

信用等级公告

联合〔2019〕677号

盛屯矿业集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对盛屯矿业集团股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2019 年可转换公司债券进行综合分析和评估，确定：

盛屯矿业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”

盛屯矿业集团股份有限公司拟公开发行的 2019 年可转换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： 

二〇一九年七月十一日

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>

盛屯矿业集团股份有限公司

2019年公开发行可转换公司债券信用评级报告

本次公司债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：不超过24亿元（含）

债券期限：自本次可转债发行之日起6年

转股期限：自本次可转债发行结束之日满6个月后的第一个交易日起本次至可转债到期日止

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2019年7月11日

主要财务数据：

项目	2016年	2017年	2018年	19年3月
资产总额(亿元)	98.98	112.54	134.79	141.28
所有者权益(亿元)	40.47	46.85	75.85	75.88
长期债务(亿元)	19.78	20.66	8.57	8.51
全部债务(亿元)	36.50	43.60	38.83	27.37
营业收入(亿元)	127.10	206.68	307.54	57.94
净利润(亿元)	1.95	6.09	4.17	0.13
EBITDA(亿元)	5.33	11.86	9.31	--
经营性净现金流(亿元)	1.37	9.97	8.59	-1.46
营业利润率(%)	6.20	6.64	3.64	2.08
净资产收益率(%)	4.84	13.94	6.79	0.17
资产负债率(%)	59.11	58.37	43.73	46.29
全部债务资本化比率(%)	47.42	48.21	33.86	26.51
流动比率(倍)	1.57	1.51	1.44	1.47
EBITDA全部债务比(倍)	0.15	0.27	0.24	--
EBITDA利息倍数(倍)	2.69	4.04	3.08	--
EBITDA/本次发行额度(倍)	0.22	0.49	0.39	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3、报告中涉及货币内容除特别说明外，均指人民币；4、全部债务包括其他应付款、其他流动负债和长期应付款中的付息项，2019年一季度付息项使用2018年年底数据；5、公司2019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”）对盛屯矿业集团股份有限公司（以下简称“公司”或“盛屯矿业”）的评级反映了其作为国内规模较大的有色金属企业，在矿产资源储备、从业经验和业务资源等方面所具备的竞争优势。近年来，钴材料业务、金属贸易和产业链服务业务持续快速扩张，对公司在有色金属产业的布局形成一定支撑。同时，联合评级也关注到有色金属价格波动对公司盈利水平影响较大，大规模的金属贸易和产业链服务业务给公司经营现金流带来压力，以及控股股东和实际控制人股权质押比例高等因素对公司信用水平产生的不利影响。

公司发行股票购买资产等相关事宜的完成有利于公司钴材料业务产业链的完善，进一步提高公司盈利能力。

未来，随着公司下属矿山企业技改完成并投产以及钴材料业务产业链的完善，公司经营状况有望保持良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次可转换公司债券设置了转股价格调整、转股价格向下修正及有条件赎回等条款，考虑到未来转股因素，公司的资本实力可能进一步增强。

综上，基于对公司主体长期信用等级及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次可转换公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司矿山资源品位较高，产品销售情况较好，2016年以来，有色金属行业景气度大幅回升，公司有色金属采选业务盈利能力较强。

2. 近年来，钴材料业务、金属贸易和产业链服务业务持续快速扩张，对公司在有色金属

产业的布局形成一定支撑。

3. 公司于 2018~2019 年完成 3 次股份增发, 并偿还了部分债务, 资本结构有所优化, 未来资本实力有望进一步增强。

4. 本次可转换公司债券设置了转股价格调整、转股价格向下修正及有条件赎回等条款, 考虑到未来转股因素, 公司的资本实力可能进一步增强。

关注

1. 近年来, 铅、锌、铜、钴等有色金属价格波动幅度大, 不利于公司稳定经营; 2018 年, 钴材料价格大幅下跌, 公司利润规模大幅缩小; 同时, 公司存货规模较大, 且存在一定跌价风险。

2. 公司部分矿产项目处于勘探或者审批阶段尚未投产, 短期内不能形成现金收入; 同时, 由于采矿活动存在一定的危险性, 公司安全生产状况需持续关注。

3. 公司金属贸易和产业链服务业务发展较快, 规模较大, 对资金占用较大。

4. 公司控股股东及实际控制人质押股份占其持有公司股份比例高, 不利于公司股权结构和实际控制权的稳定。

分析师

任贵永

电话: 010-85172818

邮箱: rengy@unitedratings.com.cn

余瑞娟

电话: 010-85172818

邮箱: yurj@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：



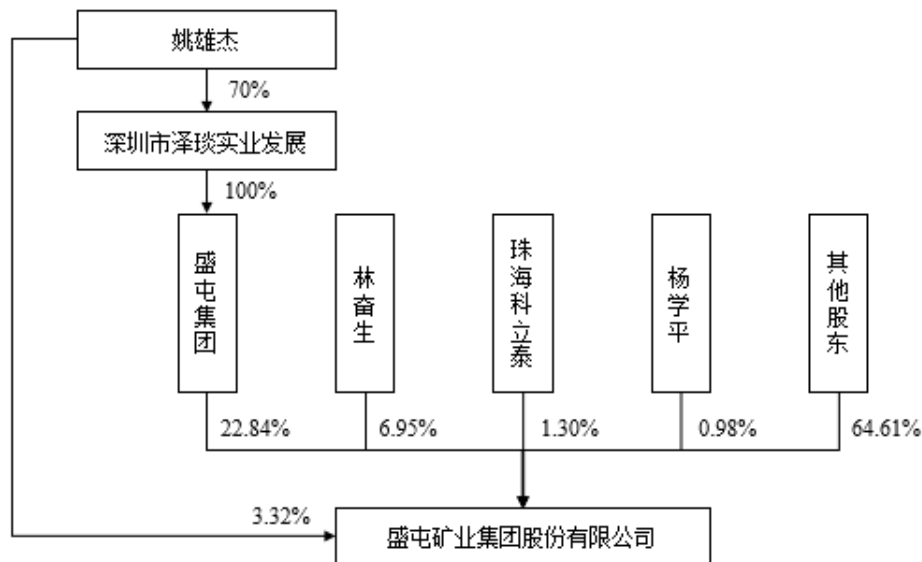
联合信用评级有限公司

一、主体概况

盛屯矿业集团股份有限公司（以下简称“公司”或“盛屯矿业”）前身为成立于 1975 年的厦门市电气设备厂，1992 年 12 月，经厦门市经济体制改革委员会及中国人民银行厦门分行同意（厦体改[1992]008 号、厦人银[92]179），并经国家证券委员会确认（证委发[1993]20 号），由厦门市电气设备厂独家发起以社会募集方式组建厦门市龙舟实业股份有限公司（以下简称“厦门龙舟”）。厦门龙舟初始发行股票 1,300 万股，其中 700 万股由厦门市电气设备厂净资产折股而成，600 万股为社会公众股；公司于 1996 年 5 月 31 日在上海证券交易所上市挂牌交易（股票代码 600711.SH）。

几经更名后，公司于 2011 年 6 月更为现名。后经多次转增资本、发行股票，截至 2019 年 3 月底，公司总股本 18.31 亿股，其中深圳盛屯集团有限公司（以下简称“盛屯集团”）持股 15.88%（不包含“17 盛 EB01”及“17 盛 EB02”的两笔可交债质押股份），为公司的控股股东，姚雄杰先生为盛屯集团的实际控制人，同时直接持有公司 3.32% 股份，为公司实际控制人。公司股权结构图如下。

图 1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围为对矿山、矿山工程建设业的投资与管理；批发零售矿产品、有色金属，黄金和白银现货销售；经营各类商品和技术的进出口（不另附进出口商品目录），国家限定公司经营或禁止进出口的商品及技术除外；信息咨询；智能高新技术产品的销售、服务；接受委托经营管理资产和股权；投资管理。（法律、法规另有规定除外）

截至 2018 年底，公司设审计部、投资研究部、证券事务部、资金部、会计部、财管部、矿山管理部、地质勘查院、行政人事部、风控法务部等多个职能部门，拥有 37 家控股子公司，13 家参股公司。截至 2018 年底，公司及主要子公司在职员工共 1,376 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 134.79 亿元，负债合计 58.94 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 75.85 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 74.93 亿元。2018 年，公司实现营业收入 307.54 亿元，净利润（含少数股东损益）4.17 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.20 亿元；经营活动产生的现金流量净额 8.59 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.35 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 141.28 亿元，负债合计 65.40 亿元，所有者权益（含少

数股东权益)合计 75.88 亿元,其中归属于母公司的所有者权益 75.03 亿元。2019 年 1~3 月,公司实现营业收入 57.94 亿元,净利润(含少数股东损益)0.13 亿元,其中归属于母公司所有者的净利润 0.21 亿元;经营活动产生的现金流量净额-1.46 亿元,现金及现金等价物净增加额-1.91 亿元。

公司注册地址:厦门市翔安区莲亭路 836 号 3#楼 101 号 A 单元;法定代表人:陈东。

二、本次可转换公司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“盛屯矿业集团股份有限公司 2019 年可转换公司债券”,发行规模不超过人民币 24 亿元(含 24 亿元),票面金额为 100 元,按面值平价发行。本次可转债期限为自本次可转债发行之日起 6 年。

本次可转债的具体发行方式由股东大会授权董事会及董事会授权人士与保荐机构(主承销商)根据法律、法规的相关规定协商确定。本次可转债的发行对象为持有中国证券登记结算有限责任公司上海分公司证券账户的自然人、法人、证券投资基金、符合法律规定的其他投资者等(国家法律、法规禁止者除外)。本次可转债票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平,由公司股东大会授权公司董事会及董事会授权人士在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构(主承销商)协商确定。本次可转债的付息方式为每年付息一次,到期归还本金和最后一年利息。本次可转债计息起始日为本次可转债发行首日,在付息债权登记日前(包括付息债权登记日)申请转换成公司股票的本次可转债,公司不再向其持有人支付本计息年度及以后计息年度的利息。本次发行的可转债转股期自本可转债发行结束之日满 6 个月后的第 1 个交易日起至本次可转债到期日止。

本次可转债无担保。

(1) 转股条款

初始转股价格的确定依据

本次可转债的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价(若在该二十个交易日内发生过因除权、除息等引起股价调整的情形,则对调整前交易日的交易价格按经过相应除权、除息调整后的价格计算)和前一个交易日公司股票交易均价。具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会及董事会授权人士在本次发行前根据市场状况与保荐机构(主承销商)协商确定。

前二十个交易日公司股票交易均价=前二十个交易日公司股票交易总额/该二十个交易日公司股票交易总量;前一交易日公司股票交易均价=前一交易日公司股票交易总额/该日公司股票交易总量。

转股价格的调整方式及计算公式

在本次可转债发行之后,当公司因派送股票股利、转增股本、增发新股(不包括因本次可转债转股而增加的股本)、配股使公司股份发生变化及派送现金股利等情况时,将按下述公式进行转股价格的调整(保留小数点后两位,最后一位四舍五入):

派送股票股利或转增股本: $P1 = P0 / (1+n)$,

增发新股或配股: $P1 = (P0 + A \times k) / (1+k)$,

上述两项同时进行: $P1 = (P0 + A \times k) / (1+n+k)$,

派送现金股利: $P1 = P0 - D$,

上述三项同时进行: $P1 = (P0 - D + A \times k) / (1+n+k)$;

其中: $P0$ 为调整前转股价, n 为送股或转增股本率, k 为增发新股或配股率, A 为增发新股价或

配股价，D 为每股派送现金股利，P1 为调整后转股价。

当公司出现上述股份和/或股东权益变化情况时，将依次进行转股价格调整，并在中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上刊登公告，并于公告中载明转股价格调整日、调整办法及暂停转股期间（如需）。当转股价格调整日为本次可转债持有人转股申请日或之后、转换股票登记日之前，则该持有人的转股申请按公司调整后的转股价格执行。

当公司可能发生股份回购、合并、分立或任何其他情形使公司股份类别、数量和/或股东权益发生变化从而可能影响本次可转债持有人的债权利益或转股衍生权益时，公司将视具体情况按照公平、公正、公允的原则以及充分保护本次可转债持有人权益的原则调整转股价格。有关转股价格调整内容及操作办法将依据当时国家有关法律法规及证券监管部门的相关规定来制订。

转股价格向下修正条款

①修正权限与修正幅度

在本次可转债存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90% 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。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于前项规定的股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日公司股票交易均价，且修正后的价格不低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。

②修正程序

如公司股东大会审议通过向下修正转股价格，公司将在中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上刊登股东大会决议公告，公告修正幅度和股权登记日及暂停转股期间（如需）。从股权登记日后的第一个交易日（即转股价格修正日）起，开始恢复转股申请并执行修正后的转股价格。若转股价格修正日为转股申请日或之后，转换股票登记日之前，该类转股申请应按修正后的转股价格执行。

转股股数确定方式

本次可转债持有人在转股期内申请转股时，转股数量的计算方式为： $Q=V/P$ ，并以去尾法取一股的整数倍；

其中：V 为可转债持有人申请转股的可转债票面总金额，P 为申请转股当日有效的转股价格。

本次可转债持有人申请转换成的股份须是整数股。转股时不足转换为一股的本次可转债余额，公司将按照上海证券交易所、证券登记机构等部门的有关规定，在本次可转债持有人转股当日后的五个交易日内以现金兑付该不足转换为一股的本次可转债余额。该不足转换为一股的本次可转债余额对应的当期应计利息（当期应计利息的计算方式参见赎回条款的相关内容）的支付将根据证券登记机构等部门的有关规定办理。

（2）赎回条款

到期赎回条款

在本次可转债期满后五个交易日内，公司将以本次可转债的票面面值上浮一定比例（含最后一期年度利息）的价格向本次可转债持有人赎回全部未转股的本次可转债。具体上浮比率提请股东大会授权董事会及董事会授权人士在本次发行前根据市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

有条件赎回条款

在本次可转债转股期内，如果下述两种情形的任意一种出现时，公司有权按照本次可转债面值

加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的本次可转债：

①公司股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），②当本次可转债未转股余额不足人民币 3,000 万元时。

当期应计利息的计算公式为： $IA = B \times i \times t / 365$ ；其中，

IA：指当期应计利息，

B：指本次可转债持有人持有的将赎回的本次可转债票面总金额，

i：指本次可转债当年票面利率，

t：指计息天数，首个付息日前，指从计息起始日起至本计息年度赎回日止的实际日历天数（算头不算尾），首个付息日后，指从上一个付息日起至本计息年度赎回日止的实际日历天数（算头不算尾）。

本次可转债的赎回期与转股期相同，即发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至本次可转债到期日止。

若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

（3）回售条款

附加回售条款

若本次可转债募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本次可转债持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的部分或者全部本次可转债的权利。在上述情形下，本次可转债持有人可以在公司公告后的回售申报期内进行回售，本次回售申报期内不实施回售的，自动丧失该回售权。当期应计利息的计算方式参见赎回条款的相关内容。

有条件回售条款

在本次可转债最后两个计息年度内，如果公司股票收盘价在任何连续三十个交易日低于当期转股价格的 70% 时，本次可转债持有人有权将其持有的本次可转债全部或部分以面值加上当期应计利息回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起按修正后的转股价格重新计算。

当期应计利息的计算方式参见赎回条款的相关内容。

最后两个计息年度可转债持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转债持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权。可转债持有人不能多次行使部分回售权。

2. 本次债券募集资金用途

本次发行可转债募集资金总额不超过 24 亿元（含 24 亿元），募集资金总额扣除发行费用后用于如下项目：

表 1 募集资金用途（单位：万元）

序号	项目名称	项目总投资	本次募集资金使用金额
1	刚果（金）年产 30,000 吨电铜、5,800 吨粗制氢氧化钴（金属量）湿法冶炼项目	239,057.66	170,000
2	补充流动资金项目	70,000	70,000
合计		309,057.66	240,000

资料来源：公司提供

注：刚果（金）年产 30,000 吨电铜、5,800 吨粗制氢氧化钴（金属量）湿法冶炼项目的总投资金额为 34,646.04 万美元，上表中，美元兑换人民币汇率为：1 美元兑换 6.90 元人民币。

本次发行募集资金到位之前，公司将根据募集资金投资项目进度的实际情况以自有资金等方式先行投入，并在募集资金到位之后予以置换。如果本次发行募集资金不能满足公司项目的资金需要，公司将自筹资金解决不足部分。

