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

北京金一文化发展股份有限公司

主体与相关债项 2018 年度跟踪评级报告

评级报告声明

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

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

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

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

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

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

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

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

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

评级报告导读

评级报告逻辑

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

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

跟踪评级说明

根据大公承做的北京金一文化发展股份有限公司存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对受评对象的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合其外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

评定等级

主体信用			
跟踪评级结果	AA	评级展望	稳定
上次评级结果	AA	列入信用观察名单	

债项信用					
债券简称	额度（亿元）	年限（年）	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
17 金一文化 MTN001	5	5（3+2）	AA	AA	2018.7

主要观点

大公对北京金一文化发展股份有限公司（以下简称“金一文化”或“公司”）“17 金一文化 MTN001”信用等级维持 AA，主体信用等级维持 AA，评级展望为稳定，同时移出信用观察名单。本次评级结果反映金一文化面临的偿债环境一般，市场竞争力和财富创造能力较好，但可用偿债来源较弱，偿债能力一般。主要理由阐述如下：

1、公司面临的偿债环境一般。受益于我国经济快速增长及消费升级，金银珠宝饰品行业快速发展，但企业面临的竞争日渐加剧。

2、公司财富创造能力较好。公司通过拓展销售渠道及增加并购事项，黄金加工能力突出，仍是国内三大黄金加工企业之一，具有较强的规模优势；2017 年公司营业收入同比大幅增长，利润水平亦有所提高。

3、公司偿债来源较弱。2017 年，公司经营性现金流大规模净流出，缺乏对债务及利息的覆盖能力；公司整体资产变现能力一般，但存货性质对资产变现有一定积极作用，对债务有一定的覆盖程度，且公司控股股东为公司多项贷款给予担保，对公司偿债贡献较大。但 2018 年 1～9 月公司净利润为负，不利于债务及利息的偿还。

4、公司偿债能力一般。2017 年末，公司总有息债务继续增长，且以短期有息债务为主，短期偿债压力很重；受经营性现金流净流出、受限货币资金规模较大及银行授信有所减少影响，流动性还本付息能力较弱；可变现资产对债务有一定的覆盖能力。

优势与风险关注

主要优势/机遇:

1、考虑到消费升级及我国人均珠宝消费量低等因素，未来我国金银珠宝饰品行业仍具有较大的市场空间;

2、公司建立统一珠宝品牌终端，拓展经销商及品牌加盟渠道，市场占有率有所提升;

3、公司注重产品创新，设计能力较强，仍具备一定竞争力;

4、2018 年 8 月 22 日，公司发布公告完成股权变更，实际控制人变更为北京市海淀区人民政府国有资产监督管理委员会(以下简称“北京市海淀区国资委”)，国有资本的入股后，可调用资源较多，可以给予公司更多支持。

主要风险/挑战:

1、随着经销商和加盟连锁渠道的拓展，公司存货和应收账款规模不断扩大，公司给予加盟店一定规模采购额度及账期，对资金形成较大占用，导致存货和应收账款周转效率明显下降;

2、经营性现金流持续净流出且规模较大，缺乏对债务和利息的保障;

3、公司资产负债率维持在很高水平，有息债务规模仍较大，且主要为短期有息债务，短期偿债压力很重。

主要财务数据与核心指标

（单位：人民币亿元、%）

项目	2018 年 1～9 月	2017 年	2016 年（追溯调整）	2015 年
总资产	187.54	172.69	108.17	73.39
所有者权益	55.73	56.24	29.87	23.72
总有息债务[1]	78.62	91.93	63.82	43.62
营业收入	108.81	151.07	105.98	76.37
净利润	-0.14	3.66	3.11	1.91
经营性净现金流	-2.08	-16.65	-5.24	-2.71
毛利率	7.23	10.77	11.89	10.92
总资产报酬率	1.94	5.10	6.27	5.92
债务资本比率	58.52	62.04	68.12	64.78
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	1.11	2.19	2.50	2.72
经营性净现金流/总负债	-1.68	-17.10	-8.19	-7.62

注：公司提供了 2017 年及 2018 年 1～9 月财务报表，瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2018 年 1～9 月财务报表未经审计。根据主审会计师事务所瑞华会计师事务所的意见，公司子公司深圳市卡尼小额贷款有限公司作为类金融机构，在编制 2017 年合并报表时，对财务报表中使用金融企业专用项目按流动性重分类后纳入合并报表，并对 2016 年度财务报表进行了追溯调整。

联系方式

评级小组负责人：弓艳华　　评级小组成员：马映雪 尤亭力
联系电话：+86-10-51087768　　客服电话：+ 86-4008-84-4008
传真：+86-10-84583355　　Email ：dagongratings@dagongcredit.com
地址：中国北京市朝阳区霄云路 26 号鹏润大厦 A 座 29 层

大公国际资信评估有限公司
二〇一九年二月十八日

[1] 总有息债务=短期有息债务+长期有息债务。短期有息债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他流动负债（应付短期债券）+拆入资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债；长期有息债务=长期借款+应付债券+其他非流动负债+长期应付款（付息项）。

基本经营

（一）主体概况与公司治理

公司成立于 2007 年 11 月 26 日。2010 年 7 月，公司整体变更为股份有限公司，并更为现名。2014 年 1 月 27 日，公司股票在深圳证券交易所挂牌上市。后经多次非公开发行股票等事项，截至 2018 年 9 月末，公司注册资本为 83,471.82 万元。

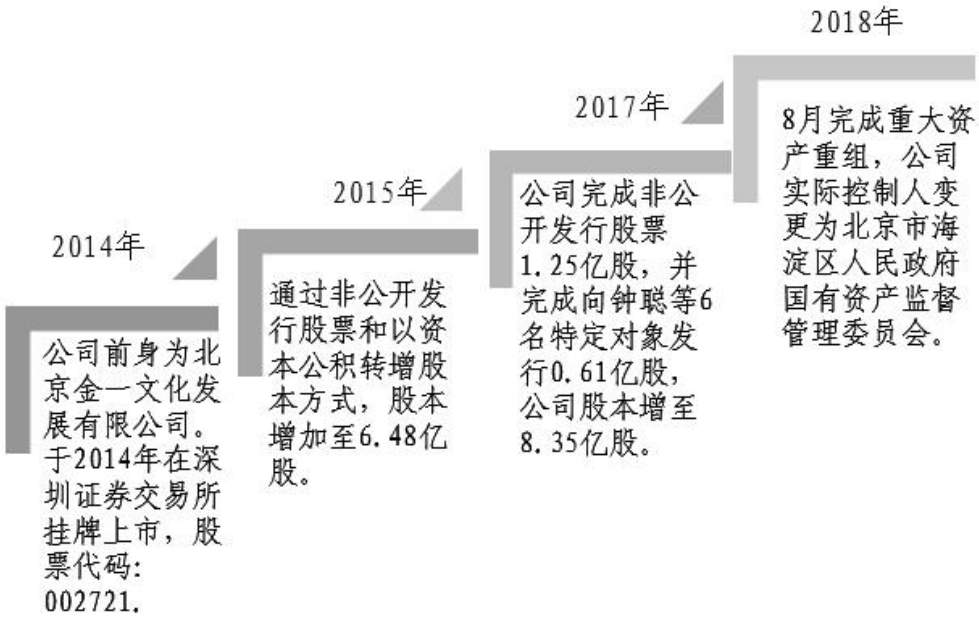


图 1　公司历史沿革

数据来源：根据公司提供资料整理

公司按照《公司章程》规定，依法设立了股东大会、董事会、监事会和管理层等组织机构，基本形成了股东大会、董事会、监事会和经营管理层各负其责、协调运转、有效制衡的法人治理结构。公司的组织机构健全、清晰，其设置能够体现分工明确、相互制约的治理原则。

公司实际控制人变更为北京市海淀区国资委，国有资本的入股给予了公司融资及借款渠道上的支持。

2018 年 7 月 8 日，公司发布《关于控股股东股权结构变化及实际控制人拟发生变更的提示性公告》称，上海碧空龙翔投资管理有限公司（以下简称“碧空龙翔”）的股东钟葱、钟小冬与北京海淀科技金融资本控股集团股份有限公司（以下简称“海科金集团”）集团于

2018 年 7 月 3 日签署《关于上海碧空龙翔投资管理有限公司之股权转让协议》，拟将其分别持有的碧空龙翔 69.12%、4.20%的股权转让给海科金集团，若权益变动完成后，海科金集团持有碧空龙翔 73.32%股权，海科金集团的实际控制人北京市海淀区国资委将成为金一文化的实际控制人。截至 2018 年 8 月 22 日，实际控制人已由钟葱变更为北京市海淀区国资委。国有资本的入股给予了公司融资及借款渠道上的支持，截至 2018 年 11 月 30 日，海科金集团累计向金一文化提供借款 30.90 亿元。截至 2019 年 1 月 5 日，碧空龙翔持有公司股份占公司总股本的 17.90%，处于质押状态的股份占公司总股本的 16.83%，占其持股总数的 94.05%；处于冻结状态股份占公司总股本的 17.90%，占其持股总数的 100%。钟葱持有公司股份占公司总股本的 12.89%，处于质押状态的股份占公司股本总数的 12.02%，占其持股总数的 93.24%；处于冻结状态的股份占公司股本总数的 12.89%，占其持股总数的 100%。

2018 年 12 月 18 日，公司发布《北京金一文化发展股份有限公司关于转让控股子公司股权暨关联交易的公告》称，公司于 2018 年 10 月 23 日召开董事会，审议通过《关于拟终止收购控股子公司少数股东股权暨关联交易的议案》，公司拟将持有的江苏珠宝 51%股权（以下简称“标的股权”）以不低于 4.62 亿元人民币的价格进行转让，交易完成后，公司将不再持有江苏珠宝的股权。公司于 2018 年 12 月 17 日召开第四届董事会，表决结果审议通过《关于转让控股子公司股权暨关联交易的议案》，同意公司与北京海鑫资产管理有限公司（以下简称“海鑫资产”）签署《股权转让协议》，将持有江苏珠宝 51%股权以人民币 4.6234 亿元交易对价转让给海鑫资产，江苏创禾华富商贸有限公司（以下简称“创禾华富”）放弃优先购买权。截至 2018 年 12 月 29 日，公司已收到海鑫资产缴付的全部股权转让款项，并完成了江苏珠宝新一届董事会的选举工作。同时，工商登记手续已办理完成，故江苏珠宝已不在公司合并报表范围。

