

# 信用等级公告

联合[2018] 1440 号

联合资信评估有限公司通过对中信国安集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中信国安集团有限公司主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，“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”信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

特此公告。



## 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	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
14 中信国安 MTN002	10 亿元	2019/11/06	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
*15 中信国安 MTN001 <sup>1</sup>	30 亿元	2020/04/27	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
15 中信国安 MTN002	22 亿元	2018/09/30	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
*15 中信国安 MTN003	30 亿元	2020/10/13	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
15 中信国安 MTN004	20 亿元	2020/12/15	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
16 中信国安 MTN001	16 亿元	2021/03/08	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
16 中信国安 MTN002	20 亿元	2019/12/15	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>

评级时间: 2018 年 6 月 28 日

### 财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	288.81	357.70	353.54	346.35
资产总额(亿元)	1579.80	1874.36	2143.31	2215.97
所有者权益(亿元)	324.65	366.80	369.99	444.32
短期债务(亿元)	642.10	721.61	771.14	730.63
长期债务(亿元)	359.20	590.70	738.45	762.26
全部债务(亿元)	1001.30	1312.32	1509.59	1492.88
营业收入(亿元)	935.27	1010.21	1039.62	214.63
利润总额(亿元)	12.00	19.96	13.29	2.30
EBITDA(亿元)	63.77	70.44	69.81	--
经营性净现金流(亿元)	36.28	67.21	14.20	11.76
营业利润率(%)	3.59	4.51	4.78	5.56
净资产收益率(%)	2.77	3.77	1.87	--
资产负债率(%)	79.45	80.43	82.74	79.95
全部债务资本化比率(%)	75.52	78.16	80.32	77.06
流动比率(%)	121.52	139.64	128.25	141.32
经营现金流流动负债比(%)	4.15	7.77	1.41	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.70	18.63	21.62	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.06	1.15	1.03	--

注: 1.2018 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所有者权益中 60 亿元永续中票计入长期债务。

### 分析师

刘哲 陈婷

邮箱: 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

### 评级观点

中信国安集团有限公司(以下简称“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,数字电视用户数增长至 3559 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,白银股份矿山保有资源储量且品种多元,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 亿美元参与的奇虎 360 私有化项目已成功回归 A 股上市、认缴 45 亿元中国互联网投资基金、参股多家上市公司,持有的优质投资项目可变现能力及预期收益良好。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司主营业务亏损、债务负担很重、投资收益稳定性差、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。

“15 中信国安 MTN001”和“15 中信国安 MTN003”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“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。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，“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”信用等级为 AA<sup>+</sup>, 评级展望为稳定。

<sup>1</sup> 注: 15 中信国安 MTN001、15 中信国安 MTN003 为永续中期票据,所列到期兑付日为首次赎回权行权日

### 优势

1. 公司经过多年发展，目前已发展为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。
2. 有色金属是国民经济发展的基础产业之一，子公司白银股份于 2017 年 2 月成功上市，是中国大型的多金属生产企业之一，具有规模和资源储备优势，系全球第九大黄金生产商、第三大铂金生产商。目前，白银股份矿山保有资源储量铅 174.98 万吨、锌 692.44 万吨、铜 37.27 万吨、金 11.48 吨、银 1864 吨、钼 2.54 万吨。2017 年，白银股份实现营业收入 566.34 亿元，同比增长 1.22%。
3. 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 2018 年 3 月底，数字电视用户约 3559 万户，逐年增长的用户数量为公司带来稳定的投资收益。2017 年，子公司中信国安信息产业股份有限公司实现营业收入 43.62 亿元，同比增长 11.09%；利润总额 4.27 亿元，同比增长 60.74%。
4. 公司本部作为投控平台，旗下控股上市公司 4 家，奇虎 360 私有化项目已完成重组上市、认缴 45 亿元中国互联网投资基金、参股多家上市公司，持有的优质投资项目可变现能力及预期收益良好，可为存续债券的偿还提供支持。

### 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，整体盈利能力弱；投资收益中，稳定的有线电视业务的投资收益占比较小。
2. 公司债务规模不断增长，债务负担很重，存在短期支付压力；货币资金受限比例较高，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 3 笔共 21.50 亿元担保，被担保方资产负债率高，存在一定代偿风险。
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。
6. “15 中信国安 MTN001”和“15 中信国安 MTN003”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，且一旦出现递延，累计利息支出压力将大于普通债券分期支付压力。

## 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

根据有关法规要求，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2018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2017年底，公司合并资产总额为2143.31亿元，所有者权益合计为369.99亿元(其中少数股东权益242.41亿元)。2017年，

公司实现营业收入 1039.62 亿元，利润总额 13.29 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额为 2215.97 亿元，所有者权益合计为 444.32 亿元（其中少数股东权益 305.52 亿元）。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 214.63 亿元，利润总额 2.30 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 148 亿元，用于偿还银行借款及补充公司流动资金，募集资金已全部按其用途使用完毕，详细情况见下表：

表 1 截至 2017 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
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”）2017 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

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民

消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，

主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，

占比仍然最高。从国别来看，2017年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构性改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

## 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、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

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。截至2017年底，中国2.45亿有线电视用户中数字电视用户2.09亿户，数字化率85.31%。其中，双向网覆盖用户超过1.64亿户，双向覆盖率67.37%，双向网渗透用户8251.4万户，渗透率33.74%；有线宽带用户总量达到3498.5万户，占数字电视用户的比重进一步提升到14.31%；高清用户总量达到8902万户，业务渗透率超过36%；智能终端数量快速增长至1253万户，同比增长近两倍。

2017年，中国居民家庭多种方式复合收视的特征愈发明显。其中，有线电视用户总规模2.45亿户，占全国家庭电视收视市场的54.81%，规模仍保持领先，但收视份额首次出现下降，当年有限电视用户规模减少781.7万户，同比降幅达3.20%；直播卫星用户总量近1.3亿户，收视份额28.86%，同比增长5.56%，位居第二，2017年户户通终端的省级工作有序开展，直播用户年度新增超过2200万户，同比增长21.16%；IPTV用户突破1.2亿户，同比增长40.88%，收视份额27.29%，同比增长6.79%，位居第三，IPTV持续迅猛发展，但增速显著放缓，2017年电信运营商继续深化“提速降费”，价格竞争激烈，推动IPTV用户的持续增长；OTT TV紧随其后，用户量超过1.1亿户，收视份额24.61%，同比增长7.33%。总体来看，家庭收视市场已进入充分竞争阶段，有线电视用户规模持续负增长，2017年数字电视缴费用户流失超过900万户；IPTV、OTT TV的快速增



长给广电行业带来了前所未有的严峻竞争。

图1 近年来中国有线电视用户规模及增长率  
(单位: 万户)