三、行业分析

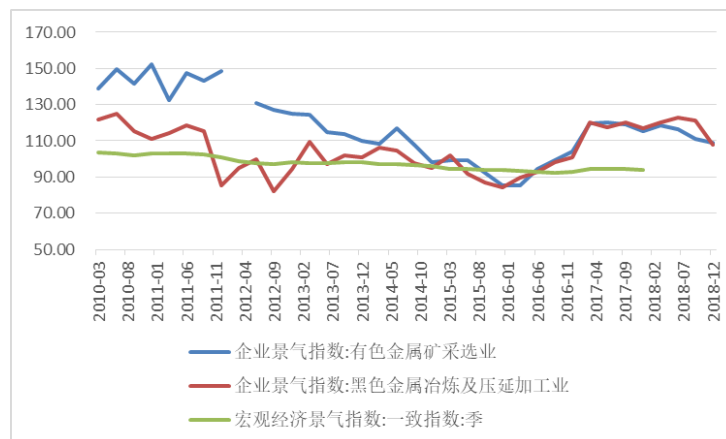
公司主营业务包括有色金属采选业务、金属贸易和产业链服务业务和钴材料业务，属于有色金属行业。

1. 行业概况

有色金属作为重要基础原材料，在经济建设、国防建设和社会发展中发挥着重要作用。有色金属行业是与宏观经济高度相关的行业，其需求受固定资产投资、消费、出口等因素影响较大，属于强周期性行业。

2012 年以来，我国经济在不断转型过程中，经济增速明显放缓，国内消费和投资需求增速下降，贸易出口增长乏力，宏观经济景气指数在 100 以下震荡。与此同时，有色金属产品终端需求疲弱，行业景气度持续下滑。2014 年初，我国不断推出有针对性的局部刺激政策，有色金属行业整体景气度企稳并略有回升，但有色金属行业供应过剩局面尚未根本改变。2014 年下半年至 2016 年 3 月，受国内外有色金属市场价格（铜、铅等金属品种）震荡走低的影响，有色金属矿采选业与冶炼及延压加工业景气度指数持续走低；2016 年 3 月以后，景气度大幅回升。2017 年以来，有色金属行业景气度大幅回升后稍有回落，但仍处于高位。

图 2 近年来我国宏观经济景气指数与有色金属行业景气指数（单位：点）



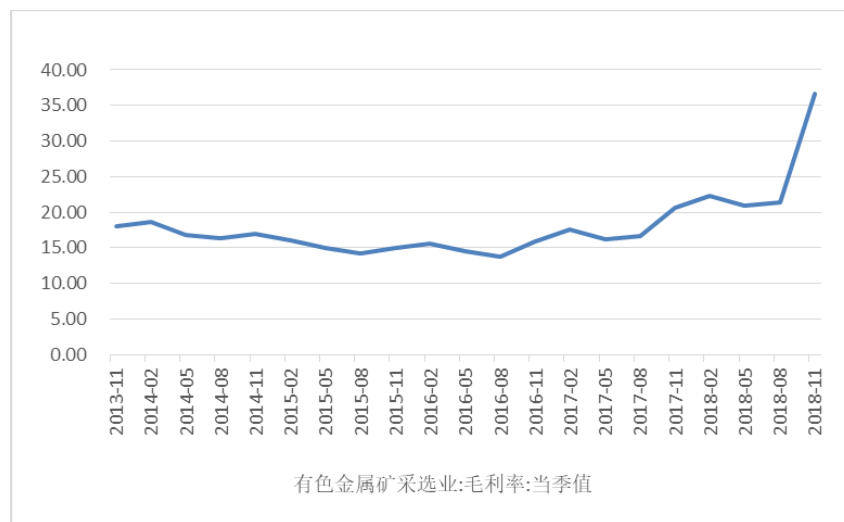
资料来源：Wind

注：宏观经济景气指数为当季平均值；有色金属矿采选业与有色金属冶炼及延压加工业景气度指数为当季值。

2015年以前，由于宏观经济波动下行，有色金属产品终端需求不旺导致产品价格下跌，并通过冶炼企业不断向上传导至采矿企业。2016年，受冶炼行业景气度回升带动，采矿与冶炼企业景气度大幅反弹，当年四季度有色金属采选业和冶炼及压延加工业景气度分别为106.20点和116.40点。2017年四季度，有色金属采选业及冶炼及压延加工业景气度分别升至115.40点及124.60点，均较上年提升明显。2018年四季度，有色金属采选业和冶炼及压延加工业景气度分别为108.70点及108.10点，均较上年有所回落，但整体维持高位。

从行业盈利情况来看，受近几年宏观经济景气度下降的影响，2013~2015年，有色金属矿采选行业毛利率整体呈波动下降态势。2016年，有色金属采选行业毛利率整体略有下降，平均毛利率约为14.95%，较2015年下降0.09个百分点。2017年以来，有色金属采选行业毛利率小幅回落，但三季度以后，毛利率逐步攀升至年底的20.70%。2018年以来，有色金属采选行业毛利率继续攀升，2018年11月色金属采选行业毛利率升至36.66%。

图3 近年来有色金属采选行业毛利率（单位：%）



资料来源：Wind

总体看，有色金属行业与宏观经济密切相关，2010年以来国内宏观经济下行导致有色金属行业景气度不断下降，进入2016年后，受有色金属价格回升带动，行业盈利水平有所好转。

2. 资源储量与供给

2018年，全球锌储量为23,000万吨，主要分布在澳大利亚、中国、秘鲁、哈萨克斯坦、墨西哥和美国六国；全球铜储量为83,000万吨，主要分布在智利、澳大利亚、秘鲁、墨西哥、美国和中国六国；全球铅储量为8,800万吨，主要分布在澳大利亚、中国、俄罗斯、美国、秘鲁和墨西哥六国。

表2 近年来有色金属储量情况（单位：千吨、%）

项目		2016年	2017年	2018年
锌	全球	220,000	230,000	230,000
	中国	40,000	41,000	44,000
	中国储量占比	18.18	17.83	19.13
铅	全球	88,000	88,000	83,000
	中国	17,000	17,000	18,000
	中国储量占比	19.32	19.32	21.69

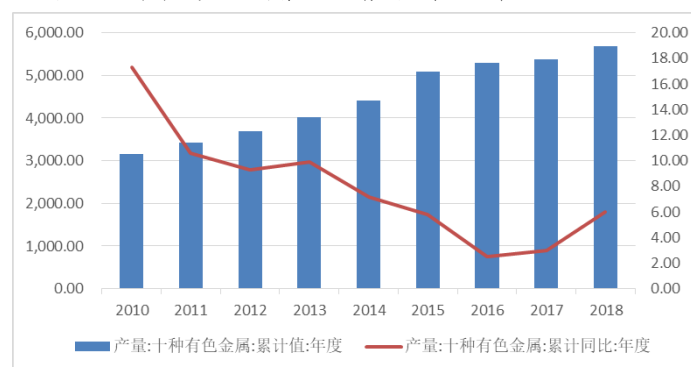
	全球	720,000	790,000	830,000
铜	中国	28,000	27,000	26,000
	中国储量占比	3.89	3.42	3.13

资料来源：Wind

我国有色金属矿产资源（除铜外）均较丰富，在资源分布方面，中国锌资源主要以铅锌伴生矿为主，铅锌矿主要集中于云南、内蒙古、甘肃、广东、湖南、广西等省区。

近年来，我国铜、铝、铅、锌等十种主要有色金属的产量持续上升。2017年，十种主要有色金属产量达5,377.80万吨，同比增长3.00%，增速同比提高0.50个百分点；2018年，十种主要有色金属产量达5,687.90万吨，同比增长6.00%，增速同比提高3.00个百分点。

图4 近年来我国主要有色金属产量情况（单位：万吨、%）



资料来源：Wind

注：十种主要有色金属指铜、铝、铅、锌、镍、镁、钛、锡、锑、汞。

从进口情况看，由于我国铅锌量储量较为丰富，2015~2017年，我国铅矿砂及其精矿进口量分别为190万吨、141万吨和128万吨，进口量较小且逐年下降。由于我国铜矿资源禀赋不佳，品位低、采选难，远不能满足国内冶炼的需求，因此需要大量进口；2016~2018年我国铜矿砂及其精矿进口数量分别为1,696万吨、1,734.96万吨和1,971.62万吨，同比分别增长27.60%、2.28%和13.64%。

总体看，我国有色金属资源（除铜外）较为丰富、分布广泛。近年来我国有色金属采选量不断上升，但仍不能满足国内需求，其中部分产品仍需大量进口。

3. 下游需求

有色金属是现代工业不可或缺的基本金属材料，广泛应用于电力、建材、汽车、通讯、电子、机械制造及航空等行业，近年来，房地产、家电、汽车等主要有色金属应用消费领域需求增速整体有所回落，部分产品增速缓慢提高。

从房地产和基建来看，2016年以来，随着我国整体经济环境的回暖，房地产需求有所增长，但增幅有限；其中2018年，受房地产去库存政策、利率仍处于较低水平以及房地产开发商加快开工以回笼资金等因素影响，房地产投资力度强劲导致；2018年全国房地产开发投资完成额120,264亿元，同比增长9.5%，投资增速同比提高2.5个百分点；房地产新开工面积增速为17.2%，同比大幅提高10.2个百分点，开发商开工建设积极性较高；商品房销售面积为17.17亿万平方米，同比增长1.3%，同比下降4.4个百分点，销售增速虽有所放缓，但整体销量继续提升；商品房待售面积由2017年底的5.89亿平方米下降至5.24亿平方米，房地产继续去库存；受去杠杆政策影响，2018年基础设施建设投资增速由2017年的14.93%大幅下滑至1.79%。从家电行业看，家用电器产量整体较为稳定；

2018年空调、彩电和家用电冰箱的产量分别为20,486.00万台、20,381.50万台和7,876.70万台，同比分别增长13.56%、增长18.27%和下降9.15%，增速同比分别提高1.16个百分点、提高19.70个百分点和下滑3.00个百分点。

我国锌消费以镀锌领域为主，约占锌消费的60%。2017年和2018年1~11月，国内镀层板（带）累计产量分别为5,22.99万吨和4,576.57，同比分别增长0.54%和减少0.33%；镀层板（带）产量整体较为稳定，其中2018年小幅减少。

中国精炼铅消费结构中，铅酸电池占80.00%，氧化物占12.00%，其他如铅材、铅合金等综合仅占8.00%。从终端领域来看，铅酸蓄电池按用途可分为动力型、启动型、固定型和储能型等，动力型占整个中国精铅消费市场的份额超过35%，主要应用于电动自行车、电动三轮车、低速纯电动车等领域。2013年中国电动自行车行业进入饱和期，2014年开始，电动自行车行业的表现持续恶化。近年来，我国汽车保有量维持高位，需求增长有序，2017年以来，我国汽车产业发展增速放缓，但受“一带一路”政策及新能源汽车影响，新能源汽车产业迎来新的发展；具体看2018年，我国全年汽车产量和销量分别为2,796.80万辆和2,808.06万辆，同比分别减少6.59%和2.76%，增速较2017年的6.20%和3.04%分别下降12.80个百分点和5.80个百分点，汽车产量和销量均有所减少；2018年，我国全年新能源汽车产量和销量分别为129.60万辆和125.62万辆，同比分别增长81.01%和61.67%，增速较2017年的57.36%和53.25%分别提高23.64个百分点和8.42个百分点，新能源汽车产业快速发展。

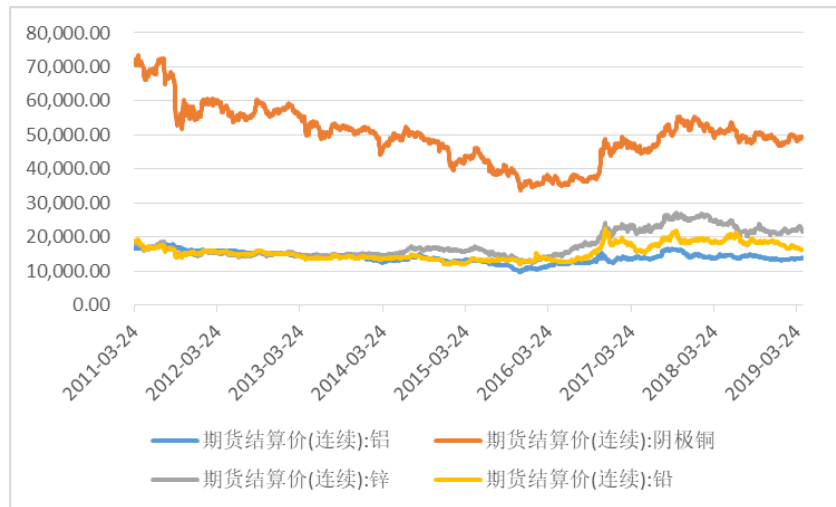
总体看，近年来，随着我国经济增速放缓及消费机构调整，有色金属主要下游行业的需求增速整体有所回落，部分产品需求增速缓慢提高。

4. 产品价格

有色金属价格方面，自2012年起，世界有色金属市场开始进入周期性下行通道，铜、铝、锌、镍等主要有色金属价格持续下滑，2015年出现断崖式下跌。我国为全球最大的有色金属生产国和消费国，随着全球有色金属企业生产经营形势恶化，国内行业利润规模大幅度减少，亏损不断增加，投资明显萎缩，资产严重缩水，行业下行压力加大。

2016年开始，受我国去产能政策、美元加息、全球经济回暖、大宗商品价格修复等多方面因素影响，有色金属价格持续上涨。2016年12月底，上海期货交易所阴极铜、铝、锌、铅价格分别为45,210.00元/吨、12,765.00元/吨、20,755.00元/吨和17,720.00元/吨，同比分别上涨23.05%、14.79%、55.53%和34.19%。2017年以来，有色金属价格继续震荡上涨；2017年12月底，上海期货交易所阴极铜、铝、锌、铅价格分别为55,430.00元/吨、15,020.00元/吨、25,650.00元/吨和19,105元/吨，同比分别上涨22.61%、17.67%、23.58%和7.82%。2018年，受我国宏观经济增速放缓及下游需求增速回落影响，有色金属价格震荡回落，但整体维持高位；2018年12月底，上海期货交易所阴极铜、铝、锌、铅价格分别为48,190.00元/吨、13,550.00元/吨、21,175.00元/吨和18,550元/吨，分别同比下降13.06%、9.79%、17.45%和2.90%。

图 5 近年来上海期货交易阴极铜、铝、铅、锌期货价格（单位：元/吨）

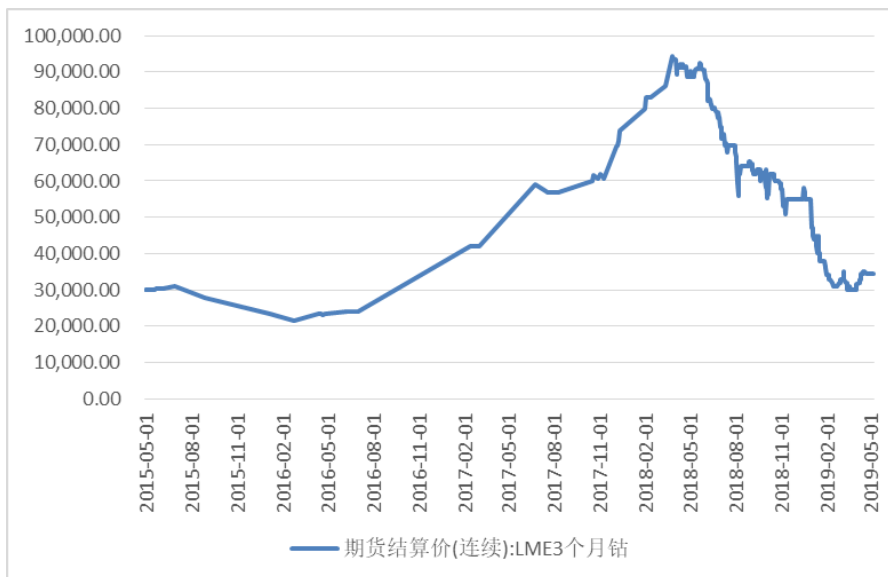


资料来源：Wind，联合评级整理。

钴属于小金属，是生产耐热合金、硬质合金、防腐合金、磁性合金和各种钴盐的重要原料。从供给端看，世界储量主要集中在刚果、赞比亚、澳大利亚、加拿大和俄罗斯等地；我国钴储量较小且品位较差，中国已探明的钴储量主要集中在甘肃和云南等地，国内钴产量尚不能满足国内需求，每年约有半数需进口；从需求端看，钴金属下游主要为新能源汽车，此外，3C 等产品也有一定需求。

随着新能源汽车及电子产业的发展，2016 年以来，钴价快速上涨，英国 LME 有钴金属期货价格由 2016 年 2 月最低的 21,500 美元/吨升至 2018 年 3 月最高的 94,500 美元/吨；全球投资钴矿的热情随之高涨，钴矿产能快速释放，2018 年全球钴原料供给增速为 33.9%。2018 年中旬以来，随着供需的宽松，钴价开始快速下跌。未来，随着国内钴原料库存下降，预计 2019 年钴价或有小幅回升，但考虑到全球产能较高、需求增长有限等因素，预计未来钴价将于中低位波动运行。

