

信用等级公告

联合[2018]225 号

东岭集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对东岭集团股份有限公司主体长期信用状况进行综合分析和评估，确定：

东岭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”

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监

二零一八年三月五日

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>

东岭集团股份有限公司

主体信用评级报告

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

评级时间：2018年3月5日

主要财务数据

项目	2015年	2016年	17年9月
资产总额（亿元）	280.48	318.65	383.76
所有者权益（亿元）	83.60	105.77	127.91
长期债务（亿元）	51.62	54.32	72.36
全部债务（亿元）	152.51	146.65	160.79
营业收入（亿元）	531.10	649.99	738.88
净利润（亿元）	1.77	6.27	8.17
EBITDA（亿元）	17.26	25.34	--
经营性净现金流（亿元）	4.64	15.55	21.56
营业利润率（%）	1.72	3.13	2.83
净资产收益率（%）	2.12	6.63	6.99
资产负债率（%）	70.19	66.81	66.67
全部债务资本化比率（%）	64.59	58.10	55.69
流动比率（倍）	1.25	1.34	1.37
EBITDA全部债务比（倍）	0.11	0.17	--
EBITDA利息倍数（倍）	1.49	1.73	--

注：1、本报告中，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；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3、2017年3季度财务报表数据未经审计，相关指标未年化；4、融资租赁款等有息债务已计入相应债务中。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对东岭集团股份有限公司（以下简称“公司”或“东岭集团”）的评级反映了公司作为西北地区规模较大的矿产贸易商，在销售渠道、业务规模、资源储备等方面具有较强的竞争优势。2016年在行业供需改善大环境下，公司产品销售价格回升、贸易规模进一步扩大，盈利能力快速提升，经营活动现金流保持良好。同时，联合评级也关注到大宗商品价格剧烈波动、公司主营业务毛利率不高、房地产投资支出存在一定资金压力、债务负担较重以及对外担保金额较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着宏观经济逐渐回暖以及供给侧改革政策的继续推进，大宗商品供需关系有望继续改善，公司经营状况将保持良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，联合评级评定公司主体长期信用等级为AA，该评级结论反映了公司主体的违约风险很低。

优势

1. 公司是陕西省大型企业之一，长期从事钢材贸易业务，钢材销售渠道稳定，经营基础良好。

2. 在供给侧改革政策落实、环保要求趋严以及宏观经济逐渐回暖的大环境下，煤炭、钢铁、有色金属等大宗商品供需关系得以改善，产品价格持续回升，可对公司盈利状况形成支持。

3. 近年来，公司不断扩充贸易业务布局，拓展销售客户，贸易规模持续增长，2017年前三季度经营业绩大幅改善。

4. 目前公司名下八方山铅锌矿及崔木煤矿的矿产储量较大，公司具备一定的资源优势。

关注

1. 公司主要贸易品种有锌、钢材、煤炭、铅等大宗商品，相关贸易品的国内和国际的供需情况易对公司未来经营业绩的稳定性产生影响。

2. 公司主要利润来源于贸易产品的价差，2015~2016 年，公司综合毛利率分别为 1.82%和 3.30%，盈利能力有待提高。同时投资收益和营业外收入对公司利润总额贡献较大，且持续性一般。

3. 公司其他应收款规模较大，对资金形成一定占用。同时，公司债务负担较重，且以短期债务为主，债务结构有待完善。

4. 公司大宗商品贸易业务及房地产开发业务对流动资金的需求量大，由于银行对钢材贸易行业的信贷政策收紧，使得公司面临较大的筹资压力。

5. 公司对外担保规模较大，且被担保企业区域及行业集中度较高，存在一定的或有负债风险。

分析师

李 晶

电话：010-85172818

邮箱：lij@unitedratings.com.cn

岳 俊

电话：010-85172818

邮箱：yuej@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。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该公司的主体长期信用等级有可能发生变化。

分析师：

李品 岳俊

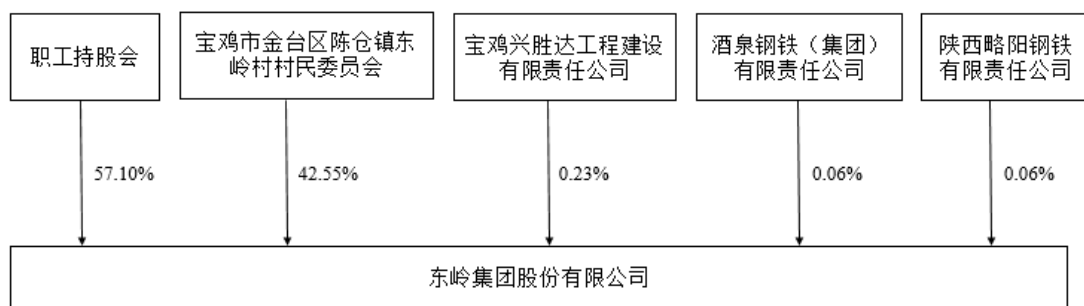

联合信用评级有限公司

一、主体概况

东岭集团股份有限公司（以下简称“东岭集团”或“公司”）的前身是陕西东岭工贸股份有限公司（以下简称“东岭股份”）。2000年，经陕西省人民政府《关于设立陕西东岭工贸股份有限公司的批复》（陕政函[2000]76号）批准，在宝鸡东岭机械厂（集团）进行改制的基础上，设立东岭股份，注册资本5,400万元。公司职工持股会以宝鸡东岭机械厂（集团）产权界定后的净资产和货币认购72.82%的股权，其余股份由金台区陈仓镇东岭村民委员会、酒泉钢铁（集团）有限责任公司、略阳钢铁厂（现“陕西略阳钢铁有限责任公司”）、山西海鑫钢铁有限公司（现“海鑫钢铁集团有限公司”）认购。2002年，东岭股份更名为陕西东岭工贸集团股份有限公司。

后经多次增资，截至2010年底，公司注册资本增至85,000万元。2017年2月，公司更为现名。截至2017年9月底，公司注册资本为85,000万元，其中公司职工持股会持股57.10%，宝鸡市金台区陈仓镇东岭村村民委员会持股42.55%，宝鸡兴胜达工程建设有限责任公司持股0.23%，酒泉钢铁（集团）有限责任公司持股0.06%，陕西略阳钢铁有限责任公司持股0.06%。公司实际控制人为宝鸡市金台区陈仓镇东岭村村民委员会。

图1 截至2017年9月底公司股权结构图



资料来源：公司提供，联合评级整理。

公司营业范围：冷拉丝、铁丝、圆钉、冷轧带肋钢筋、有色矿粉、锌及有色金属的生产、冶炼；金属材料、建筑材料、工业硫酸、五金交电、日用百货的销售；货物装卸；经营本企业自产产品及技术的出口业务，经营本企业生产所需的原辅材料、仪器仪表、机械设备、零配件及技术进口业务；经营进料加工和“三来一补”业务；焦炭及其副产品的生产、销售。鉴证咨询服务；铁路运输辅助服务。（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9月底，公司下设人力资源、财务管理、企业管理、行政办公室4个职能管理部门，以及国际贸易业务管理部¹、国内贸易业务管理部、冶炼管理部、矿业管理部、地产管理部、投资管理部、金融管理部7个行政管理部门，分别统筹管理下属子公司及分公司业务（详见附件1）；公司合并范围内二级子公司9家；拥有在职员工10,856人。

截至2016年底，公司合并资产总额318.65亿元，负债合计212.88亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计105.77亿元，其中归属于母公司所有者权益为60.65亿元。2016年，公司实现营业收入649.99亿元，净利润（含少数股东损益）6.27亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为5.03

¹ 注：附件1中，公司采用“总公司”的称呼命名，其实际职能为管理部门。

亿元；经营活动产生的现金流量净额 15.55 亿元，现金及现金等价物净增加额 11.88 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司合并资产总额 383.76 亿元，负债合计 255.84 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 127.91 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 79.99 亿元。2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 738.88 亿元，净利润（含少数股东损益）8.17 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 5.64 亿元；经营活动产生的现金流量净额 21.56 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.86 亿元。

公司注册地址：陕西省宝鸡市金台区金台大道 69 号；法定代表人：李黑记。

二、行业分析

公司有色金属贸易与冶炼业务、钢铁贸易业务产生的营业收入占公司营业总收入的比重较大，生产经营受有色金属行业和钢铁行业影响较大。

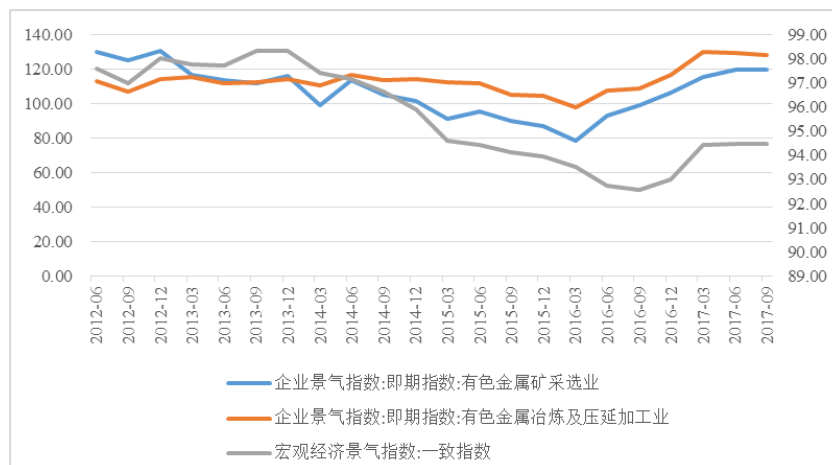
1. 有色金属行业

（1）行业概况

有色金属是国民经济的重要基础原材料，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，其需求取决于固定资产投资、消费、出口等宏观经济变量的变化状况，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（如铜、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压延加工业景气度指数持续走低；2016 年 3 月以后，受供给侧改革、环保趋严等政策环境影响，有色金属行业供需关系逐渐改善，景气度得以回升；2017 年上半年我国宏观经济持续回暖，进一步支撑有色金属矿采选业与冶炼及压延加工业景气度回升，但考虑到我国经济正处于新旧动能切换，新旧模式切换的状态；2017 年下半年经济增长乏力，有色金属矿采选业与冶炼及压延加工业景气度持续上升动力不足。如下图所示。

图 2 2012~2017 年 9 月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：1、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压延加工业景气度指数为当季值；2、左轴为企业景气指数，右轴为宏观经济景气指数。

由于采矿企业掌握上游矿山资源，而冶炼企业只单纯赚取加工费用，使得采矿企业在经济周期的波动中均保持了较强的抗风险能力，因此，历史上很长时间内，有色金属矿采选业的景气度指数高于冶炼及压延加工业。但近两年由于宏观经济持续向下波动，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，采矿企业景气度大幅反弹，但与冶炼行业相比仍存在差距，截至2017年9月采矿企业景气度为119.30点，冶炼及压延加工业企业景气度为128.00点，冶炼行业景气度指数达到2012年以来的最高水平。

总体看，有色金属行业与宏观经济密切相关，近年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，在供给侧改革、环保政策趋严的大环境下，行业供需关系逐渐改善，受有色金属价格回升带动，行业盈利水平有所好转；2017年上半年宏观经济逐渐回暖，有色金属景气度回升，但我国经济正处于新旧动能切换，新旧模式切换的状态，后期宏观经济整体增长乏力，长期看或将难以支撑有色金属景气度持续回升。

（2）资源储量与供给

Wind 资讯显示，2016年，全球锌储量为22,000万吨，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72,000万吨，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；全球钼储量1,500万吨，全球铋储量37万吨，我国拥有世界最大的金属钼、钨和铋储量。

表1 有色金属储量情况（单位：万吨、%）

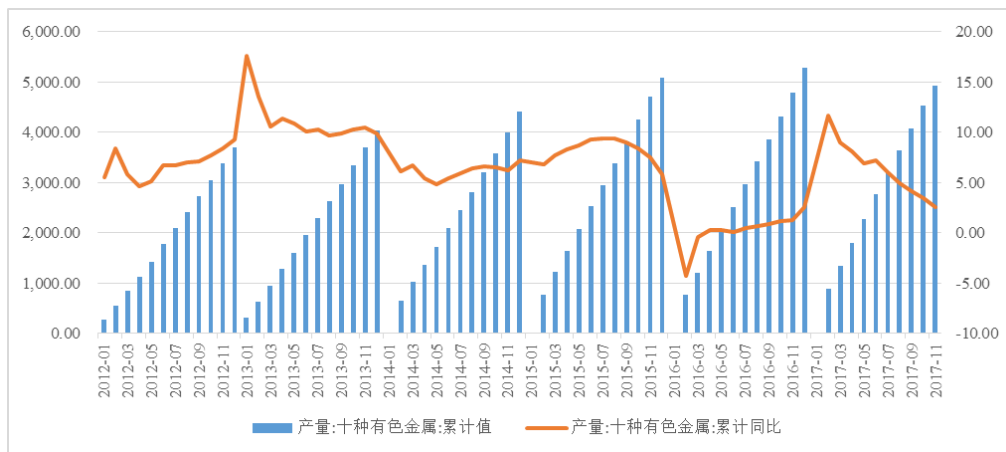
有色金属种类	全球储量	中国储量	中国储量占比
锌	22,000	4,000	18.18
铜	72,000	2,800	3.89
铅	8,800	1,700	15.73
钼	1,500	840	56.00
钨	310	190	61.29
铋	37	24	64.86

