

# 跟踪评级公告

联合[2017] 1456 号

---

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持中信国安集团有限公司主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定；同时维持“17 中信国安 CP001” A-1 的信用等级，维持“14 中信国安 MTN001”、“14 中信国安 MTN002”、“15 中信国安 MTN001”、“15 中信国安 MTN002”、“15 中信国安 MTN003”、“15 中信国安 MTN004”、“16 中信国安 MTN001”和“16 中信国安 MTN002” AA<sup>+</sup>的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一七年七月十一日



---

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

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

## 中信国安集团有限公司跟踪评级报告

### 主体长期信用

跟踪评级结果：AA<sup>+</sup>      评级展望：稳定  
 上次评级结果：AA<sup>+</sup>      评级展望：稳定

### 债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
17 中信国安 CP001	20 亿元	2017/03/17-2018/03/17	A-1	A-1
14 中信国安 MTN001	17 亿元	2014/8/14-2017/8/14	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
14 中信国安 MTN002	10 亿元	2014/11/6-2019/11/6	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
15 中信国安 MTN001	30 亿元	2015/04/27-2020/04/27	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
15 中信国安 MTN002	22 亿元	2015/09/30-2018/09/30	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
15 中信国安 MTN003	30 亿元	2015/10/13-2020/10/13	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
15 中信国安 MTN004	20 亿元	2015/12/15-2020/12/15	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
16 中信国安 MTN001	16 亿元	2016/03/08-2021/03/08	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
16 中信国安 MTN002	20 亿元	2016/12/15-2019/12/15	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>

跟踪评级时间：2017 年 7 月 11 日

### 财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
现金类资产(亿元)	165.89	288.81	357.70	334.28
资产总额(亿元)	1171.68	1579.80	1874.36	1943.86
所有者权益(亿元)	246.83	324.65	366.80	372.64
短期债务(亿元)	429.48	642.10	721.61	692.76
长期债务(亿元)	246.45	359.20	590.70	686.93
全部债务(亿元)	675.93	1001.30	1312.32	1379.69
营业收入(亿元)	672.41	935.27	1010.21	155.08
利润总额(亿元)	9.43	12.00	19.96	3.24
EBITDA(亿元)	59.11	63.77	70.44	--
经营性净现金流(亿元)	23.62	36.28	67.21	15.02
营业利润率(%)	4.55	3.59	4.51	7.17
净资产收益率(%)	2.60	2.77	3.77	--
资产负债率(%)	78.93	79.45	80.43	80.83
全部债务资本化比率(%)	73.25	75.52	78.16	78.73
流动比率(%)	109.10	121.52	139.64	140.68
经营现金流流动负债比(%)	3.56	4.15	7.77	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.43	15.70	18.63	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.07	1.06	1.15	--

注：1.2017 年一季度财务数据未经审计；2.其他应付款中的委托贷款、黄金租赁款，其他流动负债中短期融资券计入短期债务；长期应付款中的融资租赁款和委托贷款计入长期债务；3.指标计算时未将所有者权益中 60 亿元永续中票计入长期债务。

### 评级观点

中信国安集团有限公司(以下称“公司”)是一家业务涵盖信息产业、资源开发及高新技术、旅游地产及商业物业、葡萄酒和化工业务的综合性企业集团。跟踪期内，公司有线电视业务发展稳健，16.7亿元收购河南有线24.5%股权，数字电视用户数增长至3247万户，为公司带来稳定的投资收益；有色金属行业景气度回暖，子公司白银有色金属集团股份有限公司(以下简称“白银股份”)成功上市，为有色金属业务发展提供了有力支撑。作为投控平台，公司4亿美元参与奇虎360私有化、45亿元投资中国互联网投资基金并参股多家上市公司等多个优质项目。同时，联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司主业亏损、对外投资支出大导致公司债务规模持续增长，债务负担进一步加重，投资收益可持续性差、对外担保金额较大、宣东项目涉诉等因素对公司带来的不利影响。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定，同时维持“17 中信国安 CP001” A-1 的信用等级，维持“14 中信国安 MTN001”、“14 中信国安 MTN002”、“15 中信国安 MTN001”、“15 中信国安 MTN002”、“15 中信国安 MTN003”、“15 中信国安 MTN004”、“16 中信国安 MTN001”和“16 中信国安 MTN002” AA<sup>+</sup>的信用等级。

### 优势

1. 有色金属是国民经济发展的基础产业之一，子公司白银股份是中国大型的多金属生产基地之一，具有规模和资源储备优势，其中黄金资源总量在国内黄金企业排名第四位。2017 年 2 月，白银股份成功上市，募集资金 12.42 亿元。

分析师

刘哲 刘然 陈婷

邮箱: [lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

网址: [www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

2. 有线电视业务受宏观经济周期性波动的影响小。公司是中国大型的有线电视投资运营商之一, 参股湖北广电、江苏有线等多家上市公司。截至2017年3月底, 数字电视用户约3247万户, 逐年增长的用户数量为公司带来稳定的投资收益。
3. 公司本部作为投控平台, 旗下控股上市公司4家, 4亿美元参与奇虎360私有化、45亿元投资中国互联网投资基金、参股多家上市公司并储备多个优质投资项目, 预期收益良好。

关注

1. 公司收入构成以贸易业务为主, 毛利率低; 利润总额对投资收益依赖程度高, 整体盈利能力较弱; 且投资收益中, 稳定的有线电视业务的投资收益占比较小, 其他投资收益稳定性不强。
2. 公司债务规模不断增长, 债务负担进一步加重, 存在短期支付压力; 财务费用对利润侵蚀大。
3. 公司存货规模持续上升, 开发成本占比高, 流动性较差; 在建及拟建项目投资规模大, 存在较大筹资压力。
4. 公司对外担保规模较大, 其中含对国奥投资发展有限公司2笔共13亿元担保, 被担保方资产负债率高, 未来公司面临一定的代偿风险。
5. 子公司北京信达置业有限公司涉及诉讼, 导致宣东项目未来经营存在较大不确定性, 联合资信将持续关注该事项进展。

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由中信国安集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

## 中信国安集团有限公司跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于中信国安集团有限公司主体长期信用及“17 中信国安 CP001”、“14 中信国安 MTN001”、“14 中信国安 MTN002”、“15 中信国安 MTN001”、“15 中信国安 MTN002”、“15 中信国安 MTN003”、“15 中信国安 MTN004”、“16 中信国安 MTN001”和“16 中信国安 MTN002”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

### 二、企业基本情况

中信国安集团有限公司(以下简称“公司”)前身为中信国安总公司，中国中信集团有限公司(以下简称“中信集团”)为公司第一大股东。1989年9月北京国安实业发展总公司在北京国安宾馆的基础上组建成立，1994年9月被列为中信集团一级子公司，并更名为中信国安总公司。1999年9月中信国安总公司变更为中信国安集团公司。2011年12月底，经国家工商行政管理总局核准登记，公司名称由中信国安集团公司变更为中信国安集团有限公司。

根据财金函[2013]118号《财政部关于中信国安集团有限公司增资扩股有关事宜的批复》及财金函[2013]182号《财政部关于变更中信国安集团有限公司增资扩股投资方有关事宜的批复》，2013年12月，公司注册资本增加至71.6177亿元。增资扩股完成后，中信集团持股20.945%，华泰汽车集团有限公司持股19.764%，广东中鼎集团有限公司(以下简称“中鼎集团”)持股17.787%，河南森源集团有限公司(以下简称“森源集团”)持股15.811%，北京乾融投资(集团)有限公司持股15.811%，天津市万顺置业有限公司持股9.882%。

2014年，根据华泰集团与黑龙江鼎尚装修工程有限公司(以下简称“鼎尚装修”)签订的

《股权转让协议》，华泰集团将其持有的本公司19.764%股权转让给鼎尚装修，上述股权转让已经公司股东会审议通过，并于2014年7月完成工商变更登记。鼎尚装修于2016年3月11日变更了名称、法定代表人和经营范围，现为黑龙江鼎尚投资管理有限公司(以下简称“鼎尚投资”)。

2015年4月28日，公司召开股东会，同意北京乾融投资(集团)有限公司将所持有的15.811%股权全部转让给共和控股有限公司，转让完成后公司注册资本不变，公司已于2015年4月30日完成工商变更登记。

根据森源集团与瑞煜(上海)股权投资基金合伙企业(有限合伙)(以下简称“瑞煜基金”)签订的《股权转让协议》，森源集团将其持有的本公司15.811%股权转让给瑞煜基金，上述股权转让已经公司股东会审议通过，并于2015年12月21日完成工商变更登记。

根据中鼎集团与北京合盛源投资管理有限公司(以下简称“合盛源投资”)签订的《股权转让协议》，中鼎集团将其持有的本公司17.787%股权转让给合盛源投资，上述股权转让已经公司股东会审议通过，并于2015年12月28日完成工商变更登记。

公司经营范围包括：通信、能源、房地产、文化、体育、旅游、广告项目的投资；投资咨询；资产受托管理；资产重组策划；物业管理；组织文化、体育交流；承办国内展览及展销会、学术报告会、技术交流会；机械设备、电子设备、房屋的租赁；钟表的销售与维修；技术转让、技术咨询及技术服务；企业财务和经营管理咨询。(依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动)。

截至2017年3月底，公司合并范围内拥有一级子公司17家；本部设战略发展部、资本运营部、财务部、资金部、办公室、审计部、人力资源部、法律合规部、安全保卫部、房地产部

和扶贫工作事业部等职能部门。

截至2016年底，公司合并资产总额为1874.36亿元，所有者权益合计为366.80亿元（其中少数股东权益223.18亿元）。2016年，公司实现营业收入1010.21亿元，利润总额19.96亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额为1943.86亿元，所有者权益合计为372.64亿元（其中少数股东权益230.11亿元）。2017年1~3月，公司实现营业收入155.08亿元，利润总额3.24亿元。

公司地址：北京市朝阳区关东店北街1号。  
法定代表人：李士林。

### 三、存续债券概括及募集资金使用情况

跟踪期内，公司存续期内债券共计 185 亿元，用于偿还银行借款及补充公司流动资金，详细情况见下表：

表 1 截至 2016 年底存续债券情况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
17 中信国安 CP001	20.00	20.00	2017/03/17	2018/03/17
14 中信国安 MTN001	17.00	17.00	2014/08/14	2017/08/14
14 中信国安 MTN002	10.00	10.00	2014/11/06	2019/11/06
*15 中信国安 MTN001	30.00	30.00	2015/04/27	2020/04/27
15 中信国安 MTN002	22.00	22.00	2015/09/30	2018/09/30
*15 中信国安 MTN003	30.00	30.00	2015/10/13	2020/10/13
15 中信国安 MTN004	20.00	20.00	2015/12/15	2020/12/15
16 中信国安 MTN001	16.00	16.00	2016/03/08	2021/03/08
16 中信国安 MTN002	20.00	20.00	2016/12/15	2019/12/15

