄金饰品销售构成情况（单位：亿元、%）

项目	2014年			2015年			2016年			2017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
批发业务	43.98	100.00	8.49	72.64	96.45	6.78	70.50	83.66	9.24	15.10	86.41	3.85
零售业务	--	--	--	2.67	3.55	26.35	13.77	16.34	17.56	2.37	13.59	27.13
合计	43.98	100.00	8.49	75.31	100.00	7.48	84.27	100.00	10.60	17.48	100.00	7.01

资料来源：公司提供



批发方面，批发产品的销售价格由双方根据黄金市场价格、产品类型、账期等综合因素确定，销售价格变化主要取决于黄金市场波动。公司在采购标准金前以当时黄金市场价格确定，公司保持一定的利润率的方式与下游客户确定价格。原料金加工到最终实现销售过程中面临黄金价格波动风险主要采取两种方式规避：1. 在与客户签订订单时锁定结算价格，将交付前产品价格波动风险转移给客户；2. 公司利用上海黄金交易所黄金 T+D 或黄金期货工具对冲黄金价格波动风险，对部分黄金产品进行套期保值，有效化解经营风险，平抑公司经营业绩的波动。公司配备了专业的套期保值团队，并制定了《贵金属套期保值业务管理制度》，对该项业务进行严格管理，使公司的生产经营业务保持正常运行。在下游客户选择上，公司建立了严格的客户准入流程，从下游客户股东背景结构、经营者素质、组织机构、注册情况、历史沿革、市场占有率、经营业绩、市场发展前景等八个维度进行评价，并根据客户的实力、规模及回款情况，制定授信规模。对于新准入客户，公司业务部、财务部与风控管理部根据客户综合信用水平，划分为 A 类（战略客户）、B 类（优质客户）、C 类（普通客户）、D 类（谨慎客户）四个信用等级，并规定不同的授信额度和赊销期限，在日常经营中严格区分授信内及授信外发货。此外，公司定期进行客户走访，结合客户款项回收情况，密切监控客户的信用状态。

零售方面，由于黄金饰品与钻石、彩宝同为珠宝类奢侈品，二者在商品属性、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，销量取得明显增长。一方面扩容线上平台，2016 年，珂兰商贸与京东商城签订《京东“JD.COM”开放平台店铺战略合作协议》，合作运营“京东商城珂兰收藏投资频道”项目，进一步增强珂兰品牌在珠宝电商行业的影响力；同年，优娜珠宝旗下品牌米莱彩宝入驻了天猫、京东、唯品会等国内电商平台，同时还开展了跨境电商业务，入驻亚马逊、FACEBOOK 等国外平台。另一方面，在发展线上销售的基础上，公司加强线上往线下引流功能，以加盟店形式扩张线下网点布局，2016 年，公司新增各类线下门店 144 家至 170 家。同时，公司收购瑞格传播，以其为品牌建设和宣传平台，借助瑞格传播在影视剧、动漫、网络剧和栏目的品牌植入、联合推广等业务优势助力公司品牌建设和推广，为公司黄金珠宝的互联网等多渠道销售提供营销宣传，提高品牌知名度和扩大市场。

下游客户方面，公司与深圳市粤豪珠宝有限公司、浙江金牛文化产业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。2014 年以来主要客户变化不大，销售稳定性较好。2016 年，公司黄金饰品销售前五大客户合计销售金额为 20.54 亿元，占黄金饰品销售业务总收入的 24.37%，客户集中一般。

表 5 2016 年公司黄金饰品销售业务客户集中度情况（单位：亿元、%）

客户名称	销售额	销售占比
客户 1	9.35	11.09
客户 2	3.81	4.53
客户 3	2.52	2.99
客户 4	2.46	2.92
客户 5	2.40	2.85
合计	20.54	24.37

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，账期不超过 6 个月。近年来，公司较为宽松的信用政策大大促进了公司销售量的增长。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。

总体看，近年来公司对下游客户货款结算上采用较为宽松的信用政策，促进黄金饰品销售业务规模快速增长。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

公司黄金开采业务以子公司大冶矿业为经营主体，截至2016年底，公司合并口径拥有22项探矿权、1项采矿权。公司目前获得的采矿权为子公司大冶矿业的大桥金矿，该金矿已于2011年9月6日取得甘肃省国土资源厅颁发的证号为C6200002009114210045167号的《采矿许可证》。开采矿种为金矿、银矿，开采方式为地下开采，生产规模为49.5万吨/年，矿区面积为1.3平方公里，有效期至2027年1月12日。

黄金的生产主要包括采矿、选矿、冶炼等环节。公司冶炼金的生产采取外包形式，通过对黄金矿产开采企业进行市场调研，对开采能力、安全资质、开采队伍建设方面进行对比，选取了浙江矾都矿业有限公司（以下简称“矾都公司”）为大冶矿业提供黄金矿产开采外包工程服务。对于采矿贫化率和采矿损失率指标，矾都公司均需达到设计要求；对不符合上述质量要求的，矾都公司承担全部责任和损失。自出矿之日起，双方每天统计出矿数量并抽样化验，根据双方确认的扣除水分、杂质后的矿石净吨数，每月25日计算当月的累计矿量，作为结算的依据，经大冶公司按照内部审核流程审批同意后，支付采矿生产款项。公司按94.1元/吨支付其承包费用，另留5%的质量保证金，期限一年。

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，近三年成品金产量分别为458.33kg、216.61kg和704.95kg。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实时交易价格为准。因此，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6 2014~2016年公司黄金开采与销售情况

项目	2014年	2015年	2016年
入选品味（克/吨）	2.02	1.93	2.86
成品金产量（kg）	458.33	216.61	704.95
标准金销量（kg）	458.33	216.61	704.95
产销率（%）	100.00	100.00	100.00
销售均价（元/克）	253.68	228.89	271.37

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，随着2016年金价上涨，公司黄金产量有所增加；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. 贵金属收藏品销售