2018 年 5 月 23 日，公司发布《关于转让控股子公司广东乐源数字技术有限公司（以下简称“广东乐源”）51%股权的公告》称，公司同意以 10.80 亿元转让广东乐源 51%股权于自然人乐六平，交易完

成后，公司将不再持有广东乐源股权，但当时受江苏珠宝借款逾期事项影响，南京市鼓楼区人民法院冻结了公司持有的广东乐源 51%股权，可能导致冻结股权被司法拍卖偿还债务，使股权转让事项无法实施。2018 年 12 月 29 日，公司发布《北京金一文化发展股份有限公司关于控股子公司广东乐源数字技术有限公司股权转让进展的公告》称，公司于 2018 年 12 月 17 日召开董事会，审议通过了《关于签订<股权回购合同>之<补充协议二>的议案》，同意公司与自然人乐六平协商并达成一致意见，对原《股权回购合同》及《补充协议》的部分条款进行调整并对款项支付及时间安排条款重新作出约定。目前公司已不再持有广东乐源股权，且第一期转让款 2.44 亿元已于 12 月 21 日汇入公司账户。截至 2018 年 12 月 29 日，广东乐源已完成了新一届董事会的选举工作。同时，广州市工商行政管理局也已受理本次股权转让的相关登记工作，并将于近日完成工商变更登记工作。

（二）盈利模式

公司主营业务为贵金属工艺品、珠宝首饰的研发设计和销售，通过批发及零售、智能制造、供应链金融等行业上下游及相关行业进行战略布局，已逐步打造成一家涉及黄金珠宝相关产业的平台型企业。纯金制品和珠宝首饰是公司收入和利润的主要来源。未来黄金珠宝业务仍将是公司的主要发展板块。2017 年以来，公司把加盟连锁业务作为发展重点，在三、四线城市寻找当地平台公司拓展“King One”品牌在区域内的门店铺设，同时通过收购地方性黄金珠宝品牌事项打入当地市场，加强终端资源的控制力，提升品牌知名度；为进一步推动公司资产优化进程，加快公司外延式发展的步伐，公司完成多笔并购和新设立子公司事项，并购重组及设立子公司主要以自有或自筹资金投入，面临一定的资本支出压力和筹资压力。同时需关注，公司和并购标的能否顺利实现整合具有不确定性，且并购标的未来业绩亦存在不确定性，公司面临一定的经营整合风险和业绩无法达到预期风险。

（三）股权链

截至 2018 年 9 月末，公司纳入合并报表范围的二级子公司共 21 家，主要为江苏金一文化发展有限公司、深圳金一文化发展有限公司、

上海金一黄金珠宝有限公司、江苏金一黄金珠宝有限公司、浙江越王珠宝有限公司、北京金一江苏珠宝有限公司（以下简称“江苏珠宝”）、深圳市卡尼小额贷款有限公司（以下简称“卡尼小贷”）、广东乐源、福建金一文化发展有限公司（以下简称“福建金一”）、深圳市金艺珠宝有限公司（以下简称“金艺珠宝”）、深圳市捷夫珠宝有限公司（以下简称“捷夫珠宝”）、臻宝通(深圳)互联网科技有限公司（以下简称“臻宝通”）。

其中，金艺珠宝、捷夫珠宝和臻宝通为公司于 2017 年 9 月以发行股份及支付现金方式购买的资产。并于 2017 年 10 月 1 日起纳入公司合并报表范围，收购以上三家企业分别形成商誉 3.37 亿元、5.41 亿元和 3.77 亿元。

（四）信用链

公司银行授信额度缩减且可用授信很小。

截至 2018 年 9 月末，公司债务来源包括银行借款、发行债券等，总有息债务为 78.62 亿元，占总负债比重 59.65%。公司共获得银行授信 39.39 亿元，尚未使用银行授信额度 7.07 亿元，授信额度有所缩减且可用授信余额很小。

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的企业信用报告，截至 2018 年 12 月 24 日，公司本部存在 1 笔关注类贷款[2]，金额为 3,000 万元。截至本报告出具日，公司发行的“15 金一债”和“15 金一 01”已到期，本金及利息均已按期兑付；公司发行的“16 金一 01”和“17 金一 01”由于债券持有人全部选择回售，本金及利息均已按期兑付并摘牌，公司发行的“17 金一 02”和“17 金一 03”完成部分回售，该部分本金及利息亦按期兑付，公司发行的“17 金一文化 MTN001”尚未到还本日，到期利息已按期支付。

2018 年 7 月 10 日，公司发布《关于公司控股股东及实际控制人持有的公司股份被司法冻结的公告》和《关于公司控股子公司股份被冻结的公告》称，公司于 2017 年向上海浦东发展银行股份有限公司南京分行申请 2 亿元并购贷款，碧空龙翔为该笔贷款提供担保，该笔

[2] 该笔关注类贷款为公司本部与南京银行北京分行的贷款，因为前期出现逾期，因此列入关注。目前该笔贷款已经成功续贷，状态正常，无欠息。

并购贷款期限为 5 年，分期 5 年归还本金，每年 5 月 24 日前归还本金 4,000 万元。本期逾期未归还本金人民币 1,517 万元；另外，控股子公司江苏珠宝于 2017 年向广发银行股份有限公司湖南路支行申请 4,900 万银行授信，公司提供担保；在该授信项下，2017 年 5 月 23 日广发银行向江苏珠宝放款 2,200 万，到期日为 2018 年 05 月 22 日；2018 年 01 月 15 日，广发银行向江苏珠宝放款 2,700 万，到期日 2018 年 7 月 14 日；截至 2018 年 7 月 10 日，江苏珠宝逾期未归还金额 1,540 万元。截至 2018 年 11 月 30 日，全部逾期借款已解除。

（五）本次跟踪债券概况及募集资金使用情况

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示：

表 1　本次跟踪债券概况及募集资金使用情况（单位：亿元、年）

债券简称	发行额度	发行期限	募集资金用途	进展情况
17 金一文化 MTN001	5	5	偿还公司有息负债	已全部按募集资金要求使用

数据来源：根据公司提供资料整理

偿债环境

公司面临的偿债环境一般。中国供给侧结构性改革不断推进，政策为公司业务发展提供良好的政治生态；受益于我国经济快速增长及消费升级，金银珠宝饰品行业快速发展，但市场竞争日益加剧。

偿债环境指数：偿债环境在评级矩阵中的位置

C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA

（一）宏观与政策环境

中国供给侧结构性改革不断推进，政策有利于消费和产业结构升级，为公司业务发展提供良好的政治环境。

中国结构性改革基本思路已经明确：对内坚决淘汰过剩产能为制造业升级和技术产业发展腾出空间，对外以“一带一路”战略为依托，加快全球产业链布局，拓宽经济发展空间。2017 年以来，在强调稳增长、保就业的同时，中国政府围绕“三去一降一补”在过剩产能、农业、财政、金融、国有企业混业改革等重点领域进一步提出具体要求和措施、加快改革进度，并与众多国家和国际组织就“一带一路”

建设达成合作协议，在政策对接、经济走廊建设、项目合作、资金支持等方面提出多项举措，表明其改革的决心和毅力。政府政策调整空间依然充足，稳中求进的审慎态度、极强的政策执行能力将为中国经济转型和稳定政府偿债能力提供可靠保障。为防范系统性风险、抑制资产泡沫，2017 年以来政府着力发挥财政政策“经济稳定器”和“改革助推器”的作用。同时，政府在改革过程中注重稳增长、保就业、促民生，努力提高经济韧性，也有助于形成结构性改革与经济增长之间的良性互动，逐步化解改革阻力。

（二）产业环境

受益于我国经济快速增长及消费升级，金银珠宝饰品行业快速发展，相关产业链也得到完善；但随着对外开放的推进，我国珠宝首饰企业面临的竞争将日益加剧。

受益于我国经济快速增长及消费升级，我国金银珠宝饰品行业在 2003～2013 年呈现高速发展态势，相关产业链也得到完善。对于黄金市场，我国已经形成了地质勘查、矿山开采、选冶、深加工、批发零售、交易市场等完整产业体系，产业发展迅速，黄金产量和消费量连续多年位居全球第一。但黄金产业仍存在黄金饰品附加值不高、黄金矿业资源整合进度缓慢、黄金市场及保障体系还需进一步完善等问题。国家也适时出台相关政策，推动行业发展，2017 年 1 月，工信部出台《关于推进黄金行业转型升级的指导意见》，对构建现代化黄金产业进行规划，在产能产量、科技水平、节能环保水平等方面制定了明确的目标。但随着对外开放的推进，我国珠宝首饰企业面临的竞争将日益加剧，2018 年 5 月 31 日，国务院发布《关于降低日用消费品进口关税的公告》称将于 2018 年 7 月 1 日起降低进口日用消费品的最惠国税率，涉及 1449 个税目，涉及商品平均税率由 15.7%降为 6.9%，涉及到的珠宝首饰类税目 18 个，其中黄金、银首饰制品由 20%降为 8%，铂制、其他贵金属制品由 35%降为 10%。关税的降低预计会加剧国内珠宝饰品行业的竞争，对国内珠宝企业造成一定的冲击。

（三）区域环境

深圳是我国最大的黄金珠宝首饰集散地，已形成较为完整的产业链，具备一定的产业集聚效应，为公司发展提供了良好的环境。

2017 年，深圳市地区生产总值同比增长 8.8%，规模以上工业增加值同比增长 9.3%，固定资产投资同比增长 23.8%，经济继续保持较高增速。同时，深圳市是我国最大的黄金珠宝首饰聚集地，涉及黄金珠宝产业链中的生产加工、批发和零售等环节，已形成较为完整的产业链；深圳市全年黄金、铂金实物提货量约占上海黄金交易所实物销售量的 70%，制造珠宝首饰成品钻的用量约占上海钻石交易所成品钻石一般贸易进口量的 90%，有色宝石镶嵌首饰、金镶玉首饰、翡翠镶嵌、玉石镶嵌等产品的制造均主要集中在深圳，其中深圳罗湖区被授予“中国珠宝玉石首饰特色产业基地”称号。总体来看，深圳市经济保持较高增速，且是我国珠宝的集散地，具备一定的产业集聚效应，为公司发展提供了良好的环境。