资料来源：联合资信根据公开资料整理

注：存续期债券中标注为\*的债券为永续中期票据，所列兑付日为首次赎回权行权日。

公司存续期债券中，“15中信国安MTN001”和“15中信国安MTN003”于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。

基于“15中信国安MTN001”和“15中信

国安MTN003”条款，可得出以下结论：

（1）“15中信国安MTN001”和“15中信国安MTN003”的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，“15中信国安MTN001”和“15中信国安MTN003”与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）“15中信国安MTN001”和“15中信国安MTN003”如不赎回，从第6个计息年开始每5年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加300个基点。从票面利率角度分析，“15中信国安MTN001”和“15中信国安MTN003”公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。

（3）“15中信国安MTN001”和“15中信国安MTN003”在除公司（合并范围）发生普通股份分红和公司减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。跟踪期内，公司上市子公司中信国安信息产业股份有限公司（以下简称“国安股份”）2016年向全体股东每10股派0.5元（含税）。从历史分红角度分析，公司分红意愿明显，未来逐年持续分红可能性大，递延利息支付可能性小，与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

综合以上分析，“15中信国安MTN001”和“15中信国安MTN003”属债券创新品种，具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为“15中信国安MTN001”和“15中信国安MTN003”在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

### 四、宏观经济和政策环境

2016年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但

下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，中国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；

受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，中国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，中国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，中国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产

投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5% 以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

## 五、行业分析

公司所属行业以信息产业业务、资源开发业务为主，制造业务、工程承包、商贸及服务等其他配套经营业务为辅的综合性业务产业布局。

### 1. 信息产业相关业务

#### (1) 有线电视业务

有线电视最初是为了边远地区接收电视信号困难而出现的一种解决方案。随着其功能的逐渐拓展、节目的逐渐丰富、图像的更加清晰而进入大众家庭。技术进步和社会需求变化，使有线电视业务正在经历从模拟到数字的变革。在政策的推动下，中国有线电视数字化进程逐步加快。《中国有线电视向数字化过渡时间表》提出，2015 年停止模拟广播电视的播出，并基本完成全国有线电视的数字化过渡。根据《2016 年国民经济和社会发展统计公报》，截至 2016 年底，全国有线电视实际用户 2.23 亿户，其中有线数字电视实际用户 1.97 亿户。

有线电视业务具有特殊性且存在政策限制，行业进入壁垒不易突破。根据《有线电视管理规定》和《广播电视管理条例》等文件，国家对有线电视业务实施许可证管理，有线电视网络由广电部门独家进行投资建设和管理运营，并规定一城（地）一网。随着有线电视用户数

的增长和网络建设带来的资金压力，有线电视网络运营的投资主体和筹集渠道有所放宽。2001 年 12 月《关于广播影视集团融资的实施细则（试行）》规定，广播电视传输网络公司可以吸收国有资本进行股份制改造，国有大中型企事业单位在不参与宣传业务和经营管理的条件下，可以参股广播影视集团 51% 以下，省级网络公司 25% 以下的股份。2005 年 4 月《国务院关于非公有资本进入文化产业的若干决定》规定，非公有资本可以建设和经营有线电视接入网，参与有线电视接收端数字化改造，从事上述业务的文化企业国有资本必须控股 51% 以上。

2010 年 1 月国务院常务会议决定加快推进电信网、广播电视网和互联网三网融合，并决定在 2013 年至 2015 年间逐步地全面实现三网融合发展。三网融合是国家既定的产业引导政策，也是技术发展的大趋势，国务院的相关决议将有力地推进有线电视网络整合和数字化整体转换的进程；但三网融合将直接触及现有的经营体制和部门利益，该因素可能成为三网融合发展的最大障碍。

目前，参与中国有线电视业务的企业主要是上市公司，包括歌华有线、东方明珠、电广传媒、广电网络、中信国安、天威视讯等。歌华有线业务集中于北京市；东方明珠业务集中于上海市；电广传媒业务集中于湖南省；广电网络业务集中于陕西省。与传统行业相比，广电行业受宏观经济形势影响较小，在数字化、网络化方面的投资规模保持高速增长。有线电视行业的经营方式决定了经营企业前期投入大、后期现金流量较为稳定的特点。考虑到行业受经济周期的影响较小，且客户流失率低的特点，因此，有线电视行业发展前景稳定。同时联合资信也关注到，中国电视业务受地方壁垒限制，整体格局较为分散，在内容获取和广告业务获取等方面的竞争日趋激烈，此外受网络等新媒体的崛起对传统广电传媒受众也产生了一定的分流效应。



## （2）网络系统集成业务

系统集成是通过结构化的综合布线系统和计算机网络技术，将各个分离的设备、功能和信息等集成到相互关联的、统一和协调的系统之中，使资源达到充分共享，实现集中、高效、便利的管理。系统集成实现的关键在于解决系统之间的互连和互操作性问题，它是一个多厂商、多协议和面向各种应用的体系结构。

系统集成作为一种新兴的服务方式，是近年来信息服务业中发展最快的一个子行业。根据工业和信息化部统计，2016年中国软件和信息技术服务业共完成软件业务收入4.9万亿元，同比增长14.9%；其他信息技术服务（包括信息技术咨询设计服务、系统集成、运维服务、数据服务等）收入增长16%。

2014年，国务院印发的《国务院关于取消和下放一批行政审批项目的决定》（国发[2014]5号）中取消了“计算机信息系统集成企业资质认定”、“计算机信息系统集成项目经理人员资质评定”和“信息系统工程监理单位资质认证和监理工程师资格认定”的行政审批项目，取消后将有利于减轻企业负担，降低准入门槛，增加市场活力。

总体看，在近期中国经济增速虽呈放缓趋势，中国软件业仍保持了较高的增长势头。

## （3）增值电信业务

增值电信业务是利用公用电信网的资源和其他通信设备开发的附加通信业务，具体又可分为固定电话网增值业务、移动电话网增值业务、卫星网增值业务、因特网增值业务、其他数据传送网络增值业务等。近年来，我国电信增值业务规模持续扩大，业务应用创新活跃，投资主体日趋多元，服务领域不断拓宽，信息内容日益丰富。未来，随着信息消费需求的快速增长，宽带网络基础设施建设升级，智能手机的逐步普及，以及电信业务市场进一步向民间资本开放，中国增值电信业务有望迎来新一轮的快速发展。

## 2. 资源开发及高新技术业务

### （1）有色金属业务

有色金属是国民经济重要的基础工业原料，因其良好的导电、导热、耐磨、高强度、抗腐蚀或易延展等各种特性而被广泛应用于机械、电力、电子、建筑、交通运输、国防等众多领域，因此有色金属行业又是与宏观经济密切相关的典型周期性行业。

中国拥有较为齐全有色金属矿产资源品种，部分金属储量较为丰富，但总体储量不高，人均占有量低于世界平均水平。

近十年，中国有色金属产量呈增长趋势，十种金属总产量已连续多年位居世界第一。但整体产业链结构呈现矿山产能小、冶炼产能大、加工产能更大的产业格局，行业冶炼产能整体呈现过剩态势。近年随着国家产业振兴规划和相关产能限制和淘汰落后产能政策的出台，中国有色金属产量增速显著放缓。此外，受国家政策推动，行业固定资产投资重点正向西部转移，西北地区有色金属产能、特别是电解铝产能正在快速扩张，如中、东部产能不能实现有序退出则将加剧行业产能过剩的局面。

2014年，全球经济仍处于金融危机后的深度调整期，发达国家经济发展差异化显著，新兴经济体经济发展增速有所趋缓。铜价格在美联储逐步退出QE、强势美元回归以及中欧经济下行风险加剧等因素的影响下，整体呈现震荡走低态势。2015年铜价整体保持下跌趋势，LME铜现货结算价从年初的6309美元/吨下降至年底的4702美元/吨，2016年铜价先下降至4310美元/吨后，回升至最高5103美元/吨，之后宽幅震荡，截至2017年3月31日，LME现货铜结算价为5849美元/吨。

2014年受国外锌矿减产预期和全球精锌供应短缺影响，锌价格整体走势较其他基本金属略显偏强。2014年，LME三个月期锌开盘于2060美元/吨，收盘于2179.5美元/吨，最高触及2416美元/吨，最低至1937美元/吨，平均价格为2164美元/吨，同比上涨11.6%；同期，

LME 现货锌平均价为 2161 美元/吨，同比上涨 13.2%。2015 年锌价整体保持下跌趋势，LME 锌现货于 5 月 6 号达到 2405 美元/吨的高位后，下降至年底的 1600 美元/吨，2016 年 1 月 11 日达到 1470 美元/吨的低点后一路上行，截至 2017 年 3 月 31 日，LME 现货锌结算价为 2782.50 美元/吨。

铜、铝、铅锌占到 10 种金属总量的 95%，其中约 70% 的铜用于电力、家电、交通等产业，约 70% 的铝用于建筑、交通、电力、机械等产业，约 70% 的锌用于建筑、交通、轻工、家电等产业，约 70% 的铅用于汽车、电动车等产业。而电力、交通、建筑等均为中国的支柱产业，因此，有色金属具有不可替代的基础性产业地位。

## (2) 高科技业务

### 锂电池行业状况

锂电池材料是新能源产业的关键材料。锂电池相比传统的铅镍等电池更具有节能环保的优势，行业发展受到政府的鼓励和支持。

锂电池产业链上游为锂矿产资源，中游为锂电池材料、电芯生产、电芯生产装备、锂电池检测系统提供商和锂电池组装企业，下游主要是锂电池配套应用领域，包括 3C 产品、电动工具、电动自行车、新能源汽车、储能等行业。锂资源主要来自于盐湖卤水锂和矿石锂。

锂电池主要由五部分构成，即正极材料、负极材料、电解液、隔膜和包装材料。锂电池的核心材料是正极材料、电解液和隔膜，其中，正极材料是锂电池电化学性能的决定性因素，电解液和隔膜的成本占比分别约为 10% 和 15%。