资料来源:《2017年第四季度有线电视行业发展公报》

总体来看,从目前的市场格局以及新媒体的发展势头来看,传统媒体和媒介面临着巨大挑战。尤其是IPTV和互联网电视迅速发展并已形成规模,市场竞争进一步加剧,部分有线网络公司出现用户流失情况,行业整体业绩压力加大,亟待转型发展。

## 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,之后呈现上升态势,至2017年底铜价超过7200美元/吨,之后开始有所下调。截至2018年4月30日,LME现货铜结算价为6783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,在2017年中期呈现出小幅下探之后再次开始上行;截至2018年4月30日,LME现货锌结算价为3171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，据 GGII 调研数据显示，2017 年底国内动力电池产能 44.5GWh，同比增长 44%；2017 年中国动力电池产值 725 亿元，同比增长 12%。动力电池产值增速远低于产量增速，主要因为 2017 年政策调整，补贴力度大幅下滑，主机厂将部分成本压力转嫁给动力电池企业，使得动力电池价格大幅下滑。据统计，2017 年年底动力电池价格较年初下滑 20%-25%；磷酸铁锂电池组价格从年初的 1.8-1.9 元/Wh 下降到年底的 1.45-1.55 元/Wh；三元动力电池包价格也有 20% 左右的降幅。

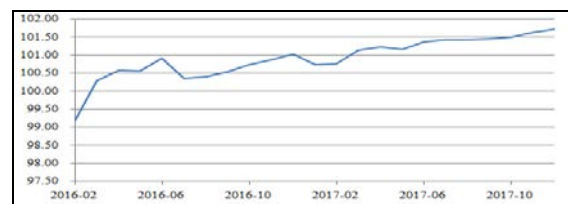
目前，新能源电池的竞争格局逐渐清晰。从 2017 年出货量来看，宁德时代独占近 3 成市场，比亚迪紧随其后。装机量前 10 的动力电池企业合计约为 22.22Wh，占整体的 72.3%。仅宁德时代和比亚迪就占据电池市场 44% 的份额。未来实力雄厚的巨头将进一步通过扩大规模和技术优势的领先来增强竞争力，实力较弱的小型微型电池企业将被淘汰，产业集中度将进一步提升。

### 3. 房地产业务

2016 年下半年，房价不断攀升，投资性购房需求旺盛，同时开发商不断加大对一二线城市土地的投资力度，资本大量涌入房地产市场，

“十一”期间，21 个城市均出台了不同程度的房地产调控政策，调控城市短期价格已出现环比回落，调控效果初步显现，但随着各地政策时效性逐渐降低，房价上涨的压力并未持续减弱。2017 年以来，调控政策进一步升级，因城施策的调控思路导致不同城市房价变动出现分化，整体来看，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，房地产市场处于温和降温阶段。

图 2 2016 年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind 资讯

2017 年，房地产开发投资规模仍呈较快增长，增速较上年基本持平，全年房地产开发投资 10.98 万亿元，同比增长 7.00%；其中住宅投资 7.51 万亿元，同比增长 9.40%，增速较上年上升 3.00 个百分点。全国房屋新开工面积 17.87 亿平方米，同比增长 7.00%，其中住宅新开工面积 12.81 亿平方米，同比增长 10.50%。全国房屋施工面积 78.15 亿平方米，同比增长 3.00%，增速较上年有所回落；其中住宅施工面积为 53.64 亿平方米，同比增长 2.90%，增幅较上年上升 1.00 个百分点。总体看，2017 年全国房地产开发投资仍保持较快增长，但企业实际开工意愿明显减弱，施工进度有所减缓。

房地产销售方面，2017 年在房地产严控政策的影响下，销售同比增速呈现持续下降的态势。2017 年全年商品房销售面积为 16.94 亿平方米，同比增长 7.70%，增速较上年下降 14.80 个百分点；共实现销售额 13.37 万亿元，同比增长 13.70%，增速较上年下降 21.20 个百分点。价格方面，根据中国房地产指数系统对 100 个城市的全样本调查数据显示，2017 年百城住宅平均价格累计上涨 7.15%，较 2016 年增速下降 11.57 个百分点，价格增速明显回落。整体看，

2017年以来，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势。房地产市场整体处于温和降温阶段。

政策方面，2017年以来，北京、上海、石家庄、郑州、广州等先后发布了对本地楼市的收紧政策，掀起了新一轮楼市收紧调控浪潮。北京发布了《关于完善商品住房销售和差别化信贷政策的通知》，明确首套房“认房又认贷”，具体为1、企业购买的商品住房再次上市交易，需满3年及以上，若其交易对象为个人，按照本市限购政策执行。2、a：居民家庭名下在本市无住房且无商业性住房贷款记录、公积金住房贷款记录的，购买普通自住房的执行现行首套房政策，即首付款比例不低于35%，购买非普通住房的首付款比例不低于40%（自主型商品住房、两限房等政策性住房除外）。b：居民家庭名下在本市已拥有一套住房，以及在本市无住房但有商业性住房贷款记录或公积金住房贷款记录的，购买普通自住房的首付款比例不低于60%，购买非普通自住房的首付款比例不低于80%。3、暂停发放贷款期限25年（不含25年）以上的个人住房贷款（含住房公积金贷款）。317限贷政策，精准打击借公司名义购房的炒房客，以及改善大房子的改善型刚需。2017年7月，中共中央政治局召开会议，针对房地产市场，会议强调“稳定房地产市场，坚持政策连续性和稳定性，加快建立长效机制”，中国首部住房租赁法规公开征求意见，租售同权开始进行地区试点，受此影响，房地产市场明显降温。

2017年10月18日，中国共产党第十九次全国代表大会开幕，针对房地产市场平稳健康发展，提出“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，坚持加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。12月8日，中共中央政治局会议分析研究2018年经济工作，提出加快住房制度改革和长效机制建设，是2018年要着力抓好的一项重点工作。会议提出要发展

住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。

总体看，在严格调控的政策背景下，短期内房地产行业呈降温态势。龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。未来一段时间宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权关系

截至2018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。

表2 截至2017年底，公司持有下属上市公司情况  
(单位：%、亿股)

名称	持股比例	持股数	质押比例
中信国安信息产业股份有限公司(SZ.000839)	36.44	14.28	84.59
白银有色集团股份有限公司	32.27	22.50	56.62

公司 (SH.601212)			
中信国安葡萄酒业股份有限公司 (SH.600084)	43.89	3.68	--
国安国际有限公司 (HK.00143)	53.22	41.24	--

资料来源：联合资信整理

有线电视业务方面，截至2018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4096万户，数字电视用户约3559万户。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。

有色金属业务方面，截至2018年3月底，公司所属矿山保有资源储量铅174.98万吨、锌692.44万吨、铜37.27万吨、金11.48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1864吨、钼2.54万吨，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。