财富创造能力

公司财富创造能力仍较好。2017 年，我国珠宝行业呈现弱复苏状态，市场需求提升；2017 年，公司营业收入同比大幅增长，通过品牌加盟渠道实现市场占有率和盈利能力进一步提升；公司注重产品创新，设计能力较强，仍具备一定竞争力；但给予加盟店账期导致公司资金形成较大占用，并存在一定回收风险；黄金价格的不稳定仍增加公司库存跌价风险。

财富创造能力指数：财富创造能力在评级矩阵中的位置

C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA

（一）市场需求

2017 年以来我国金银珠宝饰品行业增速呈现弱复苏态势，市场需求增速提升；考虑到消费升级、婚庆刚性需求及我国人均珠宝消费量低等因素，我国金银珠宝饰品行业未来仍具有较大的市场空间；我国金银珠宝饰品行业集中度低，产品同质化严重，价格竞争激烈。

受益于我国经济快速增长及消费升级，我国金银珠宝饰品行业在

2003～2013 年呈现高速发展态势，年均复合增长率达 33.65%。2013 年之后，由于我国经济增速进入新的增长阶段，人均可支配收入增速回落、国际金价暴跌导致投资需求下降及反腐等原因，行业进入盘整期，2014～2016 年行业年均复合增速仅 0.41%。2017 年以来，行业增速呈现弱复苏态势，全年限额以上金银珠宝销售额同比增长 5.6%，2018 年以来行业继续保持一定增速。从需求端看，我国是世界上重要的黄金首饰生产国和消费国，在我国经济持续增长和消费升级的背景下，对珠宝饰品的消费和投资需求逐渐增加，但我国人均珠宝消费量仍远低于发达国家，未来仍将具有较大的市场空间，2016 年我国人均珠宝消费量仅为 54.11 美元，而同期美国和日本的人均消费量分别为 306.70 美元和 180.20 美元。目前，我国金银珠宝首饰最大的需求来自婚庆市场且消费具有一定刚性，是行业的核心支持力量，由于我国人口基数大，未来婚庆市场对行业的支撑将仍然强劲。此外，随着居民消费水平的不断提升，金银珠宝首饰将不仅仅是婚庆时的必需品或者投资品，更多将用于满足自我个性表达的需求，未来婚庆、投资、节庆之外的日常消费将会越来越频繁。

目前国内金银珠宝品牌有近 200 个，行业集中度较低，且产品同质化较为严重，导致产品价格竞争激烈。在品牌方面，目前高端消费市场由 Cartier、Bulgari、Tiffany 等世界顶级品牌占据主导地位，中端市场由香港的周大福、周生生、谢瑞麟及国内的老凤祥、潮宏基等品牌占据主导地位；明牌珠宝、萃华等品牌在部分区域有一定知名度和竞争力。由于一般人对珠宝的质量和价值难以鉴别，因此品牌的信誉度和美誉度将成为消费者选择产品的关键，也将逐渐成为金银珠宝产品的核心竞争力所在，预计未来市场将进一步向知名品牌聚集。

（二）产品和服务竞争力

公司建立统一珠宝品牌终端，加盟连锁店数量快速增加，加盟连锁渠道收入大幅增长；公司给予加盟店一定规模采购额度及账期，对资金形成较大占用，且款项存在一定回收风险。

公司纯金制品主要销售模式为代销及经销、加盟连锁和自营。公司为提升品牌影响力，进一步控制终端渠道资源，经销商加大了金店及渠道、加盟连锁渠道及零售渠道的业务拓展力度。金店和经销商渠

道主要销售模式为代销和经销，公司将产品直接销售给全国各地的金店和经销商，由金店和经销商面对最终客户。公司已与上海、浙江、江苏、辽宁、山东、山西、河南等全国各地的知名黄金首饰连锁店和黄金首饰经销商展开合作。加盟连锁是公司 2013 年开始拓展的新型销售渠道，目前已成为公司主要销售渠道。

2016 年，公司为进一步满足黄金珠宝市场消费升级需要，建立统一品牌珠宝零售终端“金一|KING ONE”，对旗下现有珠宝零售品牌统一升级，将集中展示、销售专业商品，形成在欧美国家普遍流行的集成店模式，并于 2017 年起在各地开展品牌加盟战略，建立各地的品牌推广中心及综合性珠宝销售服务平台，为批发类客户提供一站采购服务，为品牌加盟客户提供培训服务。公司品牌加盟战略主要通过与地方性平台公司合作，由平台公司负责区域内的门店加盟管理，加盟店统一采购公司产品并使用“King One”品牌标识，公司为加快品牌扩张速度，给予平台公司每家加盟店一定规模的采购额度扶持，并给予三个月至一年不等的账期，对公司资金形成较大占用，同时由于加盟商增速较快且较为分散，经营情况受平台公司管理，公司款项存在一定回收风险。后期，公司将采取作为劣后方引入产业基金的推广模式，由产业基金入股平台公司，保障平台公司及时向公司支付货款，缓解公司资金压力，同时调整加盟商的账期为一个月，加快资金回流。截至 2018 年 9 月末，公司 “King One”主要分布在江苏、江西、湖南、安徽、四川、山东等省份。另外，2017 及 2018 年，“King One”均入选中国中央电视台国家品牌 TOP 计划，成为中国黄金珠宝行业唯一上榜品牌，将有效提升公司行业影响力，市场占有率和盈利能力进一步提升。

2017 年，经销商及金店销售收入为 64.92 亿元，同比增加 7.42 亿元；加盟连锁渠道销售收入 52.16 亿元，同比增长 212.52%，渠道收入占比亦大幅提升，已成为公司最重要的销售渠道。

表 2　2015～2017 年及 2018 年 1～9 月公司销售渠道分布情况（单位：亿元、%）[3]

项目	2018 年 1～9 月		2017 年		2016 年		2015 年	
	主营收入	占比	主营收入	占比	主营收入	占比	主营收入	占比
经销商及金店	49.88	49.52	64.92	43.67	57.50	55.24	41.13	57.05
加盟连锁	39.16	38.88	52.16	35.08	16.69	16.04	7.35	10.20
零售渠道	7.33	7.27	16.66	11.20	14.84	14.26	12.18	16.89
银行渠道	3.80	3.78	7.50	5.04	9.18	8.82	11.19	15.52
智能可穿戴	0.24	0.24	5.84	3.93	2.91	2.80	-	-
邮政渠道	0.17	0.17	0.46	0.31	0.64	0.61	0.17	0.23
电视购物及互联网	0.16	0.16	1.15	0.77	0.58	0.55	0.08	0.12
合计	100.74	100.00	148.69	100.00	102.33	100.00	72.10	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

公司研发模式仍以自主设计为主，委外设计为辅；注重产品创新，设计能力较强，仍具备一定竞争力。

公司自成立以来就建有研发中心，拥有专业的研发设计团队，注重产品创新，设计能力较强。公司秉承“让黄金讲述文化，让文化诠释黄金”的产品研发理念，坚持以自主设计为主、委外设计为辅的研发模式实施产品开发。公司拥有实力雄厚的文化顾问团队，包括北京奥运会奖牌主创设计师肖勇、北京奥运会吉祥物主创设计师陈楠、上海造币有限公司工艺美术大师罗永辉、日本“动画天才”“铁臂阿童木之父”月冈贞夫等数十位国内外知名工艺大师，均与公司建立了良好的合作关系，通过产品设计、培训指导等方式增强公司的研发实力。珠宝首饰方面，公司已推出“唯”、“就爱金”、“翡翠平安扣”等 8 个系列主题，拥有自主设计的 90 余款钻镶、时尚黄金、千足金等多种饰品。公司设计研发的产品包括首饰类、婚庆类、礼藏类、创意主题类、个性定制类等多种类型产品，2017 年 10 月，公司联合国内众多知名设计师，创作衍生出 100 款“喜悦”系列产品，迎合国人对喜事的情感需求。

2017 年，公司纯金工艺品产量明显下降，主要是公司主打较大规格产品影响；得益于销售渠道的拓展，产销率同比提升明显。公司珠宝首饰产量大幅提升，产销率亦明显提高，主要是加盟商及经销商以珠宝首饰为主要销售产品，需求和销量均增长显著，2018 年 1～9 月，

[3] 销售渠道收入不包括原料销售业务收入。

珠宝首饰类产销率为 130.26%。2017 年，公司纯银工艺品产销量均大幅增加，主要是公司增强与银行的合作，推出各类银制工艺品所致，产销率同比有所下降，但维持在较高水平。公司生产模式以委外加工和自主生产相结合，公司自主生产能力较强。

表 3　2015～2017 年及 2018 年 1～9 月公司产品产销情况（单位：万件、%）

主要产品		2018 年 1～9 月	2017 年	2016 年	2015 年
纯金工艺品	产量	109.34	116.05	225.01	247.59
	销量	106.64	105.19	120.52	158.05
	产销率	97.53	90.64	53.56	63.84
珠宝首饰	产量	190.73	273.53	147.64	158.15
	销量	248.43	232.39	92.97	90.71
	产销率	130.26	84.96	62.97	57.36
纯银工艺品	产量	24.69	94.29	40.19	39.30
	销量	15.35	76.41	57.16	15.69
	产销率	62.17	81.03	142.23	39.92

数据来源：根据公司提供资料整理

公司并购深圳市卡尼小额贷款有限公司，进入供应链金融行业，有利于提升资金运转效率、推动行业整合，但仍面临一定的风险控制和管理运营风险。

珠宝首饰行业具有长尾、价值高、存货投入大、周转率低的特征，资金实力是行业的核心竞争力之一。黄金珠宝产业链各环节企业均有较强的融资需求，上游供应商新建项目、中游加工企业补充原材料、下游经销商和加盟商扩大业务规模都面临一定的资金需求，尤其是下游的经销商和加盟商规模小，资金实力弱，现金流较为紧张。因此，品牌珠宝商均开始介入供应链金融业务。