从生产规模上看，2016 年国内动力电池新增产能 42GWh，是 2015 年的 2.8 倍，受《新版动力电池规范条件影响》，2017 年国内动力电池扩产潮仍将持续；电池材料方面，2016 年全国锂电池正极材料产量 16.16 万吨，同比增长 43%。主要是受动力电池带动，2016 年国内动力电池产量同比增长超过 60%。磷酸铁锂产量

5.7 万吨，同比增长 75%；三元材料产量 5.43 万吨，同比增长 49%；钴酸锂出货量同比去年增长 9.4%，出货量 3.49 万吨。电池设备方面，中国 2016 年锂电生产设备需求超过 145 亿元，国内生产设备产值占比 80% 以上，产值同比增长将超过 20%。

在效益方面，2016 年 1~12 月，全国规模以上电池制造企业累计主营业务收入 5501.2 亿元，同比增长 18.8%，实现利润总额 373.4 亿元，同比增长 37.4%。其中锂离子产品主营业务收入 2824 亿元，同比增长 33.3%，另外，受新能源汽车产业发展的推动，2016 年国内锂电池产品实现利润总额 235.6 亿元，同比增长 73.5%。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权关系

截至 2017 年 3 月底，公司注册资本 71.62 亿元。其中中信集团持股 20.945%，为公司第一大股东；鼎尚投资持股 19.764%；合盛源投资持股 17.787%；瑞煜基金持股 15.811%；共和控股有限公司持股 15.811%；天津市万顺置业有限公司持股 9.882%。

### 2. 企业规模

公司经营行业涉及信息产业相关业务（主要包括有线电视、电信增值、网络系统集成等）、高科技及资源开发、葡萄酒及旅游地产及商业物业等四大领域。目前公司主要的产品和服务包括有线电视网络建设及运营、电信增值及卫星通信服务、网络系统集成、锂离子二次电池正极材料及动力电池、硫酸钾镁肥、氯化钾、硼酸、碳酸锂、氧化镁、有色金属采选与冶炼（主要包括铜、铅、锌等）、物业出租、葡萄酒生产及销售、酒店业务以及会展业务等。

有线电视业务方面，截至 2017 年 3 月底，公司投资的有线电视项目所在行政区域入网用户总数约 3920 万户，数字电视用户约 3247 万户。公司成为目前投资有线电视业务的企业中

最大的投资主体之一。

高科技业务板块，公司拥有 10 条钴酸锂生产线、2 条锰酸锂生产线、4 条三元材料生产线，具备年产正极材料 5600 吨（其中：钴酸锂 4000 吨、锰酸锂 600 吨、三元材料 1000 吨）的生产能力。其主导产品钴酸锂目前在国内市场的占有率、市场覆盖率、产销量居行业领先地位。

有色金属业务方面，截至 2017 年 3 月底，公司所属矿山保有资源储量铅 127.93 万吨、锌 590.80 万吨、铜 43.34 万吨、金 16.30 吨（此外，公司国外控股的第一黄金南非有限公司的黄金总资源量为 1220 吨，总体上看，公司黄金资源总量在国内黄金企业排名第四位）、银 1667.19 吨、钼 2.86 万吨，其现有矿山能在较短时间内形成较大产能。白银股份目前具有年有色金属矿石采选 410 万吨、铜冶炼 20 万吨、铅冶炼 3 万吨、锌冶炼 27.7 万吨的生产能力，是中国最大的多品种有色金属生产商之一，全球第九大黄金生产商，第三大铂金生产商。

葡萄酒业务方面，公司下属的中信国安葡萄酒业股份有限公司（以下简称“中葡酒业”）依托新疆独特的先天生态资源优势，大力发展以酿酒葡萄为中心的特色产业，现有核心酿酒葡萄基地 5 万亩，5 家葡萄酒生产企业，生产规模达 11 万吨，贮酒能力达 15 万吨，成品酒灌装能力达 5 万吨，其葡萄种植面积和酿酒产能均位列国内前列。

综合以上情况，公司主要业务已形成较大经营规模，在行业内具备较强的竞争实力。

### 3. 股东支持

公司第一大股东中信集团，成立于 1979 年 10 月，是中央管理的大型国有重要骨干企业，是国家授权投资的经营管理机构。2011 年 12 月，中信集团经国务院批准，整体改制为国有独资公司，注册资本 1837.03 亿元，法定代表人常振明。

中信集团目前已发展成为一家金融与实业并举的大型综合性跨国企业集团。其中，金融

涉及银行、证券、信托、保险、基金、资产管理等行业和领域；实业涉及房地产、工程承包、资源能源、基础设施、机械制造、信息产业等行业和领域，具有较强的综合优势和良好发展势头。

截至 2016 年底，中信集团合并资产总额为 6.52 万亿元，负债总额 5.86 万亿元；2016 年实现营业收入 3511.14 亿元，营业利润 712.33 亿元。

中信集团是具有重要战略地位的综合性强国有大型企业集团，具有很强的综合竞争优势和强大的品牌实力，政府支持力度大，融资能力强。股东的支持有利于公司的长远发展。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化。

## 八、重大事项

### 1. 子公司白银股份完成 IPO

经中国证监会“证监许可【2016】3167 号”文核准，子公司白银股份 2017 年 2 月 15 日在上海证券交易所上市（股票代码：601212）。白银股份成立于 2008 年 11 月，发行前注册资本 62.75 亿元，本次公开发行募集资金总额 12.42 亿元，白银股份资本实力有所增强。白银股份完成公开发行后，公司作为其第一大股东，持有 32.27% 的股份（共计 22.50 亿股）。

截至 2016 年底，白银股份总资产 444.21 亿元，净资产为 140.39 亿元，2016 年实现营业收入 559.50 亿元，主要来自阴极铜产品的销售收入，当年实现利润总额 7.37 亿元。

### 2. 子公司信达置业涉诉

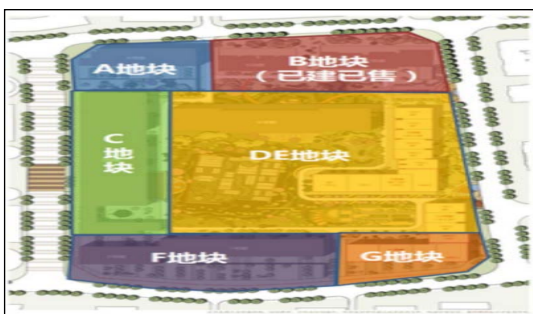
公司于 2017 年 5 月 11 日发布《中信国安集团有限公司关于下属子公司涉及诉讼情况的公告》，公告称：近期，最高人民法院就北京庄胜房地产开发有限公司（以下简称“庄胜公司”）与信达投资有限公司（以下简称“信达投资”）、

信达资产管理有限公司北京分公司（以下简称“信达北分”）及北京信达置业有限公司（以下简称“信达置业”）股权转让纠纷案件作出（2015）民二终第61号判决，判决主要内容如下：（1）撤销北京市高级人民法院于2014年12月18日出具的民事判决；（2）确认解除庄胜公司与信达投资、信达北分签订的框架协议及庄胜公司与信达投资、信达北分及信达置业签订的有关补充协议；（3）信达置业于判决生效后十日内向庄胜公司返还其根据框架协议有关补充协议取得的有关项目地块权益，并移交项目资料；（4）信达投资于判决生效后十日内向庄胜公司支付违约金10亿元，信达置业对该违约金的支付承担连带责任；（5）庄胜公司于判决生效后十日内向信达投资返还合同款项约22.1亿元及拆迁费用约5.3亿元；（6）驳回信达置业的反诉请求；一审案件受理费500余万元及二审案件受理费500余万元由信达投资及信达置业共同负担。

信达投资、信达北分、信达置业已分别向最高人民法院提交了再审申请。信达置业已于2017年4月20日接到最高人民法院的立案通知，案号：（2017）最高法民申1648号。2017年4月28日，最高人民法院已决定组成合议庭对案件进行再审。该诉讼存较大不确定性，联合资信将持续保持关注。

信达置业目前为公司全资子公司，公司于2012年10月31日以13.6亿元股权交易价格公开摘牌取得信达置业100%股权，负责争议地块的具体开发业务。

图1 涉诉地块概览



资料来源：公开资料

## 九、经营分析

公司经过多年发展，已经形成了涉及信息产业相关业务、资源开发及高新技术、旅游地产及商业物业、葡萄酒和化工业务的综合性企业集团。

2014~2016年，得益于资源开发及高新技术、旅游地产及商业物业和化工业务收入的大幅增长，公司营业收入快速增长，2016年为1010.21亿元，同比增长8.01%。其中，资源开发及高新技术、旅游地产及商业物业和化工业务分别实现营业收入573.54亿元、207.50亿元和203.25亿元，三者合计贡献收入超过97%。资源开发及高新技术业务收入主要由白银股份及国安股份动力电池相关业务构成；旅游地产及商业物业板块收入自2014年起新增并入青海合一矿业有限公司（以下简称“青海合一公司”，该公司主要进行有色金属贸易活动），导致该板块收入大幅增长。化工板块由于产能释放以及化工类产品的贸易业务大幅增长，收入亦快速增长。公司其余业务收入规模较小。

毛利率方面，近三年公司综合毛利率始终处于较低水平，2016年为4.77%，主要系低毛利贸易业务占收入比重较高所致。由于市场竞争日趋激烈，近三年信息产业相关业务毛利率持续下滑，2016年为9.92%；资源开发及高新技术业务毛利率保持稳定，2016年为3.58%；旅游地产及商业物业2016年毛利率10.46%，同比增加5.01个百分点，主要系商业物业当年收入规模扩大所致；化工业务由于以化工类产品贸易为主，毛利始终维持在1%左右，盈利能力较低。

2017年1~3月，公司实现营业收入155.08亿元，同比增长16.79%，主要系资源开发及高新技术和旅游地产及商业物业收入增长所致。毛利率方面，资源开发及高新技术业务由于一季度有色金属价格回升，毛利率提升至11.18%；旅游地产及商业物业板块由于青海合一公司业务毛利率波动，导致该板块毛利率有所下滑。公司2017年一季度公司综合毛利率为7.49%，