公司贵金属收藏品销售板块运营主体为国鼎黄金。2015年4月，公司完成国鼎黄金100%股权收购，交易对价3亿元。国鼎黄金主要从事批发零售贵金属投资品和收藏品，主营产品包括投资金条、金银纪念币、金银收藏品、黄金饰品等，是上海黄金交易所综合类会员、中国金币特许零售商、中国熊猫普制金币授权经销商、中国黄金协会常务理事单位、上海造币有限公司特许经销

商。

采购方面，国鼎黄金采购分为金银纪念币采购和其他品类采购。其中，金银纪念币是由中国人民银行发行，中国金币总公司总经销的半计划性商品，其采购模式主要是中国金币总公司按照综合考核业绩进行分配，下发分配订单，国鼎黄金按照订单的数量及价格进行确认，再支付货款后收货从而完成采购。其他品类则按照销售需求主动进行不定期分批采购。上游供应商主要包括中国金币总公司、上海金币投资有限公司、中国黄金集团珠宝有限公司、中钞国鼎投资有限公司、上海造币有限公司等。

销售方面，贵金属收藏品业务销售渠道主要包括银行渠道、经销商、旗下零售专卖店及电商等。银行及经销商均为批发渠道，其中银行主要以代销方式销售，结算方式为先货后款，合作的商业银行主要为中国农业银行、中国邮政储蓄银行、交通银行浙江分行、南京银行、杭州银行、平安银行等，销售区域已基本覆盖全国各主要省份。经销商渠道为买断式销售，结算方式主要为先款后货，但对优质经销商会有一定的信用额度及结算账期。专卖店渠道主要通过浙江省内自营的 6 家零售专卖店负责运营。国鼎黄金贵金属产品销售规模较大，其中金银纪念币销量和投资金条约占全国销售总量的 15% 和 5% 左右，具有一定的市场地位。

由于下游消费结构变化导致原有产品需求不足，贵金属收藏业务收入及毛利率均有所下降，2016 年公司贵金属收藏品业务实现收入 10.53 亿元，同比下降 16.58%；毛利率 9.80%，较上年下降 2.02 个百分点。2017 年一季度，公司即使调整产品结构，提高毛利率较高的收藏摆件产品销售比例，毛利率升至 23.48%。

总体看，2015 年以来随着国鼎黄金收购完成，贵金属收藏业务成为公司的收入及利润补充；2016 年受下游消费结构变化影响，该板块收入和毛利率均有所下降；未来公司将借助国鼎黄金特许经营商等业务资质和特许经营权，进一步拓展销售渠道，丰富产品类型，调整产品结构，提高该业务盈利水平。

#### 4. 彩宝、钻石类销售

2016 年，公司完成对珂兰商贸及优娜珠宝的收购，新增毛利率相对较高的公司彩宝、钻石类销售业务，并于年内实现收入 7.49 亿元，成为公司利润的重要补充。

公司钻石产品销售主要以珂兰商贸为经营主体，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。原材料方面，珂兰商贸的钻石全部从上海钻石交易所采购，价格参考市价，钻托则由公司自行设计加工完成。目前，珂兰商贸拥有自营店及加盟店合计 150 家，主要分布于北京、上海、广东、深圳等地。2016 年，子公司珂兰商贸实现销售收入 16.98 亿元，其中钻石类产品约 5 亿元，其余为黄金类饰品，公司下游渠道整合已初见成效。

公司彩宝产品销售主要以优娜珠宝为经营主体，优娜珠宝位于广东番禺，该地区是镶嵌类珠宝首饰聚集地，相关产业发达，其线下店也主要分布在广东境内。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。公司彩宝业务上游原材料主要为切割后的宝石，从国外采购，设计、加工等工序均由优娜珠宝团队完成。2016 年，借助公司销售渠道，彩宝产品实现收入 2.44 亿元。

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，产品毛利率相对较高，该板块已经成为公司利润的重要补充。

## 5. 影视娱乐制作及营销

公司影视娱乐制作及营销板块主要由子公司刚泰影视和瑞格传播进行经营。

2016年，公司出于其“娱乐营销”的战略布局考虑，完成对瑞格传播的收购。瑞格传播是国内领先的娱乐营销、内容投资及制作公司，主要从事品牌植入、联合推广、授权和衍生品开发及顾问咨询等多项业务。2016年内，瑞格传播借助自身渠道，获取海外优质影片资源，与国内广告需求方对接，已经操作过森马与《钢铁侠2》、TCL与《钢铁侠3》、TCL与《X战警：逆转未来》、周黑鸭及汇源与《变形金刚4》、VIVO与《火星救援》、VIVO与《小黄人》、VIVO与《美国队长3》、合生元与《愤怒的小鸟》、蒙牛与《独立日2》等国内外影视剧的品牌广告植入、联合推广、定制TVC及产品授权等合作案例。另外，瑞格传播还参与投资网剧制作，通过卖给视频网站等需求方的方式获得利润分红。刚泰影视则主要从事电影、电视剧的投资业务。投资项目选取方面，公司一方面考虑该投资的收益前景，另一方面考虑项目能否和公司现有产品品牌有机融合，从而起到提升品牌知名度的效果。2016年6月，刚泰影视与国投瑞银资本管理有限公司（以下简称“国投瑞银”）共同发起设立总规模为4亿元人民币的文化影视产业基金，借助旗下瑞格娱乐和刚泰影视的娱乐营销资源，通过品牌植入、明星代言等娱乐营销方式，促进黄金珠宝产品销售，增强品牌知名度和提升产品附加值。

总体看，公司影视娱乐制作及营销板块主要从事娱乐影视项目的投资，通过品牌植入、明星代言等娱乐营销方式，促进公司黄金珠宝产品品牌建设，增强品牌知名度。

## 6. 经营效率

由于近三年公司发展较快，各项指标变动较大。2014~2016年，公司应收账款周转次数分别为14.06次、14.19次和10.60次，2016年下降主要系年内公司减少与下游客户的票据结算，而是予以一定的信用账期，导致应收账款规模增幅较大所致；2014~2016年公司存货周转次数呈逐年下降趋势，分别为9.83次、7.67次和3.31次，主要系公司为出于战略考量备货所致；2014~2016年，公司总资产周转次数分别为1.67次、1.37次和1.03次，主要系近年来公司通过定向增发等方式收购资产，导致资产增速大于收入增速所致。