数据来源：Wind

我国上述有色金属矿产资源（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；钼矿主要集中在河南、山西、吉林等省区；钨矿主要集中在湖南、江西、河南等省区；铋矿主要集中在湖南、广东和江西等省区。

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，但受宏观经济下滑影响，增速有所下降。2016年，十种主要有色金属产量达5,283.00万吨，同比增长2.50%，增速回落3.3个百分点。具体看，铜产量844万吨，增长6%，提高1.2个百分点；原铝产量3,187万吨，增长1.3%，回落7.1个百分点；铅产量467万吨，增长5.7%，上年为下降5.3%；锌产量627万吨，增长2.0%，回落2.9个百分点；2017年1~9月，十种主要有色金属产量增速较去年同期均有所提高，但增速环比呈下滑趋势。

图3 2012~2017年11月我国主要有色金属产量情况（单位：万吨、%）



资料来源：国家发改委

注：十种主要有色金属指铜、铝、铅、锌、镍、镁、钛、锡、锑、汞。

从进出口情况看，我国铅锌量储量较为丰富，2013~2015年，我国铅矿砂及其精矿均实现了净出口，净出口量分别为2.00万吨、3.50万吨和6.00万吨。我国铜矿资源禀赋不佳，品位低，难采难选，且远不能满足国内冶炼的需求，仍需要大量进口。2016年我国铜矿砂及其精矿进口数量为1,696万吨，同比增长28.2%。

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下降。2016年，有色金属下游需求有所回升，其中，房屋新开工面积同比增长8.1个百分点，家电行业产销率同比下降0.1个百分点，汽车产量增速同比提高11.76个百分点。2017年上半年，有色金属需求仍处扩张状态，其中，房屋新开工面积同比增长率均超过10个百分点，汽车产销量同比增长率均超过6个百分点；2017年下半年，有色金属需求则呈放缓趋势，其中房屋新开工面积同比增速保持3个百分点左右；汽车产销量同比增速保持逐渐下降至11月底的4.10个百分点。

2016年我国锌消费以镀锌领域为主，占锌消费的60%左右。受汽车产量大幅增长影响，2016年我国镀锌板产量增幅明显。2016年1~11月份，国内累计生产镀锌板5,410.3万吨，折合镀锌板产量为5,031.5万吨，同比增长13.3%；11月，国内镀锌板产量约为509.7万吨，同比增长18.6%，环比略降1.3%。

中国精炼铅消费结构中，铅酸电池居于首位，占比80.00%，氧化物占比12.00%，其他如铅材、铅合金等综合占比仅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年产量出现小幅回落，而2015年，电动自行车行业的表现继续恶化。启动型占整个中国精铅消费的比重接近25%，主要应用在汽车、摩托车等行业，2016年汽车产量增速同比提高11.76个百分点，一定程度上带动了铅消费的增长。2016年，我国精铅消费量为444.74万吨，同比增长9.11%；2017年1~6月，我国精铅消费量为253.08万吨，同比增长22.77%。

总体看，近年来，由于下游各行业的需求降低，铅锌产品消费量增速放缓；2016年，受汽车、

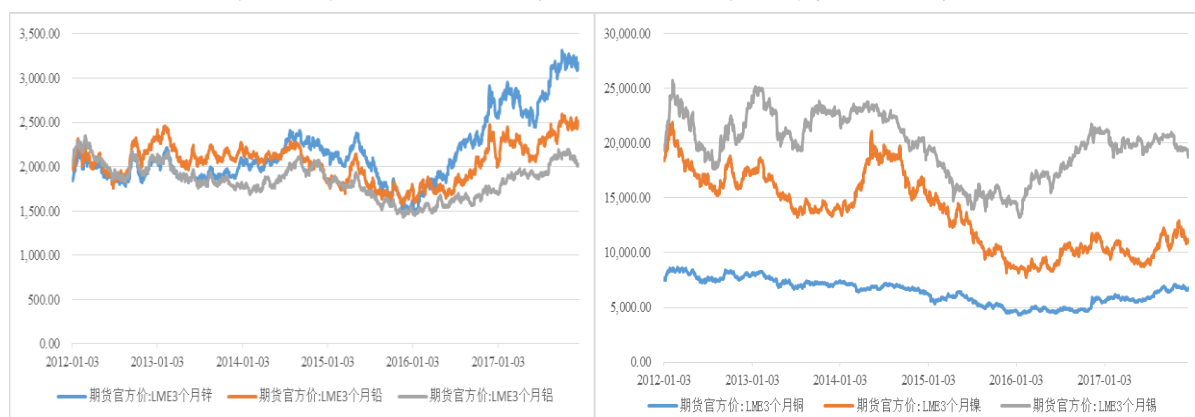
建材等的带动，精铅消费量有所回涨，2017 年上半年仍保持增长趋势；但 2017 年下半年汽车、建材等、房地产等行业增速略有下滑且逐渐趋于平稳，有色金属消费增速略有放缓。

(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，受去产能政策利好因素影响，主要有色金属价格持续上涨。12 月份，上海期货交易所铜、电解铝、铅、锌价格分别为 46,203 元/吨、14,082 元/吨、19,804 元/吨和 22,063 元/吨，分别比上月上涨 19.7%、2.9%、23.7%和 17.6%，同比上涨 32.7%、38.3%、57.1%和 74.3%。

图 4 2012 年~2017 年 11 月 LME3 个月锌、铅、铝、铜、镍、锡期货结算价（单位：美元/吨）



资料来源：Wind，联合评级整理。

总体看，近年来由于有色金属下游行业整体发展放缓，使得多数有色金属产品消费量增速放缓，部分金属消费量下降，以致有色金属行业整体需求低迷，进入 2016 年后，受去产能政策利好因素的带动，有色金属价格明显回升，有利于有色金属行业整体景气性的提升。

(5) 有色金属贸易

由于我国有色金属贸易领域的进入门槛低，导致我国有色金属贸易企业数量众多，而且长期以来处于有色金属采选与冶炼厂家主导的卖方市场。此外，有色金属产品种类繁多、价格变动频繁等特点决定了有色金属贸易一般通过数量庞大的贸易商群体来完成，贸易商之间的交易也十分活跃，有色金属贸易行业接近完全竞争行业。

进出口方面，2016 年，我国主要有色金属进出口贸易总额（含黄金首饰及零件贸易额）1,171.4 亿美元，同比下降 10.4%。其中：进口额 771.1 亿美元，同比下降 10.4%；出口额为 400.3 亿美元，同比下降 10.3%；有色金属进出口贸易量有所收缩。

国内现货交易方面，根据《2016 年中国商品交易市场统计年鉴》显示，2016 年我国年度交易额在亿元以上的金属材料现货商品交易市场达到 229 个，总摊位 100,098 个，营业面积达 2,336 万平方米，成交额达 17,826.63 亿元，金属材料现货市场大型化特征明显。随着信息化的推进，有色金属贸易模式逐渐向信息中心、物流分拨中心和金融服务中心为核心的贸易模式转变，目前我国已形成上海有色网、长江有色网等 B2B 电子商务所及服务商。信息的透明化可有效解决传统贸易模式下货物重复质押、交易对手不透明等问题。

总体看，有色金属贸易业务进入门槛低，市场竞争激烈；随着 B2B 电子商务所及服务商新型贸

易模式的兴起，提供交易、物流、仓储一体化服务成为行业新的利润增长点。

（6）行业政策

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》，要求化解结构性过剩产能，优化有色金属工业产业结构，实现重点品种供需基本平衡。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）》，提出严控铜、电解铝、铅、锌、镁等冶炼产能扩张，尤其是电解铝要严格落实等量或减量置换方案。

在环境保护方面，2015年10月，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。《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。

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

行业产能过剩

目前，有色金属行业存在较大的过剩产能，行业淘汰落后产能的压力较大。下游企业平均规模偏小，多数中小企业抗风险能力较弱；其次，国内金属行业产品结构不尽合理，低端产品产能过剩，部分高性能产品则需要进口；另外，国内有色金属行业的产能地区分布也不尽合理，较大部分产能远离原料产地，部分地区产能严重过剩依赖外销。

有色金属价格波动较大

供应过剩、需求增长乏力等诸多因素使得有色金属价格波动多变，另外国际期货资金的介入也使得我国有色金属期货与现货市场价格波动幅度加大。在机制创新、减产等因素支持下，2016年有色金属价格有所回升。未来有色金属供需矛盾仍较为突出，价格仍存在波动风险。

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。

贸易企业融资难度大、交易安全性低

有色金属行业的贸易业务金额较大，与之对应的利润却较低。资金密集型的业务特点使得交易过程中资金安全性难以得到保证；同时企业对于资金的需求较大，但产成品存货、应收账款仍然偏高，资金占用现象明显，重复质押同仓货物等融资问题突出，资金紧张成为制约有色金属贸易的主要问题。

（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，有色金属工业有望拓展新的发展空间，增加新的发展动力。2016年有色金属价格回升，但全球经济仍维持弱势格局，有色金属产品市场需求难以出现大幅度增长，有色金属产品价格仍将维持低位震荡，国内主要有色金属产品产量增速、固定资产投资增速等将进一步放缓，行业运行仍将面临较大不确定性。

由于市场供过于求的局面难以改变，加之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，随着国民经济进入较低速增长阶段，行业运行仍将面临较大不确定性。

2. 钢铁行业

(1) 行业概况

产能方面，截至 2017 年 8 月底，国内已提前完成 2017 年全年去产能 5,000 万吨的总目标（不包括地条钢），2016 年以来累计去产能 1.15 亿吨，已初步完成“十三五”压减 1~1.5 亿吨产能的目标。如果考虑地条钢产能，2017 年，去产能规模将超过 1.7 亿吨；2016 年以来，去产能整体规模将超过 2.2 亿吨，已远远超出了 3~5 年减少 1.5 亿吨钢铁产能的目标上限。

产量方面，“十二五”期间，我国粗钢产量由 2010 年的 6.3 亿吨增加到 2015 年的 8 亿吨，年均增长 5%，并在 2014 年达到 8.2 亿吨的历史峰值。但由于全球经济增速放缓，紧缩政策影响逐步体现，钢材下游企业增速放缓，钢材总体需求呈回落趋势，钢铁行业进入周期性的低谷之中；受钢铁企业建设投产周期较长影响，钢铁行业产能持续放大，导致全局性的产能过剩加剧了钢铁行业之间的恶性竞争，钢铁价格持续下跌。2016 年是“十三五”的开局之年，钢铁行业推进供给侧结构性改革，粗钢产量增速得到控制。2016 年，全国粗钢产量为 80,837 万吨，较上年增长 1.20%。2017 年 1~11 月，国内粗钢产量为 70,950 万吨，累计同比增长了 6.1%。数据上看，虽然官方统计口径粗钢产量增幅明显，但考虑到本年度被严打的地条钢产量大幅收缩（地条钢产量未纳入官方统计口径）；2017 年，全国口径粗钢产量增幅有限。我国钢铁消费总量变化受宏观经济形势影响明显，表现出一定的周期性。2009 年以来，外部经济环境持续不景气，钢铁消费量增速逐年放缓。2013 年，宏观经济未有明显改观，导致表观消费量增速进一步下降，但基建市场投资有所回暖，新型城镇化政策对钢材消费增长有促进作用，中国钢材消费总量还有一定的上升空间。2015 年，国内生产总值 67.67 万亿元，同比增长 6.9%，增速同比回落 0.4 个百分点。建筑业占 GDP 的比重为 6.86%，创 5 年以来新低。受上述因素影响，2015 年，我国粗钢表观消费量首次出现负增长；2015 年，我国粗钢表观消费量为 69,467.16 万吨，同比减少 5.03%。2016 年，我国粗钢表观消费量有所回升，为 70,927.49 万吨，较上年增长 2.10%。2017 年 3~11 月，粗钢表观消费量为 59,989.35 万吨，同比增长 10.94%。2017 年四季度房地产补库存需求旺盛，预计 2018 年房地产行业用钢需求将继续保持稳定。2017 年 1~10 月，基建投资同比增长 15.9%，财政收紧及 PPP 加强监管下，基建投资小幅走弱但整体仍然稳健，工程机械增幅收窄，机械用钢小幅微跌。2018 年汽车购置税减免政策取消，明年汽车消费增速或小幅回落。综上，预计 2018 年，国内钢材需求将有小幅回落。