公司小额贷款业务的主要经营主体为卡尼小贷，2016 年公司以现金方式购买卡尼小贷 60%的股权。截至 2018 年 9 月末，卡尼小贷资产总额 9.77 亿元，其中贷款余额 9.37 元，计提的发放贷款及垫款损失余额为 0.41 亿元，占贷款余额的 4.33%。

表 4　2017 年及 2018 年 1～9 月卡尼小贷主要财务指标（单位：亿元、%）

年份	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	毛利率	利润总额	经营性净现金流
2018 年 1～9 月	9.77	47.39	0.96	63.62	0.67	-0.03
2017 年	10.67	54.17	2.14	70.56	1.21	0.20

数据来源：根据公司提供资料整理

卡尼小贷属于深圳地区综合实力较强的类金融企业，在管理团队、风险控制制度和客户资源方面均有一定实力。卡尼小贷主要从事为珠宝产业链中个体工商户和中小微企业客户提供小额贷款业务，根据贷款对象、抵押方式及审批程序等不同，卡尼小贷共提供四种不同金融贷款产品，分别为好易贷、互助贷、循环贷和融易贷。公司将基于卡尼小贷客户基础，借助小额贷款业务加速构建自身黄金珠宝产业链，搭建供应链金融平台，同时为后续行业整合提供资金保障。

2016 年，公司设立福建金一并上线运营，主要结合深圳供应链业务中心，形成集交易、融资、信息传递等功能为一体的综合性服务平台。公司通过并购卡尼小贷和成立福建金一进入供应链金融业务，有利于提升资金的运转效率、推动行业整合，但仍面临一定的风险控制和管理运营风险。

黄金价格变动频繁且波动幅度很大，黄金价格的不稳定增加了公司库存跌价风险，带来一定成本控制压力。

公司生产成本包括金料、银料、珠宝、包装材料、加工费用和成品采购等，其中金料和银料占比在 70～80%左右。全资子公司江苏金一为上海黄金交易所综合类会员，公司主要通过江苏金一采购黄金，银料主要向白银供应商购买，黄金和银料产品市场高度市场化且相对成熟，原材料供应充足。总体而言，黄金价格变动频繁且波动幅度较大，增加了公司成本控制的难度，黄金价格的下跌还使公司面临计提存货跌价准备的风险。另外，黄金饰品毛利率与黄金价格密切相关，销售金价按上海金交所公布的当日金价实时结算。

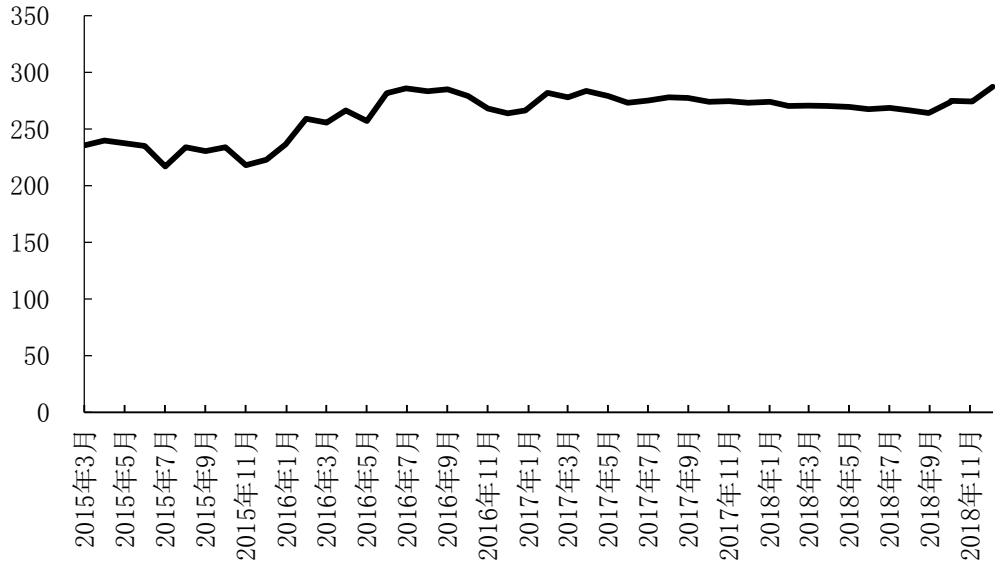


图 2　2015 年 3 月～2019 年 1 月上海黄金交易所 AU9999 收盘价走势图(单位：元/克)

数据来源：Wind

公司黄金采购途径主要是现货采购和黄金租赁，以现货采购为主。江苏金一是上海黄金交易所会员，黄金现货采购是主要采购渠道，2017 年，公司黄金现货采购量 38,315 千克，占总采购量的 90.49%，采购量同比增长 18.06%，主要是报告期公司加速快业务扩张速度，黄金现货采购需求大幅增加所致。同期，公司通过黄金租赁租入量明显减少，主要一方面部分银行将黄金租赁转为表内业务，黄金租赁利率有所上升，另一方面由于国际政治经济环境多变，黄金价格波动频繁，公司对于开展黄金租赁业务较为谨慎。

表 6　2015～2017 年及 2018 年 1～9 月公司黄金采购途径分布情况（单位：千克、%）

项目	2018 年 1～9 月		2017 年		2016 年		2015 年	
	采购量	占比	采购量	占比	采购量	占比	采购量	占比
黄金现货	31,956	98.53	38,315	90.49	32,455	77.80	17,980	65.49
黄金租赁	477	1.47	4,028	9.51	9,262	22.20	9,473	34.51
合　计	32,433	100.00	42,343	100.00	41,717	100.00	27,453	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

（三）盈利能力

公司业务仍以珠宝首饰、贵金属工艺品的研发、设计和销售为主；2017 年，受加盟商渠道拓展及合并范围子公司增加影响，公司营业收入同比大幅增长，但毛利率同比有所下滑。

公司仍主要从事珠宝首饰、贵金属工艺品的研发设计和销售。

2017 年，受公司大力拓展加盟商渠道销售以及合并范围增加子公司影响，公司营业收入同比大幅增长，毛利率同比下降 1.10 个百分点，主要是加盟及经销渠道占比加大，但其较零售渠道会给予一定让利所致。

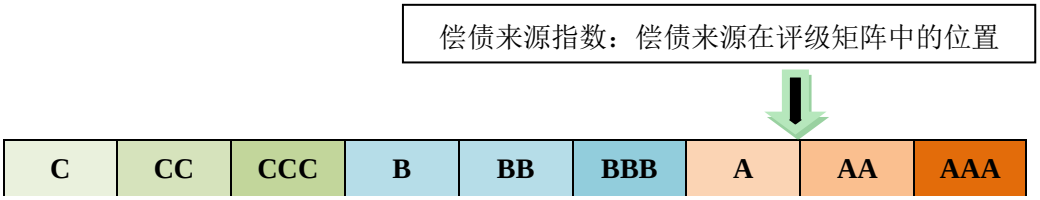
从营业收入和毛利润来看，珠宝首饰和纯金制品仍是公司营业收入和毛利润的主要来源。2017 年，公司珠宝首饰收入同比增长 112.81%，在收入中比重亦提升至 46.08%，主要是加盟渠道销售的产品以珠宝首饰为主所致；纯金制品收入同比略有下降；投资金条是公司价值链延伸产品，是利用公司现有银行、经销渠道提升公司盈利能力的产品，2017 年，投资金条收入同比大幅增加，主要受国际政治经济因素影响，黄金作为价值储存的资产投资需求增加所致。2017 年，纯银制品收入有所下降。公司运用自身上海黄金交易所会员单位资质为其他黄金加工企业提供原材料，由于毛利率很低，2017 年公司继续降低原料销售规模，该板块收入继续下降。2017 年，公司智能产品业务实现收入 5.85 亿元，收入规模虽小但毛利润较高，对公司毛利润贡献达到 18.55%。公司其他收入包括设计收入、铜章销售等，2017 年其他收入新增对加盟商收取的加盟服务费。

从毛利率来看，2017 年，珠宝首饰毛利率同比下降 4.85 个百分点，主要是公司扩大毛利率较低的加盟和经销渠道销售所致。纯金制品毛利率同比变化不大。投资金条作为附加值很低的产品，毛利率仍处于很低水平。公司纯银制品毛利率仍处于较高水平，主要是银单价较低，产品更加突出其设计价值，附加值较高。原料销售业务仅赚取买卖差价，毛利率很低。

2018 年 1～9 月，公司实现营业收入 108.81 亿元，同比增长 16.95%，主要是合并范围同比有所增加所致；公司实现毛利润 7.87 亿元，同比减少 20.02%，毛利率 7.23%，同比下降 3.34 个百分点，主要受到外部市场环境、公司运营政策等因素影响所致。

偿债来源

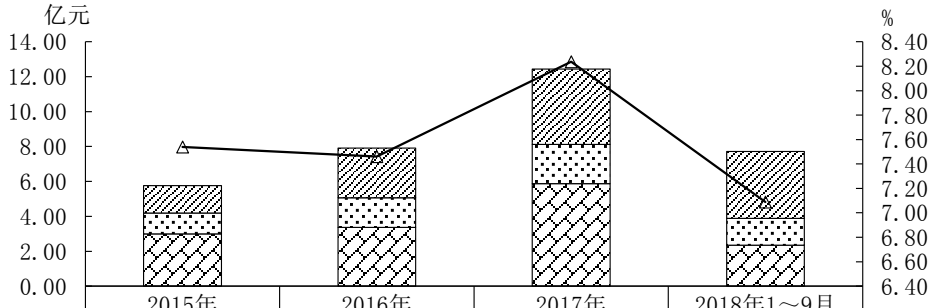
公司偿债来源较弱，经营性净现金流缺乏对利息的保障能力；公司整体资产变现能力一般，但存货性质对资产变现有一定积极作用，对债务有一定的覆盖程度，且公司控股股东为公司多项贷款给予担保，对公司偿债贡献较大。但 2018 年 1～9 月公司净利润为负，不利于债务及利息的偿还。