同比增加 0.36 个百分点。

表 2 公司收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务	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
信息产业相关业务	27.40	4.08	27.28	19.76	2.11	10.37	21.89	2.17	9.92	4.61	2.97	10.92
资源开发及高新 技术项目	473.25	70.38	3.25	567.53	60.68	4.01	573.54	56.77	3.58	63.63	41.03	11.18
旅游地产及商业物业	95.00	14.13	7.23	168.63	18.03	5.45	207.50	20.54	10.46	39.44	25.43	7.49
葡萄酒	5.23	0.78	65.19	3.03	0.33	58.59	2.65	0.26	61.02	0.63	0.41	43.46
化工	71.12	10.58	1.03	176.32	18.85	1.01	203.25	20.12	0.73	46.54	30.01	1.18
其他	0.39	0.06	-7.13	0.0032	--	--	1.38	0.14	49.30	0.23	0.14	92.65
<b>合计</b>	<b>672.39</b>	<b>100.00</b>	<b>5.04</b>	<b>935.27</b>	<b>100.00</b>	<b>4.01</b>	<b>1010.21</b>	<b>100.00</b>	<b>4.77</b>	<b>155.08</b>	<b>100.00</b>	<b>7.49</b>

资料来源：公司提供

注：由于末位取舍原因，各占比加总后可能不为 100%。

## 1. 信息产业相关业务

### (1) 有线电视业务

子公司国安股份（公司持股 36.45%）是国内最早投资有线电视网络业务的企业，目前已成为中国最大有线电视网络的服务商和投资商，在有线电视网络规模、用户规模、技术水平以及经营管理方面，均居国内有线电视网络运营企业前列。公司通过参股其他有线电视公司实现的收益计入投资收益中，该投资收益较为稳定，在未来具备较好的持续性，2016 年公司有线电视业务实现投资收益 2.67 亿元，现金分红 0.92 亿元。

有线电视业务的运营模式是广电方以原有有线电视网络资产出资，公司以现金出资成立合资公司。根据广电行业的政策，公司参股不能超过 50%，该部分业务并没有纳入公司合并报表范围，仅作为长期股权投资核算。合资公司主要经营业务为有线电视基本收视业务，包括传统的模拟电视收视服务，新的有线数字电视收视服务；扩展业务和增值业务包括互联网接入、视频点播、大客户专网租线业务、互动电视等业务。公司的主要经营收入包括卫星频道落地费、有线电视收视费、有线电视初装费、有线电视增值业务收费等。

公司投资的有线项目均按照公司法成立合资公司运营，自有线项目进行数字电视整体转换后，用户收费模式均从后收费变为当月扣费或预交费用。合资公司在项目所在地区均为唯一运营有线电视业务的企业，具有一定的垄断性。合资公司严格按照公司法建立三会管理制度，公司按照股权比例通过股东会依法行使股东权利，通过委派董事（含一名副董事长）、委派常务副总经理以及委派财务总监等方式分别通过董事会和经营管理层与广电方股东共同控制合资公司的经营管理。公司利润按照股东比例正常分配。

2014 年公司参与了湖北广电重大资产重组工作，公司以持有的荆州市视信网络有限公司 49% 股权认购湖北广电增发股份 486.06 万股，加上重组前公司持有的湖北广电 4962.43 万股，公司共计持有湖北广电 5448.49 万股，约占湖北广电发行股份购买资产并募集配套资金后的股份比例为 8.56%，为湖北广电第四大股东。

公司还积极配合推进了江苏省广电有线信息网络股份有限公司（以下简称“江苏有线”）IPO 上市相关工作，2015 年 4 月 28 日，江苏有线在上海证券交易所上市。江苏有线上市后公司持股 45490 万股，持股比例为 15.22%，为江苏有线第二大股东。

2016年9月,为继续扩大公司有线用户规模,保持公司在有线行业的规模优势和品牌优势,促进公司有线电视业务在全国范围内扩大业务合作,公司以16.7亿元收购河南有线电视网络集团有限公司24.5%股权。

近年来,随着三网融合不断深入,有线电视行业面临着愈发激烈的跨界竞争,公司采取多方应对措施,积极推进有线电视网络由单业务向全业务转型,为用户提供更丰富的产品和服务。2014年,公司联合湖北广电等4家有线合营公司共同发起成立了中信国安广视网络有限公司(以下简称“广视公司”)。广视公司确定了DVB+OTT(传统数字电视+互联网电视)的业务发展模式,通过将DVB传统业务和OTT互联网业务相结合在一起,创造出新的商业模式,促进有线项目创新发展,提升有线电视用户体验和用户价值。

截至2017年3月底,公司投资的有线电视项目所在行政区域入网用户总数约3920万户,数字电视用户约3247万户。公司成为目前投资有线电视业务的企业中最大的投资主体之一。

### (2) 网络系统集成业务

该业务主要由中信国安信息科技有限公司(以下简称“国安科技”)负责运营。公司目前拥有建设部颁发的机电安装工程总承包一级资质、建筑智能化工程专业承包一级资质和计算机系统集成一级资质,在智能大厦弱电系统工程设计与系统集成、楼宇机电安装工程和开发大型系统集成项目等方面具有显著的优势。

公司网络系统集成业务产品采取项目营销方式,根据项目需求为客户提供咨询、设计、采购、安装、施工及售后服务,客户覆盖地区主要为北京、辽宁、河北、山东、四川及海外市场。

2014~2016年,公司网络系统集成业务每年新签订项目合同分别为232单、276单和273单,合同总金额分别为5.88亿元、6.06亿元和12.24亿元。

2016年,国安科技加大了对重点项目的支

持力度,保证在建项目稳步实施的同时,扩大了对外合作的规模和业务领域,积极拓展新市场。公司陆续中标一批大中型项目,2016年实现营业收入6.42亿元,同比增长47.93%,实现净利润1335万元。

### (3) 电信增值业务

公司的电信增值业务主要由下属企业北京鸿联九五信息产业有限公司(以下简称“鸿联九五”)运营。

鸿联九五主要业务包括信息增值服务、电话信息服务、互动电视节目服务、综合呼叫中心等业务;目前,鸿联九五共拥有全国范围内固定电话信息经营许可及专用特服号码95000/95001、全国范围内电话呼叫中心经营许可及专用特服号码95095、全国统一的中国移动短信息业务/中国移动多媒体信息业务/中国联通短信息业务/中国电信短信业务接入特服号码10669500/10661518等多个特服号码资源,成为国内最大的二级电信运营商之一。

2016年,鸿联九五实现营业收入14.58亿元,同比增长23.45%,利润总额2617.35万元,同比增长36.79%,净利润1329.12万元,同比增长40.60%,其中,呼叫中心业务收入11.76亿元,移动增值服务业务收入1.91亿元,固定增值服务收入180.75万元,移动声讯业务收入244.25万元,IP业务收入618.07万元,其他业务收入8004.34万元。截至2017年3月底,鸿联九五资产总额3.93亿元,负债总额2.93亿元;2017年1~3月,实现营业收入3.28亿元,净利润534.42万元。

总体看,鸿联九五已经形成了完整的资源网络分布以及品牌优势,2016年收入利润均较上年提升;未来鸿联九五有望继续凭借良好的网络及特服号码等资源优势稳定经营。

## 2. 资源开发及高新技术业务

### (1) 有色金属业务

子公司白银股份目前下属19家全资子公司、5家控股子公司、7家二级单位,从业人员15524人,承担铜、铅锌等有色金属的采选、

冶炼加工及辅助工作。白银股份是国内目前唯一的多品种有色金属综合性重点企业，集采、选、冶、加工、化工和科贸为一体，拥有完整的产业链，资源综合利用优势明显，工艺技术先进、产业技术力量雄厚、基础设施完整配套，综合盈利和抗风险能力较强。

公司有色金属采选冶炼业务可划分为非贸易和贸易两个子板块。

白银股份通过下属贸易子公司总体负责贸易类和非贸易类子板块业务的采购工作，白银股份的采购渠道包括向矿山直接采购、向代理商采购、向贸易商采购三种。由于白银股份所需原材料大部分是通用产品，市场供应充足，因此不会对某个供货商形成过度依赖，贸易类和非贸易类子板块业务的供货商集中度相对均较低。2016年公司主要供应商包括甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司物资分公司、兰州兰石能源装备国际工程有限公司、中铝洛阳铜业有限公司、公航旅（兰州新区）国际贸易有

限公司以及上海君至国际贸易有限公司，前五名供应商采购金额占比达 33.28%。

白银股份原材料采购价格的总体确定原则是以市场价格作为基础根据与供应商的谈判情况确定升贴水加点数额。其中，国内原料是以上海期货交易所金属价格作为基准价格与供应商谈判确定计价系数(60%-90%)或做加工费扣减。国内铜精矿价格是基准价格乘以计价系数；国内锌精矿价格是基准价格扣减加工费；国内混合矿含锌价格是基准价格乘以计价系数；国内混合矿含铅价格是基准价格乘以计价系数；国内粗铜价格是基准价格扣减加工费。进口精矿价格是以伦敦金属交易所金属价格为基准价格扣减加工费，进口加工费依据国际市场边际水平确定。结算方面，采用先款后货的结算方式，当月供货方开具临时发票，支付货款，白银股份根据供货合同条款进行价格和质量认证，价格和质量确定后，进行最终结算。

表3 公司有色金属业务收入情况（单位：万元、%）

业务	2014年			2015年			2016年			2017年1-3月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
有色金属采选冶炼及销售	1699611.62	37.09	5.63	1158887.10	21.25	11.10	1215203.70	21.88	10.15	285307.09	51.99	8.33
有色金属贸易	2850232.56	62.19	0.02	4278221.33	78.45	0.22	4315050.79	77.68	0.29	188814.38	34.41	-3.33
有色金属服务	29683.68	0.65	10.56	14884.52	0.27	11.13	23479.95	0.42	17.42	74389.78	13.56	35.23
其他	3409.47	0.07	26.10	1553.23	0.03	57.17	1145.51	0.02	47.91	267.43	0.05	63.71
合计	4582937.34	100.00	2.19	5453546.18	100.00	2.58	5554879.94	100.00	2.53	548778.68	100.00	7.99

资料来源：公司提供

公司有色金属贸易业务 2016 年的毛利率为 0.29%，公司有色金属采选冶炼及销售 2016 年的毛利率为 10.15%，公司贸易和采选冶炼毛利率较 2015 年度变化不大。

表4 公司有色金属业务主要产品生产情况（采选冶炼）

主要产品	2014年		2015年		2016年	
	产能	产量	产能	产量	产能	产量
阴极铜 (万)	20.00	12.58	20.00	13.26	20.00	14.83

吨)						
铅(万吨)	3.00	1.99	3.00	2.13	3.00	1.76
锌(万吨)	27.70	18.24	27.70	25.52	27.70	25.21
金(吨)	--	1.02	--	2.06	--	7.41
银(吨)	--	102.92	--	148.40	--	300.00