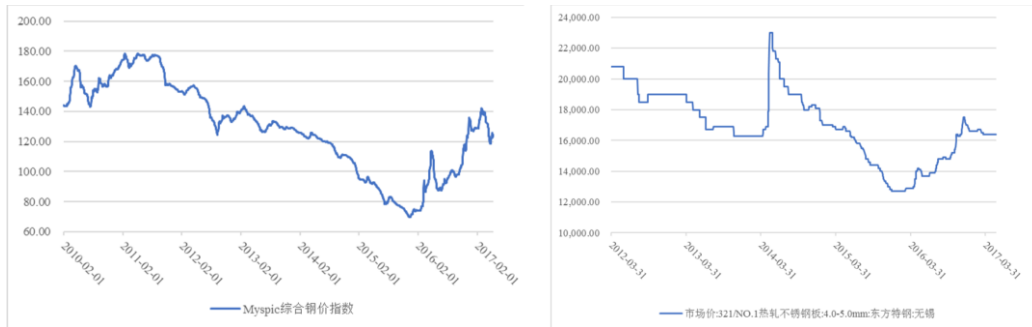
从钢材价格来看，以 Myspic 综合钢价指数²为例，2010~2015 年，钢材价格累计下跌 56.56%。截至 2015 年底，Myspic 综合钢价指数为 73.03 点，较上年底下跌 32.81 点。2016 年初以来，随着钢铁行业供给侧改革的逐步实施，国内钢材价格出现一波大幅上涨的行情；Myspic 综合钢价指数从 2015 年 12 月 11 日的最低 69.82 点跃升至 2017 年 2 月 28 日的 142.00 点，涨幅达 103.38%。

从不锈钢价格看，以热轧不锈钢板为例，2012 年以来，热轧不锈钢价格波动下降至 2013 年 12 月 2 日的 16,300 元/吨，2014 年开始，热轧不锈钢价格猛增至 2014 年 5 月 13 日的 23,000 元/吨，之后随着不锈钢产能的逐步释放，一路下跌至 2015 年 12 月 31 日的 12,700 元/吨，进入 2016 年，随着钢铁行业供给侧改革，钢铁行业整体景气度上升，不锈钢价格亦随之回升，但回升幅度有限，截至

² Myspic 综合钢价指数考虑了长材和板材在中国钢材消费中的权重以及中国华东、华南、中南、华北、西南、东北和西北 7 个行政区域的钢材消费权重，是一个由品种和地区混合而成的加权价格指数。选择 2000 年 7 月份为 100 点，自此开始形成周指数。

2017 年 5 月 22 日，热轧不锈钢价格回升至 16,400 元/吨。

图 5 2010~2017 年 5 月 Myspic 综合钢价指数以及热轧不锈钢市场价格变动情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind

总体看，近几来受宏观经济不景气的影响，钢铁行业下游需求整体下滑，行业产能过剩，钢铁价格走低。进入 2016 年，随着钢铁行业供给侧改革的实施，钢铁价格大幅回升。

（2）钢铁贸易

按照钢材产品和资金的流通形式，钢铁贸易主要分为直销模式和分销模式。在我国，钢材产品除了少部分采用直销模式外，大部分以分销模式进入消费领域。有了渠道营销，生产企业可以有效减轻供求变动导致的价格波动风险，钢材贸易企业在钢材销售链中充当了蓄水池的功能。在我国钢材贸易虽然是钢铁产业中不可或缺的环节，但是却对于钢材市场价格波动缺乏话语权。同时，钢铁贸易企业一般需要提前支付较大比例的预付款项，进一步加大其资金压力。此外，作为中间流通商，钢铁贸易企业不具备向下游传导成本压力的能力，导致我国钢铁贸易企业普遍具有资金需求大、毛利低、经营风险高的特点。

目前我国钢材贸易企业众多，行业竞争较为激烈，根据中国企业联合会统计，我国目前除西藏自治区外，其余省区市均具有钢铁贸易市场，总数超过千余个，进驻大小贸易企业超过 20 万家，已形成京津冀、长三角、珠三角、厦门福州地区和武汉郑州地区五大钢铁物流圈。我国钢材贸易企业初步已形成了依靠资金、渠道及供应链集成等优势形成的覆盖全国的大型流通企业，如中国五矿集团公司、中国中钢集团公司、中国铁路物资集团公司、天津物产集团有限公司等；地处钢材主要生产地、需求集中地或具有独特优势的大中型、区域性流通企业，如杭州热联进出口股份有限公司、中国诚通控股集团等；以及需求导向性明显的区域性或依托我国经济发达地区主要钢材市场建立的众多小型、微型钢贸企业三类规模差距的钢材贸易企业梯队。

短期内钢材贸易市场仍将处于调整期，大型的钢贸企业利用自身资金优势，通过逐步完善钢材上下游的产业链和供应链，将与钢厂形成更加紧密的合作关系增强议价能力，并通过建设物流配送基地为下游客户提供更好的服务，将逐步完成从一般钢材贸易商向钢材综合服务商的转变；对于部分小微钢贸企业，在行业不景气竞争加剧的环境面临较高的被淘汰风险，但由于大型钢贸企业销售网络仍主要布局于全国一、二线城市，仍需大量次级分销商直达终端客户，因此虽然钢贸行业的集中度将逐渐提高，但经营区域分散、服务对象多样化的小型钢贸企业仍有生存空间。

总体看，钢材贸易企业普遍具有资金需求大、毛利低、经营风险高的特点；在行业竞争较为激烈的环境下，行业经验丰富、区域市场占有率相对较高的钢材贸易企业在议价能力、销售渠道、资金实力等方面都具备一定优势。

（3）行业关注

钢铁行业产能过剩短期内难以逆转

2016 年下半年钢铁去产能进程明显提速，2016 年 10 月底已经提前完成全年去产能任务。2016 年钢铁行业已完成装备封存、拆除的炼铁、炼钢产能分别为 4,629 万吨和 9,749 万吨，涉及炼铁高炉 96 台、炼钢转炉 68 台、电弧炉 124 座、中频炉 188 台（套），无效产能的退出以及地条钢的禁产一定程度上缓解了钢铁行业产能过剩的格局，推动钢材价格上涨，钢铁行业盈利能力有所提高。但当年钢铁去产能主要为无效产能，随着供给侧结构性改革的推进，出清的过剩产能中有效产能的占比将逐步提升，产能压缩对产量压缩的传导效应将越来越显著，钢铁行业去产能进入“深水区”。

国内贸易环境竞争激烈

我国钢贸企业众多，均不具备向下游传导成本压力的能力，主要依靠贸易价差获取利润。在钢铁行业景气度下滑，钢材价格不断下跌的环境下，钢铁冶炼企业盈利能力较弱，进一步压缩钢贸企业的利润空间。近年来，资金链断裂、亏损严重的钢贸企业已逐渐被市场淘汰。

钢材价格波动幅度大

2011 年下半年以来，受宏观经济不景气影响，钢铁市场总体需求疲弱，钢价呈现下跌态势。同时，由于前些年国家经济政策刺激钢铁企业扩大生产规模，以至行业产能普遍过剩，钢价也受到一定影响。2016 年以来，钢铁行业供给侧改革政策落实，下游房地产、基建等行业需求的超预期回升，带动钢铁行业阶段性回暖，钢材价格持续回升。长期来看，下游行业超预期增长可持续性不强，未来钢材价格仍存在波动风险。

（4）未来发展

企业所处区域对钢企盈利能力影响加大

在钢铁行业过度竞争、产品同质化较高、供需严重失衡的市场环境下，区位优势成为钢铁企业成本控制的关键因素。若钢铁企业位于沿海区域以及主要消费地，铁矿石以及钢材运输成本有一定优势。反之，则对企业盈利能力产生一定影响。

行业集中度逐步提高

随着钢铁行业去落后产能的逐步实施，未来我国钢铁企业重组步伐将不断加快，将形成宝钢集团、鞍钢集团、武钢集团为首的几个产能达到 5,000 万吨以上的特大型钢铁企业及若干个产能在 1,000 万吨至 3,000 万吨级的大型钢铁企业，未来我国钢铁产业集中度将逐步提高。

总体看，未来钢铁企业区位分布对盈利能力的影响加大，随着钢铁行业去落后产能的逐步实施，行业集中度将进一步提高，有利于钢铁行业长期发展。

三、基础素质分析

1. 规模与竞争力

截至 2016 年底，公司资产总额为 318.65 亿元，净资产为 105.77 亿元。2016 年公司钢材贸易量为 672.76 万吨、有色金属贸易量为 248.06 万吨、煤炭贸易量为 1,184.80 万吨；公司铅锌自产 24.42 万吨，煤炭自产 423 万吨；公司合计实现营业收入 649.99 亿元。

贸易板块

公司从成立至今，一直从事钢铁物流行业，在销售网络、经营策略、交通运输等方面形成了独特优势。公司现已形成西北（除关中）、西南、关中、华东四大片区，已拥有 37 个销售分公司，业务辐射北京、上海、天津、重庆、西安、宝鸡、兰州、银川、西宁、成都、昆明、无锡和乌鲁木齐

等 40 多个城市。经过在钢材物流领域 20 多年的发展，公司与酒钢、新疆八一钢厂、包钢、首钢、邯钢、安阳钢铁、陕西龙门钢厂等大型钢厂建立了长期的上下游资源关系，形成经营品种齐全的资源优势。公司先后供应了西宝高铁、郑西高铁、西安地铁、成都地铁、黄河上游水利水电工程及新疆风能等国家重点工程项目，树立了良好的行业形象，并获得 40 多家金融机构授信支持，形成资金优势。

公司已在兰州、西安建有物流中心，在陕西各中心城市及甘肃、内蒙古、宁夏等地建有物流运输网络，并拥有经营场地 352 亩，铁路占用和租用线近 20 条，大型专用吊装设备 50 台，大型货运车 100 多台，自有货运站 3 个。商品仓储上，公司在西安、兰州、银川、乌鲁木齐、成都等地拥有 11 个自有管理库房，库房有对外代储户 180 余户，在外库存货有 160 余户，2016 年公司自有库房年吞吐量达 286 万吨。公司具有较强的运输配送及仓储能力，有利于公司贸易业务的开展。

生产板块

公司铅锌冶炼工艺设计生产能力为 24 万吨/年，实际生产能力达到 30 万吨/年，在国内铅锌冶炼行业位居第四，仅次于株洲冶炼集团股份有限公司、葫芦岛锌业股份有限公司和深圳市中金岭南有色金属股份有限公司。公司已具备锌品深加工的能力，蒸锌总冶炼回收率高达 98.60%，精锌总冶炼回收率高达 97.70%，两项定额指标突破均高于行业标准，其中 0#号锌锭纯度已超过国际标准 0.002 个百分点，最高可达 99.998%。同时在上游资源储备上，2004 年，公司收购八方山铅锌矿，依“陕储决字（1992）02 号”储量检测，八方山多金属矿床的铜铅锌金属总量为 53.24 万吨，矿石量 942.99 万吨；依“陕矿资储核（2000）04 号”对八方山铅锌矿延深开采 1,631 米标高以下储量的核定，铜铅锌金属总量为 26.38 万吨。

公司拥有年产 400 万吨煤炭崔木煤矿的控股权，该煤矿总投资 15.69 亿元，矿区所在勘查区东西宽 8.35km，南北长 10.65km，面积为 88.74km²，已探明地质储量 4.5338 亿吨，矿井服务年限 60 年。崔木煤矿含煤地层为侏罗系地层，共有可采煤层 2 层，分别为 2-3、3 煤；煤质为低灰、特低硫中硫、中高挥发分、高热值不粘煤，是优质的动力煤和化工用煤。

总体看，公司行业经验丰富，在销售网络、上游资源、交通运输等方面优势明显，在西部地区具有较强的区域竞争力。

2. 外部支持

公司地处宝鸡市，宝鸡市位于陕、甘、川、宁四省的结合部，处在四个省会城市的交通中心，陇海、宝成、宝中铁路交汇于此，是新欧亚大陆桥上东西贯通陇海，北连包兰，南接成昆诸线的铁路交通枢纽，交通区位优势明显。同时，子公司东岭锌业股份有限公司（以下简称“东岭锌业”）地处西成一凤太铅锌矿带的核心区域，铅锌矿储量丰富，已探明的铅锌金属储量 1,200 万吨，远景金属储量达 2,000 万吨。受地区铅锌冶炼企业相对较少及运输限制等因素，凤县 80%以上的矿粉优先供给东岭锌业，公司的原材料供应充足。

近年来公司在财政税收、政府补助等方面对公司的支持力度大，2015~2016 年，公司已获得各类政府补助分别为 1.20 亿元和 0.71 亿元。

总体看，公司所处地理环境为其经营发展提供了便利条件，地方政府对公司支持力度较大，外部环境有利于公司长期发展。

3. 人员素质

公司现有董事 7 人，其中董事长 1 人；监事 3 人，其中监事会主席 1 人，职工监事 1 人；高级

管理人员 3 人，均有丰富的管理经验。

公司董事长李黑记先生，生于 1958 年，本科学历，中共党员，曾任宝鸡市金台区东岭机械柳焊厂厂长、宝鸡东岭集团董事长兼总经理；曾被评为省级乡镇企业家、陕西省有突出贡献中青年专家、宝鸡市有突出贡献拔尖人才、陕西省劳动模范，2005 年被评为全国劳动模范，2007 年 3 月陕西省企业信用协会、中国西部信用论坛组委会授予“第二届陕西经济十大最具影响力诚信人物”称号，2008 年初当选全国第十一届人大代表。现任公司党委书记、董事长兼总经理。