（一）盈利

2017 年，公司利润总额和净利润同比均有所增长。但 2018 年 1～9 月公司净利润为负，不利于债务及利息的偿还。

2017 年，公司利润总额和净利润分别为 4.49 亿元和 3.66 亿元，同比分别增长 17.68%和 17.82%，盈利水平同比有所提升；期间费用为 12.44 亿元，其中销售费用为 5.87 亿元，同比增长 74.18%，主要是销售业绩增长带动销售费用增加，同时公司加大广告等市场营销投入所致；管理费用为 2.25 亿元，同比增长 32.35%，主要是合并范围新增臻宝通、金艺珠宝和捷夫珠宝所致；财务费用为 4.32 亿元，同比增长 52.11%，主要是公司融资规模增大导致利息支出增加所致；资产减值损失为 0.93 亿元，主要为坏账损失；公允价值变动收益为 0.30 亿元，主要是黄金租赁业务受黄金价格波动影响所致。同期，公司总资产报酬率为 5.10%，净资产收益率为 6.51%，同比均有所下降。



	2015年	2016年	2017年	2018年1～9月
财务费用	1.56	2.84	4.32	3.82
管理费用	1.21	1.70	2.25	1.55
销售费用	2.99	3.37	5.87	2.34
期间费用率	7.54	7.46	8.24	7.09

图 3　2015～2017 年及 2018 年 1～9 月公司期间费用情况

2018 年 1～9 月，公司利润总额和净利润分别为-0.08 亿元和-0.14 亿元，同比分别减少了 2.04 亿元和 1.60 亿元，主要是由于公司毛利同比下降，财务费用上升所致，公司净利润为负，不利于债务及利息的偿还；销售费用 2.34 亿元，同比减少 45.20%；管理费用 1.55 亿元，同比变化较小；财务费用 3.82 亿元，同比增加 34.98%；资产减值损失 0.53 亿元，同比增加 70.97%；公允价值变动收益为 0.15 亿元，同比减少 40.00%；投资收益为-0.16 亿元；同期，公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 1.94%和-0.26%。

（二）自由现金流

2017 年，公司经营性净现金流大规模净流出，缺乏对利息的保障能力；投资性现金流由于收购事项净流出规模增加。

2017 年，公司经营性净现金流为-16.65 亿元，呈大规模净流出，主要受应收账款及存货明显增长且公司给予加盟商较长账期所致；投资性净现金流为-7.30 亿元，净流出规模同比有所增长，主要是公司因收购事项对外投资支付的股权款增加所致。2017 年，公司经营性净现金流对利息的保障倍数为-3.85 倍，缺乏对利息的保障能力。

2018 年 1～9 月，公司经营性净现金流为-2.08 亿元，呈净流出状态，但同比净流出减少 17.77 亿元，主要是由于本期销售增长带动回款增加所致；投资性净现金流为-0.60 亿元。

截至 2018 年 9 月末，公司无在建项目。

（三）债务收入

公司融资渠道较为多元化，但 2018 年以来银行授信有所减少，对流动性偿债来源造成一定不利影响。

2017 年，公司筹资性净现金流为 25.07 亿元，同比增长 14.33 亿元，主要是由于公司因扩大经营规模和并购活动导致资金需求增加，融资规模大幅增加所致；2018 年 1～9 月，公司筹资性净现金流为 0.65 亿元，同比减少 97.16%，主要是由于公司偿还到期融资款同比增加所致。

公司为上市公司，具有股权融资渠道，曾多次通过非公开发行股票事项募集资金，2017 年，公司通过公开市场发行多期债券。整体来看，公司融资渠道较为多元化。截至 2018 年 9 月末，公司共获得银行综合授信额度 39.39 亿元，较 2017 年 9 月末减少 12.69 亿元，已使用授信额度 32.32 亿元，尚余授信额度 7.07 亿元，可用授信余额很小；公司偿还债务对新增债务收入的依赖较大，授信额度减少对流动性偿债来源造成一定不利影响。

表7　2015～2017年及2018年1～9月债务融资情况分析（单位：亿元）

财务指标	2018 年 1～9 月	2017 年	2016 年	2015 年
筹资性现金流入	77.87	94.72	57.47	30.63
借款所收到的现金	40.56	51.51	31.99	18.85
筹资性现金流出	77.21	69.65	46.72	18.84
偿还债务所支付的现金	39.68	38.27	26.06	14.63

数据来源：根据公司提供资料整理

（四）外部支持

公司获得的外部支持主要来自控股股东的资金及渠道支持。控股股东为公司多项贷款给予担保，对公司偿债贡献较大。

（五）可变现资产

2017 年末，公司资产规模继续增长，资产仍以流动资产为主；应收账款存在一定回收风险，且规模增长过快导致周转效率明显下滑；商誉规模增长较快，存在一定减值风险；存货性质对资产变现有一定积极作用，对债务有一定的覆盖程度。

2017 年末及 2018 年 9 月末，公司总资产继续增加，分别为 172.69 亿元和 187.54 亿元，资产构成仍以流动资产为主，占比分别为 77.62%

和 78.22%。

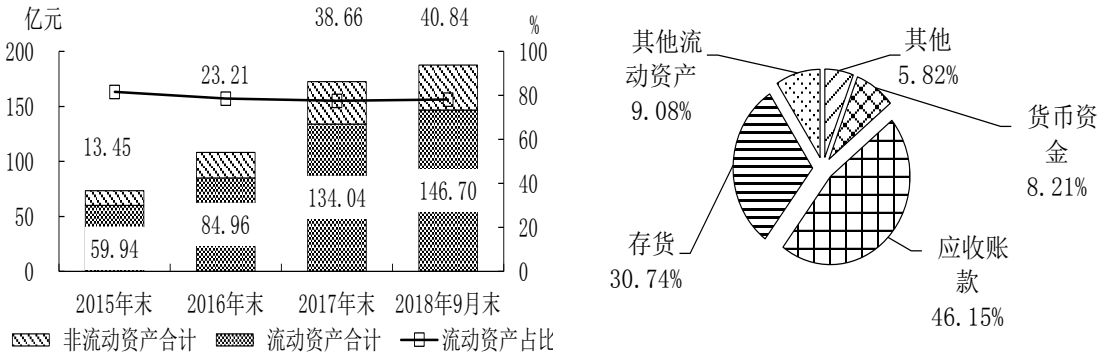


图 4　2015～2017 年及 2018 年 9 月末公司资产构成情况

2017 年末，公司流动资产以存货、应收账款、其他流动资产及货币资金为主，以上四项占流动资产比重为 94.18%。

2017 年末，公司存货为 41.20 亿元，同比增长 40.42%，主要是公司合并范围新增子公司臻宝通、金艺珠宝和捷夫珠宝，同时年末为销售旺季公司增加备货所致，其中包括库存商品 30.58 亿元、原材料 3.74 亿元、委托加工物资 2.88 亿元、发出商品 2.60 亿元，公司计提存货跌价准备 0.15 亿元，计提比例为 0.36%；应收账款为 61.86 亿元，同比增长 127.78%，主要原因是公司大力拓展加盟渠道销售，该方面收入大幅增加，同时公司为加快门店铺设速度给予加盟商一定账期所致，公司应收账款前五名金额为 16.64 亿元，占比为 26.19%；其他流动资产为 12.16 亿元，同比增长 50.96%，主要是发放短期贷款及垫款规模增加 3.04 亿元所致；货币资金为 11.01 亿元，其中银行存款 2.87 亿元，库存现金 0.01 亿元，其他货币资金 8.13 亿元，其他货币资金主要是贷款保证金、黄金租赁保证金和银行承兑汇票保证金。

2018 年 9 月末，公司应收账款为 62.35 亿元，较 2017 年末小幅增加；公司前五大应收账款客户中三家受同一自然人控制，一家为该自然人参股公司，应收账款回收易受其经营状况影响，存在一定回收风险。2018 年 9 月末，公司存货为 46.08 亿元，较 2017 年末增长 11.84%，主要是 2017 年 11 月新增四家并购标的所致；其他流动资产为 11.30 亿元，较 2017 年末略有下降，主要是部分短期贷款或垫款到期偿还所致；货币资金为 9.90 亿元，较 2017 年末减少 10.09%，主要是由于到期融资释放出来的保证金所致；预付款项 12.50 亿元，

较 2017 年末增加 1.60 倍。

公司非流动资产主要为商誉、固定资产、无形资产和递延所得税资产。2017 年末，公司商誉为 27.68 亿元，同比增长 82.93%，主要是报告期内公司收购臻宝通、金艺珠宝和捷夫珠宝所致，由于公司收购事项较多，商誉规模增长较快，若收购标的无法实现业绩承诺将存在一定减值风险；固定资产为 5.02 亿元，继续增长，主要受公司收购事项影响；无形资产为 2.09 亿元，同比增加 0.66 亿元，主要为软件及商标权等；递延所得税资产为 1.94 亿元，主要由可抵扣亏损和资产减值准备构成。

2018 年 9 月末，公司长期股权投资为 1.80 亿元，较 2017 年末增长 113.82%，主要是由于 2018 年公司支付安阳衡庐安美投资中心（有限合伙）[4]投资款所致；递延所得税资产为 2.79 亿元，较 2017 年末增长 43.32%，主要是由于本期可抵扣亏损等可抵扣暂时性差异增加所致。

2015～2017 年及 2018 年 1～9 月，公司应收账款周转天数分别为 72.36 天、77.82 天、106.06 天和 154.10 天，公司存货周转天数分别为 84.95 天、104.40 天和 94.20 天和 116.72 天。公司应收账款周转效率持续下滑，主要是应收账款规模增长过快，同时公司给予下游加盟商延长账期所致，公司存货周转效率有所波动。

截至 2017 年末，公司可变现资产价值为 108.06 亿元[5]，可变现资产主要包括应收账款和存货，存货由于主要为贵金属或珠宝等，其性质对资产变现有一定积极作用，对债务有一定的覆盖程度。截至 2018 年 9 月末，公司所有权受限制的资产账面净值合计 10.94 亿元，占期末总资产的 5.84%，占期末净资产的 19.63%。其中受限货币资金为 9.05 亿元，占货币资金总额的 91.41%，主要为贷款、黄金租赁及银行承兑的保证金。公司受限资产还包括为获取银行贷款而处于抵押状态的固定资产 1.64 亿元及无形资产 0.26 亿元。