图 6 近年来英国 LME 有钴金属期货价格（单位：美元/吨）



资料来源：Wind，联合评级整理。

总体看，2012 年起，世界有色金属市场开始进入周期性下行通道；2016 年以来，受我国去产能政策、美元加息、全球经济回暖、大宗商品价格修复等利好因素的带动，有色金属价格明显回升，

有色金属行业整体景气性明显提升；2018年，主要有色金属价格震荡回落，但整体维持高位，钴金属价格波动较大，2018年中旬开始大幅下跌，预计未来价格或将于中低位震荡运行。

5. 竞争格局

有色金属行业属于资金密集型行业，行业进入壁垒较高；同时，作为资源性行业，有色金属行业集中度较高。有色金属包含金属种类达十多种，不同矿采选企业的规模、产业链情况又各不相同，根据企业的规模和销售市场覆盖的范围，有色金属行业企业可分为以下几类：

（1）大型中央企业

该类企业由中国铝业公司、中国五矿集团公司、中国有色矿业集团公司三家中央企业构成，该类企业具备产品类型多元、业务延伸性强，海外市场规模较大等特点，具备行业领先地位，市场竞争优势明显。

（2）综合性有色金属企业

国内综合性有色金属企业主要包括深圳市中金岭南有色金属股份有限公司（以下简称“中金岭南”）、云南驰宏锌锗股份有限公司（以下简称“驰宏锌锗”）和紫金矿业集团股份有限公司等，其中，中金岭南及驰宏锌锗规模较大，处于同行业上市公司领先地位。该公司不以单一的精矿为销售产品，以经冶炼后的金属产品或深加工的金属制品为主要收入来源，产品销售覆盖国内多个地区并在海外市场有一定的业务规模。

（3）地区性有色金属企业

地区性有色金属企业的生产和销售主要以某一或几个省份为主，生产流程主要包括矿石采选和冶炼两个环节，以精矿产品作为主要销售产品。该类企业中生产铅锌产品的上市公司包括内蒙古兴业矿业股份有限公司和盛达矿业股份有限公司等。

总体看，有色金属企业主要以开采、冶炼为主，大型央企及综合性企业由于拥有较丰富的资源，企业规模较大，市场覆盖范围广，在行业内具备较强的竞争力。

6. 行业政策

我国《中华人民共和国矿产资源法》及其实施细则，以法律形式对矿产资源的勘探、开采、保护做出了明确规定。2014年5月国土资源部发布《关于推荐矿产资源节约与综合利用先进适用技术的通知》，健全了矿产资源节约集约利用机制，促进了矿业领域科技创新。

随着有色金属行业产能过剩问题的突出，2016年6月，国务院办公厅印发了《关于营造良好市场环境促进有色金属工业调结构促转型增效益的指导意见》，要求以解决有色金属工业长期积累的结构性产能过剩、市场供求失衡等深层次矛盾和问题为导向，优化存量、引导增量、主动减量，化解结构性过剩产能。同年10月，工业和信息化部发布了《有色金属工业发展规划（2016-2020年）》（以下简称《规划》）。《规划》提出，以加强供给侧结构性改革和扩大市场需求为主线，以质量和效益为核心，以技术创新为驱动力，以高端材料、绿色发展、两化融合、资源保障、国际合作等为重点，加快产业转型升级，拓展行业发展新空间，到2020年底我国有色金属工业迈入世界强国行列。《规划》提出了实施创新驱动、加快产业结构调整、大力发展高端材料、促进绿色可持续发展、提高资源供给能力、推进两化深度融合、积极拓展应用领域、深化国际合作等8项重点任务，并以专栏形式列出7项发展重点和4项重点工程。《规划》作为“十三五”时期指导有色金属工业发展的专项规划，将促进有色金属工业转型升级，持续健康发展。

在安全生产方面，我国颁布了《中华人民共和国矿山安全法》、《中华人民共和国矿山安全法实

施条例》及《安全生产许可证条例》等。采矿企业实行安全生产许可制度，采矿企业均需持有有效安全生产许可证，方可从事生产活动。国家安全生产监督管理总局负责对矿产开采进行安全生产监督管理等工作，县级以上安全生产监督管理部门负责其辖区内的安全生产工作监督及管理工作，矿山开采必须具备保障安全生产的条件，建立、健全安全管理制度。安监总局印发《金属矿产地质勘查坑探工程安全编写提纲》，进一步规范和加强对金属非金属矿产资源地质勘查坑探工程项目的安全监管。

在环境保护方面，2015年10月以来，十八届五中全会通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》把绿色发展作为五大发展理念之一，有色金属行业废水、废气、废渣产生量大，排放浓度高，形态复杂，对生态环境影响较大。国务院将有色金属行业列为重金属污染防治的重点行业。随着《环境保护法》、国际汞公约、“大气十条”、“水十条”等一系列新的环境政策实施，使得有色金属企业的减排压力进一步加大。2018年1月1日起实施《中华人民共和国环境保护税法》，税法要求直接向环境排放应税污染物的企业事业单位和其他生产经营者为环境保护税的纳税人，应当依照本法规定缴纳环境保护税。

总体看，我国制定一系列法律法规和规章以保护矿产资源有序开采、合理利用，调整产业结构，同时兼顾矿山企业安全生产以及环境保护工作，有利于有色金属行业健康、可持续发展。

7. 行业关注

(1) 生产成本刚性上升，挤压企业盈利空间

近年来，企业环保投入增加、社保费用计提基数提高等因素导致企业成本费用刚性上升。同时，随着新环保法和环境保护税法的实施，环保投入大幅增加。

(2) 资源储备获取难度加大

对于有色金属矿采选业企业来说，其核心竞争力体现在矿产储量及矿石品位上，由于矿石资源有限，考虑到企业可持续发展，需要不断通过获得探矿权、探转采或者兼并收购其他矿山来进行矿山资源储备。一方面，矿山资源储备同时将占用大量资金；另一方面，能否获得易开采、高品位矿山，上述因素成为制约有色金属矿采选业的关键因素。

8. 未来发展

随着“十三五”规划、“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带建设等国家战略以及《中国制造2025》的实施，以及一系列稳增长措施的出台，将为有色金属工业拓展新的发展空间，增加新的发展动力。2017年以来，随着供给侧改革的逐步推进以及有色金属产品市场需求小幅增长，有色金属产品价格仍将维持高位震荡。同时由于美联储加息预期继续存在，国际流动性受到抑制，包括有色金属在内的大宗原料商品价格上涨的支撑因素不足。

总体看，随着供给侧改革的逐步推进以及有色金属产品市场需求小幅增长，有色金属行业将维持较高的景气度，但有色金属在内的大宗原料商品价格上涨的支撑因素不足。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

(1) 公司拥有丰富的优质矿产资源

经过近年来一系列的增发及收购兼并，公司资产规模不断扩大，有色金属采选业务的资源基础

得到了充分加强。截至 2018 年底，公司控股 6 家、参股 2 家矿山企业，金属品种包括金、银、铅、锌、铜、钨、锡等，矿山产量基本保持稳定。截至 2018 年底，公司下属 6 家控股矿业已探明有色金属矿产资源储量合计 5,811.80 万吨，剩余可开采年限基本都在 20 年以上。公司原矿储量较大，品位较高，具有一定资源优势。

(2) 贸易和产业链服务综合服务平台可分散周期性波动风险

公司以有色金属采选业务和综合贸易业务为基础，通过加快有色金属领域的信息、数据集散、撮合交易，提供商业保理、融资租赁等金属贸易和产业链服务平台建设，向有色金属产业链的各个环节进行渗透，以分散周期性波动风险。

(3) 管理优势

通过多年的经营，公司在有色金属采选及冶炼行业内积累了丰富的经验，拥有一批素质较高、专业结构合理、管理经验丰富的管理人员。公司的管理团队在矿产勘查、采选冶炼、企业管理等方面具有丰富的经验。核心技术层有十年以上的行业经验，对行业的发展趋势、矿山企业的建设和运营有深入的了解。

总体看，公司目前所拥有的矿产资源丰富、储量较大、品位较高；公司具备多年的有色金属采选行业经验，管理优势明显。同时，公司利用已有的信息优势和渠道优势积极发展金属金融综合服务，有利于进一步提升公司的抗风险能力。公司整体竞争实力较强。

2. 人员素质

截至 2018 年底，公司董事、监事及高级管理人员共 16 人，管理人员多数具有多年有色金属矿采选行业工作和管理经验。

公司董事长陈东先生，1972 年生，北京大学本科学历；历任深圳汇凯实业有限公司总经理助理、青岛大祥贸易有限公司副总经理、深圳市雄震投资有限公司总经理助理，1999 年起任公司董事，现任公司董事长。

公司总裁应海珍女士，1968 年生，中欧国际商学院工商管理硕士研究生学历；历任珠海大江南集团公司厦门公司总经理、中国航天汽车工业总公司厦门公司副总经理、厦门雄震集团总经理助理、大连裕坤集团有限公司总经理，2011 年起至今任公司董事、总裁。

截至 2018 年底，公司在岗在册职工 1,376 人。公司在岗员工中，按专业构成分，生产人员占 58.36%，销售人员占 10.39%，技术人员占 13.37%，财务人员占 4.80%，行政人员占 11.63%，风控法务人员占 1.45%；按教育程度分类，硕士及以上学历占 1.53%，本科占 16.28%，大专占 10.32%，中专及以下占 71.88%。

总体看，公司高管人员行业从业经历较为丰富，目前的人才梯队结构能满足公司生产经营的实际需要。

3. 税收优惠

受国家西部大开发战略的支持，子公司锡林郭勒盟银鑫矿业有限责任公司（以下简称“银鑫矿业”）在 2012~2020 年度按 15% 缴纳企业所得税。子公司兴安埃玛矿业有限责任公司（以下简称“埃玛矿业”）自 2012 年起享受减按 15% 的税率征收企业所得税直至西部大开发政策改变为止，税收优惠政策持续性较好。子公司珠海市科立鑫金属材料有限公司（以下简称“科立鑫”）子公司阳江市联邦金属化工有限公司均取得广东省科学技术厅、广东省财政厅、广东省国家税务局、广东省地方税务局共同颁发的高新技术企业证书，2018 年享受减至 15% 的税率征收企业所得税的税收优惠政策。此外，

根据《西藏自治区招商引资若干规定》（藏政发[2018]25号）的第四、五条规定，西藏自治区企业所得税税率为15%，另自2018年4月1日起至2021年12月31日止，暂免征收西藏自治区内企业应缴纳的企业所得税中属于地方分享的企业所得税40%部分，公司位于西藏的子公司，可享受上述优惠政策。

总体看，公司部分子公司可享受税收优惠政策，一定程度上降低了公司的税务负担。

五、管理分析

1. 治理结构

公司按照《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》、《上海证券交易所股票上市规则》、以及《上市公司内部控制指引》等相关法律法规的要求，建立健全了较为完整的内部控制体系，形成了科学的决策、执行和监督机制。公司设立了股东大会、董事会、监事会，董事会下设战略委员会、审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会。

股东大会是公司的权力机构，依法行使决定公司的经营方针和投资计划；审议批准董事会、监事会的报告；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案等权利。

公司设董事会，由7名董事组成，其中3名为独立董事，由股东大会选举或更换。董事任期三年，任期届满，可连选连任。董事会设董事长1人，由董事会以全体董事过半数选举产生和罢免，公司董事长为公司的法定代表人。董事会对股东大会负责，执行股东大会决定，并向其报告工作。

公司设监事会，由3名监事组成，其中1名职工代表监事，由公司职工民主选举产生或更换。监事会设主席1人，可以设副主席，由全体监事过半数选举产生。监事的任期每届为三年，任期届满，可连选连任。监事的职责包括对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等。

公司设总经理1人，由董事会决定聘任或者解聘。总经理每届任期三年，可以连聘连任。总裁全面负责公司日常经营运作和控制管理，对董事会负责。

总体看，公司履行了上市公司的相关监管规定，股东大会、董事会、监事会独立运作，法人治理结构完善，整体运行情况良好。

2. 管理体系

截至2018年底，公司设审计部、投资研究部、证券事务部、资金部、会计部、财管部、矿山管理部、地质勘查院、行政人事部、风控法务部等职能部门。经过多年的矿业经营，公司逐步建立、健全和完善了内部控制制度。公司主要业务均由下属子公司开展，公司总部与各子公司设定了明确的职责和权力划分。

投资管理方面，公司严格按照全面预算管理要求规范和管理重大投资行为，按照《公司章程》和《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》及《监事会议事规划》等规定明确对外投资审批权限及业务流程，并严格执行项目负责人问责机制。公司对外投资遵循严格的尽职调查、审核和批准流程。对于潜在的投资项目，前期研究报告交由总裁办公室预审，通过预审后由公司投资决策委员会进行投资决策，并由董事会和股东会正式批准。

财务管理方面，公司财务部负责财务会计管理。公司制定了严格的《财务管理制度》和《财务管理实施细则》，对预算管理、资产管理、采购管理、日常费用管理等相关业务进行管理，并针对各个风险点完善了会计控制系统并定期或不定期进行检查。资金管理方面，公司制定了《货币资金管

理办法》，公司对于资金管理的总体原则是“资金集中统一管理原则、资金收支预算管理原则”，资金收支“两条线”原则、量入为出、量力而行原则。

对于子公司管理，公司在人、财、物及日常经营方面均对下属子公司实行严格管控。下属子公司副总经理以上管理人员及财务负责人均由公司直接聘任、委派、管理和考核。子公司财务依据《盛屯矿业集团股份有限公司矿山企业财务管理实施细则》实行收支两条线管理，子公司每年编制预算，按月向公司申请相关费用，销售统一由公司市场部门负责，销售款项由公司财务部门统管。

安全生产和环境保护方面，公司制订了《安全生产目标管理制度》、《安全生产管理制度》和《安全生产检查制度》等制度并切实执行。各矿业子公司安全环保部门根据公司的年度安全环保计划结合月度生产计划、日常安全管理工作编制安全环保月度工作计划；公司要求子公司上报上月安全环保工作计划的完成情况；依据事故分级制度，及时快速上报在计划实施过程中未消除的安全隐患和发生的事故，与集团矿山管理部建立信息反馈机制。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度紧密结合公司行业特征和生产经营实际，对子公司管理、安全生产、财务管理和对外投资等方面均有明确完整的管理制度体系，公司管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司传统主营业务为有色金属采选及金属贸易和产业链服务业务，2016 年公司开始布局钴材料业务，2017 年以来钴材料业务发展迅猛，已成为公司的主要收入及利润来源之一。2016~2018 年，随着公司金属贸易和产业链服务业务规模的持续扩大及新增钴材料业务的快速发展，公司营业收入持续快速增长，年均复合增长 55.55%；其中 2017 年，公司实现营业收入 206.68 亿元，较上年增长 62.61%；2018 年，公司实现营业收入 307.54 亿元，较上年增长 48.80%。随着 2016 年以来有色金属行业景气度的大幅回升，公司盈利规模波动增长，2016~2018 年，公司净利润复合增长 46.31%；2017 年公司实现净利润 6.09 亿元，较上年大幅增长 212.71%，主要系公司业务规模扩大和有色金属价格上升所致；2018 年公司实现净利润 4.17 亿元，较上年减少 31.54%，主要系钴价自 2018 年下半年以来大幅下跌，钴材料业务成本增加，同时公司计提大额资产减值所致。

近三年，公司主营业务收入在营业收入中的占比均在 99%以上，主营业务十分突出。从收入构成看，金属贸易和产业链服务业务是公司的主要收入来源，占主营业务收入比重均在 85%以上，近年来该业务收入规模快速增长，年均复合增长 49.77%；其中 2017 年以来，金属贸易和产业链服务业务占比有所下降主要系钴材料业务收入快速增长，钴材料业务收入比重提高所致。公司有色金属采选业务收入规模较为稳定；2016 年收入减少，主要系 2016 年初有色金属价格低迷，公司进行了策略性减产所致；2017 年以来，有色金属价格回升，有色金属采选业务收入整体有所增长；2018 年有色金属采选业务收入小幅下降，主要系银鑫矿业产量小幅下降所致。钴材料业务是 2016 年新增业务，近三年，钴材料业务收入规模快速扩大；2017 年，受钴价大幅上涨刺激，该业务规模迅速扩大，公司钴材料业务大幅增长 908.39%至 23.46 亿元，收入占比由 2016 年的 1.83%提高至 11.36%，已成为公司主要收入来源之一；2018 年，钴材料业务收入规模继续扩大。