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. 股东背景

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2017年底，中信集团合并资产总额为6.33万亿元，负债总额5.63万亿元；2017年实现营业收入4144.12亿元，营业利润713.88亿元。

中信集团是具有重要战略地位的综合性的国有大型企业集团，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。公司拥有强大的股东背景，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，注册资本增至69.73亿元，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。

截至2017年底，白银股份总资产469.83亿元，净资产为138.30亿元，2017年实现营业收入566.34亿元，主要来自阴极铜产品的销售收入，当年实现利润总额6.54亿元。

### 2. 子公司信达置业涉诉

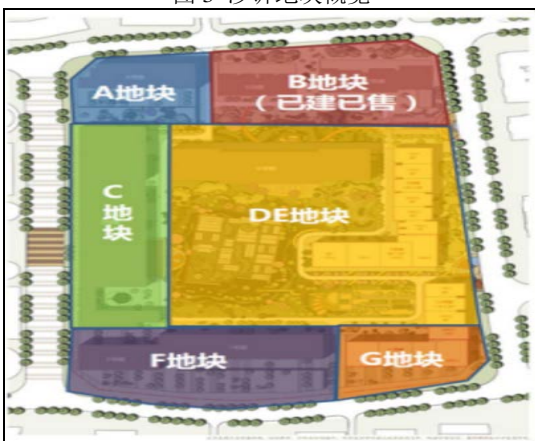
公司于2017年5月11日发布《中信国安集团有限公司关于下属子公司涉及诉讼情况的公告》，公告称：近期，最高人民法院就北京庄胜房地产开发有限公司（以下简称“庄胜公司”）与信达投资有限公司（以下简称“信达投资”）、信达资产管理有限公司北京分公司（以下简称“信达北分”）及北京信达置业有限公司（以下

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。

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。

图3 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。

2015~2017年,公司营业收入小幅增长,2017年为1039.62亿元,同比增长2.91%。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590.19亿元、201.60亿元和216.23亿元,三者合计贡献收入占比96.96%。资源开发及高新技术业务收入主要由白银股份及中信国安信息产业股份有限公司(以下简称“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业务),大幅提升该板块业务收入规模。化工板块由于化工类产品的贸易规模不断增长,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虽有上升,但始终位于较低水平,2017年为5.33%,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,2017年为9.49%;资源开发及高新技术业务毛利率波动增长,2017年为4.79%;旅游地产及商业物业2017年毛利率8.66%,同比减少1.80个百分点,主要系公司转让中信国安旅游投资有限公司95%股权后不再纳入合并范围以及地产投资规模增大所致;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,盈利能力低。

2018年1~3月,公司实现营业收入214.63亿元,同比增长38.40%,主要来源于资源开发及高新技术业务。毛利率方面,资源开发及高新技术业务由于有色金属价格回升,毛利率提升至5.92%;旅游地产及商业物业板块由于地产项目开发成本增长导致该板块毛利率有所下滑。公司2018年一季度综合毛利率为6.03%,同比减少1.46个百分点。

表3 公司收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务	2015年			2016年			2017年			2018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	19.76	2.11	10.37	21.89	2.17	9.92	23.91	2.30	9.49	7.38	3.44	8.67
资源开发及高新技术项目	567.53	60.68	4.01	573.54	56.77	3.58	590.19	56.77	4.79	109.27	50.91	5.92
旅游地产及商业物业	168.63	18.03	5.45	207.50	20.54	10.46	201.60	19.39	8.66	49.50	23.06	6.56
葡萄酒	3.03	0.33	58.59	2.65	0.26	61.02	4.02	0.39	40.79	1.01	0.47	33.20
化工	176.32	18.85	1.01	203.25	20.12	0.73	216.23	20.80	1.45	46.06	21.46	2.10
其他	0.0032	--	--	1.38	0.14	49.30	3.67	0.35	72.35	1.41	0.65	91.44
合计	935.27	100.00	4.01	1010.21	100.00	4.77	1039.62	100.00	5.33	214.63	100.00	6.03

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。2017年，国安股份实现营业收入43.62亿元，同比增长11.09%；实现净利润3.01亿元，同比增长31.72%。

表4 近三年公司有线电视业务投资收益情况  
(单位：亿元)

	投资收益	现金分红
2015年	2.83	1.79
2016年	2.67	0.92
2017年	1.98	1.58

资料来源：联合资信整理

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。

表5 截至2017年底国安股份主要参股广电公司  
(单位：亿元、亿股)

被投资单位	账面余额	持股数	持股比例	已质押股数
江苏省广电有线信息网络股份有限公司	20.34	5.91	15.22%	4.81
湖北省广播电视信息网络股份有限公司	5.49	0.54	8.56%	--

河南有线电视网络集团有限公司	16.83	--	24.50%	--
----------------	-------	----	--------	----

资料来源：公开市场信息

注：湖北省广播电视信息网络股份有限公司账面余额以公允价值计量。

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，成为其第二大股东。

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“国安广视”，持股比例为74.42%）。国安广视确定了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年底，国安广视已分别与长沙有线、湖北广电、河北省网、云南电信、北京移动等广电和电信运营商签署了业务合作协议，累计签约用户达到1400万户，终端及业务覆盖用户超过500万户。此外，国安广视以“慧生活”为具体形态的智慧社区业务初步形成。目前已上线运营智慧社区业务的项目区域包括湖南、湖北、河北三省多个地市。

截至2018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4096万户，数字电视用户约3559万户。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。

2015~2017年，公司网络系统集成业务每年新签订项目合同分别为276单、273单和244单，合同总金额分别为6.06亿元、12.24亿元和11.56亿元。

2017年，国安科技继续围绕智能建筑信息化集成业务、信息系统集成业务、轨道交通业务、智慧城市业务、海外业务等工作，并于年内获得了“涉密信息系统集成安防监控甲级”和“涉密信息系统集成综合布线甲级”资质，通过了国军标质量管理体系GJB-9001认证。国安科技2017年实现营业收入6.04亿元，同比下降5.92%，实现净利润1197.57万元，同比下降10.29%。

### （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/中国联通短信业务/中国电信短信业务接入特服号码10669500/10690095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。

2017年，鸿联九五实现营业收入16.65亿元，同比增长14.20%，净利润1957.60万元，同比增长47.29%。

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，2017 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。2017 年公司主要供应商包括兰州兰石能源装备国际工程有限公司、公航旅（兰州新区）国际贸易有限公司、甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司物资分公司、浙江建设商贸物流有限公司、上海金克金属贸易有限公司，前五名供应商采购金额占比达 26.62%。