资料来源：公司提供

从销售上看，白银股份同样通过下属贸易子公司总体负责贸易类和非贸易类子板块产品的销售工作，并且由于公司销售的铜、铅、锌、金、银等产品均为市场通用有色金属，市场需求量大，需求范围较广，因此不会对某个客户形成过度依赖，贸易类和非贸易类子板块业务的客户集中度相对均处于合理范围。2016年白银有色前五名客户销售收入占比为29.65%。

表5-1 公司有色金属业务主要产品销售情况（采选冶炼）  
（单位：万元）

名称	2014年	2015年	2016年	
铜	阴极铜	753609.73	563846.30	409977.41
	阳极铜	39029.64	--	--
	铜杆	28164.93	25459.39	31705.55
锌	395051.56	350993.82	204419.81	
铅	68697.65	35452.60	28718.16	
金	电金	43958.58	--	92289.48
	黄金	131646.44	92154.68	116247.80
银	84546.88	55580.82	76983.82	
<b>合计</b>	<b>1544705.41</b>	<b>1123487.61</b>	<b>960342.02</b>	

资料来源：公司提供

表5-2 公司有色金属业务主要产品销售情况（贸易）  
（单位：万元）

名称	2014年	2015年	2016年
阴极铜	1879668.58	3421208.78	3685788.88
锌	179200.90	368660.73	533409.00
铅	65078.73	51543.50	25162.74
其他	726284.35	436808.32	70690.17
<b>合计</b>	<b>2850232.56</b>	<b>4278221.33</b>	<b>4315050.79</b>

资料来源：公司提供

公司有色金属业务销售主要有两方面构成：一是白银股份在企业所在地销售生产产品，销售区域主要以西北地区为主；二是以上海红鹭贸易公司为主，形成异地销售网络，广泛开展矿石贸易业务。通过建立宁波、无锡、合肥、青岛、天津、沈阳等驻外营销部，覆盖中国经济发展较快的地区及省市，直接面向市场。公司铜、锌和铅产品价格根据上海有色金属网现货价格以及上海期货交易所价格确定；金产品价格根据上海黄金交易所现货价格确定；银产品根据中国白银网价格为参考。上述各主要产品销售价格形成均还需参考其他各种价格形成因素，最终经公司会议研究确定。公司有色金属产品采取直销方式，面对终端需求的企业和贸易企业。目前，公司主要销售区域为华东地区。

有色金属业务的结算方式是：非贸易业务的采购和销售均采用“货款两清”的结算方式，供货方开具临时发票，需货方通过现款或承兑支付货款，主要以现款为主。贸易业务的采购和销售均采用“货款两清”的结算方式。货款两清后，变更仓单，实现采购和销售，不存在仓单的重复质押。

## （2）动力电池

该业务主要由中信国安盟固利动力科技有限公司（以下简称“盟固利动力”，持股比例90%）经营。公司动力电池产品已广泛应用于公交、环卫、物流等国内新能源公共商用车领域，在线运营车辆超过2.3万辆，主要包括HEV、PHEV和EV等新能源车辆。

2016年，盟固利动力共生产动力电池9688万安时，比2015年增长89.15%；实现营业收入10.63亿元，同比增长95.89%；实现净利润1.62亿元，同比增加1.11亿元。2017年1~3月，共生产动力电池3658万安时，同比增加1509万安时；销售动力电池3458万安时，同比增加1731万安时；实现营业收入4.44亿元，同比增加2.27亿元；完成净利润5131.42万元。

总体看，受益于新能源汽车市场的爆发式增长，公司动力电池业务快速增长，未来行业



良好的发展前景有助于公司动力电池业务的运营。

### 3. 葡萄酒业务

公司葡萄酒业务的经营实体为中葡酒业，中葡酒业注册地点乌鲁木齐市。系经新生产建设兵团批准，由新天国际经济技术合作(集团)有限公司、中国成套设备进出口(集团)总公司、新疆北中房地产开发有限公司和新疆生产建设兵团投资中心共同作为发起人，于1997年7月11日以募集方式设立的上市公司(股票代码：600084，曾用名新天国际经贸股份有限公司、新天国际葡萄酒业股份有限公司)。经历次增资扩股后，总股本现为112372.68万股。

2016年，受国内经济增速下滑影响需求下降，同时进口葡萄酒产品不断渗透国内市场，导致葡萄酒行业整体竞争日益激化，中葡酒业葡萄酒业务实现销售收入2.65亿元，同比下降12.70%。其中，完成原酒销售收入277.52万元，同比下降85.85%，完成成品酒销售收入2.50亿元，同比下降9.35%。

### 4. 旅游地产及商业物业

公司旅游地产及商业物业主要经营实体为中信国安科技控股有限公司及中信国安投资有限公司(以下简称“国安投资”，持股比例100%)，近三年，公司旅游地产及商业地产板块收入分别为95.00亿元、168.63亿元和207.50亿元。自2014年起由于合并范围新增青海合一公司，其收入计入旅游地产及商业板块，因此该板块收入大幅增长。

青海合一公司，2016年主要贸易产品为有色金属(电解铜及锌等，占85.15%)、通讯产品(占11.97%)、机电设备(占2.02%)、煤焦(占0.20%)等，基本为内贸，前五大供应商为中船重工物资贸易集团广州有限公司(占14.92%)、河南中天矿业有限公司(占6.33%)、中国兵工物资华东有限公司(占6.16%)、屿贸易(上海)有限公司融(占5.22%)和上海国

美电器有限公司(占3.62%)；前五大客户为中铝国际贸易有限公司(占17.79%)、北京乐语世纪科技集团有限公司(占13.95%)、天津市浩通物产有限公司(占9.23%)、中铜矿业资源有限公司(占7.35%)和上海金川国际贸易有限公司(占6.74%)。截至2016年底，青海合一公司资产21.55亿元，所有者权益6.58亿元，全年实现营业收入159.66亿元，利润总额0.44亿元。

地产方面，截至2017年3月底，公司土地储备1.4万亩，建筑规模793万平方米。土地储备主要集中在北京、峨眉、南阳、太仓和北海生态旅游度假区。

#### (1) 宣东项目

宣东项目位于北京市西城区宣武门东南角，地铁2号线与4号线交汇处，距西单约600米，距天安门约1200米。项目总占地面积8.75公顷，总建设用地7.15公顷，总建筑面积约44.5万平方米，其中地上规模29.8万平方米。该项目定位于高端住宅、商业业态，项目分三期开发，其中一期5#、7#楼完成主体结构施工，二期8-11#、3.1期1、2#号楼准备申报已取得建设工程规划许可证及建筑工程施工许可证，3.2期取得建设工程规划许可证。

宣东项目目前已取得《建设用地规划许可证》(2013规(西)地字0002号)、B地块工程规划证(2014规(西)建字第0143号)、B地块建筑工程施工许可证(2014施(西)建字0035号)、B地块商品房预售许可证(京房售证字(2014)238号)、《关于西城区庄胜二期A-G地块危改项目延期等有关问题的批复》(京发改(2015)384号)、《规划许可准予延续决定书》(2015规(西)延字0003号)。

#### (2) 峨眉城市中心广场项目

峨眉城市中心广场项目位于四川省乐山市峨眉山市胜利镇象城区域，紧邻国家著名旅游景区大佛禅院，周边环境、交通及基础设施配套情况较好。项目总建筑面积约31万平米，定位打造峨眉城市中心广场，建成后功能涵盖了

综合场馆、商业综合体、商业街、高品质住宅等。

城市综合体项目分五期建设：一期综合场馆工程已移交政府使用；二期山下住宅项目已售罄；三期山上住宅项目已开始预售，开盘当日即售罄；四期水岸商街、五期商业综合体规划设计中。

### (3) 峨秀湖项目

峨秀湖项目位于四川省乐山市峨眉山市峨秀湖片区，该片区是峨眉山市重点打造的旅游度假休闲区域。项目占地 443.16 亩，地上总建筑面积约 61 万平方米，定位打造国际级旅游度假项目，建成后，将具备住宅、娱乐等多重功能。

目前，项目已缴纳全部土地出让金，签署土地出让合同，取得施工许可证（5111812014122585），峨秀湖分四期，一期 41# 地块 6# 楼已经完成主体结构封顶，其中，3、5 号楼进行主体施工，其余楼栋进行安装施工。

### (4) 太仓金仓华府

太仓金仓华府项目位于太仓市境内 204 国道以西，昆太路及五洋路交汇处，以五洋路为界，分为东西二区：东区为“之江国际生活广场”，主要物业类型为商业及公寓；西区为“之江国际花苑”，销售案名为“金仓华府”，主要物业类型为住宅及少数商业。目前，东区在建工程已全部竣工验收，处于在售或已售状态；西区一期（1-1#~10#，3-1#~4#）、二期（1-11#~25#，2-1#~9#，3-1#~3-4#）已经竣备销售，三期（3-5#~3-14#）于 2015 年 6 月实现 3-5#~14# 待建高层的开工建设，2015 年 11 月 3-5#~7# 达到领取预售证标准，2015 年 12 月初实现 3-5# 开盘。

### (5) 棉花片项目

棉花片 A2、A5、A6、A7 项目位于北京市西城区珠市口大街与宣武门外大街交汇点东北角，总占地面积 6.64 公顷，地上建筑面积 29.21 万平方米（其中住宅 9.8 万平方米，办公 10.1 万平方米，商业 8.45 万平方米）。项目定位于办公、商业、住宅业态。4 个地块均已签订土地出让合

同并按合同的约定缴纳出让金。A6 地块内拆迁工作已全部完成，该地块于 2015 年 10 月 23 日取得“建筑工程施工许可证”（[2015]施[西]建字 0034 号），并已正式开工建设。截至 2017 年 3 月底，A2、A5、A7 地块正在进行拆迁腾退工作。

### (6) 中信国安北海第一城项目

中信国安北海第一城项目已完成项目总体规划及一期开发计划（即北海中信国安红树林 C-2-1 地块），土地储备包括 A、B、C 三大地块，其中 A 地块包含土地 12 宗，面积 75.42 万平方米，土地款总计 2.20 亿元，主要用途为住宅用地和酒店餐饮用地；B 地块包含土地 13 宗，面积 96.57 万平方米，土地款总计 2.44 亿元，主要用途为住宅用地、酒店餐饮和商务金融用地；C 地块包含土地 8 宗，面积 55.41 万平方米，土地款总计 1.50 亿元，主要用途为住宅用地和商务金融用地。上述全部地块均处于建设过程中，市政工程完成了海景大道第四段修复工程及部分管线接入工程，完成了项目区内部分市政道路建设，完成了红树林景区创建 4A 工作。