与同行业其他上市公司对比，公司应收账款周转率、总资产周转率均处于行业较低水平，存货周转率高于行业平均水平。

表7 2016年黄金销售行业上市公司经营效率指标情况（单位：次）

项目	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
老凤祥	75.70	5.17	2.72
东方金钰	22.48	0.92	0.70
潮宏基	17.19	1.01	0.60
金一文化	4.47	3.45	1.18
上述企业平均值	29.96	2.64	1.30
刚泰控股	11.16	3.32	1.03

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

总体看，目前公司发展较快，经营效率逐年降低，目前，整体经营效率一般。

## 7. 重大事项

### (1) 非公开发行股票收购资产

经中国证监会《关于核准甘肃刚泰控股（集团）股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可〔2015〕2984号）核准，公司通过向包括刚泰集团、深圳市腾讯计算机系统有限公司、上海珂澜投资管理中心（有限合伙）等9名特定投资者发行不超过41,017.59万股A股股票，发行价格7.96元/股，募集资金净额32.49亿元，具体募集资金用途如下表所示。非公开发行募集资金净额将用于收购珂兰商贸、瑞格传播、O2O营销渠道和信息管理中心建设项目等。非公开发行完成后，刚泰矿业仍为公司控股股东，徐建刚先生仍为公司实际控制人。

表8 截至2016年底此次非公开发行募集资金用途（单位：亿元）

项目	计划总投资	已投入资金
收购上海珂兰商贸有限公司100%股权	6.60	6.60
收购北京瑞格嘉尚文化传播有限公司100%股权	4.40	3.96
O2O营销渠道和信息管理中心建设项目	4.53	4.56
补充流动资金	16.96	17.01
<b>合计</b>	<b>32.49</b>	<b>32.12</b>

资料来源：公司公告

### (2) 拟非公开发行股份收购资产

2016年12月23日，公司召开公司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。本次交易不构成重大资产重组。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。目前，有关本次收购所需完成的相关政府审批、登记、备案手续已全部完成，本次收购正处于交割手续办理中。

总体看，非公开发行有助于产业链进一步延伸至线上零售及线下体验，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。

## 8. 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。同时，通过对 BHI 公司的收购获得奢侈品品牌 Buccellati。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。

### 9. 未来发展

#### (1) 紧跟下游需求，构建“轻奢珠宝”、“快时尚饰品”和“顶级奢侈品”的品牌矩阵。

围绕不断增加的中产阶层，公司将进一步布局轻奢珠宝。围绕 80、90 后新一代消费主力军对珠宝产品的消费诉求，基于公司现有的互联网珠宝资源优势，建设能够主导和融合现有旗下品牌的 O2O 快时尚连锁销售平台，夯实“快时尚饰品”的布局。围绕富裕阶层对高端珠宝的消费需求，在收购完成意大利顶级珠宝品牌 Buccellati 的基础上，公司将推进在“顶级奢侈品”珠宝领域的布局，实现企业战略的进一步转型与升级。

#### (2) 继续拓展零售业务，以“互联网+”的新零售商业模式，推进黄金珠宝主业快速发展。

公司将进一步缩减黄金珠宝批发业务，以 O2O 营销体系作为核心，继续拓展黄金珠宝零售业务。在线上业务方面，以珂兰商贸、优娜珠宝为龙头，加强与第三方电商平台合作，继续巩固市场地位，并带动刚泰黄金、国鼎黄金等黄金类产品的线上销售量。配合线上业务，公司将继续推进线下零售体验终端布局。在产品研发设计方面，公司将开发适合 80 后、90 后的 IP 产品。2017 年，公司旗下各产业板块将在 IP 共享、产品设计研发、原材料采购、销售渠道共享方面进一步展开深度合作，以新零售商业模式推进黄金珠宝主业快速发展。

#### (3) 进一步扩充产品品类，拓展销售渠道

公司将围绕黄金珠宝销售主业，在黄金、钻石、彩宝之外，进一步扩充翡翠、玉石、黄金工艺品等各类产品线，并加大力度拓展银行渠道、开拓私人定制业务以及和拍卖行进行合作，力争形成新的利润增长点。

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。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的 2014~2016 年度财务报告经众华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了无保留意见的审计报告，公司 2017 年一季度财务报告未经审计。公司执行财政部 2006 年 2 月 15 日颁



布的《企业会计准则》和日后其他各项具体会计准则、应用指南及准则解释的规定。2014~2016年，公司纳入合并范围的子公司分别为9家、21家和48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，近三年公司合并范围有所扩大，且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2016年底，公司合并资产总额113.85亿元，负债合计57.11亿元，所有者权益（含少数股东权益）56.74亿元，其中归属于母公司所有者权益56.13亿元。2016年，公司实现营业总收入106.64亿元，净利润（含少数股东权益）5.10亿元，其中归属于母公司所有者的净利润4.96亿元；经营活动产生的现金流量净额-14.84亿元，现金及现金等价物净增加额-17.81亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额118.82亿元，负债合计61.04亿元，所有者权益（含少数股东权益）57.78亿元，其中归属于母公司所有者权益57.18亿元。2017年1~3月，公司实现营业总收入20.80亿元，净利润（含少数股东损益）1.05亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.06亿元；经营活动产生的现金流量净额-12.57亿元，现金及现金等价物净增加额-6.59亿元。