表3 2016~2018年公司主营业务收入构成情况(单位:亿元、%)

项目	2016年			2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
有色金属采选	3.45	2.72	65.22	4.62	2.24	71.86	4.53	1.47	74.21
钴材料	2.33	1.83	7.56	23.46	11.36	30.83	30.82	10.03	18.62
金属贸易和产业链服务	121.29	95.45	4.72	178.51	86.41	1.97	272.08	88.50	0.90
合计	127.07	100.00	6.42	206.59	100.00	6.81	307.43	100.00	3.76

资料来源:公司提供

毛利率方面,公司有色金属采选业务毛利率较高,2016年有色金属市场需求疲软,公司有色金属采选业务毛利率处于低位;2017年随着有色金属市场回暖,有色金属价格上涨,有色金属采选业务毛利率回升,2017~2018年,公司有色金属采选业务毛利率分别为71.86%和74.21%,较上年分别提高6.64个百分点和2.35个百分点。2016年以来,随着钴价的大幅波动,公司钴材料业务毛利率整体波动较大;2017年,受益于年内钴价大幅上涨,公司钴材料业务毛利率大幅提升23.27个百分点至30.83%;2018年下半年以来,钴价剧烈波动下降,公司钴材料业务毛利率较上年大幅下滑12.21个百分点至18.62%。公司金属贸易和产业链服务业务毛利率较低且逐年下降,2017~2018年该业务毛利率较上年分别下降2.75个百分点和1.07个百分点,主要系公司为减少资金占用加快周转,降低相关业务盈利要求所致。综上影响,近三年公司主营业务毛利率分别为6.42%、6.81%和3.76%,波动下降。

2019年1~3月,公司实现营业收入57.94亿元,同比减少0.32%,变化不大;综合毛利率2.13%,较上年同期的4.81%下降2.68个百分点。

总体看,近三年,公司传统金属贸易和产业链服务业务及新增钴材料业务的快速发展,带动营业收入快速增长,盈利水平受相关有色金属产品价格波动影响较大,2018年毛利率大幅下降。

2. 有色金属采选业务

(1) 主要矿产储量

公司本部作为控股型公司,不直接从事有色金属精矿的生产,由下属子公司负责各类生产经营活动的开展。截至2018年底,公司控股6家、参股2家有色金属精矿生产企业,6家控股公司分别为埃玛矿业、银鑫矿业、克什克腾旗风驰矿业有限责任公司(以下简称“风驰矿业”)、云南玉溪鑫盛矿业开发有限公司(以下简称“鑫盛矿业”)、贵州华金矿业有限公司(以下简称“华金矿业”)及保山恒源鑫茂矿业有限公司(以下简称“恒源鑫茂”),2家参股公司分别大理三鑫矿业有限公司(以下简称“三鑫矿业”、参股比例35%)和尤溪三富矿业有限公司(参股比例38%)。2019年公司计划增持三鑫矿业股份,将其变为控股公司,目前相关手续正在办理中。

表4 近年来公司主要子公司的矿种及产品情况(单位:万吨/年、万吨、年)

公司名称	设计产能	2016年产量	2017年产量	2018年产量	剩余服务年限	主要矿种	品位	主要产品
埃玛矿业	30.00	35.49	35.07	35.13	27	铅、锌、银、铜	高	铅精粉、锌精粉
银鑫矿业	72.00	28.17	35.21	32.07	29	铜、银、钨、锡	中	铜精粉、银
华金矿业	42.00	--	--	0.56	20	金	中	黄金矿砂
风驰矿业	20.00	--	技改停产和探矿中	技改停产和探矿中	24	铜、锡、锌、银	高	铜精粉、锡精粉
鑫盛矿业	10.00	--	探矿中	探矿中	29	铜、镍、金、硫	中	铜精粉、镍

恒源鑫茂	49.50	--	探矿中	办证中	25	铅、锌	中	铅银精矿、 锌精矿
三鑫矿业	20.00	--	建设及 办证中	建设及 办证中	20	铜、钴、银	高	铜精粉
合计	243.50	63.66	70.28	66.76	--	--	--	--

资料来源：公司提供

公司主导产品为锌精粉、铅精粉和铜精粉，同时公司还根据所开采矿石的伴生金属情况生产锡精粉和钨精粉等产品。截至 2018 年底，公司下属 6 家控股矿业子公司合计矿石探明储量达 5,811.80 万吨，公司原矿储量较大，品位较高，具有一定资源优势，其中埃玛矿业和银鑫矿业为公司的主要生产企业，埃玛矿业和银鑫矿业设计矿石产能分别为 30 万吨/年和 72 万吨/年。恒源鑫茂和三鑫矿业正处于证照办理阶段，计划引入产业基金于 2020 年开始建设；风驰矿业和鑫盛矿业由于规模较小、开采难度较大等原因自收购以来尚未投产，目前正在完善相关证照，择机出售。近三年，公司矿石产量有所波动，2016 年有色金属价格低迷，公司进行了策略性减产；2017 年，随着有色金属价格提高，公司扩大产量；2018 年，银鑫矿业产量有所下降；此外，华金矿业已于 2019 年上半年完成技改复产。

总体看，公司矿产资源储量较大，主要矿山产品品位较高，可采年限较长，矿产资源较为优质。部分矿山相关矿产资源尚处于前期探矿和证照办理过程，短期内无法给公司带来现金收益；部分矿山自收购以来持续处于探矿阶段，对公司资金形成较大占用。

（2）生产经营模式

采矿方面，公司根据资源赋存条件确定合理的产能规模、年生产计划、出产品位和回收率标准。公司将主要的掘进和采矿作业外包给当地具有资质的采矿队伍（以下简称“工程队”）完成，公司技术人员根据掌握的矿体形态和技术特征，对工程队的开采作业进行技术指导，并对工程队采矿工作的质量进行监督，一般使用回收率¹和贫化率²作为主要的考核指标。公司主要根据工程队的资质、施工业绩和经验、人员配备、项目经理情况和商务条件等对工程队进行筛选。公司按月计提应付工程队的开采费用，并在工程队所采矿石经公司选洗厂加工获得精粉后支付对应的矿石开采费用。工程队负责开采过程中小型设备的采购，开采过程中使用的大型设备（如卷扬机、鼓风机等）及火工品和水电等由公司负责提供。

洗选方面，公司运用成熟的洗选技术，金属矿石开采出来后，一般经过破碎、磨矿、选矿等工艺，成为可以满足冶炼或其他工业加工要求的精矿（精粉）。公司根据不同矿物的物理、化学性质，采用浮选法、重选法等，使各种共生的有用矿种尽可能相互分离，除去或降低有害杂质。对尾矿的处理则采用干排系统进行水粉分离，分离后直接回水，在不影响选矿的情况下进行循环利用，以保证最大限度的减少环境污染。

安全生产方面，公司与工程队建立了完整的安全生产管理制度。公司在每个矿山子公司配备一名主抓安全生产的副总经理，协调并监督工程队的安全生产情况，并将安全生产情况与工程队的报酬相关联。公司下属矿山实行每日下井前的安全会议制度和日间巡视制度，并购置专门的仪器检测矿井中的危险气体和矿体结构变化。有色金属矿的天然结构好于煤矿，不易出现透水、塌方和瓦斯泄漏事故，公司近三年未出现重大安全生产事故，公司下属矿山安全生产形势良好。

环境保护方面，公司遵守《中华人民共和国环境保护法》，不断加强所属企业的环保工作，减少或防止对自然生态的破坏和污染。公司主要的环保要求来自选矿的废水处理和尾矿库。公司尾矿库

¹ 指从某采场或采区内采出的矿石总量与该采区拥有的矿石总储量的百分比。采矿回收率愈高，则损失率愈低。

² 工业矿石品位与采出矿石品位之差与工业品位的比值以百分数表示称贫化率。废石混入是矿石贫化的主要原因。

按照相关标准进行了防渗防溃处理，并对矿区进行植被修复和防扬尘处理。公司尚未出现工业固体废物污染草原、工业场所、居住环境等现象，“三废”排放达到了国家规定标准。

从公司采矿业务的成本结构来看，公司采矿业务生产成本主要包括原材料、辅料、能源、人工、折旧及物料费用等，物料费用主要指有色金属精矿生产过程中所需的化学制剂和设备配件，由于物料费用相关采购金额占成本比例不大，原材料供应充足，公司授权各个矿山自行选取合适的供应商进行独立采购，以现金方式结算，公司对采购价格进行审核。

总体看，公司生产技术较成熟，生产过程中安全及环保较为规范，公司采矿业务采购成本占比较小，采购管理相对简单，生产经营稳定。

(3) 产品销售

公司每年初制定当年的开采计划，并根据当年的产量安排销售。公司客户主要为大型冶炼企业和国内外主要金属贸易商，客户集中度较高。随着公司矿产品种不断丰富以及产量的提升，以及供应链服务业务持续拓展，更多的贸易商进入到公司的销售体系中，公司对客户进行严格的筛选，主要与各个矿种中较大的冶炼厂和贸易商合作，以控制回款风险。

公司所生产的有色金属矿石精粉主要用作金属冶炼的原料，销售价格随下游终端市场需求波动。公司参照上海有色网和上海期货交易所报价作为交易的基础价格。由于矿石品位、水分等差异，每批精粉均需买卖双方化验之后方可确定最终交货基准价格，公司有权在确定基准价格后 2 个月以内通过“点价”方式确定最终交货价格。所谓点价，是指公司可以在特定时间区间内依据基础价格确定最终结算价格，由于公司对于产业上下游情况熟悉，这一权利让公司有可能获得更有利的结算价，一般情况下，公司选择在买卖双方就所销售的精粉品位和质量达成共识后的较短时间之内完成点价，以规避金属价格波动的风险，同时，当公司判断短期价格走势不利时，也会通过套保规避价格风险。

从生产的季节性看，公司主要矿山位于内蒙古自治区，属于高寒地区，每年 1~2 月气候寒冷，无法进行正常开采，同时下游客户中部分大型炼厂的生产经营也于每年二季度开始，造成公司每年一季度采矿业务销售收入很少。公司积极采取技术改造措施，通过保温供暖等方式延长矿山的生产经营时间以提高产出量。

公司的货款结算方式以现金结算为主，买卖双方签署销售合同后，买方先按照当时的金属价格预付合同款的 80%，待公司完成点价后，买方支付剩余款项，一般需要 1 个月时间完成付款。从公司过往经营情况看，该方式既有利于公司回笼现金，又利于公司通过主动的价格管理提升利润水平。

近三年，公司主要矿产品总产量呈逐年减少趋势。2016 年，公司矿产品总产量较上年减少 30.88%，主要系 2015 年底至 2016 年初有色金属价格低迷，公司进行策略性减产所致。2017 年，公司矿产品总产量上年减少 9.64%，主要系 2017 年铅锌价格高于 2016 年，矿山有针对性地开采和处理低品位的矿石，矿石处理量基本不变，但由于品位较低，所以金属量有所下降所致。2018 年，公司矿产品总产量较上年减少 2.79%。近三年，公司主要矿产品产销基本保持平衡，2018 年公司矿产品产销率较上年下降 0.42 个百分点。从矿产品的销售价格来看，各矿产品价格基本与相关金属市场价格走势一致，2016 年以来受供给侧改革影响整体有所回升。

表 5 2016~2018 年公司主要矿产品产销情况 (单位: 吨、%、万元/吨)

产品	产销情况	2016 年	2017 年	2018 年
铅精矿	产量	7,551.23	6,608.91	5,734.11
	销量	7,583.77	6,588.64	5,757.16
	产销率	100.43	99.69	100.40
	均价	1.40	1.74	1.90

锌精矿	产量	14,768.22	12,966.67	13,428.35
	销量	14,808.75	12,974.17	13,335.78
	产销率	100.27	100.06	99.31
	均价	0.86	1.49	1.46
铜精矿	产量	2,359.34	2,695.90	2,478.88
	销量	2,345.29	2,710.04	2,458.27
	产销率	99.40	100.52	99.17
	均价	3.56	4.29	4.33
钨锡混合矿	产量	201.58	165.44	160.32
	销量	201.58	165.04	159.73
	产销率	100.00	99.76	99.63
	均价	7.39	9.08	9.79
钨精矿	产量	115.50	150.12	153.20
	销量	115.50	150.12	152.57
	产销率	100.00	100.00	99.59
	均价	8.44	11.57	13.42
合计	产量	24,995.87	22,587.04	21,954.86
	销量	25,054.89	22,588.01	21,863.51
	产销率	100.24	100.00	99.58

资料来源：公司提供

总体看，近三年，受公司根据市场行情调整矿山生产经营计划影响，公司主要有色金属产品产量有所下降；2016 年以来，受有色金属行业景气度大幅回升影响，公司矿产品价格整体有所回升，产品销售情况良好。

3. 钴材料业务

公司于 2016 年开始进行钴材料业务布局，2017 年以来，公司利用在海外市场已经具备的渠道、人才、国际经验优势，展开钴材料原矿采购、产品贸易、委托加工等方面业务。2017 年，钴价大幅上涨，钴材料业务发展迅速，实现营业收入 23.46 亿元，同比大幅增长 908.39%，毛利率 30.83%，同比大幅提升 23.27 个百分点。2018 年，钴材料业务规模继续扩大，钴材料业务收入 30.82 亿元，同比增长 31.38%；但受 2018 年下半年钴价下跌影响，钴材料业务毛利率为 18.62%，同比下降 12.21 个百分点。受钴价大幅波动影响，公司钴材料业务盈利波动较大。

目前，公司钴材料业务主要为贸易业务，上游从刚果金地区采购钴矿，运输至国内销售。上游供应商主要为大型贸易商及当地矿山，以大型贸易商为主，采购比例约占 70%，通过签订长协订单模式合作，采购定价以市场价格为基础，根据矿石品质调整相应价格系数，采购一般采用预付模式，预付比例一般为 80%，剩余 20% 在矿石交割后付款。销售方面，目前主要下游客户为贸易商和终端厂商等，销售定价方面主要以市场定价为主，一般采用预收模式，预收比例一般为 80%，与上游采购一致。

公司从钴贸易业务入手，切入新能源材料行业，公司与深圳市盛屯稀有材料科技有限公司在刚果金新设立盛屯刚果资源有限责任公司（以下简称“刚果资源”），公司持股 51%，刚果资源在刚果（金）开发的 3,500 吨钴、10,000 吨电解铜综合利用项目（以下简称“铜钴综合利用项目”）于 2018 年 12 月试生产，项目主要产成品是电解铜和氢氧化钴，日处理矿石 1,750 吨，达产后年产阴极铜 10,000 吨，回收粗制氢氧化钴约 10,500 吨（折合钴金属 3,500 吨）。项目全投资回收期（含建设期十

三个月)为 6.3 年,项目内含报酬率为 23.62%。产成品中电解铜计划主要销售给当地下游,当地铜需求量目前供不应求;氢氧化钴主要销往中国,大部分会通过贸易公司进口到国内。铜钴综合利用项目总投资 12,806.4 万美元(约折合人民币 7.30 亿元),全部为自有资金。

总体看,公司于 2016 年开始进行钴材料业务布局;在 2017 年钴价大幅上涨的背景下,公司钴材料业务收入迅速扩大,目前以贸易为主,毛利率较高;2018 年钴材料业务规模继续扩大,但受钴价下跌影响,毛利率大幅下降;受钴价大幅波动影响,公司钴材料业务盈利波动较大。考虑到目前新能源行业发展前景较好,公司在刚果(金)开发的铜钴综合利用项目预期将有助于公司该板块收入,但由于钴价波动较大且或将中低位震荡运行,未来公司钴材料业务利润增长空间可能受到一定影响。

4. 金属贸易和产业链服务业务

公司金属贸易和产业链服务业务主要通过盛屯金属有限公司、深圳市盛屯金属有限公司、厦门盛屯金属销售有限公司、上海振宇企业发展有限公司(以下简称“上海振宇”)、盛屯金属国际贸易有限公司、上海盛屯商业保理有限公司(以下简称“盛屯保理”)、深圳市埃玛珠宝产业服务有限公司(以下简称“埃玛珠宝产业”)和深圳市埃玛珠宝有限公司(以下简称“埃玛珠宝”)等子公司开展相关业务。

2016~2018 年,公司金属贸易和产业链服务业务是公司的主要收入来源,近年来该业务收入规模快速增长,年均复合增长 49.77%,一方面系公司加大该业务投入力度,另一方面系 2016 年起有色金属行业景气度大幅回升所致。