[4] 公司于 2017 年 12 月 25 日召开了第三届董事会第五十五次会议审议通过了《关于全资子公司深圳金一投资发展有限公司参与设立安阳衡庐安美投资中心（有限合伙）的议案》，同意公司全资子公司深圳金一投资发展有限公司作为劣后级有限合伙人与诺安资产管理有限公司等共同投资设立安阳衡庐安美投资中心（有限合伙）（以 下简称“该基金”），该基金总规模为 50 亿元。2018 年 1 月 10 日公司在 指定信息披露媒体发布公告，该基金现已完成工商注册登记手续。2018 年 1 月 13 日，公司公告该基金一期募集资金 8.6 亿元已全部募集到位。

[5] 可变现资产未经专业评估。

表 8　截至 2018 年 9 月末公司受限资产情况（单位：亿元、%）

科目名称	账面价值	受限部分	受限占比
货币资金	9.90	9.05	91.41
固定资产	5.41	1.64	30.31
无形资产	2.04	0.26	12.75
合计	**17.35**	**10.94**	**63.05**

资料来源：根据公司提供资料整理

综上所述，公司融资渠道较为多元化，但 2018 年以来银行授信有所减少；经营性净现金流缺乏对利息的保障能力；资产规模持续增长，但应收账款和商誉分别面临回收风险和减值风险，货币资金受限比重很大，资产变现能力一般；2017 年，公司偿债来源偏离度为-3.13，偿债来源主要依赖借款和债券融资。总体来看，公司偿债来源与安全度均较弱。

偿债能力

公司偿债能力一般，经营性现金流持续净流出，受限货币资金规模较大及银行授信减少使得公司流动性还本付息能力很弱；清偿性来源对债务有一定的覆盖能力。

偿债能力指数：偿债能力在评级矩阵中的位置

C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA

（一）存量债务分析

2017 年末，公司负债规模快速扩大，仍以流动负债为主；资产负债率维持在很高水平，有息债务规模较大，且主要为短期有息债务，短期偿债压力很重。

2017 年末及 2018 年 9 月末，公司总负债分别为 116.45 亿元和 131.82 亿元，负债规模快速扩大，流动负债为主要构成部分，占总负债比重分别为 80.50%和 89.98%。

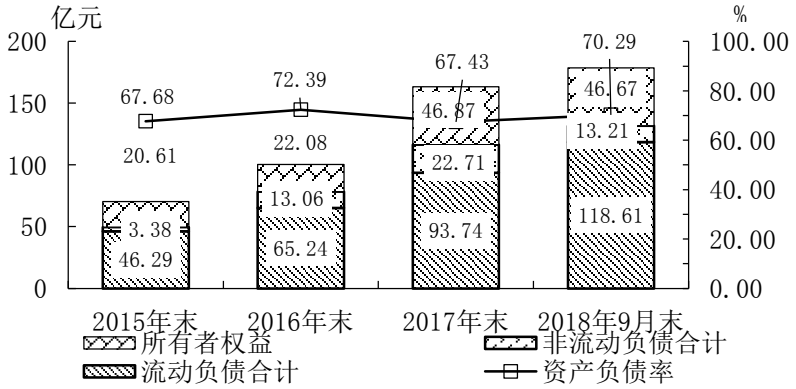


图 5　2015～2017 年末及 2018 年 9 月末公司资本结构情况

2017 年末，公司流动负债以短期借款、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债、应付账款、其他应付款、其他流动负债、一年内到期的非流动负债、应付票据和拆入资金为主，以上八项合计占流动负债 94.09%。

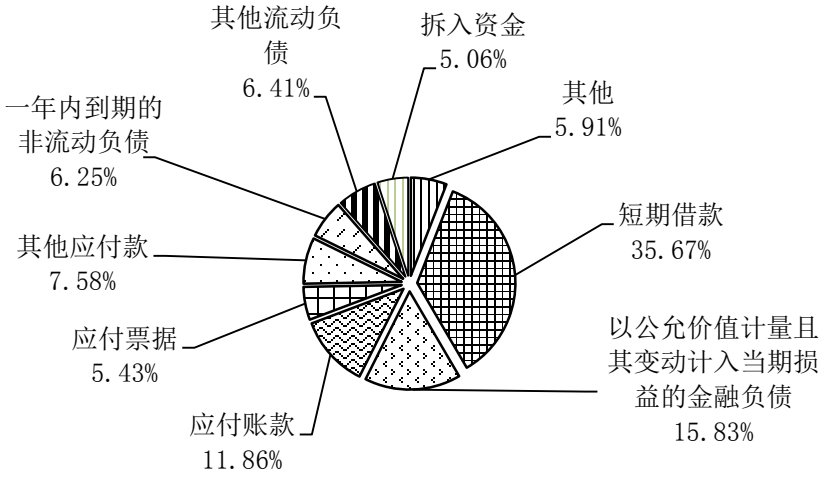


图 6　2017 年末公司流动负债构成情况

随着公司并购的完成以及业务规模的扩大，公司流动资金需求增加，因此公司短期借款余额也呈增长态势，2017 年末，公司短期借款为 33.44 亿元，同比增长 31.14%，其中保证借款 20.59 亿元，信用借款 8.02 亿元，抵押借款 2.45 亿元，质押借款 2.38 亿元；公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债为 14.84 亿元，同比下降 23.92%，主要由于黄金租赁成本提升，公司减少黄金租赁采购量所致；应付账款为 11.12 亿元，同比增长 251.68%，主要是公司合并范围新增臻宝通、金艺珠宝和捷夫珠宝，同时采购规模增大所致；其他应付款为 7.10 亿元，同比增加 0.73 亿元，主要由股权转让款及

往来款构成；其他流动负债为 6.01 亿元，主要包括 4.49 亿元信托贷款及 1.50 亿元定向融资工具；一年内到期的非流动负债为 5.86 亿元，主要为公司 2015 年发行的公司债券和公司与北京市文化科技融资租赁股份有限公司开展售后回租融资租赁业务，租赁标的为“金一百宝坊”、“金一”两项注册商标；应付票据为 5.09 亿元，继续增长，主要受公司采购规模不断增长影响；同期，公司拆入资金为 4.74 亿元，全部为卡尼小贷向外部的拆借资金。

2018 年 9 月末，公司短期借款为 50.83 亿元，较 2017 年末增加 52.01%，主要是由于新增海科金集团借款 23.34 亿所致；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债为 5.19 亿元，较 2017 年末下降 65.04%，主要是公司减少黄金租赁融资所致；公司应付账款及应付票据为 22.67 亿元，较 2017 年末增长 39.88%，主要是公司销售增加且节假日期间增加备货所致；公司其他应付款为 17.16 亿元，较 2017 年末增长 108.06%，主要是增加与控股股东碧空龙翔的往来款 11.42 亿元所致；公司其他流动负债为 4.27 亿元，较 2017 年末减少 1.74 亿元，主要是公司归还到期的定向融资工具所致；公司一年内到期的非流动负债为 2.77 亿元，较 2017 年末减少 52.76%，主要是偿还了公司债 3.00 亿元所致；拆入资金为 3.14 亿元，较 2017 年末减少 33.84%，主要是由于卡尼小贷偿还了一定的外部融资所致。

公司非流动负债主要是应付债券、其他非流动负债、长期借款和长期应付款，2017 年末，公司应付债券为 9.98 亿元，包括公司 2017 年发行的三期非公开发行债券；其他非流动负债为 5.01 亿元，主要为公司 2017 年发行的 5 亿元中期票据。2017 年末，公司新增长期借款 3.62 亿元，其中包括 2.62 亿元保证借款及 1.00 亿元质押借款；同时，公司新增长期应付款 3.36 亿元，其中包括公司以部分商标权与北京市文化科技融资租赁股份有限公司开展的售后回租融资租赁业务 2.38 亿元和子公司江苏金一与海通恒信国际租赁股份有限公司开展的应收账款有追索权保理业务 0.96 亿元。

2018 年 9 月末，公司应付债券为 2.00 亿元，较 2017 年末减少 79.97%，主要是公司全部归还“17 金一 01”，并部分回售“17 金一 02”所致；其他非流动负债为 4.97 亿元，较 2017 年末变化不大；长期借

款 2.69 亿元，较 2017 年末略有减少；长期应付款为 2.78 亿元，较 2017 年末减少 0.58 亿元，主要是公司以部分机器设备与国药控股(中国）融资租赁有限公司开展售后回租融资租赁业务所致。

2017 年末，公司总有息债务大幅增长，且占总负债的比重仍然很高；有息债务以短期有息债务为主，公司存在很大的短期偿债压力。

2017 年末，公司总有息债务为 91.93 亿元，较 2016 年末增加 28.11 亿元，增幅很大，有息债务占总负债的比重仍然很高；有息债务仍以短期有息债务为主，短期有息债务占总有息债务的比重为 76.10%。2018 年 9 月末，公司总有息债务为 78.62 亿元，较 2017 年末有所减少。

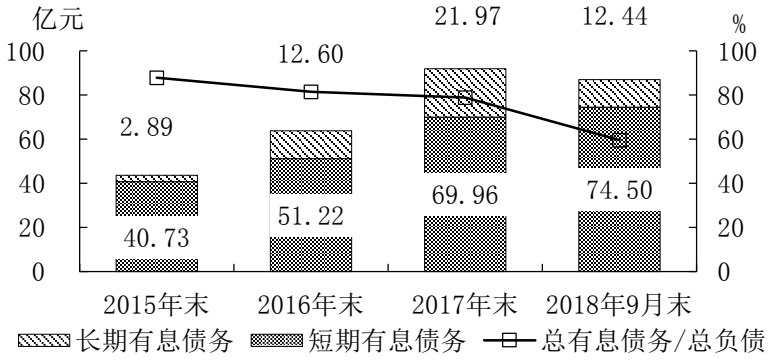


图 7　2015～2017 年末及 2018 年 9 月末公司存量债务结构

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2018 年 9 月末，公司一年内到期的有息债务占总债务比重为 85.69%，公司短期偿债压力很大。