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6 公司有色金属业务收入情况（单位：万元、%）

业务	2015 年			2016 年			2017 年			2018 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	115.89	21.25	11.10	121.52	21.88	10.15	149.33	26.66	10.84	35.24	34.04	15.58
有色金属贸易	427.82	78.45	0.22	431.51	77.68	0.29	407.93	72.83	0.27	67.39	65.10	0.15
有色金属服务	1.49	0.27	11.13	2.35	0.42	17.42	2.76	0.49	18.78	0.89	0.86	12.98
其他	0.16	0.03	57.17	0.11	0.02	47.91	0.10	0.02	57.14	0.01	0.01	85.86
合计	545.35	100.00	2.58	555.49	100.00	2.53	560.11	100.00	3.19	103.52	100.00	5.52

资料来源：公司提供

公司有色金属贸易业务 2017 年的毛利率为 0.27%，公司有色金属采选冶炼 2017 年的毛



利率为 10.84%，公司贸易和采选冶炼毛利率较 2016 年度变化不大。

表7 公司有色金属业务主要产品生产情况（采选冶炼）

主要产 品	2015年		2016年		2017年	
	产能	产量	产能	产量	产能	产量
阴极铜 (万吨)	20.00	13.26	20.00	14.83	20.00	13.52
铅(万吨)	3.00	2.13	3.00	1.76	3.00	2.30
锌(万吨)	27.70	25.52	27.70	25.21	27.70	26.03
金(吨)	--	2.06	--	7.41	--	8.18
银(吨)	--	148.40	--	300.00	--	160.00

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。2017年白银有色前五名客户销售收入占比为42.34%。

表8-1 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	2015年	2016年	2017年	
铜	阴极铜	56.38	41.00	58.92
	阳极铜	--	--	--
	铜杆	2.55	3.17	2.70
锌	35.10	20.44	52.73	
铅	3.55	2.87	4.73	
金	电金	--	9.23	8.49
	黄金	9.22	11.62	11.74
银	5.56	7.70	--	
其他	6.09	40.28	127.10	
合计	115.89	121.52	149.33	

资料来源：公司提供

表8-2 公司有色金属业务主要产品销售情况（贸易）  
(单位：万元)

名称	2015年	2016年	2017年
阴极铜	342.12	368.58	231.40
锌	36.87	53.34	13.07
铅	5.15	2.52	0.99
其他	43.68	7.07	162.47
合计	427.82	431.51	407.93

资料来源：公司提供

公司有色金属业务销售主要由两方面构成：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。

2017年，盟固利动力共生产动力电池14076万安时，比2016年增长45.29%；实现营业收入

14.79亿元，同比增长39.14%；在政策补贴持续退坡、原材料成本大幅上涨的情况下，仍实现净利润1.54亿元。

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信国安葡萄酒业股份有限公司（以下简称“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。

近年来，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，2017年中葡酒业实现营业收入4.02亿元，同比增长51.81%，主要系新增电商业务收入所致。其中，葡萄酒业务实现销售收入2.66亿元，较上年变化不大。其中，完成原酒销售收入806.85万元，同比增长190.73%，完成成品酒销售收入2.58亿元。

### 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城市发展控股有限公司（以下简称“国安城市”，持股比例100%），截至2017年底，国安城市总资产572.77亿元，所有者权益合计76.24亿元；2017年，国安城市实现营业收入44.96亿元，净利润5.53亿元。目前，国安城市正与多家知名房企合作，构筑行业联盟，拟共同开发公司项目并进行后期合作运营等相关

事项。

近三年，公司旅游地产及商业物业板块收入分别为168.63亿元、207.50亿元和201.60亿元，该板块收入大部分由青海合一公司贡献。

青海合一公司，2017年主要贸易产品为有色金属（电解铜及锌等，占95.13%）、通讯产品（占2.97%）、机电设备（占0.54%）等，基本为内贸，前五大供应商为融屿贸易（上海）有限公司（占18.62%）、中船重工物资贸易集团广州有限公司（占10.80%）、海口国能商业有限公司（占7.67%）、河南中天矿业有限公司（占6.51%）和福建三安集团有限公司（占6.43%）；前五大客户为佛山市铜都金属科技有限公司（占13.37%）、中铝国际贸易有限公司（占11.01%）、佛山市兴海铜铝业有限公司（占6.44%）、中国兵工物资华东有限公司（占4.66%）和中财合一投资发展有限公司（占4.16%）。截至2017年底，青海合一公司总资产24.50亿元，所有者权益6.77亿元，全年实现营业收入148.83亿元，同比下降6.78%，利润总额0.33亿元。

地产方面，截至2017年底，公司土地储备1.38万亩，建筑规模853万平方米。土地储备主要集中在北京、峨眉、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44.5万平米，其中地上规模29.8万平米。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)。

截至2018年3月底,宣东项目可销售面积29.58万平方米,已签约面积2.33万平方米,销售金额18.67亿元。

#### (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36万平方米,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#地块已竣工。

#### (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,东区除1#、11#、19#楼规划未建外,其他东区已建部分为

全部竣工验收产品;西区一期(1-1#~10#, 3-1#~4#, 1-11#~25#)、二期(2-1#~9#)已经竣备销售,三期3-5#-14#楼共计10幢楼均已完成竣工验收备案,其中仅剩3-8#-9#楼暂未取得预售证,待2018年择机开盘。

#### (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,地上建筑规模29.21万平方米(其中住宅9.8万平米,办公10.1万平米,商业8.45万平米)。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2018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开发规划和一期开发计划(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地块已全部售罄,建设工程包括主体、精装、园林、市政等全部竣工并通过验收。其中1、2、4号楼已交付业主入住。

北海中信国安红树林C-2-2地块处于北海

市主城区大冠沙组团，规划范围西侧紧邻已建成的 C-2-1 地块，南侧临海景大道，北至金海岸大道，项目开发周期定为 3 年，自 2017 年 6 月开始动工，2020 年 5 月底前项目全部完成。本地块于 2017 年 9 月开始预售，截至目前，该地块 1、2、8、9 号楼已经封顶，3、4、5、6、7 号楼已施工至地上 8 层，自 2017 年 9 月开始预售，目前已经全部售罄。

#### (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。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 m<sup>2</sup>，地上建筑面积 39 万 m<sup>2</sup>，地下建筑面积 15 万 m<sup>2</sup>，可售面积 38 万 m<sup>2</sup>。

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、宛市土国用（2015）第 00414 号、宛市土国用（2015）第 00621 号），建设用地规划许可证（宛规地字 2012 第 92 号）、建设工程规划许可证宛规建字（2017）第 44 号，宛规建字（2017）第 45 号，宛规建字（2017）第 46 号，宛规建字（2017）第 47 号，宛规建字（2017）第 48 号，宛规建字（2017）第 63 号，建筑工程施工许可证宛区（2017）20 号，商品房预售许可证宛房预售（2017）第 071 号宛房预售（2017）第 078、宛房预售（2018）第 015 等相关项目手续。