北海中信国安红树林 C-2-1 地块相继完成了土地过户、建设工程规划许可证、建设工程施工许可证、商品房预售许可证；目前，已完成了约 10 万平方米的建设，占工程总量的 60% 以上，累计投资约 5 亿多元；完成销售中心的建设，2015 年 11 月 8 日正式投入使用并对外开放，高层住宅及别墅正按工程计划推进。项目基本上完成销售，仅剩余少部分车位待售。

### (7) 南阳国安城项目

南阳国安城项目地块位于南阳市宛城区，东侧毗邻李宁体育公园和白河绿化带，北侧为独山风景区，西南为南阳市盆景展示园，用地方正，依山傍水，景观资源优厚，周边配套较为完善。

总项目实际占地 350 亩，由南、北两个地块组成，总建筑面积逾 54 万平方米，地上建筑面积 39 万平方米，地下建筑面积 15 万平方米，

可售面积 38 万平方米。该项目已缴纳全部土地出让金，签署土地出让合同。目前已经取得国有土地使用证（宛市土国用（2014）第 00066 号、宛市土国用（2014）第 00067 号），建设用地规划许可证（宛规地字 2012 第 92 号）等相关项目手续。

截至2017年3月底，南阳国安城项目已开工34栋楼，总建筑面积256198平米，A地块开工20栋，B地块开工14栋。A、B地块二期已开始基坑开挖。

#### 5. 化工业务

公司的化工业务主要由子公司中信国安化工有限公司（以下简称“国安化工”）运营。2013年，经中信集团批准和财政部备案，公司出资30038万元对山东兆邦化工有限公司进行增资，增资后公司持股比例提升至55%。增资完成后，山东兆邦化工有限公司更名为“中信国安化工有限公司”。目前公司已形成年产重芳烃8万吨、增塑剂3万吨、石油树脂7万吨、精制芳烃16万吨、甲基烯丙醇2.5万吨的生产能力。

公司化工业务收入分为生产类收入和贸易收入，其中贸易类收入主要来源于化工类产品的贸易，主要为国内贸易。截至2016年底，国安化工总资产102.97亿元，净资产7.16亿元，2016年实现收入203.25亿元，同比增长15.34%，其中生产类收入20亿元，贸易类收入183亿元，实现净利润5727万元，同比下降3.29%。

公司化工业务的贸易结算方式是：贸易业务的采购和销售均采用“货款两清”的结算方式，销售账期一般在 1-5 天。货款两清后，变更仓单，实现采购和销售。主要采购和销售区域为华东、华南地区。

公司化工业务的生产结算方式是：生产业务的采购和销售均采用“货款两清”的结算方式，销售账期一般在1-10天。先预付货款，客户提货完毕，实现采购和销售。主要采购和销

售区域为华东、华北地区。

#### 6. 经营效率

2014~2016 年公司销售债权周转次数不断下降，存货周转次数波动上升，总资产周转次数波动下降，三年平均值分别为 14.77 次、2.52 次和 0.62 次，2016 年分别为 13.64 次、2.56 次和 0.58 次。公司整体资产经营效率正常。

#### 7. 未来发展

公司在“互联网+金融”、“互联网+实业”发展战略的基础上，进一步明确了发展思路，形成了“3·4·2”的战略思路，3即金融、地产、资源能源等三大业务基础，是公司发展战略的基础支撑；4即金融服务、消费品、健康养老、文化旅游四项优势产业，是公司发展战略的核心和内在支撑；2即两个生态圈，一是有以有线网络为主的生态圈，二是以社区服务为主的生态圈，两个生态圈是公司发展战略的载体。

公司本部作为集团内投控平台，对外参与多项投资项目，获取优质项目能力较强，储备项目丰富，退出机制灵活。如 4 亿美元参与奇虎 360 私有化、45 亿元投资中国互联网投资基金、参股多家上市公司等投资项目，预期收益良好。

截至 2017 年 3 月底，公司房地产相关的在建项目主要为北京信达宣东 A-G 地块项目（简称宣东项目）；主要拟建项目为北京西城棉花片项目和中信国安北海第一城项目等；公司产业投资主要是锌冶炼资源综合利用项目、秘鲁尾矿选铜项目、铜冶炼技术提升项目、白银厂深部及外围地质找矿项目、深部铜矿二期四中段以下采矿工程和小铁山矿八中段以下深部开拓工程。

总体看，公司未来在建项目投资额保持较高水平，公司未来筹资压力较大。

表 6 截至 2017 年 3 月底公司主要房地产在建工程情况 (单位: 万元)

项目名称	项目计划总投资	截至 2017 年 3 月底已投资金额	资金来源				项目建设现状	未来三年预计投资支出
			自筹	自筹到位	贷款	预计销售回款		
宣东项目	2591818	1139357	327457	327457	811900	3139418	项目分三期开发, 其中一期B地块已完成拆迁, 5#楼、7#楼12层已完工, 其余地块完成拆迁, 二期、3.1期已开工。	1207630
峨眉中心广场项目	150566	58182	40182	40182	18000	155455	一期已竣工, 二期处于主体结构施工阶段, 三期处于前期开发	24362
峨秀湖项目	335899	134225	44795	44795	89430	380608	一期预计今年年底竣工交付	100000
C-2-1地块	77998	74423	57623	57623	16800	82559	1、2、4#楼精装修基本完成。5#、6#楼进入装修工程	3575
金仓华府项目	72443	45110	45110	45110	0	120650	共10栋高层, 5栋已封顶, 5栋进展一半	27333
南阳国安城项目	286382	94131	0	0	108000	363391	在建	192250
<b>合计</b>	<b>3515106</b>	<b>1545429</b>	<b>515167</b>	<b>515167</b>	<b>1044130</b>	<b>4242081</b>	-	<b>1555150</b>

资料来源: 公司提供

## 十、财务分析

公司提供的 2014~2016 年财务报表经北京永拓会计师事务所有限公司审计, 并出具标准无保留意见的审计结论。公司 2017 年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面, 2016 年公司合并范围内新增 2 家子公司, 分别为中信国安文化传媒有限公司、国安睿信(深圳)股权投资合伙企业(有限合伙), 减少中信国安旅游投资有限责任公司; 总体看, 公司合并范围变化对财务数据可比性影响较小。

截至 2016 年底, 公司合并资产总额为 1874.36 亿元, 所有者权益合计为 366.80 亿元(其中少数股东权益 223.18 亿元)。2016 年, 公司实现营业收入 1010.21 亿元, 利润总额 19.96 亿元。

截至 2017 年 3 月底, 公司合并资产总额为 1943.86 亿元, 所有者权益合计为 372.64 亿元(其中少数股东权益 230.11 亿元)。2017 年 1~3 月, 公司实现营业收入 155.08 亿元, 利润总额 3.24 亿元。

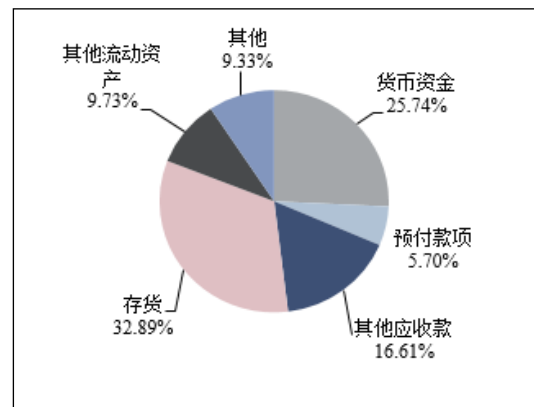
### 1. 资产质量

2014~2016 年, 公司资产总额快速增长, 截至 2016 年底达到 1874.36 亿元。从资产构成看, 流动资产占 64.42%, 非流动资产占 35.58%, 近三年流动资产比重持续提升。

#### 流动资产

2014~2016 年, 公司流动资产规模快速扩张, 截至 2016 年底为 1207.51 亿元, 主要由货币资金、其他应收款、存货和其他流动资产构成。

图 2 截至 2016 年底公司流动资产构成情况



资料来源: 公司审计报告

2014~2016 年, 公司货币资金规模不断增长。截至 2016 年底, 公司货币资金 310.77 亿元, 主

要由银行存款（占79.80%）和其他货币资金（占20.13%）构成。其中，使用受限资金金额为150.08亿元，占货币资金总量的48.29%，主要由各类保证金组成，受限资金占比高。

2014~2016年，公司交易性金融资产快速增长，年均增长83.53%。截至2016年底，公司交易性金融资产41.85亿元，主要为公司及其子公司持有的公开市场购入的股票等金融资产。

2014~2016年，公司预付款项快速增长，截至2016年底，公司预付款项总额68.87亿元。按账龄来看，1年以内的占67.05%，1~2年的占24.75%，2年以上的占8.20%；预付款项金额前五名供应商合计21.81亿元，占预付款账面余额的31.67%，集中度尚可。

2014~2016年，公司其他应收款规模快速增长，截至2016年底，公司其他应收款200.58亿元，共计提坏账准备7.26亿元，计提比例为3.49%。期末其他应收款金额前五名合计127.32亿元，占公司2016年末其他应收款账面余额的61.26%，集中度高。其中，应收国安第一城往来款及借款75.52亿元，应收新疆中新资源有限公司借款及利息21.77亿元；公司合计对外委托贷款金额39.55亿元。公司应收类款项规模大，对资金占用明显。

2014~2016年，公司存货规模呈增长态势，截至2016年底为397.11亿元，主要由开发成本（占70.90%）、库存商品（占10.00%）和原材料（占7.83%）构成，共计提存货跌价准备0.66亿元。

2014~2016年，公司其他流动资产快速增长，截至2016年底为117.54亿元，主要是增值税待抵扣进项税额（3.92亿元）、理财产品（105.21亿元）和预缴税费（2.44亿元）。

### 非流动资产

2014~2016年，公司非流动资产规模逐年增长，截至2016年底，公司非流动资产合计666.86亿元，主要由可供出售金融资产（占12.71%）、长期股权投资（占43.72%）、固定资产（占12.60%）和无形资产（占9.71%）构成。

2014~2016年，公司可供出售金融资产分别为52.72亿元、194.57亿元和84.78亿元。2015年底公司可供出售金融资产较2014年底增长269.08%，主要系是新增私募股权基金投资118.10亿元；截至2016年底可供出售金融资产同比下降56.43%，主要系公司对巨合基金等企业的经营决策具有重大影响，将对其的投资调整至按权益法核算的长期股权投资。截至2016年底，公司可供出售金融资产以成本计量为主，账面金额较大的投资包括天津奇信通达科技有限公司13.65亿元、天津奇信志成科技有限公司14.04亿元。