公司金属贸易和产业链服务业务主要为有色金属产业链上下游企业提供矿产品原材料采购、金属产成品购销,以及金属产业链上各项增值服务。具体来看,公司该板块业务主要分为两大类,其中一类为金属贸易,公司从事金属贸易目的是加强在有色行业产业链的参与力度,获取渠道和价格优势,能够为公司积累客户资源;第二类为产业链服务,盛屯矿业作为上市公司,整体资金实力较强,在中小企业融资困难的情况下,为行业内企业在资金结算、规避价格风险等方面提供价值增值服务;虽然公司要求客户支付一定比例保证金,但该业务模式或将产生的客户违约风险或将影响公司正常经营。

(1) 金属贸易业务

在贸易品种方面,公司贸易业务产品包括锌精矿、铅精矿、镍精矿、黄金矿砂、锌锭、氧化锌、铅锭、精铅、贵铅、铝锭、阴极铜、银锭、铋锭、铋白、硫化镍等。2010 年,公司收购银鑫矿业之后,公司有色金属等大宗商品的综合贸易业务发展迅速。近年来,公司不断加强与大型国企的合作,业务收入增长较快,公司有色大宗商品贸易交易对手方多是大型国企集团公司、大型冶炼企业,公司贸易业务按订单采购,价格参照上海有色网的报价及当前的市价定价,除大型信用好的企业外,公司对上下游均采用全额预付款的方式结算。近年来,公司试图通过扩大金属贸易业务规模来增强自身在行业内的话语权,2018 年,公司金属贸易和产业链服务业务中的金属贸易业务收入为 271.52 亿元,毛利率为 0.71%,收入规模较大,但毛利率较低。

在业务管理模式上,公司预先匹配上下游客户需求之后,以相同标的分别与原料供应商、客户签订购销合同,然后通过物流、营运网络将货物配送至公司仓库,在客户需要货物时向其供货并收取货款的服务。公司通过同时锁定客户和原料供应商形式、由客户提供保证金、公司通过控制货权、存货期货套期保值等方式来规避跌价风险。同时,公司会关注客户实际控制人和高管诚信状况、企业信誉记录、企业管理状况、盈利状况、财务状况、现金流状况、安全环保生产状况、融资变化与或

有负债变化状况等有可能影响到企业经营发展的因素，来控制企业信用风险。

在产品结构方面，金属贸易业务包括为金属冶炼厂提供金属矿产品贸易和金属产成品贸易两种：
①金属矿产品贸易：公司向矿山采购金属矿产品，卖给下游金属冶炼厂。金属矿产品的计价一般都有其固定的交易惯例，即以其相应的上期所主力合约价格或上海有色网等平台的金属价格为基础根据其金属含量，计价系数等数据的不同，再减去其对应的加工费来计价。因公司所有交易业务严格按照保值流程操作，故公司不考虑金属矿产品绝对价格变化的趋势，当公司买入金属矿产品时，同步通过期货市场做期货套期保值，完全锁定金属的基本价格。公司通过加工费的差价、配套运输服务、价格管理服务、仓储服务和信息服务等增值服务扩大盈利空间，利润体现在不同的加工费之间的价差。在付款方式上，对上游矿山，公司全额预付货款或预付大部份货款，定期进行结算；对下游客户，公司要求对方货到支付 70%以上的货款，剩余尾款产品化验后 1~3 个月内付清。
②金属产成品贸易：公司向金属冶炼厂采购成品金属，卖给下游终端消费者或贸易商。金属价格以上期所或上海有色网等平台的牌价为基础，及不同区域的升贴水金额之和为最终价格。和金属矿产品贸易相似，当公司买入金属成品时，同步通过期货市场做期货套期保值，完全锁定金属的价格。公司通过各区域的升贴水差价来获取利润，公司的运输服务、资金服务、价格管理服务、仓储服务和供求关系信息服务等增值服务收入通过升贴水的差价来体现。付款方式上，对上游供应商，公司全额预付货款；对下游客户，公司要求收到全款后发货。

（2）产业链服务

在产业链业务中，公司除向有色金属产业链上下游企业提供金属矿粉、金属锭等产品的购销贸易外，还向金属产业链各环节客户如矿山企业、有色金属冶炼企业、加工企业、黄金珠宝商等提供商业保理服务、黄金租赁服务、涵盖地质勘探服务、资源价值评估服务、矿产品质检服务、运输服务、仓储服务、信息服务、库存管理及价格期货套保管理等服务，在资金结算、规避价格风险等方面提供价值增值服务。2018 年，公司产业链服务收入 5,533.19 万元，占产业链服务业务营业收入的 0.20%，规模较小。

风险控制方面，公司主要从以下的几个方面来进行风险把控：①上下游合作伙伴选择方面。上游选择国内资质比较好的矿山企业、大型冶炼厂和优质贸易商，下游选择国内资质比较好的国企和上市公司；②购销合同条款。实现合同条款背对背方式，特别是质量验收标准方面；③市场价格波动方面。上下游定价背对背。若上下游不能完全背对背的情况下通过期货保值锁定价格波动风险。为规避价格剧烈波动对公司金属贸易业务的影响，公司利用期货市场规避风险的功能，在期货市场采用远期合同提前卖出，以避免后期价格大幅下跌可能造成的损失；或者在期货市场订购远期货物的方法，以避免后期价格大幅上涨造成的订单利润被侵蚀的风险，一定程度上对抵公司大宗商品贸易业务因价格剧烈变动产生的风险。

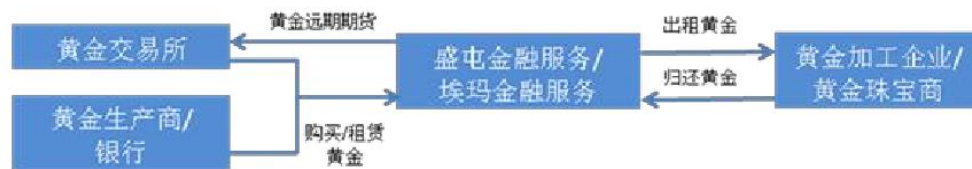
公司还围绕金属产业链开展的商业保理、黄金租赁等业务，但规模较小。

保理业务方面，2018 年公司保理业务实现营业收入 0.06 亿元，较上年减少 86.7%，毛利率 71.80%，净利润-0.20 亿元，转为亏损，主要系公司 2 笔分别为 1.30 亿元和 0.40 亿元的应收保理款，均按照 20%的比例计提坏账，共计 0.34 亿元所致；截至 2018 年底，公司保理业务放款余额为 1.36 亿元。公司商业保理业务的经营主体为盛屯保理，盛屯保理成立于 2013 年 12 月 31 日，注册资本人民币 2.00 亿元；截至 2018 年底，盛屯保理总资产为 1.93 亿元，净资产为 1.92 亿元。公司商业保理业务目标客户主要为有色金属冶炼企业。在运营模式上，由冶炼厂、供应商、盛屯保理签订三方保理合同，约定由盛屯保理代为向原材料供应商支付货款、原料供应商向冶炼厂供货、冶炼厂产成品卖出后，向盛屯保理还款并支付资金利息及保理费，利息通常为银行利率上浮一定比例，具体根据客户

信誉度而定，保理费通常按额度的 0.25% 收取。在风险把控上，首先，目前公司经营的保理业务均为有追索权模式，要求客户所提供的保证措施能覆盖保理业务发生金额的至少 1.5 倍，通常保证措施有：可接受客户的资产（房产、设备、在产品、产成品、矿渣）、股权、工艺专利、矿权、有价证券等提供保证。其次，目前公司按照综合授信额度进行额度审批。授信额度在 3,000 万元以下，实行独立审批程序，由公司总裁审批；授信额度在 3,000 万元~1 亿元，实行联合审批程序，由公司董事长和总裁联合审批；授信额度在 1 亿元以上，实行会议审批，由项目决策会履行召集程序并表决。再次，公司对于重点客户，会派专员长期入驻企业，对客户进行现场监管和货物管控，实时追踪并汇报客户的收发货情况、库存情况等。

黄金租赁业务方面，公司自 2014 年开始经营黄金租赁业务；2018 年，公司黄金租赁业务实现收入 0.36 亿元，同比减少 6.00%，净利润 0.13 亿元，同比减少 47.00%，毛利率为 85.00%。公司黄金租赁业务由埃玛珠宝产业和埃玛珠宝具体负责经营；截至 2018 年底，埃玛珠宝产业注册资本 2.00 亿元，主要服务中型黄金首饰加工企业、黄金经贸企业，与银行等金融机构的黄金租赁业务进行差异化竞争；埃玛珠宝注册资本 3,000 万元。公司用于租赁的黄金主要从上海黄金交易所购入，公司购入黄金的同时进行远期套期保值，对冲价格波动风险。首饰加工企业或经贸企业以租赁方式向租赁公司租赁黄金用于生产，并在完成销售的同时买回现货黄金，归还租赁公司。黄金租赁主要目标客户群体定位于大中型黄金首饰加工企业或黄金经贸企业，该类企业资质和信用较高，但银行等金融机构基于授信额度、审批期限等限制，不能满足该类企业短期的用金需求，包括暂时性黄金周转需求、大额临时订单、展会展览需求等。为适应该类用金企业的短期需求，埃玛珠宝为其提供黄金租赁服务时，租赁期限相对较短，一般在 7~30 天之间。

图 7 公司黄金租赁业务模式



资料来源：公司公告

风险控制方面，公司已制定《黄金租赁业务管理制度》、《风险项目评审标准》等，其中规定优先选择由深圳莆田商会、金融机构等合作单位推荐的客户，该类客户均为深圳珠宝行业内比较优质的黄金珠宝商，有利于前端风险的控制。同时公司在签署黄金租赁合同的同时，提供黄金及其制品流动质押，要求客户相关股东、实际控制人或第三方提供抵押担保和保证担保。公司根据黄金加工企业的加工能力、黄金库存以及周转用金量的不同等因素，对单一客户黄金租赁周转用量及黄金租赁总额进行额度控制，单个客户借款金额不大，珠宝商十分重视信誉，公司黄金租赁业务风险可控。

总体看，公司金属贸易和产业链服务业务收入主要来自金属贸易业务，需要一定规模资金垫付，对公司资金形成占用；保理业务和黄金租赁面临客户信用和黄金价格波动风险，但业务规模较小，整体风险可控。

5. 在建项目

目前，公司在建项目主要以对有色金属矿的建设和改造为主。截至 2018 年底，公司重点在建项目计划投资 10.91 亿元，已累计投资 7.42 亿元。公司在建和拟建项目的数量投资金额规模一般，考

虑到公司经营活动现金流规模较大，公司整体投资压力尚可。公司在建项目投产后，将对公司盈利形成一定补充。

表 6 截至 2018 年底公司重点投资项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资金额	截至 2018 年底已投资金额	尚需投入金额
翔安区企业总部会馆启动示范区 3#地块	0.98	0.83	0.00
银鑫矿业-矿区技术改造工程	1.86	0.62	0.67
贵州华金-尾矿库技改	0.78	0.64	0.21
刚果-工程建设	7.30	5.32	1.98
合计	10.91	7.42	2.86

资料来源：公司提供

注：表中部分项目已投资额与尚需投入金额之和与计划总投资额不一致，主要系公司在项目建设过程中，对尚需投入金额进行动态调整所致。

总体看，建项目主要以对有色金属矿的建设和改造为主，在建和拟建项目数量和投资规模一般，整体投资压力尚可，公司在建项目投产后，将对公司盈利形成一定补充。

6. 重大事项

（1）完成非公开发行股份

2018 年 1 月 31 日，公司发布《关于非公开发行股票发行情况报告书》，称非公开发行股票数量为 17,964.63 万股，扣除发行费用后，募集资金 14.39 亿元，已于 2018 年 1 月 23 日收到特定投资者缴入的出资款。本次非公开发行股票的认购方为公司控股股东盛屯集团及杨学平先生，其中盛屯集团出资 12.95 亿元，杨学平先生出资 1.44 亿元。本次非公开发行股票完成后，盛屯集团持有公司股权比例将上升至 17.22%（不包含“17 盛 EB01”及“17 盛 EB02”的两笔可交债质押股份），仍为公司控股股东，姚雄杰先生仍为公司实际控制人。募集资金用途方面，1.40 亿元资金将用于置换公司收购恒源鑫茂 80% 股权而投入的自筹资金，其余 12.90 亿元用于补充流动资金。

恒源鑫茂自成立以来主要开展了西邑铅锌矿地质勘查工作，目前处于探矿阶段，尚未进入采矿生产设施建设及生产阶段。西邑铅锌矿采选项目于 2008 年取得保山市发改委、云南省发改委可以开展采选厂建设前期工作的函；2009 年取得地方政府关于建设的规划许可及选址许可。截至目前，恒源鑫茂已探明矿石保有量为 1,202 万吨，以铅、锌矿为主，恒源鑫茂已取得三项矿业权。

（2）完成发行股份购买资产

2018 年 4 月 10 日，盛屯矿业发布《关于发行股份购买资产暨关联交易预案（修订稿）》，盛屯矿业拟采用发行股份的方式，向林奋生、珠海科立泰、廖智敏、珠海金都 4 名交易对象购买其合计持有的科立鑫 100% 股权，其中林奋生转让持有的 82.54% 股权、珠海科立泰转让持有的 15.46% 股权、廖智敏转让持有的 1.14% 股权、珠海金都转让持有的 0.86% 股权；按评估基准日 2018 年 3 月 31 日，本次交易作价暂定为 120,000.00 万元。科立鑫主要从事四氧化三钴的研发、生产和销售，该产品是锂离子电池的重要原材料。科立鑫是国家高新技术企业，在产品质量保障、资源循环利用、生产线自主设计、生产工艺优化等方面均积累了一定的技术优势，并仍然在进行多种新技术、新工艺和新产品的研发。本次交易有利于公司延伸和完善钴产业链，打造涵盖“钴原材料+铜钴冶炼+钴产品贸易+钴材料深加工+钴回收”完整体系。针对该次收购，公司已与业绩补偿义务人林奋生对业绩补偿安排进行了约定，林奋生作为业绩承诺补偿义务人，承诺科立鑫经具有证券期货业务资格的会计师事务所审计的自 2018 年年初至 2018 年末、2019 年末、2020 年末累计扣除非经常性损益后的净利润

分别不低于 1 亿元、2.15 亿元、3.5 亿元。2018 年 8 月 7 日，本次交易获得中国证监会核准（证监许可[2018]1256）号）。2018 年 8 月 17 日，科立鑫已完成登记至公司名下的相关手续，成为公司的全资子公司。

（3）拟发行股份购买资产

公司于 2019 年 1 月 8 日发布《关于发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）》（修订稿），本次交易盛屯矿业拟通过向特定对象非公开发行股份及支付现金的方式，购买盛屯集团、刘强等 21 名交易对方合法持有的四环锌锗科技股份有限公司（以下简称“四环锌锗”）97.22%的股权，其中盛屯集团转让持有的 50.12%股权、刘强转让持有的 17.80%股权、除盛屯矿业、盛屯集团、刘强外，四环锌锗其他各股东转让 29.30%的股权。本次交易完成后，盛屯矿业将直接持有四环锌锗 100.00%股权。四环锌锗作为国内较大的锌锗冶炼加工企业，为高新技术企业，目前拥有多项自主研发专利，同时具备 22 万吨/年的电解锌生产能力、20 万吨/年的电锌废渣综合回收利用能力和 40 吨/年的高纯二氧化锗的生产能力。

本次募集配套资金总额不超过 106,000 万元（购买锌锗股权现金对价不超过 52,000 万元、中介机构费用不超过 1,000 万元，补充盛屯矿业流动资金不超过 53,000 万元），募集配套资金总额不超过拟购买资产交易价格的 100%，募集配套资金发行股份数不超过本次交易之前盛屯矿业总股本的 20%。按评估基准日 2018 年 6 月 30 日，本次交易作价为 213,874.60 万元，购买资产的交易对价中使用募集配套资金向盛屯集团支付不超过 52,000 万元；其余部分通过非公开发行股份方式进行支付。盛屯集团作为业绩承诺补偿义务人，承诺四环锌锗经具有证券、期货业务资格的会计师事务所审计的自 2018 年年初至 2018 年末、2019 年末、2020 年末、2021 年末累积净利润分别不低于 1.4 亿元、3.4 亿元、6.0 亿元、8.6 亿元。

2019 年 1 月 16 日，经中国证监会审核，公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易事项获有条件通过。2019 年 4 月 17 日，盛屯矿业收到中国证监会（证监许可[2019]713 号），核准公司非公开发行股份募集配套资金不超过 106,000 万元。公司计划于 2019 年上半年完成四环锌锗交割等相关手续。

2019 年 5 月 8 日，按照本次重组交易标的的交易价格 213,874.60 万元、扣除以 52,000 万现金支付部分后，按发行价格 5.28 元/股计算，本次交易涉及的发行 A 股股票数量合计为 306,580,674 股，其中向盛屯集团发行 110,335,732 股股份；本次发行结束后，盛屯集团持有公司 40,108.28 万股股份，持股比例 18.77%，姚雄杰持有公司 6,078.03 万股股份，持股比例为 2.84%。