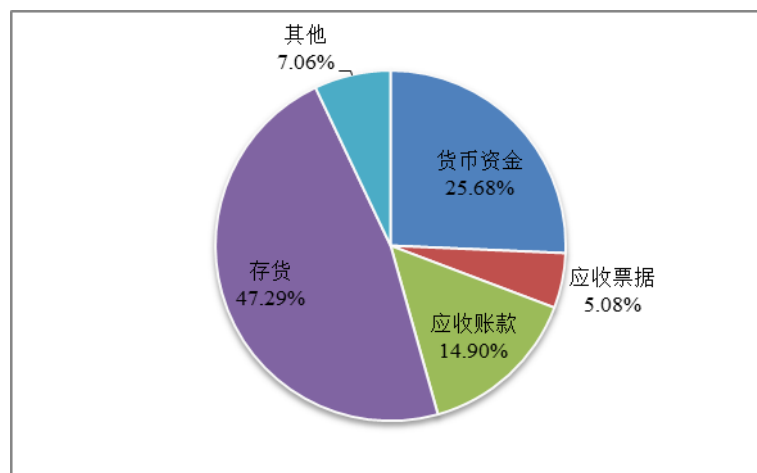
## 2. 资产质量

近三年，随着公司不断收购下游资产，公司资产规模呈快速增长趋势，年均复合增长77.00%。截至2016年底，公司合并资产总额113.85亿元，较年初增长22.54%，流动资产和非流动资产均有所增长；资产构成中流动资产占78.00%，非流动资产占22.00%，以流动资产为主，符合公司经营特点。

### 流动资产

2014~2016年，随着公司完成定向增发，经营规模快速扩大，公司流动资产呈快速增长趋势，年均复合增长73.64%，主要来自于货币资金、应收账款及存货的增加。截至2016年底，公司流动资产为88.81亿元，较年初增长14.76%。截至2016年底，公司流动资产主要由货币资金（占25.68%）、应收票据（占5.08%）、应收账款（占14.90%）和存货（占47.29%）构成，构成情况如下图所示。

图5 截至2016年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司年报

2014~2016年，公司货币资金呈波动增长趋势，年均复合增长145.37%。截至2015年底，公司货币资金38.74亿元，较年初大幅增加34.95亿元，主要系年内公司完成非公开发行股份所致。截至2016年底，公司货币资金22.80亿元，较年初下降41.13%，主要系支付股权收购款所致；公司货币资金主要由银行存款（占67.28%）和其他货币资金（占32.72%）构成；其他货币资金主要包括银行

承兑汇票保证金（占 28.95%）、租借黄金实物保证金（占 10.98%）、信用证保证金（占 8.93%）和定期或协议存款（占 41.23%）构成。截至 2016 年底，公司受限超过三个月的货币资金 3.30 亿元，占货币资金总额的 14.46%，主要以银行承兑汇票保证金、租借黄金实物保证金和信用证保证金为主。

2014~2016 年，公司应收票据呈波动下降趋势，年均复合下降 33.73%。截至 2016 年底，公司应收票据 4.51 亿元，较年初大幅下降 71.61%，主要系年内下游客户减少使用票据结算所致；公司应收票据全部为商业承兑汇票，承兑期限在 6 个月内，考虑到承兑企业信誉度良好，且不存在到期未完成承兑转入应收账款的情况，公司应收票据回收风险较低。

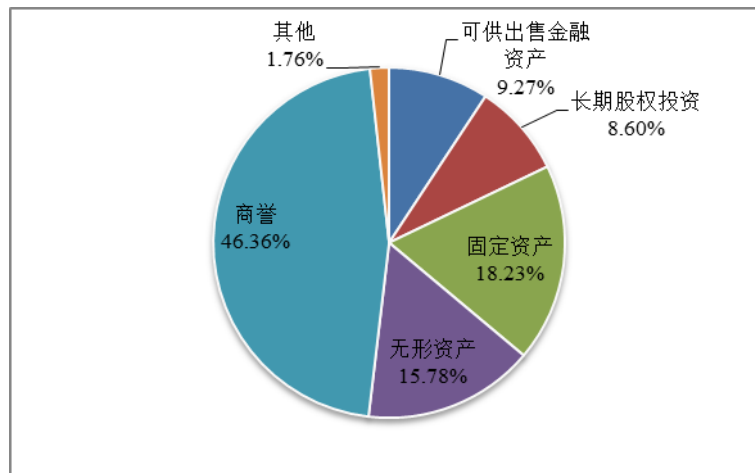
2014~2016 年，公司应收账款呈波动增长趋势，年均复合增长 49.38%。截至 2016 年底，公司应收账款账面价值为 13.23 亿元，较年初大幅增长 124.79%，主要系年内公司与下游客户减少票据结算，而是予以一定的信用账期，导致应收账款规模增加。截至 2016 年底，公司应收账款账面余额为 13.89 亿元，计提坏账准备 0.66 亿元，平均计提比例 4.76%；其中，按账龄法计提坏账准备的应收账款账面余额 13.87 亿元（占 99.86%），账龄 1 年以内占比 86.32%；1~2 年的占比 11.31%。从集中度来看，按欠款方归集的应收账款期末余额前五名合计 5.35 亿元，占应收账款账面价值的 38.50%，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，回收风险较低。

2014~2016 年，公司存货呈大幅增长趋势，年均复合增长 134.51%，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。截至 2016 年底，公司存货账面价值 41.99 亿元，较年初增长 208.49%；公司存货主要由原材料（占 26.38%）及和库存商品（占 70.90%）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 2016 年底，存货账面余额为 42.05 亿元，共计提跌价准备 520.71 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。

### 非流动资产

2014~2016 年，公司不断溢价收购下游资产，大量商誉带动公司非流动资产快速增长，年均复合增长 90.71%。截至 2016 年底，公司非流动资产合计 25.04 亿元，较年初增长 61.32%。截至 2016 年底，公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 9.27%）、长期股权投资（占 8.60%）、固定资产（占 18.23%）、无形资产（占 15.78%）和商誉（占 46.36%）构成，构成情况如下图所示。

图 6 截至 2016 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司年报

2014~2016 年，公司可供出售金融资产呈逐年增长趋势，年均复合增长 92.57%。截至 2016 年底，

公司可供出售金融资产余额为 2.32 亿元，较年初增长 139.81%，主要系为满足公司发展需要，增加对上海曼恒数字科技有限公司（以下简称“曼恒数字”）及影视项目的投资所致。公司可供出售金融资产中，按公允价值计量的占 17.97%，主要为持有曼恒数字的股份；按成本计量的占 82.03%，主要为影视投资项目。截至 2016 年底，共计提减值准备 0.11 亿元，主要来自于影视投资项目的减值。