截至 2018 年 3 月底，南阳国安城项目已开工 53 栋楼，总建筑面积 484174 平方米，A 地块开工 33 栋，B 地块开工 20 栋。

#### 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 2017 年底，国安化工总资产 142.17 亿元，净资产 7.72 亿元，2017 年实现收入 216.23 亿元，同比增长 6.39%，其中生产类收入 32.66 亿元，贸易类收入 183.57 亿元，实现净利润 0.99 亿元，同比增长 72.87%。

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

2015~2017 年，公司销售债权周转次数波动上升，存货周转次数不断下降，总资产周转次数不断下降，三年平均值分别为 15.54 次、2.42 次和 0.57 次，2017 年分别为 17.33 次、2.23 次和 0.52 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。公司参股公司三六零科技股份有限公司（以下简称“三六零”）与原A股上市公司江南嘉捷电梯股份有限公司开展重大资产重组事项，并于2018年1月29日获得中国证券监督管理委员会核发的《关于核准江南嘉捷电梯股份有限公司重大资产重组及向天津奇信志成科技有限公司等发行股份购买资产的批复》（证监许可[2018]214号），三六零（股票代码：601360）完成回归A股上市计划（公司持有4.20%股权）。

根据《国务院关于中国互联投资设立方案的批复》，中央网信办、财政部共同发起设立中国互联投资基金。基金规划总规模1000亿元（公司认缴45亿元），其中首期规划募集300亿元已全部认缴到位（公司出资6.75亿元）。该基金将专注于互联网投资，将坚持国家战略导向、市场化运营、专业化管理，聚焦互联网重点领域，通过市场化方式支持互联网创新发展。此外，公司参股多家上市公司，持有的优质投资项目可变现能力及预期收益良好。

公司于2015年开始投资国安社区，打造一个基于本地生活的社区服务整合平台，旨在建立一个具有社区购物、服务、物业、政务、信息、交互的中国社区服务平台。预计到2020年，国安社区将进入全国100个三线以上城市，线下门店预计可达10050间，线下国安管家团队可达10万人，累计注册用户6000万家庭，覆盖人口7亿人。

公司与腾讯集团共同发起设立和泰人寿保险股份有限公司（以下简称“和泰人寿”），公司持股20%，为第一大股东，初始投资金额3亿元。和泰人寿于2017年1月开业，是第一家落户山东济南的中资寿险公司。

截至2018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、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9 截至2018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2018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	259.18	127.21	72.28	38.16	81.16	313.94	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。	56.95
峨眉中心广场项目	15.06	8.84	4.02	4.02	1.80	15.55	一期已竣工，二期已竣工，三期开始预售，四五期前期规划中	5.44
峨秀湖项目	33.59	16.00	4.48	4.48	8.94	38.06	一期预计今年年底竣工交付	0.20
C-2-1地块	7.80	7.44	5.76	5.76	1.68	8.26	1、2、4#楼精装修基本完成。5#、6#楼进入装修工程	0.36
C-2-2地块	8.60	4.60	3.10	3.10	5.50	13.50	1、2、8、9号楼已经封顶，3、4、5、6、7号楼已施工至地上8层	4.00
金仓华府项目	8.58	8.58	8.58	8.58	--	12.07	共10栋高层，5栋已封顶，5栋进展一半	--

南阳国 安城项 目	28.64	15.49	--	15.50	--	36.34	在建	13.14
合计	361.45	188.17	98.22	79.60	99.08	437.72	-	80.09

资料来源：公司提供

## 十、财务分析

公司提供的 2017 年财务报表经北京永拓会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留意见的审计结论。公司 2018 年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2017 年，子公司国安城市收购青海中信国安科技发展有限公司、白银股份收购白银红鹭矿业投资有限责任公司等，公司合并范围有所变动；截至 2018 年 3 月底，公司合并范围内一级子公司较 2017 年底无变化；总体看，公司近三年合并范围变化对财务数据可比性影响较小。

截至 2017 年底，公司合并资产总额为 2143.31 亿元，所有者权益合计为 369.99 亿元（其中少数股东权益 242.41 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 1039.62 亿元，利润总额 13.29 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额为 2215.97 亿元，所有者权益合计为 444.32 亿元（其中少数股东权益 305.52 亿元）。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 214.63 亿元，利润总额 2.30 亿元。

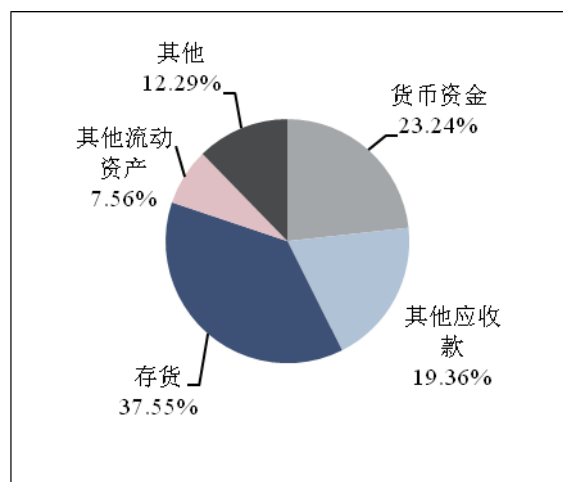
### 1. 资产质量

随着公司在产业布局方面不断拓展，资产总额保持快速增长，截至 2017 年底达 2143.31 亿元，同比增长 14.35%。从资产构成看，流动资产占 60.28%，非流动资产占 39.72%。

#### 流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产 1291.98 亿元，同比增长 7.00%，主要由货币资金、其他应收款、存货和其他流动资产构成。

图 4 2017 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司货币资金 300.27 亿元，同比稍有下降；主要由银行存款（占 84.42%）和其他货币资金（占 15.57%）构成。其中，使用受限资金金额为 157.65 亿元，占货币资金总量的 52.50%，主要由各类保证金及质押定期存单等组成，受限比例高。

截至 2017 年底，公司交易性金融资产 40.76 亿元，同比稍有下降，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。

截至 2017 年底，公司应收账款同比下降 22.89% 至 44.57 亿元，主要系白银股份收回上年底销售货款；从账龄来看，1 年以内应收账款占 81.74%，超过 1 年的款项占比不大。应收账款前五名金额合计 23.20 亿元，占应收账款总额的 47.53%，集中度较高，其中应收北京市土地整理储备中心土地交易款 17.39 亿元；已累计计提坏账准备 4.23 亿元。

截至 2017 年底，公司其他应收款 250.10 亿元，同比增长 24.69%；已计提坏账准备 8.15 亿元。从账龄来看，1 年以内其他应收款占 39.95%，1~2 年占 7.85%，2~3 年占 9.00%，3~5 年占 9.46%，