公司董事兼副总经理全明科先生，生于 1964 年，本科学历，中共党员。曾任东岭村村党委委员、村委会委员、东岭机械柳焊厂副厂长、东岭物资站经理等职务，曾被评为陕西省优秀青年星火企业创业者、全国农村青年创业致富带头人标兵、宝鸡市十大杰出青年、宝鸡市有突出贡献拔尖人才、陕西省劳动模范等称号。现任公司董事、副总经理，子公司陕西东岭物资有限责任公司（以下简称“东岭物资”）总经理。

截至 2017 年 9 月底，公司在职职工合计 10,856 人，其中生产人员占 58.11%、销售人员占 18.30%、研发人员占 6.90%、管理人员占 16.69%；从学历构成来看，员工中具有研究生及以上学历的占 6.70%、本科学历的占 46.14%、大专学历的占 31.56%、高中以下学历的占 15.60%。从年龄来看，30 岁及以下的占 21.35%、30~50 岁的占 73.88%、50 岁以上的占 4.77%。

公司高层管理人员综合素质较高，具备丰富的行业管理经验；公司员工素质较高，岗位构成符合行业特点，能够满足生产经营需要。

四、公司管理

1. 公司治理

公司按照《公司法》等相关法律法规的要求，建立了由股东大会、董事会、监事会和经营层组成的公司治理架构。

公司股东大会由全体股东组成，是公司的权力机构。股东大会享有的职权主要包括：决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换董事，决定有关董事的报酬；选举和更换监事，决定有关监事的报酬；审议批准公司的年度财务预、决算方案等。

公司董事会对股东大会负责。截至 2016 年底，公司董事会由七名董事组成，董事由股东大会选举产生。董事每届任期三年，任期届满，连选可以连任。公司董事长由董事会以全体董事过半数选举产生，董事长为公司法定代表人。

监事会由三名监事组成，其中二名在股东中选举产生，一名由公司职工民主选举产生。监事对股东会负责，监事任期每届三年，任期届满，可连选连任。

公司设董事会负责制，构建起了以董事会、总经理、副总经理、财务总监为主体的核心决策层。公司设总经理一名，由董事会聘任或解聘，对董事会负责，总理由董事会任命。公司设副总经理、财务总监各一名，由总经理领导；副总经理辅助总经理完成公司经营管理工作，财务总监负责公司的财务会计工作，组织开展全面经济核算，实施经济责任制。

总体看，公司法人治理结构符合《公司法》及《公司章程》的规定，运行情况较好。

2. 管理体制

财务管理方面，公司制定了《财务管理制度》、《全面预算管理制度》、《会计核算办法》、《内部审计制度》、《无形资产管理办法》等一系列财务相关制度，并根据制度建立了由财务管理

部、内控审计部、各级子公司的财务管理部门及各级公司主要经营者、财务负责人及财务人员组成的财务管控组织机构体系，在财务人员管控、预算管理、资金管控、资产管控、财务审计、税务管理、财务报表管理、风险管理等方面均形成了健全的内部管理制度。二级子公司招聘、任免财务负责人均需经过公司审核并同意。

子公司管理方面，公司实行董事会领导下的分级管理模式，公司核心决策层与各行政管理部及各子公司总经理构成公司行政领导团队；各行政管理部及各子公司总经理构成执行层，负责经营目标的贯彻落实，主持公司的日常管理工作。公司实行“大供应、大生产、大销售、大财务、大后勤”的经营模式，各子公司所需商品及原材料由下属子公司东岭物资统一采购，主营业务产品由东岭物资统一销售，生产由公司统一安排生产调度。同时公司企管部对七大行政管理部制定年度生产经营计划，并由七大行政管理部将经济目标分解至各下属子公司实施。通过层层管理、层层分解的模式，实现公司对下属子公司的统一管理。

担保管理方面，公司建立了《担保管理办法》，明确规定了对外担保对象的审查、审批、管理程序，规范了对外担保的审核程序，完善了对外担保相关责任人的责任追究机制等。公司对外、对内担保均需董事会或股东大会会议审议通过后方可办理。公司对外担保实行统一管理、专人负责、逐笔登记制度，未经公司总部批准，子公司不得对外提供担保。公司担保对象必须具有独立法人资格、具有充分偿债能力且具备以下条件之一：公司拥有实际控制权的子公司；根据公司业务需要，可向公司提供足额反担保的单位；在符合相关法律法规条件下，根据经营需要，经公司股东大会或董事会同意提供担保的单位。

投融资管理方面，公司制定了《投融资管理办法》，并成立投资公司，对公司所有投融资项目实行一体化管理。公司建立了由立项会、投资决策委员会、董事会等组成的投资决策组织体系，体系内各组织具有不同的投资决策权限。公司对投资管理实行“准备、决策、操作、监控”相分离的原则，公司拥有决策权和监控权。

资金管理方面，公司执行“统一监督和管理，统一调配使用”的管理模式。公司财务部统一控制资产负债率，确定负债规模上限；公司有权统筹安排资金，根据实际情况要求子公司调整每月资金收支表，对下属各子公司的资金使用进行授权，并进行分级、分权限管理；公司根据整体资金需要确定融资规模和融资主体。

安全生产方面，公司按照“统一领导、综合协调、分级分专业管理、全员参与”和“谁主管、谁负责”的原则制定了《安全生产管理办法》及相关制度。公司设有单位主要负责人、安全生产主管负责人、安环处、安全生产管理处等组成的安全生产组织体系，公司定期进行安全教育培训、安全例会、安全检查。

总体看，公司法人治理结构完善、内部管理机制健全，财务内控制度规范，整体管理水平尚可。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事有色金属贸易及生产、钢铁贸易及生产、矿产能源三大业务。其中有色金属贸易品种含铅、锌等有色金属，以锌为主，有色金属生产业务为铅锌冶炼；公司钢铁业务原本包含钢铁贸易和钢铁生产两部分，2015 年公司将负责钢铁生产业务的子公司陕西略阳钢铁有限责任公司（以下简称“略阳钢铁”）转让给公司股东宝鸡市金台区陈仓镇东岭村民委员会，使得公司钢铁生产业务自 2016 年起不再纳入合并报表；公司矿产能源业务主要为煤炭贸易与生产、矿粉贸易与生产两部

分，矿粉贸易品种含锌精粉、铅精粉、混合矿、培沙、兰粉等；其他业务包括物流、房地产、汽修收入等。

2015~2016 年，公司营业收入分别为 531.10 亿元和 649.99 亿元，其中 2016 年公司营业收入同比增长 22.38%，主要系有色金属贸易及生产业务规模扩大所致；其中有色金属贸易及生产、钢材贸易及生产和矿产能源业务为公司收入主要来源，2015~2016 年三项业务板块合计在当期营业收入中占比为 97.96%和 98.53%，公司主营业务突出。2015~2016 年，公司净利润分别为 1.77 亿元和 6.27 亿元，2016 年大宗商品价格持续回暖带动公司净利润同比增长 255.43%；公司净利润中归属于母公司的净利润分别为 1.95 亿元和 5.03 亿元。

分业务板块看，2015~2016 年公司有色金属贸易及生产业务收入分别为 320.06 亿元和 387.21 亿元，其中 2016 年同比增长 20.98%，主要系公司有色金属贸易业务规模扩大所致；占公司营业收入的比重分别 60.26%和 59.57%，变动幅度不大。2015~2016 年公司钢铁贸易及生产业务收入分别 130.62 亿元和 161.32 亿元，其中 2016 年同比增长 23.50%，主要系在供给侧改革的政策推进下，钢材价格逐渐回升，同时公司扩大钢铁贸易业务规模所致；近两年钢铁贸易及生产业务在总营业收入中的占比为 24.59%和 24.82%。2015~2016 年，公司矿产能源业务收入分别为 69.62 亿元和 91.90 亿元，其中 2016 年同比增长 31.99%，主要系在落后产能淘汰和环保政策趋严的大环境下，煤炭价格上涨导致公司煤炭贸易和生产业务收入大幅增长所致，占公司营业收入的比重分别 13.11%和 14.14%。其他业务包括物流、房地产、汽修收入等，近两年其他业务收入分别为 10.79 亿元和 9.56 亿元，公司其他业务收入对公司营业收入起到一定的补充作用。

从毛利率情况看，基于贸易行业的属性，公司综合毛利率处于一般水平且易受宏观经济及大宗商品价格波动影响，近两年公司综合毛利率分别为 1.82%和 3.30%，其中有色金属贸易与生产业务毛利率分别为 1.51%和 2.76%；钢铁贸易与生产业务毛利率分别为 1.38%和 2.48%；矿产能源业务毛利率分别为 3.24%和 6.29%，其中 2016 年矿产能源业务毛利率同比提高了 3.05 个百分点，主要系贸易产品价格变动而导致贸易价差波动所致。2015~2016 年，公司其他业务收入毛利率分别为 7.33%和 10.09%，其中 2016 年其他业务收入毛利率同比提高了 2.76 个百分点，主要系公司其他业务中的房地产业务逐渐完工结转所致。

表 2 2015~2017 年 9 月公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年 1~9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
有色贸易及生产	320.06	60.26	1.51	387.21	59.57	2.76	497.05	67.27	1.90
钢铁贸易及生产	130.62	24.59	1.38	161.32	24.82	2.48	152.25	20.60	2.52
矿产能源	69.62	13.11	3.24	91.90	14.14	6.29	77.86	10.54	10.96
其他业务	10.79	2.04	7.33	9.56	1.47	10.09	11.71	1.59	2.53
营业收入合计	531.10	100.00	1.82	649.99	100.00	3.30	738.88	100.00	2.99

资料来源：公司提供

注：1、2015 年公司钢铁业务收入中包含钢铁生产和贸易收入，2016 年为纯钢铁贸易收入。2、由于数据统计因素导致此表中的其他业务相关数据包括公司主营业务中的其他业务相关数据。

2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 738.88 亿元，较上年同期增长 60.74%，主要系公司贸易规模扩大所致；公司综合毛利率为 2.99%，较上年同期增加了 0.54 个百分点；公司实现净利润 8.17 亿元，较上年同期增长 242%，其中归属于母公司的净利润为 5.64 亿元。

总体看，近两年公司贸易规模逐步扩大使得公司营业收入实现增长，其中有色金属贸易及生产收入增幅较大，占营业收入比重较高；基于贸易行业的属性，公司综合毛利率处于一般水平且易受

宏观经济及大宗商品价格波动影响，2016 年大宗商品价格触底反弹，公司综合毛利率有所提高。

2. 有色金属贸易及生产

(1) 有色金属贸易

受益于对铅锌产业链上游的渗透，公司对产品价格具有较好的预测和风险控制能力，对有色金属贸易起到良好的支撑作用。公司有色金属贸易业务以自营为主，主要由子公司上海金克金属贸易有限公司（以下简称“金克公司”）负责，以国内有色金属原料和产品的贸易为主，同时也从事进出口业务，贸易品种以锌为主，铅、铜、镍等产品为辅。

在商品采购方面，公司与大宗物资供货商建立长期战略合作关系，主要供货商由国内大型有色金属冶炼企业和大型贸易商构成，以大型贸易商为主。采购集中度方面，以贸易额较大的锌锭为例，2016 年公司锌锭贸易前五大供应商分别为上海正源投资发展有限公司、五矿有色金属股份有限公司、中商投源嘉（上海）投资控股有限公司、上海乐勒实业有限公司、上海济金国际贸易有限公司，均为非关联方，采购量合计为 21.51 万吨，占总采购量的比重为 7.97%，公司不存在过于依赖单一供应商的情况。公司与供应商结算采用现款现货的方式，以当日实际提货量支付货款；采购价格参考上海有色金属网、上海期货交易所有色金属期货价格。

近年来，公司不断扩充贸易业务布局，增加下属贸易子公司，拓展销售客户，通过多年的销售渠道建设有色金属贸易业务已覆盖渤海湾、长三角、珠三角等国内主要有色金属消费集散地，同时在天津、青岛、上海、广州设立有分公司。公司在环渤海区域的贸易主要面向终端客户，在长三角和珠三角区域的客户主要面向贸易商。2016 年公司贸易板块前五大销售客户数量合计为 28.60 万吨，占总销售的比重为 10.52%，销售客户集中度一般。有色金属贸易的付款大多是采取“先款后货”的结算方式，有利于公司整体资金流动性的保持。

表 3 2016 年公司有色金属前五大销售企业（单位：万吨、%）

企业名称	销售量	占总销售量比重	是否是关联方
安徽杰盟物流有限公司	11.74	4.32	否
陕西锌业有限公司	4.92	1.81	否
甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司	4.73	1.74	否
上海乐勒实业有限公司	4.34	1.60	否
天津市谷迪莱克商贸有限公司	2.87	1.06	否
合计	28.60	10.52	--