2016 年，公司长期股权投资 2.15 亿元，较年初大幅增加 2.14 亿元，主要系公司投资联营企业横琴创梦奇达股权投资企业（有限合伙）所致，该投资已于 2017 年一季度出售。

2014~2016 年，公司固定资产呈逐年增长趋势，年均复合增长 21.75%，主要系合并范围扩大所致。截至 2016 年底，公司固定资产账面价值为 4.57 亿元，较年初增长 12.49%；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 83.63%）、矿山构筑物（占 9.73%）和机器设备（占 4.69%）构成。截至 2016 年底，公司固定资产账面原值 5.55 亿元，累计计提折旧 0.99 亿元，未计提减值准备；固定资产成新率 82.22%，成新率较高。

2014~2016 年，公司无形资产呈逐年增长趋势，年均复合增长 13.24%，主要系公司加强地质勘探工作导致矿业权勘探开发成本增加所致。截至 2016 年底，公司无形资产 3.95 亿元，较年初增长 8.25%；公司无形资产主要由矿业权（占 95.99%）和土地使用权（占 3.49%）构成。截至 2016 年底，公司无形资产账面余额 4.19 亿元，累计摊销合计 0.23 万元，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。

2015~2016 年，公司不断收购下游子公司，商誉规模迅速扩大。截至 2016 年底，公司商誉为 11.61 亿元，较年初大幅增长 126.75%，主要来自于收购珂兰商贸和优娜珠宝的溢价；目前，公司商誉由收购国鼎黄金、瑞格传播、珂兰商贸及优娜珠宝的溢价构成，2016 年底公司对商誉进行测试，不存在减值迹象，故未计提减值准备。考虑到 2016 年国鼎黄金及优娜珠宝未能完成业绩承诺，公司商誉未来存在一定减值可能。

截至 2016 年底，公司受限资产合计 4.90 亿元，占资产总额的 4.30%，主要用于长短期借款和黄金租赁业务的抵押。

表 9 截至 2016 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	3.30	银行承兑汇票保证金、租借黄金实物保证金、信用证保证金
固定资产	0.98	借款和黄金租赁质押、银行承兑汇票抵押物
无形资产	0.62	借款抵押
<b>合计</b>	<b>4.90</b>	--

资料来源：公司年报

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 118.82 亿元，较上年底增长 4.36%，流动资产和非流动资产占比分别为 80.59%和 19.41%，非流动资产占比较上年底有所下降；其中流动资产 95.76 亿元，较上年底增长 7.83%，主要来自于存货的增加；公司非流动资产 23.06 亿元，较上年底下降 7.91%，主要系出售联营公司股份导致长期股权投资减少所致。

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，资产质量较高。

### 3. 负债及所有者权益

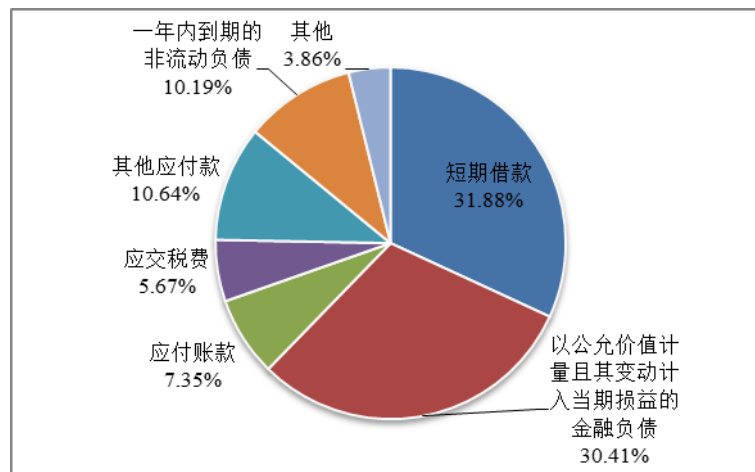
#### 负债

2014~2016 年，由于公司经营规模快速扩大，公司通过发行债券、银行借款、黄金租赁等方式满足运营资金及原材料需求，导致公司负债快速增长，年均复合增长 67.84%。截至 2016 年底，公司负债总额 57.11 亿元，较年初增长 38.97%，流动负债和非流动负债均有所增加。其中，流动负债占 76.15%，非流动负债占 23.85%，流动负债占比较年初有所下降。

#### 流动负债

2014~2016 年，公司流动负债呈快速增长趋势，年均复合增长 60.78%，主要系短期借款和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债增加所致。截至 2016 年底，公司流动负债 43.49 亿元，较年初增长 20.75%；公司流动负债主要由短期借款（占 31.88%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债（占 30.41%）、应付账款（占 7.35%）、应交税费（占 5.67%）、其他应付款（占 10.64%）和一年内到期的非流动负债（占 10.19%）构成，构成情况如下图所示。

图7 截至2016年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司年报

2014~2016 年，公司短期借款呈波动增长趋势，年均复合增长 62.83%。截至 2015 年底，公司短期借款 15.81 亿元，较年初大幅增长 202.22%，主要系年内公司经营规模扩大，为满足运营资金需求，公司从银行取得借款增加所致。截至 2016 年底，公司短期借款 13.87 亿元，较年初下降 12.27%，主要系公司年内完成定向增发，流动资金较为充裕，为降低资金成本偿还短期借款所致；公司短期借款由保证借款（占 37.07%）、抵押担保借款（占 14.42%）、银行承兑汇票贴现（占 33.75%）和信用证议付（占 12.02%）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形成。2014~2016 年，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金规模，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，年均复合增长 49.03%。截至 2016 年底，公司该科目余额为 13.22 亿元，较年初增长 31.74%。

2014~2016 年，公司应付账款呈逐年增长趋势，年均复合增长 78.21%，主要系收购子公司以及经营规模扩大带动采购业务相应增加所致。截至 2016 年底，公司应付账款 3.20 亿元，较年初增长 36.44%。公司应付账款主要为应付货款。