5年以上其他应收款60.49亿元，占33.74%，主要系应收关联方往来款；期末其他应收款金额前五名合计153.74亿元，占公司2017年底其他应收款账面余额的59.54%，集中度高。其中，应收中信国安第一城国际会议展览有限公司（以下简称“国安第一城”）往来款及借款84.80亿元（国安第一城2015年不再纳入公司合并范围，目前为公司参股公司，持股5%）、巨合（上海）股权投资基金合伙企业（有限合伙）借款21.89亿元、新疆中新资源有限公司借款及利息24.77亿元。公司其他应收款规模大且账龄较长，对资金占用明显。

截至2017年底，公司存货485.15亿元，同比增长22.17%，主要由开发成本（占64.25%）、库存商品（占10.76%）和原材料（占10.85%）构成，共计提存货跌价准备4.96亿元（主要计提主体为白银股份）。

截至2017年底，公司其他流动资产97.65亿元，主要由理财产品（83.83亿元）构成。

#### 非流动资产

截至2017年底，公司非流动资产合计851.34亿元，同比增长27.66%；主要由可供出售金融资产（占13.40%）、长期股权投资（占34.67%）和固定资产（占13.59%）构成。

截至2017年底，公司可供出售金融资产114.04亿元，其中大部分为可供出售权益工具，43.74亿元以公允价值计量，主要包括对北京万邦达环保技术有限公司（以下简称“万邦达”，300055.SZ，持股5%）的股权投资，公司为万邦达第二大股东；69.64亿元以成本法计量的权益工具中投资规模较大的主体见下表，其中天津奇信志成科技有限公司（公司持有5.25%股权）为上市公司三六零第一大股东，持有三六零48.74%股权。

表 10 截至 2017 年底主要可供出售金融资产(成本法)  
(单位: 亿元)

被投资单位	账面余额
天津奇信志成科技有限公司	14.25

中国互联网投资基金（有限合伙）	6.75
北京广安融达置业有限公司	6.00
国奥投资发展有限公司	5.07
建信信托有限责任公司	5.00

资料来源：公司审计报告

公司作为投资控股型公司，本部及下属子公司参与多项对外投资项目，近三年公司长期股权投资以年均89.63%的速度扩张。截至2017年底，长期股权投资295.16亿元，同比保持增长，公司参股的主要联营企业包括上市公司江苏省广电有线信息网络股份有限公司（600959.SH）、三六零科技股份有限公司（601313.SH）等，可变现性较强。

表 11 2017 年底主要联营企业及规模(单位: 亿元)

被投资单位	期末余额
巨合（上海）股权投资基金合伙企业（有限合伙）	114.32
瑞舜（上海）股权投资基金合伙企业（有限合伙）	62.78
江苏省广电有线信息网络股份有限公司	20.91
河南有线电视网络集团有限公司	16.83
三六零科技股份有限公司	14.12

资料来源：公司审计报告

截至2017年底，公司固定资产账面价值115.67亿元，同比增长37.68%。固定资产构成方面，主要由房屋及建筑物（占56.06%）、机器设备（占38.11%）构成。

截至2018年3月底，公司资产总额2215.97亿元，较2017年底增长14.35%，流动资产占62.46%，非流动资产占37.54%。其中，预付款项71.11亿元，较2017年底增长31.44%，主要系预付采购款，以白银股份采购款为主，目前均在正常结算期内；其他应收款较上年底增长35.14%至337.99亿元，主要系公司本部及子公司与关联方往来款增长所致；商誉较上年底下降22.66%至17.89亿元，主要系子公司转让下属公司结转原有商誉所致。

跟踪期内，公司资产规模持续扩张，整体资产构成以流动资产为主。流动资产以货币资

金、其他应收款和存货为主，规模大且持续增长的存货和其他应收款对流动资金占用明显；可供出售金融资产和长期股权投资规模大，持有的部分上市公司股权较优质。整体看，公司资产流动性一般。

## 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，2017年底为1773.32亿元，同比增长17.63%；其中流动负债占55.28%、非流动负债占44.72%。

截至2017年底，公司流动负债1007.39亿元，主要由短期借款（占41.02%）、其他应付款（占21.75%）、一年内到期的非流动负债（占17.30%）构成。

截至2017年底，公司短期借款413.18亿元，同比增长5.31%。短期借款构成以保证借款（占27.80%）和信用借款（占47.29%）为主。

截至2017年底，公司其他应付款219.10亿元，同比增长22.22%。从账龄看：1年以内占54.04%，1~2年占37.70%，2年以上占8.25%。从集中度看，2017年底前五位客户占其他应付款的55.74%，集中度高。

表 12 2017 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	66.44	30.33
国安社区(北京)科技有限公司往来款	33.22	15.16
委托款	10.16	4.64
平安银行反向保理业务	6.30	2.88
北京广安置业投资有限公司借款	6.00	2.74
<b>合计</b>	<b>122.13</b>	<b>55.74</b>

资料来源: 公司审计报告

截至2017年底，公司一年内到期的非流动负债174.30亿元，同比增长69.09%。其中，一年内到期的长期借款占66.34%，一年内到期的

应付债券占20.61%。

截至2017年底，公司非流动负债765.92亿元，同比增长19.15%，主要由于长期借款大幅增长所致。

截至2017年底，公司长期借款621.48亿元，同比增长30.10%；其中质押借款占20.90%，抵押借款占13.26%，保证借款占48.76%，信用借款占17.08%。

截至2017年底，公司应付债券65.48亿元，同比下降35.35%；具体明细如下表（包括计入其他权益工具的永续债券和调整至一年内到期的非流动负债）：

表 13 截至 2017 年底公司应付债券明细(单位: 亿元)

债券名称	发行规模	期限	到期日期
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
<b>合计</b>	<b>162</b>	--	--

资料来源: 公司审计报告、中国货币网

截至2017年底，公司全部债务1509.59亿元，其中短期债务占51.08%，长期债务占48.92%，短期债务占比略高。截至2018年3月底，公司债务规模1492.88亿元，其中短期债务占48.94%，长期债务占51.06%。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，认为本期中票在清偿顺序、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2017年底和2018年3月底，公司全部债务分别为



1569.59亿元和1552.88亿元，其中长期债务占比分别为47.05%和52.95%。

从债务指标看，2015~2017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81.39%、78.71%和62.32%，2017年底上述指标分别为82.74%、80.32%和66.62%。截至2018年3月底，由于当期国安城市引入少数股东增资，公司所有者权益有所提升，债务指标值均有不同程度下降，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79.95%、77.06%和63.18%。考虑永续中票后，2017年底三项指标分别为85.54%、83.51%和72.03%，2018年3月底分别为82.66%、80.16%和68.15%。