（4）重大境外投资

2019 年 2 月 27 日，盛屯矿业发布《关于对外投资公告》称，间接全资子公司旭晨国际有限公司拟以现金方式收购恩祖里铜矿有限公司（Nzuri Copper Limited、澳大利亚证券交易所上市公司、股票代码：NZC、以下简称“恩祖里”）100%股权，总交易金额不超过 114,026,497.14 澳大利亚元（折合人民币不超过 5.46 亿元）。本次交易完成后，恩祖里将成为公司的全资子公司。恩祖里主要资产为刚果民主共和国加丹加地区的铜钴矿山，主要包括卡隆威采矿项目（kalongwe）和 FTB（FOLD & THRUST BELTJV）勘探项目。卡隆威采矿项目目前已探明资源量为：矿石量 1346 万吨、铜矿石平均品位 2.7%、钴矿石平均品位 0.62%、金属量铜 30.2 万吨、钴 4.27 万吨。FTB 勘探项目在卡隆威外围，勘探总面积 334 平方公里。盛屯矿业称，卡隆威项目已完成可行性研究报告并取得刚果（金）主要开工建设相关批准，在现有储量基础上，可规划建设年产 100 万吨矿石项目，年产铜金属 2.26 万吨，钴金属 3,700 吨。

2019 年 3 月 28 日，盛屯矿业发布公告称，董事会审议通过了《关于公司投资非洲刚果（金）年

产 30,000 吨电铜、5,800 吨粗制氢氧化钴（金属量）湿法冶炼项目的议案》，拟在香港设立全资子公司，由该子公司在刚果（金）设立全资子公司作为主体投资年产 30,000 吨电铜、5,800 吨粗制氢氧化钴（金属量）湿法冶炼项目，总投资额为 3.46 亿美元，项目全投资回收期（含建设期）为 5.09 年，项目位于刚果（金）科卢韦齐地区，预计项目建设为期十五个月，生产工艺采用酸浸、萃取、电积、沉钴湿法冶炼工艺，其产品为粗制氢氧化钴和阴极铜。此前，盛屯矿业的控股子公司刚果盛屯资源有限责任公司（以下简称“刚果盛屯”）在刚果（金）建设的年产 10,000 吨铜、3,500 吨钴湿法冶炼厂已在 2018 年第四季度试车投产。投资本项目将进一步扩大钴材料业务规模，使得公司电解铜产能整体达到 40,000 吨，粗制氢氧化钴整体产能达到 9,300 吨，为公司业绩的持续稳步提升提供保障。新项目完成后将进一步提升盛屯矿业铜钴金属的整体产能、产量，完善其钴材料业务整体发展及海外原材料布局。

总体看，公司完成发行股份及购买相关资产，加快在上游资源端的布局，将进一步提高公司资源优势，增强整体竞争力；同时公司资本结构得到优化，资本实力进一步增强。

7. 经营效率

2016~2018 年，公司应收账款周转次数分别为 20.52 次、29.90 次和 46.15 次，逐年提高，主要系公司金属贸易和产业链服务业务资金周转加快所致。2016~2018 年，公司存货周转次数分别为 21.83 次、14.38 次和 14.69 次，有所波动，2017 年存货周转次数大幅下降，主要系公司增加钴材料业务储备原材料导致存货较多所致。2016~2018 年，公司总资产周转次数分别为 1.40 次、1.95 次和 2.49 次，逐年提高，主要系金属贸易和产业链服务业务及钴材料业务带动公司收入大幅增长所致。

总体看，公司经营效率处于较好水平。

8. 经营关注

（1）安全生产及环保风险

由于采矿活动会对矿体及周围岩层地质结构造成不同程度的破坏，采矿过程中存在可能片帮、冒顶、塌陷等情况，造成安全事故，对公司未来生产经营造成影响。为应对该风险，公司已经建立了完整的安全生产和环保制度，随着国家对环保的重视，未来公司可能面临更严苛的环保要求。

（2）客户信用风险

公司积极丰富和拓展金属贸易和产业链服务业务，业务发展较快，对资金占用较大，公司建立了对应业务的风险控制规范，但仍不排除公司业务人员违规操作和个别客户信用违约的风险。

（3）有色金属价格波动风险

虽然 2016 年以来有色金属价格有所回升，但近期部分有色金属品种价格出现回落，给公司盈利带来了不利影响，未来有色金属价格走势存在较大不确定性，将影响公司的盈利水平。

（4）矿山证照办理风险

公司部分矿山相关矿产资源尚处于前期探矿和证照办理过程，短期内无法给公司带来现金收益并形成较大资金占用，可能对公司未来经营产生一定不利影响。

9. 未来发展

（1）有色金属采选业务

公司将传统金属和新能源金属相结合，形成特色互补，抓好矿山生产及建设并加大优质资源矿山的并购。

在继续稳步提升埃玛矿业、银鑫矿业及华金矿业采选量的同时，大力推进恒源鑫茂、三鑫矿业

的全面建设工作。同时公司还将积极投入现有在产矿山的地质勘探，增加资源储备。

海外方面，进一步加大对海内外优质资源的并购。2018 年公司投资 3,000 万美元获得英国联合镍业有限公司（Consolidated Nickel Mines Limited、中欧国际交易所上市公司、以下简称“CNM”）32.01% 股权，未来公司有望与英国联合镍业有限公司签署包销权或销售协议的方式，增强公司镍的保障能力。公司计划于 2019 年底前收购的恩祖里，对未来公司钴金属需求形成支撑。

（2）重点发展钴材料业务

钴材料业务是公司 2019 年工作重点。2019 年公司将进一步完善涵盖“钴原材料+铜钴冶炼+钴产品贸易+钴材料深加工+钴回收”各模块的完整业务体系，进一步提升在原产地资源供应保障能力。公司已完成科立鑫 100% 股权收购，进一步完善钴产业链。刚果（金）铜钴综合利用项目已于 2018 年 12 月底正式试车产，后续二期项目生产规划为 30,000 吨铜和 5,800 吨钴，完成后公司电解铜整体产能达到 40,000 吨，粗制氢氧化钴整体产能达到 9,300 金属吨。公司通过投资铜钴、镍等资源企业，进一步完善公司在新能源金属领域的布局。

（3）巩固提升金属贸易和产业链服务业务的龙头地位

公司金属贸易和产业链服务，对应金属矿采选、冶炼、贸易流通全流程，能够为产业链上下游企业提供综合解决方案。公司集中资源做大做强优势品种的发展战略，并且不断扩大市场的辐射面，优化金属贸易的经营结构，形成以锌为主的有色金属贸易品牌优势。目前铅锌采购规模在位居行业第二，公司收购四环锌锗后，未来在锌金属产业链的生产能力（锌矿山+锌采购+锌冶炼）方面力争做到全国第一。

2019 年，公司将在已有的基础上进一步拓展国际、国内原料的供应能力，提升对中下游企业的综合服务水平。

总体看，公司为未来发展确定了长期发展的方向，整体战略可执行性较强，但矿井相关证件的办理效率、有色金属价格波动、金属贸易和产业链服务业务资金占用和客户信用风险问题，可能对公司计划的实施带来不确定性影响。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016~2018 年度合并财务报表已经北京中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留审计意见，公司提供的 2019 年一季度财务数据未经审计。公司财务报表编制遵循财政部 2006 年 2 月颁布的《企业会计准则》及其后续规定和解释。此外，2016 年，公司按照厦门证监局的整改要求对公司安全生产费的计提（调减 2015 年净利润 553.68 万元）、固定资产和无形资产的结转（调减 2015 年净利润 20.25 万元）、成本核算（调增 2015 年净利润 28.90 万元）以及子公司埃玛矿业业绩未达承诺等事项进行了相应调整。2017 年，公司根据财政部于 2017 年 5 月 10 日颁布的《企业会计准则第 16 号——政府补助》（2017），修改了政府补助会计处理方法及列报项目；另外，根据财政部于 2017 年 12 月 25 日发布的《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会[2017]30 号），将部分原列示为“营业外收入”及“营业外支出”的资产处置损益调整至资产处置收益列报。2018 年，公司根据财政部《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号）及其解读和企业会计准则的要求编制 2018 年度财务报表，并对 2017 年度相关数据进行了调整。以上会计政策变更对财务数据可比性影响较小。

从合并范围看，2016~2018 年，公司分别新增子公司 3 家、5 家和 9 家。2018 年新增的 9 子公

司中，新设立子公司 5 家，分别为北京中天盛辉科技有限公司宏盛国际资源有限公司（以下简称“宏盛国际”）、刚果（金）盛屯矿业有限公司、湖南盛福供应链有限公司和西藏盛屯金属材料有限公司；收购子公司 4 家，分别为科立鑫、阳江市联邦金属化工有限公司、阳春市联邦新能源材料有限公司和大余科立鑫新能源科技有限公司；2018 年无减少子公司。公司新增子公司规模均较小，对财务数据的可比性影响不大。

截至 2018 年底，公司合并资产合计 134.79 亿元，负债合计 58.94 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 75.85 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 74.93 亿元。2018 年，公司实现营业收入 307.54 亿元，净利润（含少数股东损益）4.17 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.20 亿元；经营活动产生的现金流量净额 8.59 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.35 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 141.28 亿元，负债合计 65.40 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 75.88 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 75.03 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 57.94 亿元，净利润（含少数股东损益）0.13 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.21 亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.46 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.91 亿元。

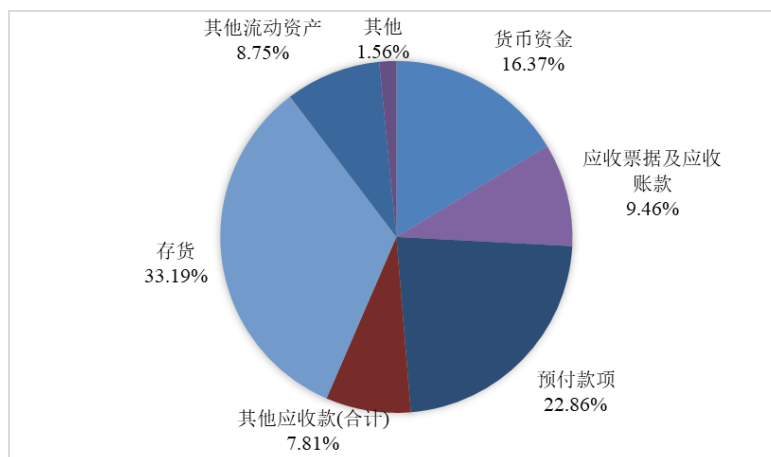
2. 资产质量

2016~2018 年，随着公司经营规模的不断扩大，公司资产规模稳步增长，年均复合增长 16.70%。截至 2018 年底，公司合并资产总额为 134.79 亿元，较年初增长 19.77%，主要系非流动资产大幅增长所致。其中，公司流动资产占 47.51%，非流动资产占 52.49%。

流动资产

2016~2018 年，公司流动资产规模稳步增长，年均复合增长 12.51%。截至 2018 年底，公司流动资产合计 64.04 亿元，较年初增长 8.43%；流动资产主要由货币资金（占 16.37%）、应收票据及应收账款（占 9.46%）、预付款项（占 22.86%）、其他应收款（合计）（占 7.81%）、存货（占 33.19%）和其他流动资产（占 8.75%）构成。

图 8 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2016~2018 年，公司货币资金呈波动减少态势，年均复合减少 1.37%。截至 2017 年底，公司货币资金为 9.66 亿元，较年初减少 10.39%，主要系公司为刚果（金）铜钴综合利用项目提前储备原材料、支出现金较多所致。截至 2018 年底，公司货币资金为 10.48 亿元，较年初增长 8.57%；公司货币资金主要由银行存款（占 49.05%）和其他货币资金（占 50.83%）构成。截至 2018 年底，公司其

他货币资金主要包括银行承兑汇票保证金、信用证保证金、银行黄金融资业务保证金、国际证远期结售汇保证金、期货交易保证金和其他保证金，共计 5.33 亿元，全部为受限资金，受限比例较高。

2016~2018 年，公司应收票据及应收账款呈波动减少态势，年均复合减少 3.06%。2016~2018 年，公司应收票据年均复合增长 65.29%；截至 2018 年底，公司应收票据账面价值为 0.82 亿元，规模较小。2016~2018 年，公司应收账款呈波动减少态势，年均复合减少 7.68%；其中截至 2017 年底，公司应收账款账面价值 7.12 亿元，较年初小幅增长 15.86%；截至 2018 年底，公司应收账款账面价值为 5.24 亿元，较年初大幅减少 26.43%，主要系公司加强催收力度，于年底集中回收一批应收款所致。截至 2018 年底，公司应收账款中单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款占 28.98%，均为保理款应收款（本金），公司在开展保理业务时取得了相关的抵押和担保，经减值测试未发现存在减值的情形，公司按照《商业保理企业管理办法》计提坏账准备 0.34 亿元；公司按账龄法计提坏账准备的应收账款占 71.02%，共计提坏账准备 0.29 亿元，公司按照账龄法计提坏账准备的应收账款余额中，1 年以内的占 82.67%，1~2 年的占 10.18%，2~3 年的占 3.45%，3 年及以上的占 3.71%。公司应收账款坏账准备综合计提比例为 6.89%。截至 2018 年底，按照欠款方归集的期末余额前五名的应收账款占比为 50.76%，集中度较高，但考虑到公司应收账款账龄较短，下游客户合作时间较长，信誉较好，公司应回收风险较低。

2016~2018 年，公司预付款项呈波动减少态势，年均复合减少 6.47%。公司预付款项主要为金属贸易和产业链服务业务的预付上游供应商货款。截至 2017 年底，公司预付款项余额 13.82 亿元，较年初减少 17.37%，主要系年末部分预付项目结算所致。截至 2018 年底，公司预付款项账面价值为 14.64 亿元，较年初增长 5.87%；预付款项账龄主要在一年以内（占 93.01%）。

2016~2018 年，公司其他应收款（合计）呈波动增长态势，年均复合增长 16.79%。截至 2018 年底，公司其他应收款（合计）全部为其他应收款，公司其他应收款主要系公司在开展金属贸易和产业链服务业务过程中，为上下游企业提供一定资金支持，发生的往来款。截至 2017 年底，公司其他应收款账面价值为 3.03 亿元，较年初减少 17.44%，主要系往来款回收所致。截至 2018 年底，公司其他应收款账面价值为 5.00 亿元，较年初大幅增长 65.21%，主要系金属贸易和产业链服务业务规模扩大所致。截至 2018 年底，公司其他应收款主要为金属贸易和产业链服务业务往来款（占 79.02%）和单位往来款（占 17.31%）；其他应收款全部按账龄分析法计提坏账准备，1 年以内的占 60.34%，1~2 年的占 14.46%，2~3 年的占 16.96%，3 年及以上的占 8.23%，共计提了 0.68 亿元坏账准备，计提比例为 11.97%，计提较为充分。

2016~2018 年，公司存货呈快速增长态势，年均复合增长 60.55%。截至 2017 年底，公司存货账面价值 18.52 亿元，较年初大幅增长 124.57%，主要系公司钴材料业务及金属贸易和产业链服务业务规模扩大所致。截至 2018 年底，公司存货账面价值为 21.25 亿元，较年初大幅增长 14.78%，主要系科立鑫纳入合并范围所致。存货中库存商品账面余额为 17.28 亿元，主要为产业链服务中的钴、锌、铅、镍等有色金属，占存货余额的 79.44%；原材料账面余额为 3.64 亿元，主要为矿山用耗材、钴原料、铅精矿等，占存货余额的 16.73%。存货中，钴材料金额合计为 6.50 亿元，占存货的比重为 29.87%，公司对存货计提跌价准备 0.51 亿元，全部为计提钴材料跌价，主要系钴价下跌所致。公司存货规模较大，由于钴材料价格波动较大，公司存货面临一定跌价风险。