2014~2016 年，公司应交税费呈逐年增长趋势，年均复合增长 46.30%。截至 2016 年底，公司应



交税费 2.47 亿元，较年初增长 32.43%，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。

2014~2016 年，公司其他应付款呈逐年增长趋势，年均复合增长 44.27%。截至 2016 年底，公司其他应付款 4.63 亿元，较年初增长 10.47%，主要系公司尚未支付关联方兰州大地矿业有限公司的勘察费和工程款，以及预提费用、员工持股代收款增加所致。公司其他应付款主要由应付勘探工程及设备款（占 56.25%）和应付股权收购款、暂收款（占 32.83%）构成。

2014~2016 年，公司一年内到期的非流动负债呈快速增长趋势，年均复合增长 110.72%。截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债为 4.43 亿元，较年初增长 204.28%，主要系一年内到期的长期借款转入所致。

### 非流动负债

2014~2016 年，公司非流动负债呈快速增长趋势，年均复合增长 98.73%。截至 2016 年底，公司非流动负债为 13.62 亿元，较年初大幅增长 168.24%，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 72.98%）和长期应付款（占 22.03%）构成。

2014~2016 年，公司长期借款呈波动下降趋势，年均复合下降 59.82%。截至 2016 年底，公司长期借款为 0.55 亿元，较年初下降 88.99%，主要系公司通过发行债券满足长期资金需求，同时长期借款到期转入一年内到期的非流动负债所致。

2014~2015 年，公司无应付债券。截至 2016 年底，公司应付债券 9.94 亿元，全部系公司完成私募债“16 刚泰 02”（债券规模 10 亿元，期限 3 年）的发行所致。

2014~2015 年，公司无长期应付款。截至 2016 年底，公司长期应付款 3.00 亿元，主要为子公司刚泰影视与国投瑞银共同成立的文化产业基金项目，国投瑞银支付的优先方出资款项。

2014~2016 年，由于公司经营规模快速扩大，公司通过发行债券、银行借款、黄金租赁等方式满足运营资金及原材料需求，导致公司全部债务规模快速增长，年均复合增长 64.23%。截至 2016 年底，公司全部债务为 42.01 亿元，较年初增加 30.14%，其中短期债务和长期债务分别占 75.04%和 24.96%，公司以短期债务为主，债务结构有待改善。

2014~2016 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，2015 年公司非公开发行股份的完成，公司所有者权益大幅增加，使得公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率均呈波动下降趋势，资产负债率分别为 55.78%、44.23%和 50.16%，全部债务资本化比率分别为 49.22%、38.39%和 42.54%；长期债务资本化比率分别为 17.44%、8.77%和 15.60%。总体看，近年来公司债务负担有所减轻，且处于较低水平。

截至 2017 年 3 月底，公司负债总计 61.04 亿元，较上年底增长 6.88%，主要来自于短期借款、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债以及长期应付款的增加；流动负债及非流动负债比重较上年底变化不大。截至 2017 年 3 月底，公司全部债务 46.87 亿元，较上年底增长 11.57%，其中短期债务占 78.26%，长期债务占 21.74%；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 51.37%、44.79%和 14.99%，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；但由于 2015 年公司完成定向增发，公司整体债务负担适中。

### 所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益持续大幅增长，年均复合增长 87.91%，主要系 2015 年公司完成非公开发行股份，导致资本公积和股本大幅增加所致。截至 2016 年底，公司所有者权益合计 56.74



亿元，较年初增长 9.51%，其中归属于母公司所有者权益 56.13 亿元，占所有者权益的 98.93%；归属于母公司所有者权益中，股本占 26.52%，资本公积占 51.72%，盈余公积占 1.33%，未分配利润占 20.17%，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 2017 年 3 月底，公司所有者权益 57.78 亿元，较上年底增长 1.84%，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 57.18 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

近三年，公司不断拓宽业务范围、扩大经营规模带动营业收入快速增长，2014~2016 年分别实现营业收入 47.42 亿元、88.45 亿元和 106.64 亿元，年均复合增长 49.96%；营业成本分别为 43.39 亿元、81.51 亿元和 92.27 亿元，年均复合增长 45.83%，增幅小于收入增幅。2016 年，随着公司黄金销售业务零售比例提高，同时新增盈利能力较强的彩宝、钻石类销售业务导致公司营业利润率有所提高，近三年公司营业利润率分别为 8.34%、7.79% 和 12.99%。受益于营业收入增长，2014~2016 年，公司利润总额逐年增长，分别为 3.41 亿元、4.90 亿元和 7.14 亿元，年均复合增长 44.74%；分别实现净利润 2.51 亿元、3.48 亿元和 5.10 亿元，年均复合增长率为 42.48%；其中归属于母公司所有者的净利润分别为 2.51 亿元、3.48 亿元和 4.96 亿元。

期间费用方面，2014~2016 年，公司合并范围不断扩大、经营规模快速扩张、债务规模快速增长带动公司费用总额快速增长，年均复合增长率为 170.94%。2016 年，公司费用总额 5.47 亿元，较上年增长 124.53%，其中销售费用占 31.72%，管理费用占 26.65%，财务费用占 41.63%。2014~2016 年，公司销售费用分别为 0.04 亿元、0.16 亿元及 1.74 亿元，2016 年增长主要系合并范围扩大以及随着饰品零售规模不断扩大销售人员工资增加所致；管理费用分别为 0.30 亿元、0.65 亿元和 1.46 亿元，变化主要系合并范围扩大所致；公司财务费用分别为 0.40 亿元、1.63 亿元和 2.28 亿元，变化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。2014~2016 年，公司费用收入比波动上升，分别为 1.57%、2.76% 和 5.13%，公司控制费用能力有所减弱，但仍处于较好水平。

2014~2016 年，公司投资收益分别为 0.18 亿元、0.23 亿元和 -1.19 亿元，2016 年下降幅度较大主要系对外投资及购买黄金套保工具造成的损失，由于公司持有大量现货黄金，黄金套保工具造成的损失均在现货黄金中有所抵补；公司营业外收入持续增长，分别为 0.10 亿元、0.16 亿元和 0.29 亿元，主要由政府补贴构成。近三年，公司投资收益及营业外收入合计占利润总额的比重分别为 8.11%、7.94% 和 -12.64%，公司利润总额对投资收益及营业外收入的依赖度较低。