2014~2016年，公司长期股权投资以年均102.01%的速度扩张。截至2016年底，公司长期股权投资291.55亿元，同比增长255.18%，主要系当期对巨合基金等可供出售金融资产达到重大影响从而调整至其本科目并以权益法核算。对联营企业SIBANYE GOLDLIMITED和江苏有线的长期股权投资分别为31.55亿元和20.33亿元。

2014~2016年，公司固定资产不断下降，2015年底固定资产账面价值较2014年底下降45.06%，主要系转让国安第一城股权，不再纳入合并范围所致；截至2016年底，公司固定资产账面价值84.02亿元。固定资产构成方面，主要由房屋及建筑物（占54.40%）、机器设备（占37.52%）构成。

2014~2016年，公司无形资产逐年下降，截至2016年底，公司无形资产64.72亿元。2015年较2014年减少主要是因为转让国安第一城股权，不再纳入合并范围所致。公司无形资产主要为土地使用权（占51.59%）和采矿权（占47.12%）。

截至2017年3月底，公司资产总额1943.86亿元，较2016年底增长3.71%，流动资产占62.81%，非流动资产占37.19%。其中，应收账款44.94亿元，较2016年底下降22.26%，主要是因为白银股份收回前期应收款所致；预付款项121.23亿元，较2016年底增长76.03%，主要系白银股份增加36亿元对外预付货款和国安投资

14亿元预付贸易款；其他流动资产92.26亿元，较2016年底下降21.51%，主要系子公司理财产品到期赎回所致。

总体看，公司资产规模持续扩张，整体资产构成以流动资产为主。流动资产中货币资金、其他应收款和存货占比高；非流动资产主要由固定资产、无形资产和长期股权投资构成，资产流动性一般，整体资产质量尚可。

## 2. 负债及所有者权益

### 负债

为满足流动资金和资本支出需要，公司负债规模持续增长，2016年底为1507.57亿元，其中流动负债占57.36%、非流动负债占42.64%，公司负债以流动负债为主。

近三年，公司流动负债分别为663.97亿元、873.51亿元和864.73亿元，截至2016年底，公司流动负债主要由短期借款（占45.37%）、其他应付款（占20.73%）、一年内到期的非流动负债（占11.92%）构成。

2014~2016年，公司短期借款波动增长，分别为253.76亿元、394.86亿元和392.37亿元。2015年底较2014年底增长55.60%，主要系公司本部新增短期借款62亿元，白银股份新增短期借款75亿元所致。短期借款构成以保证借款（占31.60%）和信用借款（占45.83%）为主。

2014~2016年，公司其他应付款稍有波动，截至2016年底，公司其他应付款179.27亿元，同比小幅下降1.53%。从账龄看：1年以内占78.19%，1~2年占2.47%，2~3年占17.43%，3年以上占1.92%。从集中度看，截至2016年底前五位客户占其他应付款的58.72%，集中度高。

表7 截至2016年底前五位其他应付款客户构成情况  
(单位: 亿元、%)

项目	金额	比重
平安银行黄金租赁	75.50	42.12
委托款（白银产业）	10.61	5.92
青海中信国安科技发展有限公司借款、往来款	7.07	3.95

中国建设银行股份有限公司黄金租赁	6.09	3.40
北京广安置业投资有限公司借款	6.00	3.35
<b>合计</b>	<b>105.27</b>	<b>58.72</b>

资料来源：公司审计报告

2014~2016年，公司一年内到期的非流动负债波动下降，截至2016年底为103.08亿元。其中，一年内到期的长期借款占80.49%，一年内到期的应付债券占16.46%（“14中信国安MTN001”17亿元中期票据将于2017年8月14日到期）。

2014~2016年，公司非流动负债快速增长，截至2016年底，公司非流动负债642.84亿元，同比大幅增长68.44%，主要由于长期借款大幅增长所致。

2014~2016年，公司长期借款不断增长，截至2016年底为477.70亿元，其中质押借款占12.04%，抵押借款占20.99%，保证借款占44.76%，信用借款占22.21%。

2014~2016年，公司应付债券快速增长，截至2016年底为101.28亿元，具体明细如下表（包括计入其他权益工具的永续债券）：

表8 截至2016年底公司存续期内长期债务明细  
(单位: 亿元)

债券名称	发行规模	期限	到期日期
14 中信国安 MTN001	17	3 年	2017-08-14
15 国安葡萄 PPN001	4	3 年	2018-08-17
15 国安债	10	3 年	2018-09-25
15 中信国安 MTN002	22	3 年	2018-09-30
14 中信国安 MTN002	10	5 年	2019-11-06
16 中信国安 MTN002	20	3 年	2019-12-15
15 中信国安 MTN004	20	5 年	2020-12-15
16 中信国安 MTN001	16	5 年	2021-03-08
15 中信国安 MTN001 (永续)	30	5 年	2020-04-27
15 中信国安 MTN003 (永续)	30	5 年	2020-10-13

资料来源：公司审计报告、中国货币网

2014~2016年，公司债务规模快速增长，截至2016年底，公司全部债务1312.32亿元，其中

短期债务占54.99%，长期债务占45.01%，短期债务占比略高。截至2017年3月底，公司债务规模1379.69亿元，其中短期债务占50.21%，长期债务占49.79%。公司于2015年4月和2015年10月发行的两期各30亿元的永续中票，上述永续中票均计入公司财务报表所有者权益科目。考虑到上述永续中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近，在偿债能力分析中倾向于作为有息债务予以考虑。考虑上述永续中票待偿还本金后，截至2016年底和2017年3月底，公司全部债务分别为1371.42亿元和1438.79亿元，其中长期债务占比分别为47.38%和51.85%。

从债务指标看，2014~2016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均呈上升态势，三年平均值分别为79.84%、76.38%和56.60%，截至2016年底上述指标分别为80.43%、78.16%和61.69%。截至2017年3月底，随着公司债务负担加重，债务指标值均有不同程度提升，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80.83%、78.73%和64.83%。考虑永续中票后，截至2016年底三项指标分别为83.58%、81.68%和67.86%，2017年3月分别为83.87%、82.11%和70.41%。

总体看，公司债务规模快速增长，债务负担进一步加重。

### 所有者权益

2014~2016年，公司所有者权益（含少数股东权益）快速增长，2015年由于公司发行两期永续中票，共计60亿元，计入其他权益工具，使得所有者权益大幅增长；2016年底所有者权益同比增长12.98%，主要是由于少数股东权益增加所致。截至2016年底，公司所有者权益为366.80亿元，其中归属于母公司所有者权益占39.16%，少数股东权益占60.84%。归属于母公司的所有者权益中，股本占49.87%，其他权益

工具占41.15%，资本公积占24.40%，未分配利润占-12.48%。未分配利润为负的主要原因是2012年公司溢价14.5亿元购买中信泰富公司持有的国安有限公司50%股权，由于公司与中信泰富公司同为中信集团控股子公司，溢价部分冲减净资产，先冲减资本公积至零后，再冲减了未分配利润。

截至2017年3月底，公司所有者权益较2016年底增加1.59%，其中，其他综合收益较2016年底下降42.25%至-6.60亿元，主要系白银股份套期保值业务亏损所致，其他科目较2016年底变动不大。

总体看，公司所有者权益主要由少数股东权益构成，所有者权益稳定性一般。

### 3. 盈利能力

2014~2016年，公司营业收入快速增长，2016年实现营业收入1010.21亿元，其中2015年公司收入大幅增长主要系子公司白银股份收入规模增加87亿元、国安投资因新合并下属企业增加68亿元、国安化工因新增下属企业收入增加105亿元。近三年，公司营业成本年均增长22.74%，略高于收入增长速度。2014~2016年，公司营业利润率波动下降，分别为4.55%、3.59%和4.51%。

从期间费用看，2014~2016年，公司期间费用呈增长态势，2016年为61.81亿元，其中财务费用36.24亿元，主要系利息支出。近三年期间费用占营业收入的比重分别为7.80%、7.02%和6.12%，公司费用控制能力有所改善，但财务费用对利润总额侵蚀大。

公允价值变动方面，2014~2016年公司公允价值变动收益波动增长，2016年8.65亿元，主要系子公司中信国安有限公司持有的股票价值变动增加9.70亿元产生。

投资收益方面，2014~2016年公司投资收益波动较大，分别为24.01亿元、44.06亿元和24.43亿元，2015年增长主要系处置部分子公司股权产生的投资收益约22亿元；2016年投资收益主

要由处置长期股权投资产生的投资收益15.30亿元和权益法核算的投资收益5.15亿元。其中，处置类收益主要是对外转让国安第一城15%股权、四川省晟茂建设有限公司51%股权、中信国安旅游投资有限责任公司95%股权产生。

营业外收入方面，2014~2016年，公司营业外收入分别为2.30亿元、4.44亿元和2.72亿元，2016年公司获得政府补助1.53亿元。

2014~2016年，公司利润总额快速增长，年均增长45.49%，2016年为19.96亿元。公司利润总额对非经常损益依赖度很高。

从盈利指标看，2014~2016年，公司总资本收益率三年分别为4.60%、3.64%和2.98%；净资产收益率三年分别为2.60%、2.77%和3.77%，公司整体盈利能力较弱。

2017年1~3月，公司共实现营业收入155.08亿元，占2016年全年的15.35%；同期营业利润率为7.17%，较2016年全年水平有所提升。实现投资收益7.98亿元，同比增长106.09%，主要来源于公司本部权益法入账的损益增加所致，利润总额3.24亿元，同比增长36.15%。

综合看，公司近三年收入规模快速增长，受旅游地产、养老等业务投资周期较长且大部分项目仍处投入期，投资规模较大，并且以贸易带动价格发现的业务毛利率较低影响，主营业务持续亏损；投资收益是公司利润总额的重要来源，但除有线电视业务投资收益外的股权转让收入、处置股权等其他收益稳定性较弱，公司投资收益规模存在一定波动性，公司整体盈利能力较弱。

#### 4. 现金流及保障

经营活动方面，2014~2016年，受公司经营规模扩大影响，公司经营活动产生的现金流入量不断增长，2016年为1351.21亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为1177.90亿元。公司经营活动现金流出主要为购买商品、接受劳务支付的现金，2016年为1106.12亿元。同期，公司收到及支付其他与经营活动有关的现金分