资料来源：公司提供

公司采取通过做大贸易量，提高买卖价差的贸易策略，2015~2016 年，有色金属贸易销量分别为 175.59 万吨和 248.06 万吨，公司有色金属规模扩张较快，但在有色金属行业较为低迷的情况下，公司有色金属贸易量逆势扩张存在一定的市场风险，同时将带来更大规模的资金需求。2015~2016 年，公司有色金属贸易销售均价分别为 16,412.50 元/吨和 14,279.67 元/吨；其中主要贸易品种锌的市场价格从 2016 年初逐渐回暖。此外，为了对冲价格波动风险，公司可利用有色金属期货交易对冲现货市场经营风险。

2017 年 1~9 月，公司有色金属贸易量 195.20 万吨，占 2016 年有色金属贸易总量的 78.69%；2017 年以来，公司有色金属的主要贸易品种锌锭价格仍呈波动增长趋势，由于锌锭价格处于较高水平，导致公司存货成本没有优势，公司有色金属销售毛利率较 2016 年有所下降。

表 4 2015~2017 年 9 月有色金属贸易业务经营情况（单位：万吨、元/吨、亿元、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
销量	175.59	248.06	195.20
销售价格	16,412.50	14,279.67	23,492.25
销售收入	288.19	354.22	458.57
销售收入占比	54.26	54.50	62.06
销售毛利率	1.38	2.37	1.55

资料来源：公司提供

总体看，公司不断增加贸易公司，加大市场布局，有色金属贸易规模逐渐扩大；公司采购、销售集中度不高，不存在依赖单一供货商和销售商的风险。

（2）铅锌冶炼

公司铅锌冶炼由东岭锌业及陕西东岭冶炼有限公司（以下简称“东岭冶炼”）负责。冶炼产品包括锌锭、铅锭以及其他副产品。

原材料供应

公司铅锌冶炼成本主要为锌矿粉的采购成本，近三年占比均在 73%以上，其余为燃料动力费用，制造费用及人工成本等。为稳定铅锌冶炼上游资源，完善产业资源链，公司于 2004 年进入矿产开发领域，全资控股宝鸡八方山铅锌矿业有限责任公司（以下简称“八方山铅锌矿公司”）。八方山铅锌矿为多金属矿床，以铅锌铜为主，伴生有金、银、铬等贵金属，已探明矿石总储量 943 万吨，品位 5.6%，金属量 53.24 万吨，可开采年限 40 年。

目前公司铅、锌生产每年需锌矿粉超过 24 万金属吨，八方山铅锌矿每年可为公司提供锌矿粉约 1.2 万金属吨，其余锌矿粉则通过东岭物资从周边或海外采购。公司铅锌冶炼厂位于凤太矿田及甘肃西成矿田附近，铅锌矿藏资源丰富，受益于此，公司每年大致从周边地区采购锌矿粉 15 万吨左右，运输成本相对低廉。此外，东岭冶炼旗下焦化厂主要生产产品为一、二级冶金焦，可为铅锌冶炼生产线直接供应原材料焦炭，在保障原材料供应的基础上，有利于相关业务生产成本的控制。

产品加工及销售

公司采用“以产定销”的模式来组织生产，公司生产的产品均由东岭物资利用贸易销售网络统一对外销售。

公司拥有两条冶炼生产线，设计产能为 24 万吨/年，实际产能达到 30 万吨/年，其中东岭锌业生产线可年产 15 万吨，采用火法竖罐炼锌工艺；东岭冶炼生产线可年产 15 万吨，采用密闭鼓风炉生产工艺。2015~2016 年，锌铅冶炼设计产能均为 24 万吨；产量分别为 23.16 万吨和 24.42 万吨；产能利用率分别为 96.50%和 101.75%，生产情况较为稳定；产销率分别为 99.40%和 97.71%，产品产销率高。受有色金属价格波动影响，2015~2016 年公司锌铅冶炼毛利率分别为 2.69%和 6.95%，与同行业铅锌冶炼企业相比，公司铅锌冶炼毛利率处于一般水平。

2017 年 1~9 月，公司铅锌产能利用率仍保持较高水平，毛利率较 2016 年略有下降。

表 5 2015~2017 年 9 月公司锌铅生产情况（单位：万吨、%、亿元）

产品	项目	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
锌、铅	设计产能	24.00	24.00	18.00
	产量	23.16	24.42	17.03
	产能利用率	96.50	101.75	94.61
	销量	23.02	23.86	17.04
	产销率	99.40	97.71	100.06
	销售收入	31.87	32.99	38.48
	毛利率	2.69	6.95	6.11

资料来源：公司提供

注：2017 年 1~9 月产能已折算为相应产能

总体看，公司积极通过产业链的延伸，加之产能所在区域具备明显的资源优势，有利于公司铅锌冶炼原材料的稳定供应和生产成本的控制；公司铅锌冶炼生产规模居于行业前列，具备一定的规模竞争优势；近两年公司生产情况较为稳定，产销率处于较高水平，但该业务板块毛利率水平一般。

3. 钢铁贸易及生产

(1) 钢铁贸易

钢铁贸易业务为公司传统核心贸易业务，目前由东岭物资及其下属分公司、子公司负责运营。作为全国首批（钢材）一级代理商，公司拥有近 20 年的钢铁物流行业经验，与酒钢、新疆八一钢厂、包钢、首钢、邯钢、安阳钢铁、陕西龙门钢厂等大批钢厂建立了长期合作关系。公司钢铁贸易采取集中采购、分散发货的经营模式，从采购集中度来看，2016 年公司前五大钢铁供应商采购量合计为 215.08 万吨，占总采购量的比例为 31.97%，采购集中度一般。公司钢铁采购规模较大，议价能力较强，具有一定的采购返利和年度优惠，采购价格相对较低。公司钢铁采购以现款现货为主，先款后货为辅。

表 6 2016 年公司钢材前五大采购企业（单位：万吨、%）

企业名称	采购量	占总采购量比重	是否是关联方
陕钢集团韩城钢铁有限责任公司	77.28	11.49	否
陕西煤业化工国际物流有限责任公司	66.80	9.93	否
新疆八一钢铁股份有限公司	22.11	3.29	否
西宁特殊钢股份有限公司	22.28	3.31	否
陕西龙门钢铁有限责任公司	26.61	3.95	否
合计	215.08	31.97	--

资料来源：公司提供

公司钢铁销售以直供为主，兼做零售和其他经营方式，销售客户主要是终端客户和大型经销商。其中大型经销商包括中铁五局集团物资实业有限责任公司、云南省石油化学工业厅供销公司、陕西东起实业有限公司、中国五矿深圳进出口有限责任公司和北京中铁建工物资有限公司等；终端用户占比较高，主要以西宝高铁、郑西高铁、西安地铁、成都地铁、黄河上游水利水电工程等国家重点工程项目为主。此外，公司还先后为铁路、高速公路工程、节能环保项目（如新疆风能项目）等工程提供钢材供应业务。

2015~2016 年，公司钢材贸易销量保持增长，分别为 650.49 万吨和 672.79 万吨，公司在钢铁贸易业务利润空间缩小时扩大了钢材销量，采取“薄利多销”市场策略，降低行业景气度波动对相关业务带来的影响。受供给侧改革及环保政策趋严影响，2016 年钢铁行业供需关系有所改善，产品价格触底反弹，钢材贸易销售价格同比增长 19.42%至 2,397.88 元/吨。

2017 年 1~9 月，公司钢材贸易销量 468.18 万吨，占 2016 年全年钢材贸易总量的 69.59%；在供给侧改革持续推进以及地条钢大规模退出的驱动下，钢材供需环境进一步改善，钢材价格仍呈波动增长趋势；在公司钢材贸易销量规模较大和钢材价格走高的共同作用下，钢材贸易毛利率为 2.52%，较 2016 年略有提高。

表 7 2015~2017 年 9 月钢材贸易业务经营情况（单位：万吨、元/吨、亿元、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
钢材销量	650.49	672.76	468.18
销售价格	2,008.02	2,397.88	3,251.98
钢材销售收入	130.62	161.32	152.25
销售收入占比	24.59	24.82	20.60
销售毛利率	1.38	2.48	2.52

资料来源：公司提供

公司现已形成西北、关中、西南、华东等四大销售片区，以 37 个销售分公司为基点，建立了覆盖全国的销售网络，业务辐射北京、上海、天津、重庆、西安、宝鸡、兰州、银川、西宁、成都、昆明、无锡和乌鲁木齐等 40 多个城市。公司在西北地区的钢材贸易量较大，2016 年在西北地区（除关中地区）销售钢材 225.04 万吨，在关中地区销售钢材 145.05 万吨，钢材销量连续多年位居西北地区首位。从销售集中度来看，2016 年，公司前五大钢材销售客户分别为青海腾博商贸有限公司、四川峨眉铁合金进出口有限公司、成都悦弘商贸有限公司、中建三局集团有限公司西北分公司和成都禹盛钢业贸易有限公司，均为非关联方，销量合计为 52.08 万吨，占总销售量比重为 7.74%，公司单一客户集中风险小。

结算方式上，在重点工程实施中，一般是采取订单式供应，即先签订供货合同，根据订单从钢铁厂组织货源，然后直接运送到工地。货款在签订合同时由客户按合同金额预付一定比例款项，货到支付部分货款，公司给客户开发票后，客户再支付剩余货款，平均结算周期约为 45 天，结算方式以银行承兑汇票和电汇为主。零售和其他经营以现货买卖为主，一般不能赊销，结算方式以银行承兑汇票和电汇为主。

总体看，公司钢铁贸易业务作为公司传统核心业务，行业经验丰富，在上游与钢厂合作、下游销售网络建设等方面具有明显优势；得益于公司积极采用“薄利多销”的市场策略，近两年公司钢铁销量保持增长。

（2）钢铁冶炼

公司钢铁冶炼原本由子公司略阳钢铁生产运营，公司持有 51% 的股份。略阳钢铁拥有 140 万吨/年的粗钢生产能力，2015 年，公司钢铁产量 18.21 万吨，产能利用率为 13.01%，产能利用利用率属于较低水平，主要系 2015 年钢材价格大幅下跌使得略阳钢铁全面停产所致。2015 年 12 月公司将其持有的略阳钢铁 51% 股权以账面价值 8,323 万元转让给股东宝鸡市金台区陈镇仓东岭村村民委员会，略阳钢铁不再纳入合并范围，2016 年钢铁业务收入仅为钢铁贸易收入。

4. 矿产能源

公司的矿产能源业务包括煤炭贸易与生产、矿粉贸易与生产两部分。2015~2016 年，公司矿产能源业务分别实现收入 69.62 亿元和 91.90 亿元，其中 2016 年同比增长 31.99%，主要系矿粉贸易收入增加所致。其中煤炭贸易与生产分别实现收入 26.38 亿元和 45.43 亿元，其中 2016 年同比增长 72.21%，主要系受煤炭价格影响所致。矿粉贸易与生产分别实现收入 43.24 亿元和 46.64 亿元，主要

系矿粉贸易规模扩大所致。受矿粉价格和煤炭价格波动影响，公司矿产能源业务毛利率波动增长，2015~2016 年分别为 3.24%和 6.29%，盈利水平一般。

2017 年 1~9 月，公司矿产能源实现收入 77.86 亿元，占 2016 年该板块业务收入的 84.72%，其中煤炭贸易与生产实现收入 38.72 亿元，矿粉贸易与生产实现收入 39.14 亿元；矿产能源毛利率为 10.96%，较 2016 年提高了 4.67 个百分点。

（1）煤炭贸易与生产

公司煤炭贸易由东岭物资负责运营，采取订单式销售，公司根据华南地区的火电厂煤炭采购量和采购价格，在黄陵矿区、陕北矿区和永陇矿区等区域组织货源发货，煤炭一般通过铁路或者航运进行运输，每吨运输成本在 10~20 元之间。公司煤炭贸易以“现款现货”为主，现金回流情况较好。近年来，公司不断扩大贸易规模，2015~2016 年，公司煤炭贸易量分别为 781.34 万吨和 1,184.80 万吨。2015~2016 年，公司煤炭贸易均价分别为 261.60 元/吨和 303.00 元/吨，受市场价格影响 2016 年销售均价同比增长 15.83%。

公司煤炭生产全部产自崔木煤矿，由陕西永陇能源开发建设有限责任公司负责运营，该公司是由公司与陕西永陇投资有限责任公司共同出资成立，其中公司持有 55%的股权。崔木煤矿于 2013 年底试投产，该煤矿设计产能为 400 万吨/年，矿井服务年限 60 年，煤质为低灰、特低硫中硫、中高挥发分、高热值不粘煤，是优质的动力煤和化工用煤。2016 年煤炭产量同比增长 25.23%至 423.00 万吨，主要系供给侧改革落实及环保趋严导致煤炭行业供需关系改善进而推动煤炭价格逐渐回升，公司扩大煤炭产量所致，2016 年公司煤炭产能利用率为 105.75%，同比提高 21.30 个百分点。公司煤炭生产采取以“以产定销”的经营模式，销售渠道与煤炭贸易渠道共用，近三年产销率均处于较高水平。