跟踪期内，公司债务规模快速增长，2018年一季度国安城市增资后债务指标和债务规模虽有下降，但债务负担仍较重，短期债务规模大，短期偿债压力较大。

#### 所有者权益

截至2017年底，公司所有者权益为369.99亿元，其中归属于母公司所有者权益占34.48%，少数股东权益占65.52%。归属于母公司的所有者权益中，股本占56.13%，其他权益工具占46.32%，资本公积占23.58%，未分配利润占-16.53%。其他权益工具主要为公司发行的两期永续中期票据“15中信国安MTN001”和“15中信国安MTN003”，合计60亿元；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。近三年，其他综合收益科目持续为负，截至2017年底为-12.55亿元，主要包括可供出售金融资产公允价值变动损益（-3.80亿元）、现金流量套期损益的有效部分<sup>2</sup>（-6.30亿元）和外币报表折算差异（-3.02亿元）。

<sup>2</sup>系白银股份使用商品期货合约对承担的商品价格风险进行的套期保值。

截至2018年3月底，公司所有者权益较2017年底增长20.09%，其中，资本公积和少数股东权益增幅较大，分别增长74.29%和26.04%，主要系国安城市吸收少数股东增资所致。

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

2017年，公司实现营业收入1039.62亿元，同比增长2.91%；近三年，公司营业成本的增幅稍低于营业收入的增资，使得营业利润率不断提升，2017年为4.78%，同比提升0.27个百分点。

从期间费用看，2017年公司期间费用70.01亿元，同比增长13.26%；其中财务费用39.15亿元，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7.02%、6.12%和6.73%，公司费用控制能力一般，财务费用对利润总额侵蚀大。

非经营性损益方面，2017年公司资产减值损失2.98亿元（2016年为-0.94亿元），主要系当期计提坏账损失1.27亿元及存货跌价损失1.67亿元，以白银股份当期计提的存货跌价准备为主；公允价值变动方面，2015~2017年公司公允价值变动收益波动较大，2016年为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，2017年公允价值变动净损失4.79亿元，系子公司持有的股票资产公允价值下跌所致；投资收益方面，2015~2017年公司投资收益主要为处置股权类资产投资，2017年投资收益38.87亿元，主要包括以权益法计量的基金类投资等产生的投资收益以及处置长期股权投资产生的收益等。

营业外收入方面，2015~2017年，公司营业外收入分别为4.44亿元、2.72亿元和1.13亿元，2017年公司获得与经营相关的政府补助2.02亿元计入其他收益。

受股票资产公允价值下滑等因素影响，2017年公司利润总额同比下降33.41%至13.29

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，2017年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为2.66%和1.87%，同比分别减少0.32个百分点和1.90个百分点。公司整体盈利能力较弱。

2018年1~3月，由于白银股份当期收入大幅增长，公司共实现营业收入214.63亿元，同比增长38.40%；同期营业利润率为5.56%，较2017年全年水平有所提升。当期公允价值变动收益-1.65亿元，系子公司持有的股票公允价值变动所致；实现投资收益13.82亿元，同比增长73.29%，主要系公司本部权益法核算的投资收益增加所致，利润总额2.30亿元，同比下降28.97%。

跟踪期内，公司收入规模稳定增长，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，并且贸易业务毛利率较低，主营业务持续亏损；投资收益是公司利润总额的重要来源，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，近年来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，2017年为1598.43亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为1201.49亿元。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，2017年为1156.03亿元。同期，公司收到及支付其他与经营活动有关的现金分别为396.72亿元和367.58亿元，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波动下降，分别为36.28亿元、67.21亿元和14.20亿元。公司现金收入比始终保持较好水平，2017年为115.57%，收入实现质量较好。

投资活动方面，近年来公司投资活动现金流入量波动增长，2017年为473.53亿元，主要由收回投资收到的现金352.27亿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）95.27亿元组成。近三年，公司投资活动现金流出量波动增长，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，2017年分别为428.18亿元和104.86亿元。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184.20亿元、136.91亿元和128.75亿元。

筹资活动方面，近年来公司筹资活动主要为银行借款的取得及偿付，公司筹资活动表现为净流入，2017年净流入规模为97.42亿元。

2018年1~3月，公司经营活动现金净流入11.76亿元；投资活动现金净流出5.23亿元，筹资活动现金净流出32.39亿元。

总体来看，近年来公司经营活动净流入规模波动较大，但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，截至2017年底，公司流动比率和速动比率分别为128.25%和80.09%，同比均有所下滑。截至2018年3月底，公司流动比率与速动比率分别为141.32%与91.56%，较2017年底有所提升。2017年公司经营现金流动负债比为1.41%，较2016年下滑6.36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，公司存在短期支付压力。但公司持有部分优质上市公司股权，变现能力较强，可为偿债提供保障。

从长期偿债能力指标看，2015~2017年，公司EBITDA分别为63.77亿元、70.44亿元和69.81亿元。2015~2017年，EBITDA利息倍数、全部债务/EBITDA三年平均值分别为1.07倍和19.54倍，2017年分别为1.03倍和21.62倍。总体看，公司长期偿债能力弱。

截至2018年3月底，公司对外担保26.50亿元，其中为首开集团公司提供1笔担保共计5.00亿元；为国奥投资发展有限公司提供3笔担保共计余额21.50亿元，公司对外担保规模

较大。截至 2017 年底，国奥投资发展有限公司总资产 62.78 亿元，总负债 53.37 亿元，所有者权益 9.41 亿元，2017 年实现营业收入 25.82 亿元，净利润 3.66 亿元。近两年国奥投资发展有限公司扭亏为盈，但资产负债率很高。

截至 2018 年 3 月底，公司本部共获得各家银行授信额度合计 494.63 亿元，尚未使用额度为 41.39 亿元，间接融资渠道有待拓宽。此外公司下属子公司中葡股份（SH.600084）、中信国安（SZ.000839）、白银有色（SH.601212）、国安国际（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 2018 年 5 月 2 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. 公司本部财务概况

截至 2017 年底，公司本部资产总额 830.98 亿元，流动资产 407.57 亿元（占 49.05%），非流动资产 423.41 亿元（占 50.95%）；流动资产主要由货币资金和其他应收款构成，分别为 120.40 亿元和 274.71 亿元；非流动资产以长期股权投资 392.72 亿元（占 92.75%）为主。

截至 2017 年底，公司本部负债合计 702.02 亿元，流动负债 429.64 亿元（占 61.20%），非流动负债 272.38 亿元（占 38.80%）；流动负债以短期借（153.06 亿元）、其他应付款（183.68 亿元）和一年内到期的非流动负债（66.63 亿元）为主；非流动负债中长期借款和应付债券分别为 206.49 亿元和 65.48 亿元。

截至 2017 年底，公司本部所有者权益合计 128.96 亿元，其中实收资本 71.62 亿元，资本公积 24.37 亿元，未分配利润 -26.17 亿元。2017 年公司本部实现营业收入 6.75 亿元，利润总额 0.17 亿元。