别为173.02亿元和124.19亿元，其构成主要为与关联方的往来款及保证金。近三年公司经营活动产生的现金流量净额快速增长，分别为23.62亿元、36.28亿元和67.21亿元。公司现金收入比始终保持较好水平，三年分别为112.34%、113.35%和116.60%。总体看，公司收入实现质量较好。

投资活动方面，2014~2016年，公司投资活动现金流入量快速增长，年均增长197.62%，2016年为626.45亿元，主要由收回投资收到的现金316.58亿元和收到其他与投资活动有关的现金（主要构成为收回的委托贷款、理财款）265.23亿元组成。近三年，公司投资活动现金流出量快速增长，以投资支付的现金和支付其他与投资活动有关的现金（主要构成为购买理财产品、支付委托贷款）为主，2016年分别为424.91亿元和308.85亿元。近三年公司投资活动现金表现为净流出，净流出规模分别为-120.40亿元、-184.20亿元和-136.91亿元。

筹资活动方面，2014~2016年，公司筹资活动主要为银行借款的取得及偿付，且规模持续扩大；公司筹资活动表现为净流入，2016年净流入规模为42.10亿元。

2017年1~3月，公司经营活动现金净流入15.02亿元；投资活动现金净流出54.20亿元，筹资活动现金净流入4.21亿元。

总体来看，近年来公司经营活动净流入规模不断增长，经营活动获现能力强；但由于公司投资支出规模大且不断增长，公司对外部融资依赖度高。

#### 5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016年，公司流动比率和速动比率均有所提高，截至2016年底分别为139.64%与93.72%。截至2017年3月底，公司流动比率与速动比率分别为140.68%与91.35%，较2016年底变动不大。2016年公司经营现金流流动负债比为7.77%，较2015年增加3.62个百分点。考虑到公司存货规模较大且多为房



地产开发成本，受限货币资金较多，流动性较差，公司存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2014~2016年，公司EBITDA分别为59.11亿元、63.77亿元和70.44亿元。2014~2016年，EBITDA利息倍数、全部债务/EBITDA三年平均值分别为1.11倍和16.31倍，2016年分别为1.15倍和18.63倍。总体看，公司长期偿债能力弱。

截至2016年底，公司对外担保40.00亿元，其中为首开集团公司提供3笔担保共计27.00亿元；为国奥投资发展有限公司提供2笔担保共计余额13.00亿元，公司对外担保规模较大。截至2016年底，国奥投资发展有限公司总资产65.09亿元，总负债59.09亿元，所有者权益5.99亿元，2016年实现营业收入14.94亿元，净利润1.91亿元。在经历两年持续亏损后，国奥投资发展有限公司经营有所改善。

截至2017年3月底，公司本部共获得各家银行授信额度合计410.65亿元，尚未使用额度为28.56亿元，间接融资渠道有待拓宽。此外公司下属子公司中葡酒业（SH.600084）、中信国安（SZ.000839）、白银有色（SH.601212）、耀科国际（HK.00143）为上市公司，公司具备直接融资渠道。

#### 6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告显示，截至2017年4月27日，公司无未结清的不良信贷信息记录；已结清的信贷记录中关注类贷款54笔，对此公司已出具相关说明，公司过往债务履约情况良好。

#### 7. 抗风险能力

中国中信集团有限公司综合实力强，作为公司第一大股东，近年对公司日常经营给予了多方面的支持。有线电视业务受宏观经济周期波动影响较小，数字电视用户数持续增长为公司带来稳定的投资收益，增强了公司的盈利能力和抗风险能力；白银股份成功上市，资源储

备大，持续发展能力强。总体上看，公司整体抗风险能力很强。

### 十一、存续债券偿还能力分析

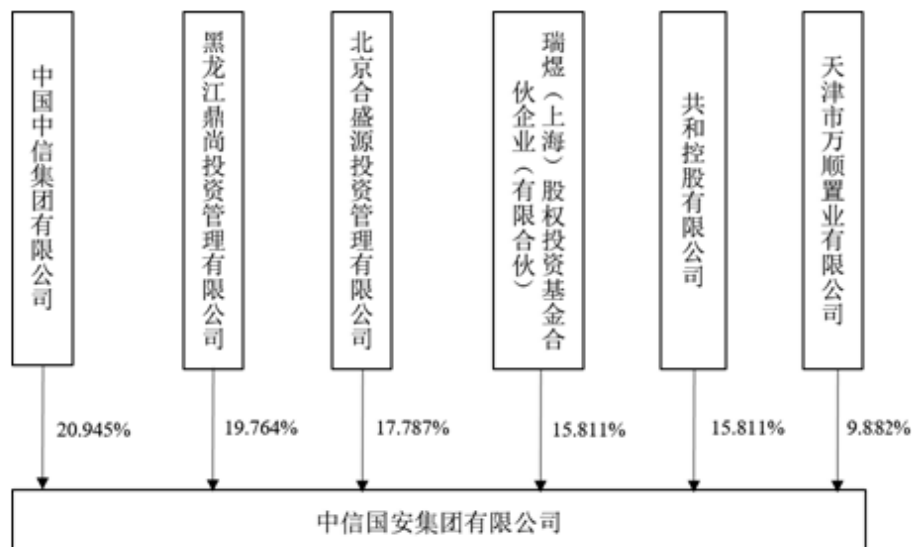
目前，公司一年内到期的债券为“17中信国安CP001”、“14中信国安MTN001”和“15中信国安MTN002”，待偿还金额合计59亿元。截至2017年3月底，公司现金类资产为一年内待偿还金额的5.67倍。现金类资产对一年内到期债券的保障能力较强。

公司将于2019~2021年间到期的中期票据待偿还本金余额126亿元。2016年公司经营活动产生的现金流量净额为上述待偿还债券金额的0.53倍，公司EBITDA为上述待偿还金额的0.56倍。公司EBITDA及经营活动现金流量净额对存续期内债券的保障程度较弱。

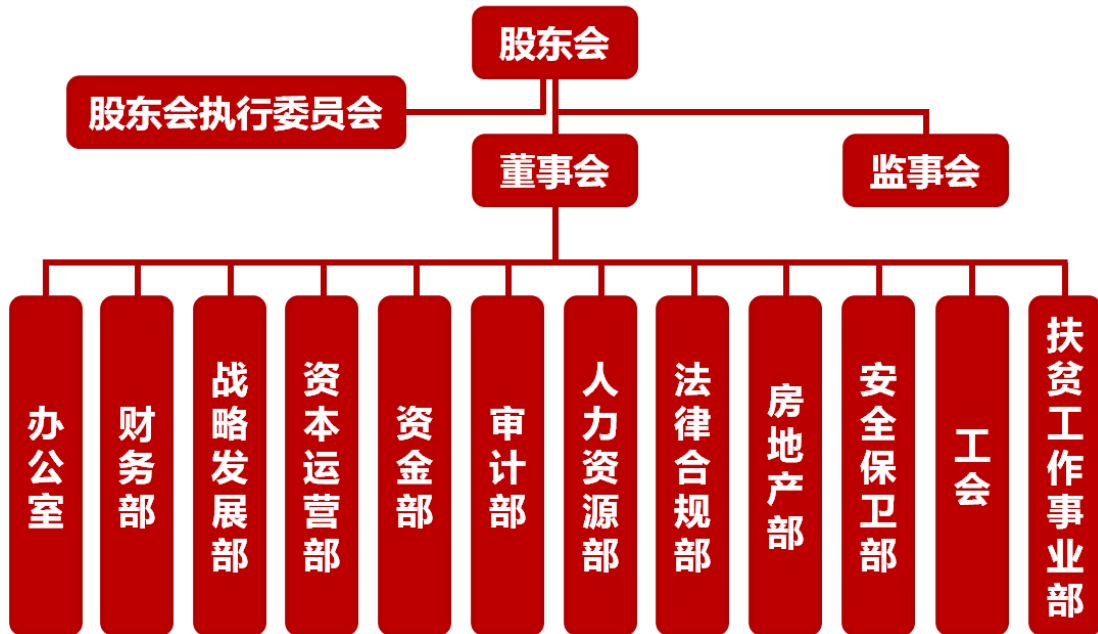
### 十二、结论

综合以上，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定，同时维持“17中信国安CP001”A-1的信用等级，维持“14中信国安MTN001”、“14中信国安MTN002”、“15中信国安MTN001”、“15中信国安MTN002”、“15中信国安MTN003”、“15中信国安MTN004”、“16中信国安MTN001”和“16中信国安MTN002”AA<sup>+</sup>的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



## 附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	165.89	288.81	357.70	334.28
资产总额(亿元)	1171.68	1579.80	1874.36	1943.86
所有者权益(亿元)	246.83	324.65	366.80	372.64
短期债务(亿元)	429.48	642.10	721.61	692.76
长期债务(亿元)	246.45	359.20	590.70	686.93
全部债务(亿元)	675.93	1001.30	1312.32	1379.69
营业收入(亿元)	672.41	935.27	1010.21	155.08
利润总额(亿元)	9.43	12.00	19.96	3.24
EBITDA(亿元)	59.11	63.77	70.44	--
经营性净现金流(亿元)	23.62	36.28	67.21	15.02
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	18.89	13.89	13.64	--
存货周转次数(次)	2.17	2.67	2.56	--
总资产周转次数(次)	0.63	0.68	0.58	--
现金收入比(%)	112.34	113.35	116.60	133.41
营业利润率(%)	4.55	3.59	4.51	7.17
总资本收益率(%)	4.60	3.64	2.98	--
净资产收益率(%)	2.60	2.77	3.77	--
长期债务资本化比率(%)	49.96	52.53	61.69	64.83
全部债务资本化比率(%)	73.25	75.52	78.16	78.73
资产负债率(%)	78.93	79.45	80.43	80.83
流动比率(%)	109.10	121.52	139.64	140.68
速动比率(%)	61.23	80.94	93.72	91.35
经营现金流动负债比(%)	3.56	4.15	7.77	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.07	1.06	1.15	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.43	15.70	18.63	--

注：1.2017 年一季度财务数据未经审计；2.其他应付款中的委托贷款、黄金租赁款，其他流动负债中短期融资券计入短期债务；长期应付款中的融资租赁款和委托贷款计入长期债务；3.指标计算时未将所有者权益中 60 亿元永续中票计入长期债务。

### 附件 3 主要财务指标的计算公式（新准则）

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	(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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
<b>债务结构指标</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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
<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×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
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，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
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

## 附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

## 附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 4-4 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息