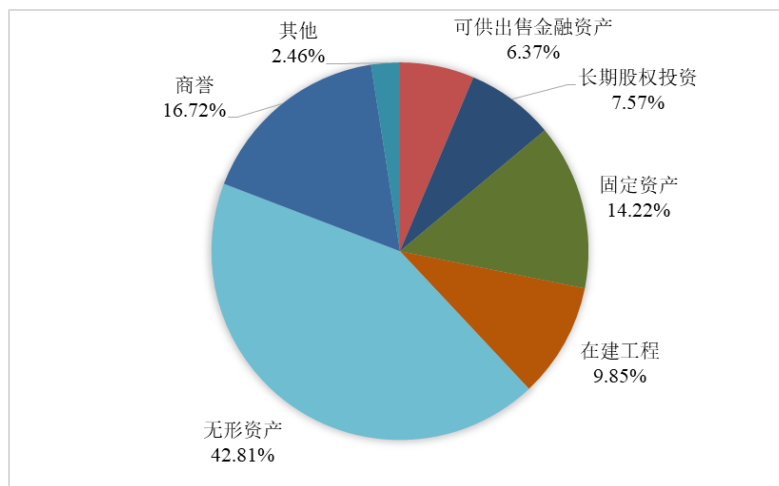
2016~2018 年，其他流动资产呈波动增长态势，年均复合增长 17.54%。截至 2017 年底，公司其他流动资产账面价值为 5.70 亿元，较年初增长 40.42%，主要系租出标准黄金增加所致。截至 2018 年底，公司其他流动资产账面价值为 5.61 亿元，较年初减少 1.62%。公司其他流动资产主要由已租赁出标准黄金（占 81.24%）、可抵扣增值税（占 6.99%）和结构性存款（11.77%）组成。已租赁出标

准黄金为开展黄金租赁业务而购买或向银行借入标准黄金租赁给珠宝商，其中出租的标准黄金计入该科目核算；可抵扣增值税进项主要由金属贸易和产业链服务业务产生。

非流动资产

2016~2018年，非流动资产合计呈快速增长态势，年均复合增长20.92%，主要来自于可供出售金融资产、长期股权投资、在建工程和商誉的增加。截至2018年底，公司非流动资产合计70.75亿元，较年初增加32.29%；非流动资产主要由可供出售金融资产（占6.37%）、长期股权投资（占7.57%）、固定资产（占14.22%）、在建工程（占9.85%）、无形资产（占42.81%）和商誉（占16.72%）构成。

图9 截至2018年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2016~2018年，可供出售金融资产呈快速增长态势，年均复合增长33.52%。截至2017年底，公司可供出售金融资产账面价值为4.06亿元，较年初增长60.55%，主要系公司对万国国际矿业集团有限公司（以下简称“万国矿业”，股票代码“03939.HK”）增资1.04亿元（持股比例9.91%）和四环锌锗增资0.45亿元（持股比例为2.78%）所致。截至2018年底，公司可供出售金融资产账面价值为4.51亿元，较年初增长11.04%，主要系认购万国矿业股票0.77亿元（认购完成后持股比例为16.67%）所致；公司可供出售金融资产全部按照成本法计量，截至2018年底，公司共计提可供出售金融资产减值准备0.24亿元，主要系被投资单位深圳市雄震自动设备有限公司和福嘉综环科技股份有限公司因经营不善公司计提减值准备，同时万国矿业股价下跌计提减值准备1,431.01万元。

2016~2018年，公司长期股权投资呈快速增长态势，年均复合增长59.59%。截至2017年底，公司长期股权投资账面价值为2.83亿元，较年初大幅增长34.51%，主要系新增对三鑫矿业投资0.70亿元所致。截至2018年底，公司长期股权投资账面价值为5.36亿元，较年初大幅增长89.34%，主要系全资子公司宏盛国际以现金1.97亿元人民币认购CNM新增股份49,180,330股D股（认购后持有CNM总股本32.01%）所致。

2016~2018年，固定资产呈逐年增长态势，年均复合增长16.66%。截至2017年底，公司固定资产账面价值为7.65亿元，较年初增长3.46%。截至2018年底，公司固定资产账面价值为10.06亿元，较年初大幅增长31.53%，主要系公司在建工程转固和企业合并增加所致；公司固定资产原值为14.37亿元，以井巷资产、房屋及建筑物和机器设备为主，符合公司的生产特征；累计计提折旧4.31亿元，固定资产成新率为70.00%，成新率较高；固定资产中，埃玛矿业综合楼和翔安区办公楼尚未办妥产权证书，资产账面价值分别为575.71万元和0.83亿元。

2016~2018年，在建工程呈快速增长态势，年均复合增长173.30%。截至2017年底，公司在建工程账面价值为2.17亿元，较年初大幅增长132.94%，主要为艾玛矿业新增在建所致。截至2018年底，公司在建工程账面价值为6.97亿元，较年初大幅增长220.65%，主要为刚果（金）铜钴综合利用项目的增加。

2016~2018年，无形资产呈波动增长态势，年均复合增长6.08%。截至2017年底，公司无形资产账面价值为29.89亿元，较年初增长11.04%，主要系鑫盛矿业与华金矿业的采矿权及风驰矿业的探矿权办理完成所致。截至2018年底，公司无形资产账面价值为30.29亿元，较年初增长1.34%；公司无形资产账面原值为35.35亿元，主要由以采矿权（占82.17%）及探矿权（占12.90%）构成；累计摊销4.98亿元，其中采矿权累计摊销4.78亿元。公司采矿权进行摊销时，资源储量可预计的地质成果自相关矿山开始开采时，按照当年矿石开采量占已探明储量比例摊销。

2016~2018年，商誉呈快速增长态势，年均复合增长50.36%；公司商誉主要系2013年公司非同一控制下企业合并埃玛矿业产生。截至2017年底，公司商誉账面余额5.49亿元，较年初增长4.97%，主要系年内公司收购恒源鑫茂所形成的商誉。截至2018年底，公司商誉为11.83亿元，较年初增长115.37%，主要系收购科立鑫产生商誉6.57亿元所致。截至2018年底，公司计提商誉减值准备0.32亿元，主要来自对风驰矿业（0.22亿元）、鑫盛矿业（0.05亿元）和银鑫矿业（0.05亿元）商誉的减值，由于风驰矿业和鑫盛矿业自收购以来尚未投产，商誉未来存在进一步减值风险。

截至2018年底，公司所有权受到限制的资产合计25.32亿元，占资产总额的18.78%，占所有者权益的33.38%，公司受限资产占比较高，受限资产主要用于融资活动中的抵押或保证金质押。

表7 截至2018年底公司资产受限情况（单位：亿元、%）

项目	期末账面价值	占总资产比重	受限原因
货币资金	5.33	3.95	定期存单，应付票据、信用证、期货保证金等
存货	0.34	0.25	库存白银、铝、锌、镍质押给期货公司
固定资产	1.53	1.14	售后回租形成融资租赁资产、房贷抵押
无形资产	16.27	12.07	授信抵押担保、贷款抵押担保
长期股权投资	1.85	1.37	信托公司质押担保
合计	25.32	18.78	--

资料来源：公司提供

截至2019年3月底，公司资产合计141.28亿元，较上年底增长4.81%；公司流动资产占51.80%，非流动资产占比48.20%。公司流动资产73.19亿元，较上年底增长14.29%，主要来自于交易性金融资产、应收票据及应收账款和其他流动资产的增加；非流动资产68.09亿元，较上年底减少3.76%。

总体看，近年来，随着经营规模的扩大，公司资产规模稳定增长。流动资产中，存货规模较大，存在一定跌价风险；预付款项规模较大，对公司营运资金构成一定占用；公司非流动资产快速增长，股权投资规模较大。公司受限资产规模较大，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

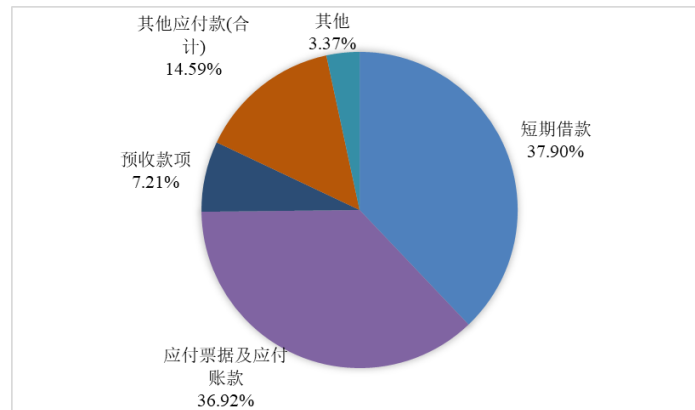
负债

2016~2018年，公司负债规模波动中小幅扩大，年均复合增长0.37%。截至2018年底，公司负债规模合计58.94亿元，较年初减少10.28%，其中流动负债44.38亿元（占75.30%），非流动负债14.56亿元（占24.70%），负债结构以流动负债为主。

2016~2018年，公司流动负债合计呈逐年增长态势，年均复合增长17.35%。截至2018年底公司

流动负债合计 44.38 亿元，较年初增长 13.44%；流动负债主要由短期借款（占 37.90%）、应付票据及应付账款（占 36.92%）、预收款项（占 7.21%）和其他应付款（合计）（占 14.59%）构成。

图 10 截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2016~2018 年，短期借款呈逐年增长态势，年均复合增长 33.02%，主要系公司业务规模扩大，对资金需求增加及融资品种变化所致。截至 2017 年底，公司短期借款为 14.01 亿元，较年初增长 47.39%。截至 2018 年底，公司短期借款为 16.82 亿元，较年初大幅增长 20.05%；短期借款主要以保证借款为主（占 66.25%）。

2016~2018 年，公司应付票据及应付账款呈快速增长态势，年均复合增长 62.84%。2016~2018 年，公司应付票据呈快速增长态势，年均复合增长 92.00%；截至 2017 年底，公司应付票据为 6.36 亿元，较年初增长 110.17%；截至 2018 年底，公司应付票据为 11.16 亿元，较年初大幅增长 75.41%，主要系金属贸易和产业链服务业务规模扩大，应付票据相应增加所致。2016~2018 年，公司应付账款呈波动增长态势，年均复合增长 28.75%，公司应付账款均为有色金属采购款；截至 2017 年底，公司应付账款为 2.41 亿元，较年初减少 23.66%，主要系采用票据支付增加所致；截至 2018 年底，公司应付账款为 5.23 亿元，较年初大幅增长 117.13%，主要系金属贸易和产业链服务业务规模扩大所致，应付账款期限主要分布在一年以内（占 98.08%）。

2016~2018 年，公司预收款项呈波动减少态势，年均复合减少 7.90%。截至 2017 年底，公司预收款项余额为 4.78 亿元，较年初增长 26.66%，主要系金属贸易和产业链服务业务规模扩大，预收下游客户采购款相应增加所致。截至 2018 年底，公司预收款项为 3.20 亿元，较年初大幅减少 33.03%，主要系公司结清部分预收款所致。

2016~2018 年，公司其他应付款（合计）呈波动减少态势，年均复合减少 15.48%。截至 2018 年底，公司其他应付款（合计）中，应付利息和其他应付款分别占比 2.33%和 97.67%。2016~2018 年，公司其他应付款呈波动减少态势，年均复合减少 14.82%。截至 2017 年底，公司其他应付款合计 8.92 亿元，较年初增长 2.31%。截至 2018 年底，公司其他应付款为 6.32 亿元，较年初大幅减少 29.09%，主要系存货抵押借款大幅减少所致；公司其他应付款主要为黄金租赁业务中的应付标准金（占 51.89%）和应收账款收益权产品（占 23.72%）；子公司上海振宇在山西省金融资产交易中心平台上发行的 1.50 亿元应收账款收益权的产品（发行时效为 2017 年 12 月~2019 年 12 月、发行费率为 6.9%）。

2016~2018 年，公司非流动负债呈逐年波动态势，年均复合减少 25.58%，主要来自于应付债券的减少。截至 2018 年底，公司非流动负债合计 14.56 亿元，较年初大幅减少 45.22%；非流动负债主

要由长期借款（占 14.83%）、应付债券（占 31.44%）、长期应付款（占 12.60%）和递延所得税负债（占 40.80%）构成。

2016~2018 年，长期借款呈快速增长态势，年均复合增长 177.18%。截至 2018 年底，公司长期借款为 2.16 亿元，较年初大幅增长 780.72%，主要系公司新增埃玛矿业采矿证抵押借款 2.00 亿元所致。

2016~2018 年，公司应付债券呈快速减少态势，年均复合减少 51.56%。截至 2017 年底，公司应付债券为 17.52 亿元，较年初减少 10.14%，主要系年内公司回售“14 盛屯债”1.98 亿元所致。截至 2018 年底，公司应付债券为 4.58 亿元，较年初大幅减少 73.88%，主要系“15 盛屯债”回售 5.00 亿元、“16 盛屯 01”回售 4.93 亿元、“16 盛屯 02”回售 4.01 亿元所致，此外公司新增 1.00 亿元公开公司债券“18 盛屯 01”；公司于 2018 年回售债券规模较大，2019 年集中偿付压力大幅减小。

2016~2018 年，公司长期应付款呈波动增长态势，年均复合增长 51.98%。截至 2017 年底，公司长期应付款 2.93 亿元，较年初大幅增长 268.82%，主要系新增固定资产售后回租业务所致；截至 2018 年底，公司长期应付款为 1.83 亿元，较年初大幅减少 37.37%，主要系埃玛矿业偿还部分融资租赁款所致。公司长期应付款主要由信托借款（占 43.51%）和融资租赁款构成（占 56.49%），计入长期债务测算。

2016~2018 年，递延所得税负债呈稳定增长态势，年均复合增长 2.13%。截至 2017 年底，公司递延所得税负债为 5.87 亿元，较年初增长 3.02%。截至 2018 年底，公司递延所得税负债为 5.94 亿元，较年初增长 1.25%。

2016~2018 年，随着公司经营规模的扩大，公司债务呈波动增长态势，年均复合增长 3.15%。截至 2018 年底，公司全部债务为 38.83 亿元，较年初减少 10.93%；其中，短期债务为 30.26 亿元（占 77.93%），较年初大幅增长 31.93%；公司长期债务为 8.57 亿元（占 22.07%），较年初大幅减少 58.52%。

2016~2018 年，公司各项债务指标整体呈下降态势，近三年公司资产负债率分别为 59.11%、58.37% 和 43.73%，全部债务资本化比率分别为 47.42%、48.21% 和 33.86%，长期债务资本化比率分别为 32.83%、30.60% 和 10.15%；其中 2018 年，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较上年分别下降 14.64 个百分点、14.35 个百分点和 20.45 个百分点，公司债务负担有所减轻，主要系偿还债务规模较大所致。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 65.40 亿元，较年初增长 10.97%，其中流动负债 49.86 亿元（占 76.23%），非流动负债 15.54 亿元（占 23.77%），负债结构以流动负债为主，较年初变化不大。

总体看，公司负债小幅增长，整体债务负担适中。2018 年公司偿还债务规模较大，债务负担有所减轻。

所有者权益

2016~2018 年，所有者权益合计呈快速增长态势，年均复合增长 36.90%。截至 2017 年底，公司所有者权益合计 46.85 亿元，较年初增长 15.76%，主要系未分配利润增长所致。截至 2018 年底，公司所有者权益合计 75.85 亿元，较年初大幅增长 61.92%，主要系公司增发股票所致；其中归属于母公司的所有者权益占 98.78%；归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 24.43%，资本公积占 57.09%，未分配利润占 16.78%，公司所有者权益中股本及资本公积占比较高，所有者权益稳定性较强。

截至 2019 年 3 月 28 日，公司控股股东盛屯集团及实际控制人持有的公司 24.83% 股权已设定质押；其中盛屯集团累计质押股票合计 394,101,649 股，质押股票数量占其所持有公司股份总数的 94.23%，占公司股份总数的 21.53%；姚雄杰先生累计质押股票合计 60,395,000 股，占其持有公司股份总数的 99.37%，占公司股份总数的 3.30%。若因市场形势发生重大变化，导致控股股东和实际控

制人无法偿还融资本息，从而导致控股股东持有的公司股份全部被处置，可能将影响公司股权结构和正常经营。2019年5月9日，公司完成发行股份收购四环锌锗，盛屯集团的股权比例有一定程度下降。

截至2019年3月底，公司所有者权益合计75.88亿元，较年初增长0.03%，其中归属于母公司的所有者权益占98.89%，较年初变化不大。

总体看，公司权益大幅增长，公司股本与资本公积占比较大，所有者权益稳定性较强；控股股东及实际控制人质押股份占其持有公司股份比例均高。

4. 盈利能力

2016~2018年，随着公司金属贸易和产业链服务业务规模的持续扩大及新增钴材料业务的快速发展，公司营业收入快速增长，年均复合增长55.55%；其中2017年，公司实现营业收入206.68亿元，较上年增长62.61%；2018年，公司实现营业收入307.54亿元，较上年大幅增长48.80%。2016~2018年，公司营业利润率分别为6.20%、6.64%和3.64%；2017年受益于有色金属价格回升及毛利率较高的钴材料业务规模扩大，公司营业利润率有所上升；2018年营业利润率较上年下降3.00个百分点，主要系钴价下跌钴材料营业成本大幅增长，同时毛利率较低的金属贸易和产业链服务业务规模扩大所致。综上影响，公司2017年利润规模较上年有所扩大，2018年利润规模较上年有所缩小。具体看，2016~2018年，公司营业利润呈波动增长态势，年均复合增长37.41%；其中2018年，公司实现营业利润4.45亿元，较上年大幅减少41.82%。2016~2018年，公司净利润呈波动增长态势，年均复合增长46.31%；2017年，公司实现净利润6.09亿元，较上年大幅增长212.71%；2018年，公司实现净利润4.17亿元，较上年大幅减少31.54%。