总体看，公司本部债务负担重，短期偿债压力大。

#### 8. 抗风险能力

中国中信集团有限公司综合实力强，为公司第一大股东。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。公司下辖 4 家上市公司，参股多家上市公司股权，并持有多个优质投资项目，可变现能力及预期收益良好。总体上看，公司整体抗风险能力很强。

### 十一、存续期间债券偿债能力分析

目前，公司一年内到期的债券为“15 中信国安 MTN002”，待偿还金额 22 亿元。截至 2018 年 3 月底，公司现金类资产为一年内待偿还金额的 15.74 倍。现金类资产对一年内到期债券的保障能力强。

公司于 2019~2021 年间到期的中长期债券包括六期中期票据，分别为“14 中信国安 MTN002”、“15 中信国安 MTN001”、“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”，待偿还本金余额合计 126 亿元，且 2020 年公司到期债券合计 80 亿元。2017 年，公司 EBITDA 为单年度最高偿还金额的 0.87 倍。公司 EBITDA 对存续期内债券的保障能力较弱。

表 14 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

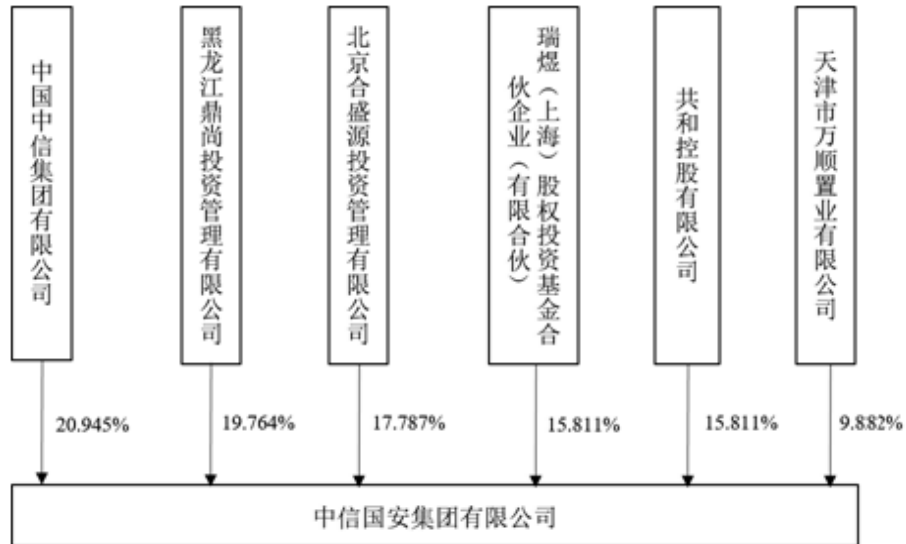
项目	2017 年
一年内到期债券余额	22
现金类资产/一年内到期债券余额	15.74
经营活动现金流入量/应付债券余额	12.69
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.11
EBITDA/应付债券余额	0.55

资料来源：联合资信整理

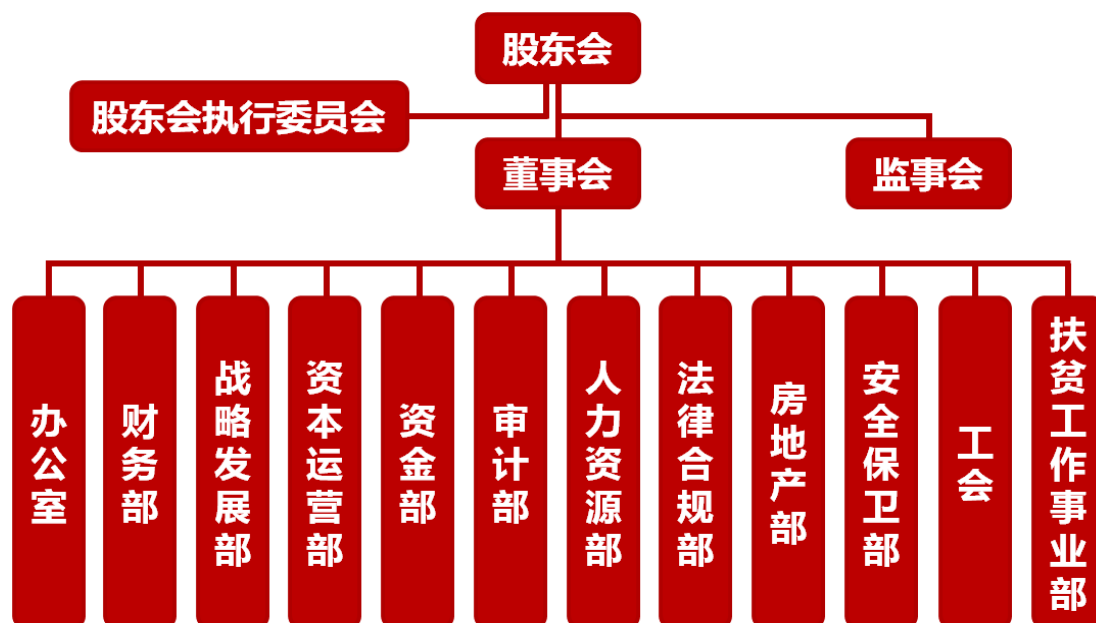
## 十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>，“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”信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	288.81	357.70	353.54	346.35
资产总额(亿元)	1579.80	1874.36	2143.31	2215.97
所有者权益(亿元)	324.65	366.80	369.99	444.32
短期债务(亿元)	642.10	721.61	771.14	730.63
长期债务(亿元)	359.20	590.70	738.45	762.26
全部债务(亿元)	1001.30	1312.32	1509.59	1492.88
营业收入(亿元)	935.27	1010.21	1039.62	214.63
利润总额(亿元)	12.00	19.96	13.29	2.30
EBITDA(亿元)	63.77	70.44	69.81	--
经营性净现金流(亿元)	36.28	67.21	14.20	11.76
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	13.89	13.64	17.33	--
存货周转次数(次)	2.67	2.56	2.23	--
总资产周转次数(次)	0.68	0.58	0.52	--
现金收入比(%)	113.35	116.60	115.57	111.63
营业利润率(%)	3.59	4.51	4.78	5.56
总资本收益率(%)	3.64	2.98	2.66	--
净资产收益率(%)	2.77	3.77	1.87	--
长期债务资本化比率(%)	52.53	61.69	66.62	63.18
全部债务资本化比率(%)	75.52	78.16	80.32	77.06
资产负债率(%)	79.45	80.43	82.74	79.95
流动比率(%)	121.52	139.64	128.25	141.32
速动比率(%)	80.94	93.72	80.09	91.56
经营现金流动负债比(%)	4.15	7.77	1.41	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.06	1.15	1.03	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.70	18.63	21.62	--

注：1.2018 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)^(1/(n-1))-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。