2017 年 1~9 月，公司煤炭贸易量为 625.36 万吨，占 2016 年煤炭贸易量的 52.78%，主要系季节性因素所致，煤炭贸易量有望于四季度大幅提高；煤炭生产 314.11 万吨，产能利用率高于 100%；在煤炭供给侧改革的持续推进下，煤炭价格持续走高，特别是对提升公司煤炭生产板块的盈利能力起到积极作用。

表 8 2015~2017 年 9 月公司煤炭板块贸易与生产情况（单位：万吨、亿元、%、元/吨）

板块	项目	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
煤炭贸易	贸易量	781.34	1,184.80	625.36
	销售均价	261.60	303.00	452.16
	实现收入	20.44	35.90	28.28
	毛利率	3.13	4.40	3.38
煤炭生产	设计年产能	400.00	400.00	400.00
	产量	337.79	423.00	314.11
	销量	343.02	421.31	299.05
	销售收入	5.94	9.53	10.44
	毛利率	6.06	23.40	53.03

资料来源：公司提供

（2）矿粉贸易与生产

公司矿粉贸易主要由东岭物资负责，主要贸易品种包括锌精粉、铅精粉、混合矿、培沙、兰粉等。公司矿粉采购来自国内矿山企业和海外采购，采购比例根据采购价格的高低来确定。国内矿粉采购价格由锌锭、铅锭等冶炼产品价格扣除一定的冶炼加工费确定，变动较大，结算方式为“现款

现货”；海外采购矿粉价格一般是公司与国外矿商确定的长协价（长期买卖价格），变动不大，一般采用信用证结算。公司采购的矿粉一部分用于供给东岭冶炼和东岭锌业，其余外销给其他冶炼企业。2015~2016 年，公司矿粉贸易量分别为 39.91 万吨和 46.79 万吨；受市场因素影响，销售均价分别为 10,651.47 元/吨和 9,741.40 元/吨。

公司矿粉生产主要由子公司八方山铅锌矿公司负责，八方山铅锌矿为多金属矿床，以铅锌铜为主，伴生有金、银、铬等贵金属，已探明矿石总储量 943 万吨，品位 5.6%，金属量 53.24 万金属吨，可开采年限 40 年。公司矿粉设计年产能 1.20 万吨/年，近两年产能保持不变；产量分别为 0.83 万吨和 0.85 万吨；产能利用率分别为 69.17%和 70.83%，产能利用率偏低，主要系受设备停产检修以及实际矿石品味低于理论设计品味影响所致。公司自产矿粉主要用于铅锌冶炼，因此矿粉产销率均保持较高水平，分别为 100.00%和 104.71%。

2017 年 1~9 月，公司矿粉贸易量为 25.69 万吨，占 2016 年全年矿粉贸易量的 54.90%；公司矿粉产量 0.60 万吨，产能利用率为 66.67%，由于矿粉销售价格持续提高，公司矿粉生产毛利率提升幅度较大。

表 9 2015~2017 年 9 月公司矿粉贸易与生产情况（单位：万吨、亿元、%、元/吨）

板块	项目	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
矿粉贸易及其他	贸易量	39.91	46.79	25.69
	销售均价	10,651.47	9,741.40	14,882.85
	实现收入	42.51	45.58	38.23
	毛利率	2.63	3.73	3.63
矿粉生产	设计年产能	1.20	1.20	1.20
	产量	0.83	0.85	0.60
	销量	0.83	0.89	0.60
	销售收入	0.73	0.88	0.91
	毛利率	16.44	29.55	71.61

资料来源：公司提供

总体看，公司煤炭资源丰富，有利于公司对上游资源的控制；近两年，矿产能源业务规模逐步扩大，对公司营业收入和盈利能力形成有力支撑。

5. 房地产业务

公司其他业务包括物流、房地产、汽修收入等，其中房地产业务在建项目规模较大，以下主要介绍房地产业务。公司房地产业务由全资子公司陕西东岭房地产开发有限公司（以下简称“东岭房产”）负责运营，2013 年公司与政府合作采用 BT 模式建设陕西省宝鸡市斗鸡新区棚户区改造项目而涉足房地产业务，并利用该项目剩余土地配套建设住宅、商业以及酒店等房地产项目（如下表所示）。公司已实现开发项目有东岭国际城天誉、幸福里等住宅类项目，2016 年，公司房地产实现营业收入 2.63 亿元，毛利润 0.66 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司房地产在建项目主要为幸福家社区项目、宝鸡市斗鸡新区棚户区改造项目、幸福悦社区项目和新东岭城市综合体核心区项目，在建项目规划总投资金额为 53.45 亿元，已实现投资 31.61 亿元，尚需投资 21.84 亿元，根据公司的建设安排，在建项目均计划于 2019 年之前完工，近两年公司房地产投资支出存在一定资金压力。

表 10 截至 2017 年 9 月底公司房地产在建项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称		项目内容	截止目前资金来源	建筑面积	规划总投资	已投资金额	现状/进度	预计完工时间	销售/自持安排	
宝鸡市新东岭城市综合体	核心区	金融广场	商业	自有资金+销售再投	9.93	4.50	3.75	在建	2018	销售
		东岭新天地	商业	自有资金	1.80	0.86	0.76	在建	2018	销售
		海棠兰庭	住宅	自有资金+销售再投	15.94	5.50	3.00	在建	2018	销售
	幸福家	住宅	自有资金+销售再投	11.79	4.00	2.90	在建	2018	销售	
	棚户区改造	安置房	自有资金+发债+银行贷款	118.00	34.99	21.20	在建	2018~2019	回购	
	幸福悦	住宅	自有资金	10.80	3.60	1.60	在建	2019	销售	
合计				168.26	53.45	31.61	--	--	--	

资料来源：公司提供

宝鸡市斗鸡新区棚户区改造项目采用 BT 模式，即宝鸡市政府委托公司进行棚户区改造，由政府洽谈和主导拆迁事宜，公司负责建设安置房和支付拆迁费用，并用改造项目的销售回款冲减政府回购款，随后移交宝鸡市政府。该项目总投资 34.99 亿元，其中公司自筹 7 亿元，其余资金通过债券和其他融资渠道解决。截至 2017 年 9 月底，该项目已投资 21.10 亿元，尚需投资 13.79 亿元。根据合同约定，在该项目建设完工移交后，宝鸡市政府在 2016~2022 年每年向公司分期支付 BT 回购款合计 47.23 亿元。但由于拆迁缓慢，该项目建设进度较慢，整体未向宝鸡市政府移交，因此截至 2017 年 9 月底尚未确认回购收入。

表 11 宝鸡市政府回购斗鸡棚户区项目回购资金计划表（单位：万元）

年份	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	合计
金额	24,490.08	24,490.08	94,461.74	89,563.72	84,665.71	79,767.69	74,869.68	472,308.71

资料来源：公司提供

新东岭城市综合体核心区由东岭银泰城、洲际皇冠假日酒店、金融广场、东岭新天地、海棠兰庭组成，其业态组合涵盖五星级酒店、商务办公、城市公园、购物娱乐、高档住宅等。该项目位于西宝高速公路出口以西，西接老城区，东连行政中心，南邻渭河、石鼓山文化中心，交通较为便利。该项目规划建筑面积 59.28 万平方米，其中东岭银泰城、洲际皇冠假日酒店主体施工和安装工程均已完成，目前已投入使用；金融广场、海棠兰庭、东岭新天地主体已封顶，目前进行后期安装阶段。

幸福家和幸福悦项目类型为住宅，其中幸福家项目计划总投资 4.00 亿元，规划建筑面积 11.79 万平方米，截至 2017 年 9 月底，该项目已投资 2.90 亿元，已售面积 8.39 万平方米，已售金额 3.57 亿元，已回款 2.77 亿元，2017 年 9 月底尚未确认收入；幸福悦项目计划总投资 3.60 亿元，规划建筑面积 10.80 万平方米，截至 2017 年 9 月底，该项目已投资 1.60 亿元，已售面积 3.90 万平方米，已售金额为 1.62 亿元，已回款 0.51 亿元，2017 年 9 月底尚未确认收入。

总体看，公司房地产在建项目规模较大，根据公司的建设安排，近三年公司房地产投资支出存在一定资金压力；未来随着在建项目顺利建成，将对公司收入和现金流形成有益补充。

6. 经营效率

公司通过缩短业务周期，规避大宗商品价格波动风险，实现“快进、快出、快回笼”的贸易销售策略，2016 年，公司应收账款周转次数由上年的 111.17 次提高至 150.11 次；总资产周转次数由上年的 1.89 次提高至 2.17 次；公司存货周转次数由上年的 15.40 次下降至 14.25 次，主要系随着斗鸡

棚户区的投入以及铅锌矿粉等价格的回升导致存货规模增长较快所致。

总体看，公司资产周转速度较快，符合以贸易为主的经营特征。

7. 经营关注

（1）大宗商品价格波动风险

公司目前主要贸易品种有钢材、铅、锌、煤炭等大宗商品，主要产品的价格受国内和国际供需情况影响较大，同时其价格受经济周期影响较大，未来价格存在波动风险，使得公司未来经营业绩存在不确定性。

（2）公司盈利能力有待提高

公司主要利润来源于贸易价差，2015~2016 年，公司综合毛利率分别为 1.82%和 3.30%，2016 年大宗商品价格反弹带动公司盈利能力有所提高，但仍有待提高。

（3）房地产投资支出存在一定资金压力

公司在建项目主要由在建的房地产项目构成。公司房地产在建项目规划总投资金额为 53.45 亿元，已实现投资 31.61 亿元，尚需投资 21.84 亿元，根据公司的建设安排，在建项目均计划于 2019 年之前完工，近两年公司房地产投资支出存在一定资金压力。

（4）持续融资风险

由于贸易行业需要大量的流动资金，近年来公司不断扩大贸易规模使得公司流动资金需求较大，同时公司实现“快进、快出、快回笼”的贸易销售策略，虽能通过缩短业务周期，规避大宗商品价格波动风险，但对于资金周转要求较高。近几年由于大宗商品市场低迷，特别是钢材价格下跌和需求减少，钢贸领域风险事件频发，多家银行的钢贸贷款坏账率大幅上升，从而全面收紧了对钢贸企业的信贷。公司资金需求较大，在融资环境不利的条件下，未来可能存在持续融资风险。

8. 未来发展

未来，公司坚持以钢铁和锌品物流为主业的发展模式，适当扩大贸易品种；继续加强铅锌冶炼的精细化发展，不断整合和完善产业链。同时，公司将择机进行资源等方面的投资（如土地、矿产、能源、航空新材料等），具体来看：

贸易方面，公司将加大在物流行业的资金投入，拓宽黑色金属贸易品种，新设区域公司，扩大销售领域，发展重点区域和城市。同时，公司计划建立专门的物流中心，利用铁路货运专线和汽车运输车队为市场提供专业运输服务，提高运输和销售能力。

生产方面，公司将继续加大有色金属的冶炼能力，提高资源的回收利用和使用效率，通过不断学习先进技术和加大研发力度，提高产品质量，充分保持产品的市场差异化特征和市场竞争能力。

资源储备方面，在稳定发展钢铁物流和锌品冶炼、物流的基础上，公司将向上游整合资源，收购或合作开发资源类矿区，积极进入煤炭、锑矿等矿产资源的开采，保障企业原材料的供应和开发新的盈利增长点。

总体看，公司发展战略明确，有利于公司未来保持快速健康发展。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2015~2016 年连审财务报表已经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了

标准无保留审计意见。2017 年三季度财务报表未经审计。公司财务报表按照中国财政部颁布的企业会计准则及其他相关规定（合称“企业会计准则”）编制。合并范围方面，2015 年新纳入合并范围的子公司 4 家；2015 年不再纳入公司合并范围的二级子公司 1 家，为略阳钢铁，系公司处置所致。2016 年新纳入合并范围的子公司 8 家，不再纳入合并范围的子公司 3 家。截至 2016 年底，纳入公司财务报表合并范围的二级子公司共计 9 家。由于新纳入合并范围和不再纳入合并范围的子公司规模均不大，公司财务数据可比性较强。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 318.65 亿元，负债合计 212.88 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 105.77 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 60.65 亿元。2016 年，公司实现营业收入 649.99 亿元，净利润（含少数股东损益）6.27 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 5.03 亿元；经营活动产生的现金流量净额 15.55 亿元，现金及现金等价物净增加额 11.88 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司合并资产总额 383.76 亿元，负债合计 255.84 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 127.91 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 79.99 亿元。2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 738.88 亿元，净利润（含少数股东损益）8.17 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 5.64 亿元；经营活动产生的现金流量净额 21.56 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.86 亿元。

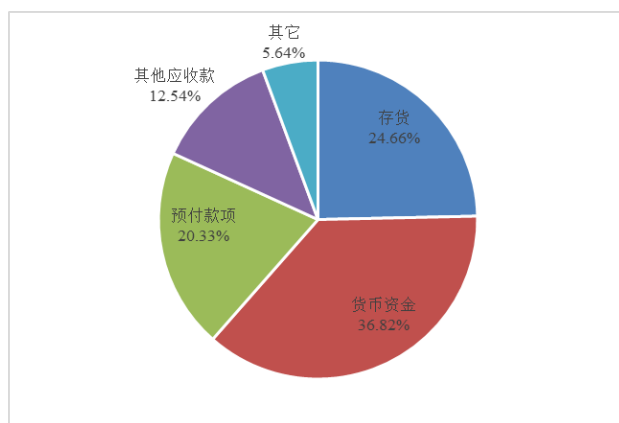
2. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额 318.65 亿元，较年初增长 13.61%，主要系流动资产增长所致；公司资产总额中流动资产占比 65.68%，非流动资产占比 34.32%，公司资产以流动资产为主。