表9　截至2018年9月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1 年	(1,2]年	(2,3]年	(3,4]年	合计
金额	74.45	7.35	0.12	4.97	**86.89**
占比	85.69	8.46	0.14	5.72	**100.00**

资料来源：根据公司提供资料整理

或有负债方面，截至 2018 年 9 月末，公司无对外担保。

公司所有者权益继续增长，资本实力有所增强。

2017 年末，公司所有者权益为 56.24 亿元，同比大幅上升，主要是受非公开发行股票影响，资本公积大幅增长所致。2018 年 9 月末，公司所有者权益为 55.73 亿元。

（二）偿债能力分析

公司经营性现金流持续净流出，受限货币资金规模较大，银行授信亦有所减少，公司流动性还本付息能力很弱；可变现资产以应收账款和存货为主，存货性质对清偿性偿债来源变现能力有一定积极影响。

由于公司经营性净现金流持续净流出，公司流动性还本付息能力很弱。截至 2018 年 9 月末，公司货币资金为 9.90 亿元，其中受限货币资金为 9.05 亿元，占比很大；公司融资渠道较为多元化，但银行授信额度有所减少，对流动性偿债来源亦造成不利影响。

表10　2017～2018年公司三个平衡关系（单位：倍）

三个平衡关系	2017 年	2018 年 F
流动性还本付息能力	0.03	2.11
清偿性还本付息能力	0.93	0.88
盈利对利息覆盖能力	2.19	1.11

数据来源：公司提供、大公测算

公司有一定清偿性还本付息能力，可变现资产主要为应收账款和存货等，存货性质主要为贵金属或珠宝，对变现能力有一定积极影响，2017 年末，可变现资产对总负债的覆盖倍数为 0.93 倍。2017 年，盈利对利息的覆盖能力仍然较好。

结论

综合来看，公司的抗风险能力很好。公司通过拓展经销商及品牌加盟渠道，市场占有率和盈利能力有所提升；同时公司仍注重产品创新，设计能力较强，具备一定竞争力；且国有资本的入股给予了公司融资及借款渠道上的支持；但给予加盟店账期导致公司资金形成较大占用，并存在回收风险；公司存货及应收账款规模扩大较快引起经营性现金流持续净流出，缺乏对债务和利息的保障；公司资产负债率很高，短期偿债压力很重。

综合分析，大公对公司“17 金一文化 MTN001”信用等级维持 AA，主体信用等级维持 AA，评级展望为稳定，同时移出信用观察名单。

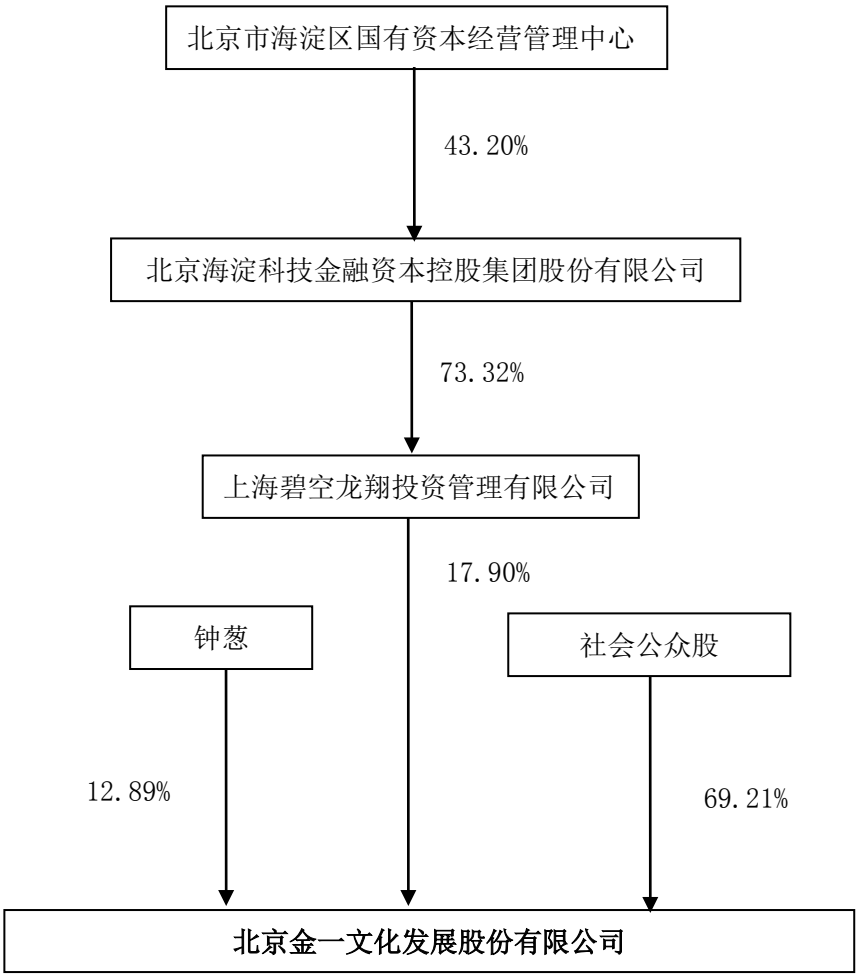
附件 1

报告中相关概念

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

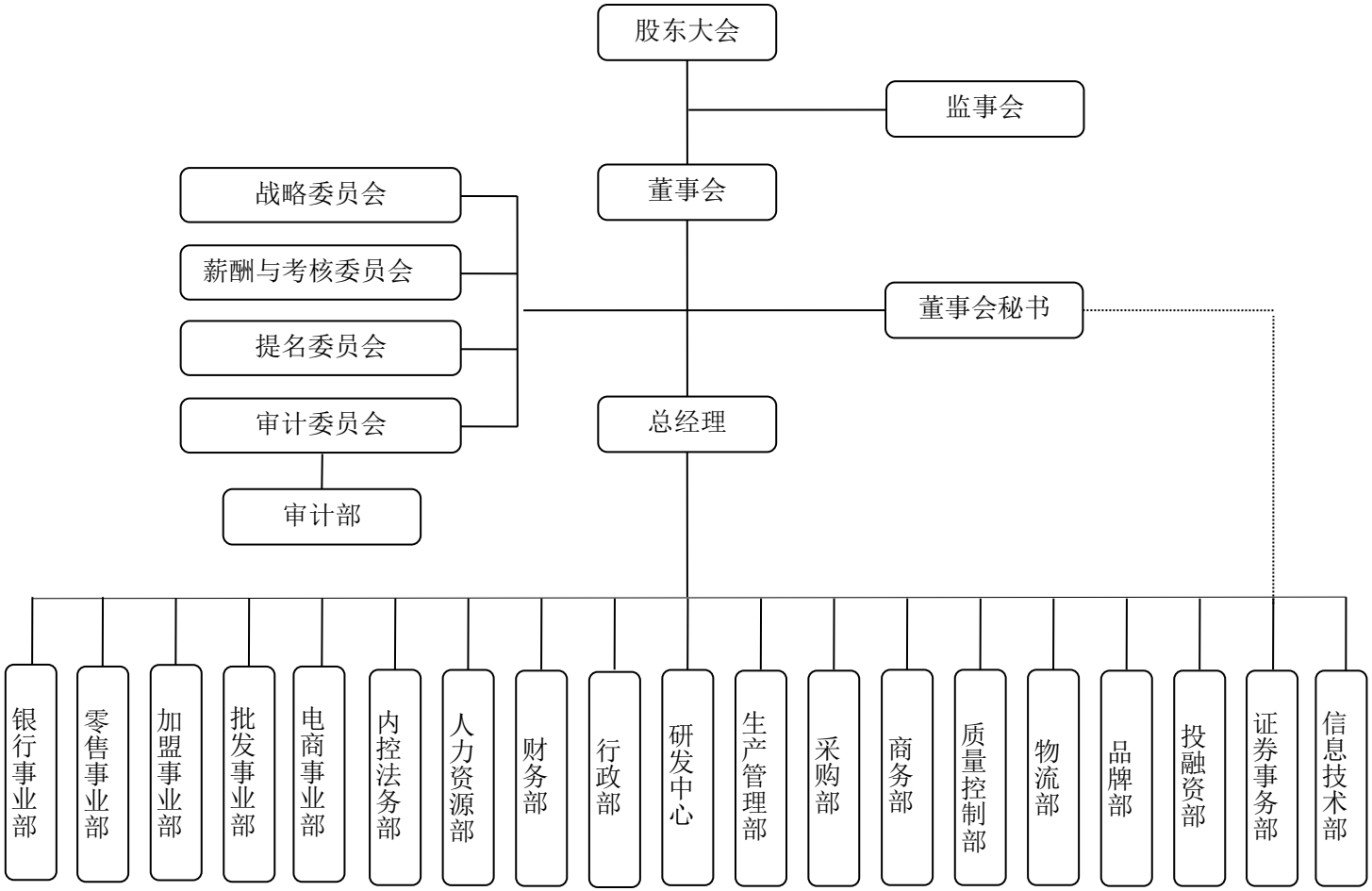
附件 2

截至 2018 年 9 月末北京金一股权结构图



附件 3

截至 2018 年 9 月末北京金一组织结构图



附件 4

金一文化相关数据表格

2015～2017 年及 2018 年 1～9 月公司营业收入及毛利润构成情况

项目	2018 年 1～9 月		2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	**108.81**	**100.00**	**151.07**	**100.00**	**105.97**	**100.00**	**76.37**	**100.00**
珠宝首饰	45.33	41.66	69.61	46.08	32.71	30.36	23.19	30.37
纯金制品	37.41	34.38	49.15	32.53	49.48	45.94	41.05	53.75
投资金条	12.00	11.03	16.03	10.61	8.16	7.57	3.44	4.50
纯银制品	0.64	0.59	1.91	1.26	2.41	2.24	0.81	1.06
原料销售	7.31	6.72	2.05	1.36	3.61	3.35	4.27	5.59
智能产品	0.24	0.22	5.85	3.87	2.91	2.70	-	-
其他	5.89	5.41	6.47	4.28	6.69	6.21	3.61	4.73
毛利润	**7.85**	**100.00**	**16.28**	**100.00**	**12.59**	**100.00**	**8.34**	**100.00**
珠宝首饰	3.77	48.02	6.41	39.37	4.60	32.83	3.89	46.64
纯金制品	1.57	19.96	3.92	24.08	3.94	28.13	3.19	38.25
投资金条	0.34	4.27	0.38	2.33	0.17	1.21	0.05	0.60
纯银制品	0.17	2.2	0.67	4.12	0.54	3.85	0.26	3.12
原料销售	0.28	3.61	0.06	0.37	-0.01	-0.07	-0.05	-0.60
智能产品	-0.09	-1.18	3.02	18.55	1.68	11.99	-	-
其他	1.81	23.11	1.82	11.18	1.67	11.92	1.00	11.99
毛利率		**7.22**		**10.78**		**11.88**		**10.92**
珠宝首饰		8.32		9.21		14.06		16.77
纯金制品		4.19		7.98		7.96		7.77
投资金条		2.80		2.37		2.08		1.45
纯银制品		26.83		35.08		22.41		32.10
原料销售		3.88		2.93		-0.28		-1.17
智能产品		-38.56		51.62		57.73		-
其他		30.84		28.13		24.96		27.70