期间费用方面，2016~2018年，公司费用总额呈逐年增长态势，年均复合增长22.78%；其中2018年，公司费用总额为6.34亿元，同比增长10.05%，销售费用、管理费用、研发费用、财务费用占比分别为19.11%、36.14%、4.13%和40.62%。2016~2018年，公司销售费用呈逐年增长态势，年均复合增长45.80%；其中2018年，公司销售费用为1.21亿元，较上年大幅增长36.94%，主要系公司经营规模扩大，尤其是金属贸易和产业链服务业务增加造成运输费和仓储费增加所致。2016~2018年，公司管理费用呈逐年增长态势，年均复合增长15.63%；其中2018年，公司管理费用为2.29亿元，较上年大幅增长15.22%。2018年，公司新增研发费用为0.26亿元。2016~2018年，公司财务费用呈波动增长态势，年均复合增长15.76%；其中2018年，公司财务费用为2.57亿元，较上年减少10.81%，主要系偿还债务规模较大所致。2016~2018年，公司费用收入比分别为3.31%、2.79%和2.06%，呈下降态势，公司费用控制能力较强。

非经常性损益方面，公司非经常性损益主要包括资产减值损失和投资收益。2016~2018年，公司资产减值损失呈快速增长态势，年均复合增长132.72%；其中2018年，公司资产减值损失为1.78亿元，较上年大幅增长423.63%，主要系2018年度公司计提存货跌价准备、可供金融资产的减值、长期股权投资的减值和商誉的减值，资产减值损失较上年增加1.44亿元所致。2016~2018年，公司投资收益分别为-1.17亿元-0.02亿元1.14亿元，2018年，公司所取得的投资净收益为1.14亿元，（占当年公司营业利润25.72%），较上年大幅增加1.16亿元，主要系公司对有色金属进行套期保值时，有色金属期货产品交易处置收益增加，导致处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益大幅增加所致。2016~2018年，公司营业外收入分别为0.05亿元、0.07亿元和0.51亿元，对利润总额的贡献较小。

盈利指标方面，2016~2018年，公司总资产收益率分别为5.59%、10.77%和7.00%，总资产报酬

率分别为 4.64%、10.05% 和 6.41%，净资产收益率分别为 4.84%、13.94% 和 6.79%。2017 年，各项盈利指标均大幅上升，主要系有色金属行业景气度较高，钴价大幅上涨，带动公司有色金属采选及钴材料业务收入及利润规模大幅增长所致。2018 年，随着钴价下跌，公司利润减少，各项盈利指标均有所下降。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 57.94 亿元，同比减少 0.32%，变化不大；综合毛利率 2.13%，较上年同期的 4.81% 下降 2.68 个百分点。同期，公司实现净利润 0.13 亿元，其中归属于母公司的净利润 0.21 亿元。

总体看，近年来，主要受益于传统金属贸易和产业链服务业务的快速持续扩张，公司营业收入呈增长态势。2017 年，有色金属行业景气度回升，特别是钴产品价格的大幅上涨，带动公司有色金属采选及钴材料业务收入及利润规模大幅增长，公司盈利水平大幅提高。2018 年以来，钴价下跌，公司利润减少，盈利能力有所下降。

5. 现金流

从经营活动看，2016~2018 年，随着业务规模的扩大，公司经营活动现金流入呈快速增长态势，分别为 139.66 亿元、237.54 亿元和 343.73 亿元，年均复合增长 56.88%；其中 2018 年，公司经营活动现金流入为 343.73 亿元，较上年大幅增长 44.71%，随收入增长快速增长。2016~2018 年，公司经营活动现金流出呈增长态势，分别为 138.28 亿元、227.57 亿元和 335.14 亿元，年均复合增长 55.68%；其中 2018 年，公司经营活动现金流出为 335.14 亿元，较上年大幅增长 47.27%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。综上影响，2016~2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额呈波动增长态势，分别为 1.37 亿元、9.97 亿元和 8.59 亿元，年均复合增长 150.32%。2016~2018 年，公司现金收入比分别为 107.89%、111.85% 和 110.54%，公司收入实现质量较高。

从投资活动看，2016~2018 年，公司投资活动现金流入呈波动减少态势，分别为 9.70 亿元、6.95 亿元和 9.34 亿元，年均复合减少 1.88%；2017 年，公司投资活动现金流入较上年下降，主要系基金理财收回减少所致；2018 年，公司投资活动现金流入为 9.34 亿元，较上年大幅增长 34.45%，主要系收回投资收到的现金所致。公司投资活动支出主要为投资支付的现金，2016~2018 年，公司投资活动现金流出呈波动减少态势，分别为 17.83 亿元、12.29 亿元和 15.29 亿元，年均复合减少 7.38%；2018 年投资活动现金流出较上年增长 24.45%，主要系公司股权投资收入增加所致。综上影响，2016~2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额呈波动减少态势，分别为 -8.13 亿元、-5.34 亿元和 -5.95 亿元，持续净流出，净流出额年均复合减少 14.41%。

从筹资活动看，近年来，公司主要的筹资方式为银行借款，2016~2018 年，公司筹资活动现金流入呈波动增长态势，分别为 34.35 亿元、25.91 亿元和 45.76 亿元，年均复合增长 15.41%；2018 年，公司筹资活动现金流入为 45.76 亿元，较上年大幅增长 76.59%，主要系吸收投资收到的现金和取得借款收到的现金大幅增长所致。2016~2018 年，公司筹资活动现金流出呈逐年增长趋势，分别为 25.73 亿元、30.20 亿元和 49.76 亿元，年均复合增长 39.05%；其中 2018 年，公司筹资活动现金流出为 49.76 亿元，主要系公司偿还债务所致。综上影响，2016~2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额由净流入转为净流出，分别为 8.62 亿元、-4.29 亿元和 -4.00 亿元。

2019 年 1~3 月，公司经营活动净现金流为 -1.46 亿元；投资活动产生的现金净流量为 -1.27 亿元，筹资活动现金净额为 0.82 亿元。

总体看，近年来，公司经营活动现金净流量整体波动增长，收入实现质量处于较高水平；同时，公司存在外部投资需求，投资活动现金流呈持续净流出态势；考虑到公司定增融资到位，同时，部

分债务已偿还，短期内外部融资压力不大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016~2018年，公司流动比率分别为1.57倍、1.51倍和1.44倍，速动比率分别为1.31倍、1.04倍和0.96倍，均有所下降，主要系随着公司业务规模的扩大，公司流动负债增加所致。公司现金短期债务比分别为0.70倍、0.47倍和0.41倍，呈逐年下降态势；2017年下降主要系公司业务规模的扩大，短期债务增加所致。近三年，公司短期偿债指标均有所下降，但考虑到公司存货规模快速增长且主要为钴及其他有色矿，变现能力较强，整体看公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2016~2018年，公司EBITDA呈波动增长态势，分别为5.33亿元、11.86亿元和9.31亿元，年均复合增长32.19%；其中2017年EBITDA为11.86亿元，较上年增长122.66%，主要系利润总额大幅增加所致；2018年，公司EBITDA为9.31亿元，较上年减少21.52%，主要系公司利润规模有所收缩所致。2018年公司EBITDA主要由利润总额（占52.78%）、计入财务费用的利息支出（占32.32%）、折旧（占6.31%）以及摊销（占8.59%）构成。2016~2018年，公司EBITDA全部债务比分别为0.15倍、0.27倍和0.24倍，EBITDA对全部债务的保障能力波动中有所增强；公司的EBITDA利息倍数分别为2.69倍、4.04倍和3.08倍，EBITDA利息的保障能力较强。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至2018年底，公司无重大未决诉讼事项。

截至2018年底，公司对无对外担保。

截至2018年底，公司获得各银行授信合计39.21亿元，已使用28.21亿元，尚未使用额度11.00亿元，公司间接融资渠道畅通。公司为上海证券交易所上市公司，具备公开市场直接融资能力。

根据中国人民银行征信中心《企业信用报告》（机构信用代码：G10350203001828903）显示，截至2019年3月5日，公司无未结清不良信贷信息，公司近五年在中国人民银行征信系统无违约记录。

总体看，受益于有色行业景气度较高影响，公司偿债能力有所增强，公司整体偿债能力很强。

八、本次可转债偿债能力分析

1. 本次可转换公司债的发行对目前负债的影响

截至2018年底，公司债务总额为38.83亿元，本次拟发行可转换公司债规模不超过24.00亿元，公司全部债务总额的61.81%，相对目前公司债务规模，本次债券发债额度较大，对公司债务结构影响较大。

以2018年底财务数据为基础，截至2018年底，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43.73%、33.86%和10.15%，在其他因素不变的情况下，假设本期公司债券发行规模为24亿元，债券发行后，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将分别上升至52.23%、45.31%和30.04%，公司债务负担将明显加重，但仍处于合理范围。考虑到本次可转债在存续期间存在转股的可能，预计转股后各项指标可能低于上述测算值。

2. 本次可转换公司债偿债能力分析

以2018年相关财务数据为基础，2018年公司EBITDA为9.31亿元，为本期公司债券发行额度（24亿元）的0.39倍，EBITDA对本期债券的覆盖程度较低；2018年经营活动产生的现金流入343.73

亿元，为本期公司债券发行额度（24 亿元）的 14.32 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度尚可；2018 年经营活动产生的现金流量净额为 8.59 亿元，为本期公司债券发行额度（25 亿元）的 0.36 倍，公司经营活动现金净流量对本期债券的覆盖程度较低。

从本次债券的发行条款看，公司设置了转股价格调整、转股价格向下修正条款及有条件赎回条款（详见“二、本次可转换公司债券概况及募集资金用途”）。联合评级认为，公司为本次发行可转换公司债券而设置的转股价格调整及转股价格向下修正条款，一方面能够根据公司送股、派息等情况自然调整转股价格，同时，能够预防由于预期之外的事件导致公司股票在二级市场大幅下跌，致使转股不能顺利进行。设置的赎回条款可以有效促进债券持有人在市场行情高涨时进行转股。

本次可转债发行后，考虑到未来转股因素，预计公司的资产负债率将有进一步下降的可能，转股将有利于降低公司投资项目的资金压力，公司偿付债券的能力将进一步增强。

综合以上分析，并考虑到公司作为较大规模有色金属上市公司，在从业经验、业务资源和公开市场融资等方面具有一定优势；近年来，随着公司业务不断丰富，收入规模显著增加，经营活动现金流入量较大，以及可转换公司债券转股可能；联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

九、综合评价

公司作为国内规模较大的有色金属企业，在矿产资源储备、从业经验和业务资源等方面所具备的竞争优势。近年来，钴材料业务、金属贸易和产业链服务业务持续快速扩张，对公司在有色金属产业的布局形成一定支撑。同时，联合评级也关注到有色金属价格波动对公司盈利水平影响较大，大规模的产业链服务业务给公司经营性现金流带来压力，以及控股股东和实际控制人股权质押比例高等因素对公司信用水平产生的不利影响。

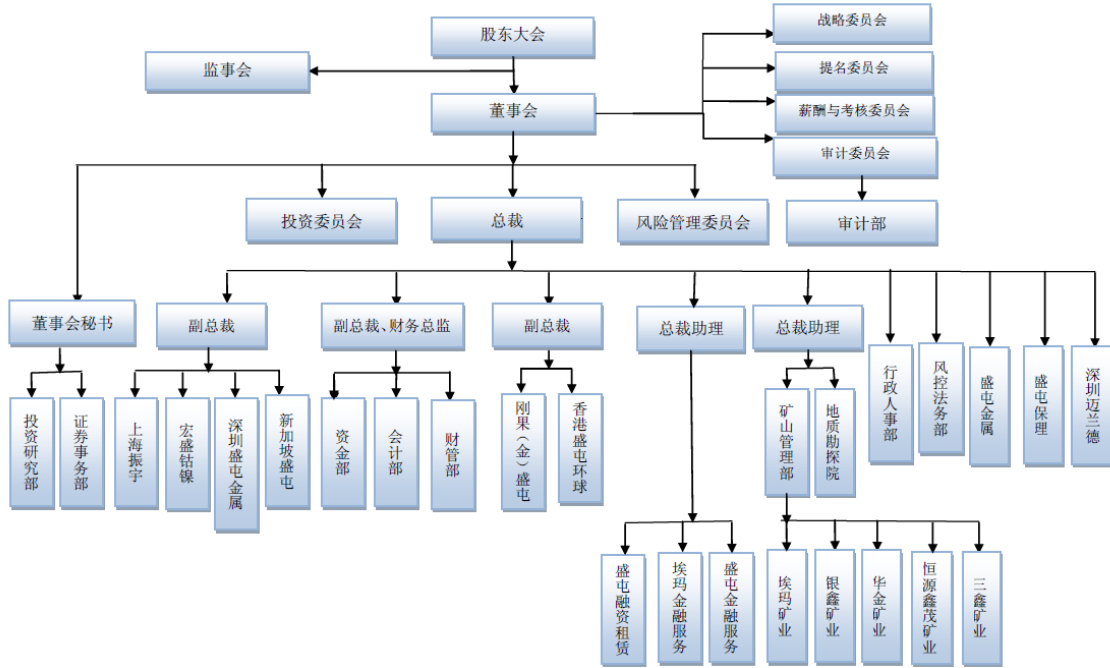
公司发行股票购买资产等相关事宜的完成有利于公司钴材料业务产业链的完善，进一步提高公司盈利能力。

未来，随着公司下属矿山企业技改完成并投产以及钴材料业务产业链的完善，公司经营状况有望保持良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次可转换公司债券设置了转股价格调整、转股价格向下修正及有条件赎回等条款，考虑到未来转股因素，公司的资本实力可能进一步增强。

综上，基于对公司主体长期信用等级及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次可转换公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 盛屯矿业集团股份有限公司 组织结构图



附件 2 盛屯矿业集团股份有限公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
资产总额 (亿元)	98.98	112.54	134.79	141.28
所有者权益 (亿元)	40.47	46.85	75.85	75.88
短期债务 (亿元)	16.72	22.94	30.26	18.86
长期债务 (亿元)	19.78	20.66	8.57	8.51
全部债务 (亿元)	36.50	43.60	38.83	27.37
营业收入 (亿元)	127.10	206.68	307.54	57.94
净利润 (亿元)	1.95	6.09	4.17	0.13
EBITDA (亿元)	5.33	11.86	9.31	--
经营性净现金流 (亿元)	1.37	9.97	8.59	-1.46
应收账款周转次数 (次)	20.52	29.90	46.15	--
存货周转次数 (次)	21.83	14.38	14.69	--
总资产周转次数 (次)	1.40	1.95	2.49	--
现金收入比率 (%)	107.89	111.85	110.54	1.12
总资本收益率 (%)	5.59	10.77	7.00	0.11
总资产报酬率 (%)	4.64	10.05	6.41	0.13
净资产收益率 (%)	4.84	13.94	6.79	0.17
营业利润率 (%)	6.20	6.64	3.64	2.08
费用收入比 (%)	3.31	2.79	2.06	1.28
资产负债率 (%)	59.11	58.37	43.73	46.29
全部债务资本化比率 (%)	47.42	48.21	33.86	26.51
长期债务资本化比率 (%)	32.83	30.60	10.15	10.09
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.69	4.04	3.08	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.15	0.27	0.24	--
流动比率 (倍)	1.57	1.51	1.44	1.47
速动比率 (倍)	1.31	1.04	0.96	1.05
现金短期债务比 (倍)	0.70	0.47	0.41	0.84
经营现金流动负债比率 (%)	4.26	25.47	19.36	-2.92
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.22	0.49	0.39	--

注: 1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径; 2、报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 3、报告中涉及货币内容除特别说明外, 均指人民币; 4、全部债务包括其他应付款、其他流动负债和长期应付款中付息项, 2019 年一季度付息项使用 2018 年年底数据; 5、公司 2019 年一季度财务数据未经审计, 相关指标未年化。

附件 3 有关计算指标的计算公式

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

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 盛屯矿业集团股份有限公司 2019 年可转换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，在每年盛屯矿业集团股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六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。

盛屯矿业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。盛屯矿业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盛屯矿业集团股份有限公司的相关状况，如发现盛屯矿业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。

如盛屯矿业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，以及包括转股、赎回及回售等在内的可转换债券下设特殊条款，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，直至盛屯矿业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盛屯矿业集团股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司
二〇一九年七月十一日