流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产为 209.30 亿元，较年初增长 17.40%，主要系预付款项和存货增加所致；公司流动资产主要由货币资金（占比 36.82%）、预付款项（占比 20.33%）、其他应收款（占比 12.54%）和存货（占比 24.66%）构成。

图 6 截至 2016 年底公司流动资产构成情况



数据来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司货币资金为 77.07 亿元，较年初增长 0.73%。公司货币资金主要由银行存款 39.97 亿元（占比 51.86%）和因用作银行承兑汇票而受限的货币资金 37.09 亿元（占比 48.12%）构成，受限资金比重较大。

截至 2016 年底，公司预付款项为 42.55 亿元，较年初增长 62.61%，主要系公司贸易业务规模扩大带动预付金额增加所致。从账龄分类看，1 年以内的占比 83.10%、1~2 年占比 9.79%、2~3 年占比 6.52%、3 年以上占比 0.59%，公司预付款项账龄主要集中在 1 年以内，账龄较短。

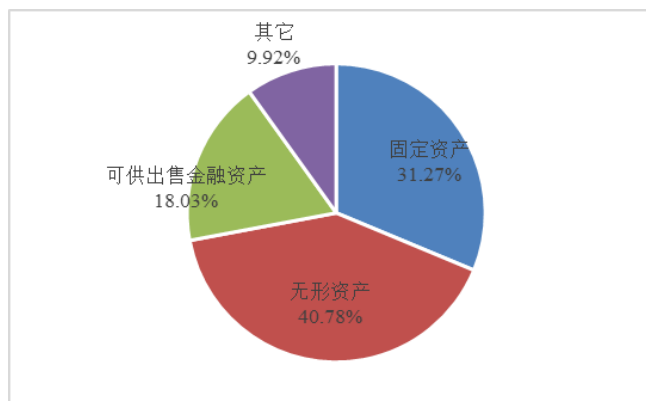
公司其他应收款主要是关联方的借款和往来款，截至 2016 年底，公司其他应收款账面价值为 26.25 亿元，其中关联方应收款项为 24.16 亿元，占比达到 92.03%，回收时间存在不确定性，对公司资金形成一定占用。公司其他应收款共计提坏账准备 0.11 亿元，计提比例为 0.41%。按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款余额中 1 年以内的占比 66.92%、1~2 年占比 25.33%、2~3 年占比 4.94%、3 年以上占比 2.81%，其他应收款账龄主要集中在 2 年以内，账龄较短。公司其他应收款余额前五名合计金额为 20.90 亿元，占其他应收款期末余额的比例为 79.32%，集中度较高。

截至 2016 年底，公司存货账面价值为 51.62 亿元，较年初增长 42.02%，主要系房地产开发成本增加所致。从构成看，公司存货主要由为铅锌矿粉、铅锌锭、钢材等以及房地产开发成本构成，其中库存商品、在产品和原材料合计 22.50 亿元，较年初增长 32.64%，主要是有色金属和钢铁价格有所回升使得公司存货账面价值上升所致；存货中房地产开发成本为 28.42 亿元，较年初增长 55.86%，主要是斗鸡棚户区项目和城市综合体核心区项目投资增加所致。随着钢材、有色金属等产品价格的回升，公司存货跌价风险有所降低，期末存货跌价准备余额为 651.74 万元。

非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产为 109.35 亿元，较年初增长 7.00%，主要系可供出售金融资产增加所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占比 18.03%）、固定资产（占比 31.27%）和无形资产（占比 40.78%）构成。

图 7 截至 2016 年底公司非流动资产构成情况



数据来源：公司审计报告

公司可供出售金融资产主要是公司持有的长安银行股份有限公司、深圳市乐创东方投资企业（有限合伙）等公司的股权，截至 2016 年底，公司可供出售金融资产为 19.72 亿元，较年初增长 53.80%，主要系当年新增对深圳市乐创东方投资企业（有限合伙）、北京谷雨金泉资产管理有限公司等单位的投资所致。其中，可供出售金融资产中按照公允价值计量的部分为 9.01 亿元，按照成本计量的部分为 10.71 亿元。

表 12 截至 2016 年底公司主要可供出售金融资产情况（单位：万元）

名称	账面价值	计量方式
长安银行股份有限公司	66,565.25	公允价值法
深圳市乐创东方投资企业（有限合伙）	20,400.00	成本法
青岛金石泓信投资中心（有限合伙）	17,747.03	
理财产品	17,000.00	
北京谷雨金泉资产管理有限公司	16,864.18	
大商道商品交易市场股份有限公司	10,500.00	

资料来源：公司审计报告

公司固定资产主要包括厂房以及有色冶炼设备和运输设备等。截至 2016 年底，公司固定资产账面价值为 34.19 亿元，较年初增长 5.39%，主要系在建项目中崔木煤矿工程完工转入固定资产所致。公司固定资产已累计计提折旧 21.04 亿元，固定资产成新率为 61.91%，成新率一般；公司对固定资产计提减值准备 14.30 万元。

截至 2016 年底，公司无形资产账面价值为 44.59 亿元，较年初下降 1.49%；公司无形资产主要由土地使用权（3.33 亿元）和崔木矿采矿权（41.20 亿元）构成；公司无形资产已累计摊销 3.16 亿元。2015 年由于我国煤炭价格处于低位，公司出于谨慎性考虑对该采矿权计提减值准备 6.60 亿元，但考虑到目前煤炭价格逐渐回升，该采矿权未出现减值迹象。

截至 2016 年底，公司所有权或使用权受限的资产如下表所示，整体看公司受限资产金额较大。

表 13 截至 2016 年底公司所有权或使用权受限的资产情况（单位：亿元）

名称	账面价值	受限原因
持有的子公司陕西东岭物资有限公司 66.67%股权	48.67	为公司债券质押提供担保
持有的长安银行股份有限公司 5.50%股权	6.66	为公司债券质押提供担保
持有的子公司东岭铝业股份有限公司 88.95%股权	8.69	为公司债券质押提供担保
其他房地产、房屋、土地等	5.16	为借款提供抵押担保
应收账款	1.29	为借款提供质押担保
其他货币资金	37.09	银行承兑汇票、信用证及其他保证金

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

截至 2017 年 9 月底，公司资产总额为 383.76 亿元，较年初增长 20.43%，主要系非流动资产增长所致，其中公司流动资产为 241.92 亿元，较年初增长 15.58%，其中交易性金融资产为 13.46 亿元，较年初增长 387.21%，主要系衍生金融资产增长所致；应收账款为 9.60 亿元，较年初增长 228.36%；预付款项为 61.80 亿元，较年初增长 45.25%，主要系贸易规模扩大所致；公司非流动资产为 141.84 亿元，其中投资性房地产为 40.87 亿元，较年初增加 37.53 亿元，主要系宝鸡国金中心项目（银泰城、超高层）由在建工程转为投资性房地产评估增值所致。公司流动资产和非流动资产占比分别为 63.04% 和 36.96%，资产构成较年初变动幅度不大。

总体看，近两年，公司资产总额实现增长，资产构成以流动资产为主；流动资产中其他应收账款和预付款项占比较高，对公司资金形成占用。公司非流动资产主要由可供出售金融资产、无形资产和固定资产构成，其中可供出售金融资产主要由地方银行股等构成，无形资产主要由采矿权构成；此外，公司受限资产金额较大。公司整体资产质量一般。

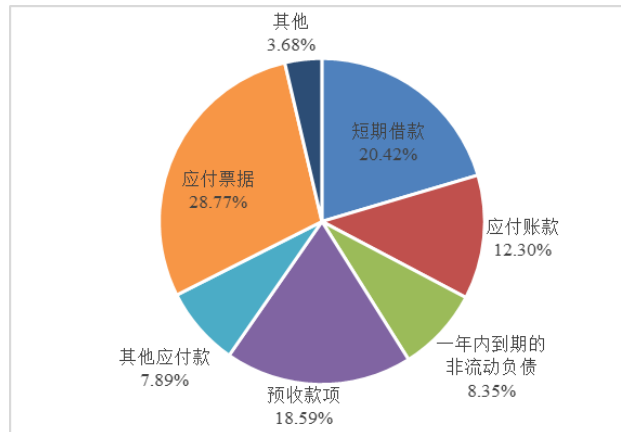
3. 负债及所有者权益

负债

截至 2016 年底，公司负债合计为 212.88 亿元，较年初增长 8.13%，主要系流动负债增长所致；其中流动负债占 73.30%，非流动负债占 26.70%，公司负债结构以流动负债为主。

截至 2016 年底，公司流动负债为 156.05 亿元，较年初增长 9.31%，主要系短期借款和其他应付款增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占比 20.42%），应付票据（占比 28.77%）、应付账款（占比 12.30%）、预收款项（占比 18.59%）、其他应付款（占比 7.89%）和一年内到期的非流动负债（占比 8.35%）构成。

图 8 截至 2016 年底公司流动负债构成情况



数据来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司短期借款为 31.87 亿元，较年初增长 22.17%，主要系公司贸易规模扩大导致营运资金需求增加，公司加大融资力度所致。公司短期借款主要由质押借款、抵押借款和保证借款构成，分别占比 3.57%、36.35%和 59.76%。

截至 2016 年底，公司应付票据为 44.90 亿元，较年初下降 39.15%，主要由商业承兑汇票 2.65 亿元和银行承兑汇票 42.25 亿元构成。

公司应付账款主要是应付供货商的货款以及施工方的工程款，截至 2016 年底，公司应付账款为 19.20 亿元，较年初下降 7.29%，主要系公司应付货款随着公司款项的结算减少所致。

截至 2016 年底，公司预收款项为 29.02 亿元，较年初增长 93.03%，主要系贸易规模扩大使得公司预收货款有所增加所致；公司预收款项主要由货款 24.98 亿元和房款 4.04 亿元构成。

截至 2016 年底，公司其他应付款为 12.31 亿元，较年初增长 245.97%，主要系公司贸易规模扩大导致营运资金需求增加，公司增加往来款所致。公司其他应付款主要由保证金 2.52 亿元和往来款 9.59 亿元构成。

截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债为 13.02 亿元，主要由一年内到期的长期借款 8.20 亿元和一年内到期的其他非流动负债 4.82 亿元构成。

截至 2016 年底，公司非流动负债为 56.83 亿元，较年初增长 4.99%，主要系长期借款增加所致；公司非流动负债主要由长期借款（占比 65.19%）和应付债券（占比 29.70%）构成。

截至 2016 年底，公司长期借款为 37.05 亿元，较年初增长 30.24%，主要由质押借款 15.63 亿元、抵押借款 1.92 亿元和保证借款 19.50 亿元构成。公司长期借款 2018 年到期 17.40 亿元、2019 年到期 5.72 亿元，结合公司 1 年内到期的非流动负债（13.02 亿元），2017 年和 2018 年，公司均面临较大

的集中偿付压力。

截至 2016 年底，公司应付债券为 16.88 亿元，较年初下降 18.98%，主要系 11 陕东岭债（面值 4.00 亿元，到期日 2017 年 6 月 14 日）调整至一年内到期的非流动负债所致。

表 14 截至 2016 年底公司应付债券构成情况（单位：亿元、%）

债券名称	面值	票面利率	债券期限
13 陕东岭	7.00	6.98	2013/01/15~2023/01/15
15 陕东岭	10.00	8.00	2015/07/14~2022/07/14
合计	17.00	--	--

资料来源:公司审计报告

截至 2016 年底，公司全部债务为 146.65 亿元，其中短期债务 92.33 亿元（占比 62.96%），较年初下降 8.48%；长期债务 54.32 亿元（占比 37.04%），较年初增长 5.22%，债务结构已有所改善。受权益规模增长因素影响，公司资产负债率由上年的 70.19%下降至 66.81%；全部债务资本化比率由上年的 64.59%下降至 58.10%，但负债水平和债务负担仍较重；长期债务资本化率由上年的 38.18%下降至 33.93%，主要系少数股东对子公司增资导致所有者权益增长较快所致。公司整体债务负担较重且短期债务占比较高。

截至 2017 年 9 月底，公司负债合计 255.84 亿元，较年初增长 20.18%，主要系流动负债增长所致；其中流动负债为 176.18 亿元，较年初增长 12.90%；应付账款为 28.51 亿元，较年初增长 48.50%；预收款项为 35.35 亿元，较年初增长 21.81%，主要系贸易规模扩大所致；其他应付款为 21.57 亿元，较年初增长 75.21%，主要系新增股东东岭村委员会的关联借款所致；公司非流动负债为 79.67 亿元，较年初增长 40.18%，主要系长期借款增长所致，长期借款金额为 54.98 亿元，较年初增长 48.38%，新增长期借款的还款期限为 2019 年和 2020 年。公司流动负债和非流动负债占比分别为 68.86%和 31.14%，负债结构较年初变动幅度不大。