从盈利指标来看，2014~2016 年，公司通过定向增发购买资产带动资产及所有者权大幅增长，但尚处于资源整合阶段，整体盈利能力未被全部释放，导致公司总资本收益率、总资产报酬率及净资产收益率均呈逐年下降趋势，公司总资本收益率分别为 11.36%、7.98% 和 7.56%，公司总资产报酬率分别为 12.90% 和 9.35% 和 8.66%，净资产收益率为 16.80% 和 10.24% 和 9.39%。与同行业上市公司相比，公司盈利能力一般。但考虑到公司正在转型阶段，相关资产尚在整合中，未来公司盈利能力有望得到增强。

表 10 2016 年黄金行业上市公司盈利能力指标情况（单位：%）

项目	净资产收益率	总资产报酬率	营业利润率
老凤祥	22.02	15.27	4.90
东方金钰	8.71	6.93	4.74
潮宏基	8.93	7.46	9.74

金一文化	8.16	7.26	3.10
上述企业平均值	11.96	9.23	5.62
刚泰控股	9.19	8.43	6.44

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 20.80 亿元，同比下降 10.52%；公司实现利润总额 1.39 亿元，同比下降 49.64%，下降幅度较大主要系公司影视类企业受项目进度影响利润同比下降所致；实现净利润 1.05 亿元，同比下降 49.06%，其中，归属于母公司的净利润 1.06 亿元。

总体看，近三年，随着公司黄金饰品销售业务的迅速扩张，以及贵金属收藏品、钻石、彩宝销售业务的加入，导致公司收入及利润规模快速增长；但受管理费用及财务费用增长较快影响，公司整体盈利能力有所下滑，但考虑到公司正处于大举并购和整合阶段，未来公司盈利能力有望得到增强。

## 5. 现金流

经营活动方面，2014~2016 年，公司经营活动现金流入量持续大幅增长，分别为 46.92 亿元、107.39 亿元、131.57 亿元，年均复合增长 67.46%，主要系营业收入增加所致。2014~2016 年，公司经营活动现金流出量分别为 61.60 亿元、112.49 亿元、146.41 亿元，年均复合增长 54.17%，主要系随着经营规模扩大，公司用于采购的现金流出大量增加所致。综合以上因素，公司经营活动现金持续净流出，分别为-14.68 亿元、-5.10 亿元、-14.84 亿元。2014~2016 年，公司现金收入比分别为 98.65%、120.50%和 120.80%，收入实现水平较高。

投资活动方面，2014~2016 年，公司投资活动现金流入分别为 1.20 亿元、35.35 万元和 1.74 亿元；2014 年现金流入则主要来自公司与中信银行签订的定向资产管理项目所带来的投资收益流入，截至 2014 年年底，该合同已经结束，相关款项和收益已收回；2016 年主要为资金往来及代收款导致的流入。2014~2016 年，公司投资活动现金流出量大幅增长，分别为 0.55 亿元、8.08 亿元和 13.66 亿元，2015 年主要为收购国鼎黄金有限公司和瑞格传播所支付的现金；2016 年主要为收购珂兰商贸和优娜珠宝所支付的现金。综合以上因素，2014~2016 年，公司投资活动产生的现金从净流入转变为净流出，分别为 0.65 亿元、-8.08 亿元和-11.92 亿元。

筹资活动方面，2014~2016 年，由于公司不断收购下游资产，扩大经营规模，公司筹资活动现金流入量规模较大，分别为 15.89 亿元、78.19 亿元和 59.73 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。2014~2016 年，公司筹资活动现金流出量分别为 3.64 亿元、30.09 亿元和 50.78 亿元，主要为偿还银行借款导致的现金流出。综合以上因素，2014~2016 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 12.25 亿元、47.29 亿元和 8.94 亿元。

2017 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额-12.57 亿元，投资活动现金流量净额为 1.05 亿元，筹资活动现金流量净额为 4.93 亿元，现金及现金等价物增加额-6.59 亿元。

总体看，近三年，公司经营规模迅速扩大，用于采购的现金流出规模较大，导致经营活动现金呈净流出状态；同时，由于公司近年来不断收购下游子公司导致投资活动产生的现金呈净流出状态；为满足公司运营资金和投资资金的需求，公司通过银行借款、非公开发行股份及债券等方式进行筹资，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，2014~2016年，公司流动比率分别为1.75倍、2.15倍和2.04倍，速动比率分别为1.30倍、1.77倍和1.08倍，公司现金短期债务比分别为1.15倍、2.00倍和0.87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强。

从长期偿债能力指标看，2014~2016年，公司EBITDA快速增长，分别为3.87亿元、6.30亿元和9.29亿元，主要来自利润总额的增长；2016年，EBITDA由折旧（占2.62%）、摊销（占1.04%）、计入财务费用的利息支出（占19.46%）和利润总额（占76.87%）构成。2014~2016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利息保障倍数呈逐年下降趋势，分别为15.86倍、5.51倍和5.14倍，仍处于较高水平；EBITDA全部债务比分别为0.25倍、0.20倍和0.22倍，EBITDA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2017年3月底，公司获得银行授信额度41.65亿元，已使用授信额度31.92亿元，未使用授信额度9.73亿元，公司间接融资渠道有待拓宽，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2017年3月底，公司无金额重大的未决诉讼；无对外担保。

根据公司提供企业信用报告（机构信用代码：G1062010301021090V），截至2017年5月19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，长期偿债能力一般。同时，考虑到公司资产流动性较高，收入实现水平较好，随着公司经营规模的不断扩大，各板块间的协作能力的不断加强，公司整体偿债能力有望进一步提升。