数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年 9 月末公司应收账款前五名情况（单位：亿元、%）

单位名称	关联方	年末余额	年限	占余额的比例
客户一	否	6.20	1 年以内	9.94
客户二	否	4.61	1 年以内	7.40
客户三	否	4.15	1 年以内	6.65
客户四	否	3.75	1 年以内	6.02
客户五	否	2.70	1 年以内	4.34
合计	-	**21.42**	-	**34.35**

数据来源：根据公司提供资料整理

附件 5

金一文化主要财务指标

（单位：万元）

资产类				
项目	2018 年 1～9 月	2017 年	2016 年（追溯调整）	2015 年
货币资金	98,997	110,103	99,725	81,909
应收账款	623,481	618,589	271,577	194,176
其他应收款	40,521	21,942	25,261	24,673
预付款项	125,022	48,073	39,530	39,651
存货	460,778	411,997	293,410	250,136
流动资产合计	1,467,002	1,340,357	849,612	599,421
固定资产	54,059	50,227	40,532	39,548
商誉	276,775	276,775	151,303	53,700
无形资产	20,420	20,898	14,332	9,375
非流动资产合计	408,441	386,569	232,098	134,466
总资产	1,875,443	1,726,926	1,081,711	733,887
占资产总额比（%）				
货币资金	5.28	6.38	9.22	11.16
应收账款	33.24	35.82	25.11	26.46
其他应收款	2.16	1.27	2.34	3.36
预付款项	6.67	2.78	3.65	5.40
存货	24.57	23.86	27.12	34.08
流动资产合计	78.22	77.62	78.54	81.68
固定资产	2.88	2.91	3.75	5.39
商誉	14.76	16.03	13.99	7.32
无形资产	1.09	1.21	1.32	1.28
非流动资产合计	21.78	22.38	21.46	18.32
负债类				
短期借款	508,257	334,358	254,957	178,811
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	51,863	148,353	195,002	177,705
应付账款	226,728	111,179	31,613	12,321
预收款项	115,463	22,848	27,027	16,459
其他应付款	171,582	71,047	63,765	16,179
流动负债合计	1,186,098	937,424	652,428	462,916
应付债券	20,000	99,845	88,982	28,911
其他非流动负债	49,667	50,065	37,000	0
非流动负债合计	132,065	227,068	130,621	33,813
负债合计	1,318,162	1,164,492	783,049	496,730

附件 5-1

金一文化主要财务指标

（单位：万元）

占负债总额比（%）				
项目	2018 年 1～9 月	2017 年	2016 年(追溯调整)	2015 年
短期借款	38.56	28.71	32.56	36.00
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	3.93	12.74	24.90	35.78
应付账款	17.20	9.55	4.04	2.48
预收款项	8.76	1.96	3.45	3.31
其他应付款	13.02	6.10	8.14	3.26
流动负债合计	89.98	80.50	83.32	93.19
应付债券	1.52	8.57	11.36	5.82
其他非流动负债	3.77	4.30	4.73	0.00
非流动负债合计	10.02	19.50	16.68	6.81
权益类				
少数股东权益	90,574	93,730	77,900	31,042
股本	83,472	83,472	64,804	64,804
资本公积	304,949	304,949	91,214	91,227
盈余公积	1,270	1,270	1,062	1,019
未分配利润	76,556	78,424	63,118	49,037
归属于母公司所有者权益	466,707	468,705	220,761	206,115
所有者权益合计	557,281	562,435	298,662	237,157
损益类				
营业收入	1,088,120	1,510,678	1,059,755	763,713
营业成本	1,009,460	1,347,906	933,797	680,350
销售费用	23,409	58,736	33,662	29,938
管理费用	15,511	22,537	17,046	12,054
财务费用	38,221	43,172	28,353	15,587
公允价值变动收益	1,528	3,047	-9,080	1,339
营业利润	-1,652	41,062	33,441	22,248
利润总额	-819	44,898	38,151	25,750
净利润	-1,442	36,630	31,090	19,112
归属于母公司所有者的净利润	1,053	18,239	17,407	15,263

附件 5-2

金一文化主要财务指标

（单位：万元）

占营业收入比（%）				
项目	2018 年 1～9 月	2017 年	2016 年（追溯调整）	2015 年
营业成本	92.77	89.23	88.11	89.08
销售费用	2.15	3.89	3.18	3.92
管理费用	1.43	1.49	1.61	1.58
财务费用	3.51	2.86	2.68	2.04
公允价值变动收益	0.14	0.20	-0.86	0.18
营业利润	-0.15	2.72	3.16	2.91
利润总额	-0.08	2.97	3.60	3.37
净利润	-0.13	2.42	2.93	2.50
归属于母公司所有者的净利润	0.10	1.21	1.64	2.00
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	-20,846	-166,509	-52,399	-27,088
投资活动产生的现金流量净额	-5,973	-72,991	-54,559	-78,986
筹资活动产生的现金流量净额	6,537	250,712	107,457	117,873
主要财务指标				
EBIT	36,341	88,138	67,877	43,431
EBITDA	41,417	94,666	74,306	48,088
总有息债务	786,226	919,297	638,214	436,234
毛利率（%）	7.23	10.77	11.89	10.92
营业利润率（%）	-0.15	2.72	3.16	2.91
总资产报酬率（%）	1.94	5.10	6.27	5.92
净资产收益率（%）	-0.26	6.51	10.41	8.06
资产负债率（%）	70.29	67.43	72.39	67.68
债务资本比率（%）	60.94	62.04	68.12	64.78
长期资产适合率（%）	168.77	204.23	184.96	201.52
流动比率（倍）	1.24	1.43	1.30	1.29
速动比率（倍）	0.85	0.99	0.85	0.75
保守速动比率（倍）	0.08	0.12	0.16	0.19
存货周转天数（天）	116.72	94.20	104.77	84.95
应收账款周转天数（天）	154.10	106.06	79.11	72.36
经营性净现金流/流动负债（%）	-1.96	-20.95	-9.40	-8.01
经营性净现金流/总负债（%）	-1.68	-17.10	-8.19	-7.62
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-0.56	-3.85	-1.76	-1.53
EBIT 利息保障倍数（倍）	0.98	2.04	2.28	2.46
EBITDA 利息保障倍数（倍）	1.11	2.19	2.50	2.72
现金比率（%）	8.35	11.75	15.29	17.69
现金回笼率（%）	127.50	95.57	107.70	94.28

附件 6

各项指标的计算公式

1. 毛利率（%）＝（1－营业成本/营业收入）× 100%
2. EBIT ＝ 利润总额＋计入财务费用的利息支出
3. EBITDA ＝ EBIT＋折旧＋摊销（无形资产摊销＋长期待摊费用摊销）
4. EBITDA 利润率（%）＝ EBITDA/营业收入×100%
5. 总资产报酬率（%）＝ EBIT/年末资产总额×100%
6. 净资产收益率（%）＝净利润/年末净资产×100%
7. 现金回笼率（%）＝销售商品及提供劳务收到的现金/营业收入×100%
8. 资产负债率（%）＝ 负债总额/资产总额×100%
9. 债务资本比率（%）＝ 总有息债务/（总有息债务＋所有者权益）×100%
10. 担保比率（%）＝担保余额/所有者权益×100%
11. 经营性净现金流/流动负债（%）＝ 经营性现金流量净额/[（期初流动负债＋期末流动负债）/2]×100%
12. 经营性净现金流/总负债（%）＝经营性现金流量净额/[（期初负债总额＋期末负债总额）/2] ×100%
13. 存货周转天数[6]＝ 360 /（营业成本/年初末平均存货）
14. 应收账款周转天数[7]＝ 360 /(营业收入/年初末平均应收账款）
15. 流动比率＝流动资产/流动负债
16. 速动比率＝（流动资产-存货）/ 流动负债
17. 保守速动比率＝（货币资金＋应收票据＋交易性金融资产）/ 流动负债
18. 现金比率（%）＝（货币资金＋交易性金融资产）/ 流动负债×100%
19. 流动性来源 ＝ 期初现金及现金等价物余额+未使用授信额度+外部支持+经营活动产生的现金流量净额
20. 流动性损耗 ＝ 购买固定资产、无形资产和其他长期资产的支出+到期债务本金和利息+股利+或有负债（确定的支出项）+其他确定的收购支出
21. EBIT 利息保障倍数（倍）＝ EBIT/利息支出 ＝ EBIT /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

[6] 三季度取 270 天。
[7] 三季度取 270 天。

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）＝ EBITDA/利息支出 ＝ EBITDA /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）＝ 经营性现金流量净额/利息支出＝ 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

附件 7

主体及中长期债券信用等级符号和定义

信用等级		定义
AAA		偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA		偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A		偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB		偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB		偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B		偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC		偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC		在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C		不能偿还债务。
展望	正面	存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。
	稳定	信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。
	负面	存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

注：大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同；除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。