## 八、本次债券偿债能力分析

### 1. 本次公司债的发行对目前负债的影响

截至2017年3月底，公司全部债务46.87亿元，本次拟发行公司债额度为15.00亿元，占总债务的32.00%，相对于公司全部债务规模而言，总发债额度较大。

以2017年3月底财务数据为基础，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别升至30.36%、51.71%和56.82%，较发行前分别提高15.37个百分点、6.92个百分点和5.45个百分点，在未考虑偿还部分债务的情况下，公司的负债水平上升明显，债务负担加重，但整体债务负担处于可控范围。考虑到本次债券募集资金中部分将用于改善债务结构，本次债券发行后，公司整体债务负担将低于上述预测值。

### 2. 本次公司债偿债能力分析

以2016年底相关财务数据为基础，公司EBITDA和经营活动现金流入量分别为本次公司债券发行额度（15.00亿元）的0.62倍和8.77倍，EBITDA对本次债券的覆盖程度较高，经营现金流入量对本次债券的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司近年来通过不断收购整合下游资源，已基本形成了“互联网+珠宝”的战略布局，在行业内有一定竞争力，同时考虑到公司收入增长较快，经营现金流入量较大等因素，联合评级认为，公司对本次公司债偿债能力很强。

## 九、综合评价

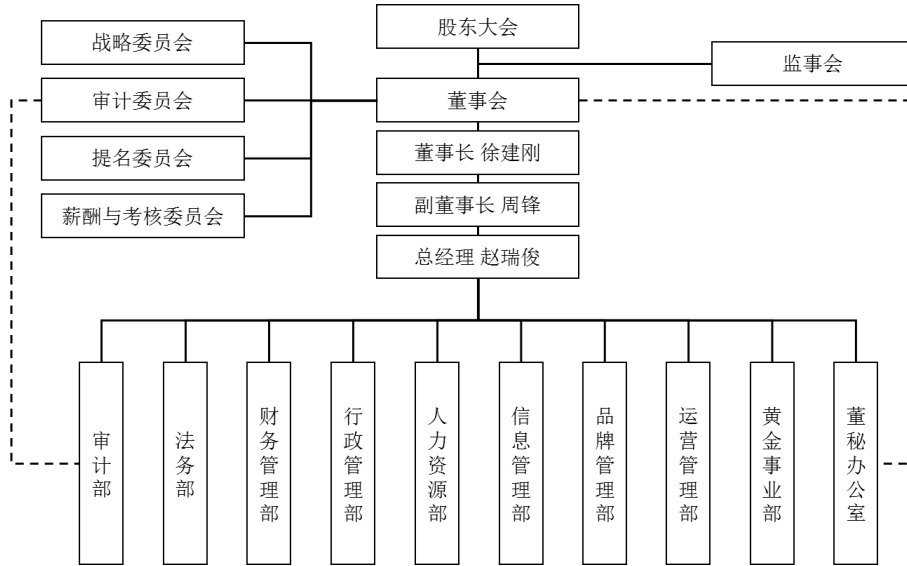
公司作为以黄金及黄金饰品销售为核心业务，贵金属收藏品、彩宝、钻石类产品销售和影视娱乐制作及营销为辅的民营上市公司，在经营规模、产业链、矿产资源、特许经营资质及品牌知名度等方面具备综合优势。近年来，公司不断收购下游电商平台及品牌，通过线上线下联动，拓展终端销售渠道，毛利较高的零售业务比例不断提高，收入及利润规模快速增长。同时，联合评级也关注到，近年来黄金价格波动，黄金饰品行业竞争较激烈；公司债务结构不合理、经营活动现金流持续净流出等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司完成对奢侈品珠宝品牌 **Buccellati** 的收购，以及娱乐带动销售的宣传效果逐步增强，公司品牌知名度将进一步得到提升；同时，随着各子公司间协作能力的加强，公司产业布局将得到进一步升级和优化，抗风险能力及市场竞争能力均将有所增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。



## 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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额（亿元）	36.34	92.91	113.85	118.82
所有者权益（亿元）	16.07	51.81	56.74	57.78
短期债务（亿元）	12.18	27.30	31.52	36.68
长期债务（亿元）	3.39	4.98	10.49	10.19
全部债务（亿元）	15.58	32.28	42.01	46.87
营业收入（亿元）	47.42	88.45	106.64	20.80
净利润（亿元）	2.51	3.48	5.10	1.05
EBITDA（亿元）	3.87	6.30	9.29	--
经营性净现金流（亿元）	-14.68	-5.10	-14.84	-12.57
应收账款周转次数（次）	14.06	14.19	10.60	--
存货周转次数（次）	9.83	7.67	3.31	--
总资产周转次数（次）	1.67	1.37	1.03	--
现金收入比率（%）	98.65	120.50	120.80	107.10
总资本收益率（%）	11.36	7.98	7.56	--
总资产报酬率（%）	12.90	9.35	8.66	--
净资产收益率（%）	16.80	10.24	9.39	--
营业利润率（%）	8.34	7.79	12.99	10.64
费用收入比（%）	1.57	2.76	5.13	6.36
资产负债率（%）	55.78	44.23	50.16	51.37
全部债务资本化比率（%）	49.22	38.39	42.54	44.79
长期债务资本化比率（%）	17.44	8.77	15.60	14.99
EBITDA 利息倍数（倍）	15.86	5.51	5.14	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.25	0.20	0.22	--
流动比率（倍）	1.75	2.15	2.04	2.06
速动比率（倍）	1.30	1.77	1.08	1.00
现金短期债务比（倍）	1.15	2.00	0.87	0.66
经营现金流动负债比率（%）	-87.27	-14.16	-34.13	-27.10
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.26	0.42	0.62	--

### 附件 3 有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
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
<b>短期偿债能力指标</b>	
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)
<b>本次公司债券偿债能力</b>	
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。



## 联合信用评级有限公司关于 甘肃刚泰控股（集团）股份有限公司 2017 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年甘肃刚泰控股（集团）股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

甘肃刚泰控股（集团）股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。甘肃刚泰控股（集团）股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注甘肃刚泰控股（集团）股份有限公司的相关状况，如发现甘肃刚泰控股（集团）股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如甘肃刚泰控股（集团）股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至甘肃刚泰控股（集团）股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送如甘肃刚泰控股（集团）股份有限公司、监管部门等。