截至 2017 年 9 月底，公司全部债务合计 160.79 亿元，较年初增长 9.64%，主要系长期债务增长所致；其中短期债务 88.43 亿元（占比 55.00%），长期债务 72.36 亿元（占比 45.00%），长期债务占比较年初提高了 7.97 个百分点。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 66.67%、55.69%和 36.13%，资产负债率、全部债务资本化率较年初下降了 0.14 个百分点和 2.40 个百分点；全部债务资本化率较年初提高了 2.20 个百分点。

总体看，公司负债规模保持增长，负债结构以流动负债为主；公司整体债务负担较重，且短期债务占比较高，短期周转压力和偿债压力较大。

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益为 105.77 亿元，较年初增长 26.52%，主要系少数股东对子公司增资导致少数股东权益增加所致，其中归属于母公司的所有者权益为 60.65 亿元，占比 57.34%，归属于母公司的所有者权益占比不高。归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益、盈余公积、未分配利润分别占比 14.01%、36.82%、6.51%、2.45%和 40.08%。其中未分配利润和其他综合收益占比合计为 46.59%，公司所有者权益结构稳定性一般。

2015~2016 年，公司实收资本无变化，均为 8.50 亿元。2016 年公司资本公积较年初增长 4.35%至 22.33 亿元，其中资本溢价（股本溢价）22.19 亿元；2015~2016 年公司其他综合收益均为 3.95 亿元。得益于公司净利润的积累，截至 2016 年底，公司未分配利润较年初增长 23.39%至 24.31 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司所有者权益为 127.91 亿元，较年初增长 20.94%，主要系其他综合收

益增长所致，其他综合收益的增长主要由于部分房地产完工项目转为投资性房地产，其评估价值大于成本所致。

总体看，公司所有者权益中少数股东权益占比较高，加之其他综合收益和未分配利润占归属母公司所有者权益比例相对较高等因素，使得公司所有者权益结构的稳定性一般；2017年由于部分房地产完工项目转为投资性房地产，其评估价值大于成本导致其他综合收益大幅增长，进而使得所有者权益增幅较大。

4. 盈利能力

公司根据各贸易板块的市场行情积极拓展有色金属和钢铁贸易业务，2015~2016年，公司营业收入分别为531.10亿元和649.99亿元；营业成本分别为521.42亿元和628.54亿元；营业利润分别为0.54亿元和6.40亿元，其中2016年营业利润同比增幅较大，主要系钢铁、有色金属、煤炭价格大幅反弹，公司扩大贸易规模的同时，贸易价差增加所致。2015~2016年，公司净利润分别为1.77亿元和6.27亿元，其中2015年公司净利润大于营业利润，主要由于政府补助导致的营业外收入金额较大所致。

2015~2016年，公司期间费用分别为12.23亿元和17.09亿元，其中2016年期间费用同比增长39.76%，主要系财务费用增加所致。2016年公司销售费用为7.18亿元，同比增长24.20%，主要系销售规模扩大，销售人员工资和运输费用增加所致；公司管理费用为3.04亿元，同比下降16.75%；公司财务费用为6.87亿元，同比增长146.10%，主要系公司长、短期借款增加导致融资成本较高所致。2015~2016年，公司费用收入比分别为2.30%和2.63%，表明公司具备很强的费用控制能力，但考虑到公司综合毛利率属于一般水平，相关费用的支出仍对公司利润的侵蚀作用明显。

2015~2016年，公司资产减值损失分别为4,481.89万元和-4,417.67万元，公司资产减值损失主要系受大宗商品价格波动影响，所产生的坏账和跌价损失。

2016年公司投资收益较上年减少1.09亿元至2.84亿元，其投资收益主要来自于理财收益（公司当年将部分原先计入财务费用的利息收入调整为理财收益）1.28亿元和期货、股票收益1.43亿元。2015~2016年，公司投资收益占当期营业利润的比例分别为721.49%和44.34%。投资收益显著增厚了公司利润，但公司营业利润对公司的投资收益依赖度较高，且持续性一般。

2015~2016年，公司营业外收入分别为2.06亿元和0.81亿元，其中2015年营业外收入金额较大，主要来自于房地产配套设施和城改方面等政府补助1.20亿元；另外，公司增持陕西民东投资有限公司股权³，对其持有股权由按照可供出售金融资产核算调整为按照权益法核算的长期股权投资，产生了一部分营业外收入。2016年公司营业外收入主要来自于政府补助（0.71亿元）。公司营业外收入可持续性较弱。2015~2016年，公司营业外收入占公司利润总额的比例分别为82.59%和11.45%。公司营业外收入对公司利润总额形成有效补充，但不具备持续性。

从盈利指标来看，2015~2016年，公司营业利润率分别为1.72%和3.13%；总资产报酬率分别为4.99%和7.25%；净资产收益率分别为2.12%和6.63%；总资本收益率分别为5.61%和8.55%；上述指标均有所增长，主要由于公司盈利增强所致。整体看，公司盈利指标均有所上升，但仍处于一般水平；同时，公司盈利能力易受大宗商品价格波动以及非经常性损益影响，公司盈利能力一般且稳定性不佳。

2017年1~9月，公司实现营业收入738.89亿元，较上年同期增长60.74%，主要系公司贸易规

³2015年，公司出资1.45亿元取得陕西民东投资有限公司22.22%股权，增资后，累计持有其33.33%股权，改按权益法核算，按照企业会计准则规定，增资日成本与享有净资产份额的差额，确认为当期损益。

模扩大所致；公司实现净利润 8.17 亿元，较上年同期增长 242%，其中归属于母公司的净利润为 5.64 亿元。

总体看，近两年，公司收入规模保持稳定增长，盈利能力受贸易产品价格波动而呈波动增长趋势；但公司期间费用的支出规模较大，对公司营业利润形成较明显的侵蚀；公司营业外收入和非经常性损益对公司利润总额影响较大。

5. 现金流

受公司贸易规模扩大影响，2015~2016 年，公司经营活动现金流入分别为 633.49 亿元和 803.76 亿元，主要来自于销售商品、提供劳务收到的现金；2015~2016 年，公司经营活动现金流出分别为 628.84 亿元和 788.21 亿元，受上述因素影响，2015~2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 4.64 亿元和 15.55 亿元；由于公司贸易业务多采用现金结算，因此回款及时，2015~2016 年，公司现金收入比分别为 116.05%和 119.55%，收入实现质量高。

2015~2016 年，公司投资活动现金流入基本保持稳定，分别为 10.71 亿元和 9.73 亿元，主要来自于理财、期货、股票及股权等投资业务。2015~2016 年，公司投资活动现金流出分别为 17.43 亿元和 15.52 亿元，主要为对深圳市乐创东方投资企业（有限合伙）、北京谷雨金泉资产管理有限公司等单位投资支付款项较多，加之崔木煤矿工程等项目的持续投资构成。受上述因素影响，2015~2016 年，投资活动产生的现金均呈净流出态势，分别为 6.72 亿元和 5.79 亿元。

2015~2016 年，公司筹资活动现金流入分别为 138.16 亿元和 131.05 亿元，随着公司贸易规模扩大导致流动资金需求增加，公司筹资力度逐渐增加，其中 2015 年公司收到其他与筹资活动有关的现金为 75.30 亿元，主要系公司利用 1 年期内的票据融资所致；2016 年公司吸收投资收到的现金为 17.00 亿元，主要为宝鸡市金台区陈仓镇东岭村民委员会等少数股东对子公司的投资；2015~2016 年，公司筹资活动现金流出分别为 121.23 亿元和 128.92 亿元，主要为偿还债务支付的现金。受上述因素影响，2015~2016 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 16.93 亿元和 2.13 亿元。

2017 年 1~9 月，公司经营活动现金流入 870.41 亿元，经营活动现金流出 848.85 亿元，经营活动现金净流入 21.56 亿元；投资活动现金流入 4.40 亿元，投资活动现金流出 20.61 亿元，投资活动现金净流出 16.21 亿元；筹资活动现金流入 63.67 亿元，筹资活动现金流出 69.80 亿元，筹资活动现金净流出 6.14 亿元。

总体看，由于公司贸易业务多采用现金结算，因此回款及时，资金周转较快，收入实现质量高。公司贸易业务规模持续增加、在建项目投资压力较大，同时，公司有息债务还款期限较为集中导致公司存在一定规模的资金需求，公司面临较大的筹资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2016 年，公司流动比率分别为 1.25 倍和 1.34 倍；速动比率分别为 0.99 倍和 1.01 倍；现金短期债务比分别为 0.83 倍和 0.90 倍，2016 年上述指标均较上年有所提高，主要系公司调整债务结构导致短期债务逐渐下降所致。公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2015~2016 年，公司 EBITDA 分别为 17.26 亿元和 25.34 亿元。2016 年，公司 EBITDA 中折旧、摊销、计入财务费用的利息支出和利润总额占比分别为 11.44%、2.84%、57.68%和 28.04%。2015~2016 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.11 倍和 0.17 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力一般；EBITDA 利息倍数分别为 1.49 倍和 1.73 倍，EBITDA 对全部债务利息的保障能力尚可。总体看，公司长期偿债能力偏弱。

截至 2017 年 9 月底，公司对外担保总额为 18.47 亿元，占 2017 年 9 月底公司净资产的 14.44%，

对外担保规模较大。公司对外担保均为连带责任担保，且未设置反担保措施。公司与陕西华彬煤业股份有限公司、陕西黄河矿业（集团）有限责任公司之间为互保。公司对外担保期限结构以 2018 年为主，对外担保的企业所处行业主要集中在煤矿、矿业等行业，区域主要集中在陕西地区，被担保企业区域及行业集中度较高，存在一定的或有负债风险。

表 15 截至 2017 年 9 月底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保人	担保金额	担保类型	担保到期日
陕西华彬煤业股份有限公司	10,000.00	保证	2017.12.25
2017 年到期	10,000.00	--	--
陕西华彬煤业股份有限公司	14,000.00	保证	2018.1.10
陕西华彬煤业股份有限公司	30,000.00	保证	2018.3.5
陕西华彬煤业股份有限公司	12,500.00	保证	2018.4.26
彬县煤炭有限责任公司	5,000.00	保证	2018.7.1
彬县煤炭有限责任公司	11,000.00	保证	2018.12.29
陕西煤化能源有限公司	23,000.00	保证	2018.12.27
陕西通达工程建设有限公司	8,000.00	保证	2018.12.6
陕西黄河矿业（集团）有限责任公司	5,000.00	保证	2018.8.17
陕西黄河矿业（集团）有限责任公司	25,000.00	保证	2018.9.6
2018 年到期	133,500.00	--	--
陕西黄河矿业（集团）有限责任公司	9,000.00	保证	2019.7.28
陕西黄河矿业（集团）有限责任公司	1,000.00	保证	2019.7.29
韩城市侃达煤焦有限公司	10,000.00	保证	2019.9.7
2019 年到期	20,000.00	--	--
陕西宝麟铁路有限责任公司	16,700.00	保证	2022.5.5
陕西宝麟铁路有限责任公司	4,500.00	保证	2024.8.28
2020 年及以后到期	21,200.00	--	--
合计	184,700.00	--	--

资料来源：公司提供

截至 2017 年 9 月底，公司涉案金额超过 500 万元的诉讼事件有以下两件：

公司所属宝鸡兴胜达工程建设有限责任公司与宝鸡市新仓供销有限责任公司陈仓商场、平春燕、李志洲、马浩、马晓龙、邱宝红、景园科、黄小亮、宝鸡市新东岭城市综合体拆迁改造指挥部等之间刑事附带民事纠纷案（涉案金额 1,682 万元），该案已于 2016 年 6 月 14 日在宝鸡市金台区人民法院开庭审理，目前该案尚未判决。

公司所属陕西东岭物资有限责任公司所属子公司甘肃广汇能源有限责任公司与平凉市盛源商贸有限公司之间买卖合同纠纷案（涉案金额 840.29 万元），该案经宝鸡市中级人民法院一审、陕西省高级人民法院二审后，已发回宝鸡市中级人民法院重审，目前该案正在审理过程中。

截至 2017 年 9 月底，公司共获银行授信额度 145.62 亿元，尚未使用额度为 13.93 亿元，公司融资渠道有待拓宽。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G106103030000330V），截至 2017 年 10 月 9 日，公司无未结清的不良或关注类信贷记录，已结清信贷记录中存在 4 笔关注类贷款，累计金额为 30,950 万元；公司已结清贷款中共有 3 笔欠息，累计金额 994.68 万元，系银行系统故障所致；公司对外担保中关注类金额为 38,281.93 万元。

总体看，公司整体债务负担较重，偿债压力较大，对外担保额度较大，存在一定的或有负债风险，但考虑到公司作为陕西省大型企业之一，钢铁贸易销量连续多年位居西北地区首位，且公司矿产资源储备丰富，公司整体偿债能力仍属较强。

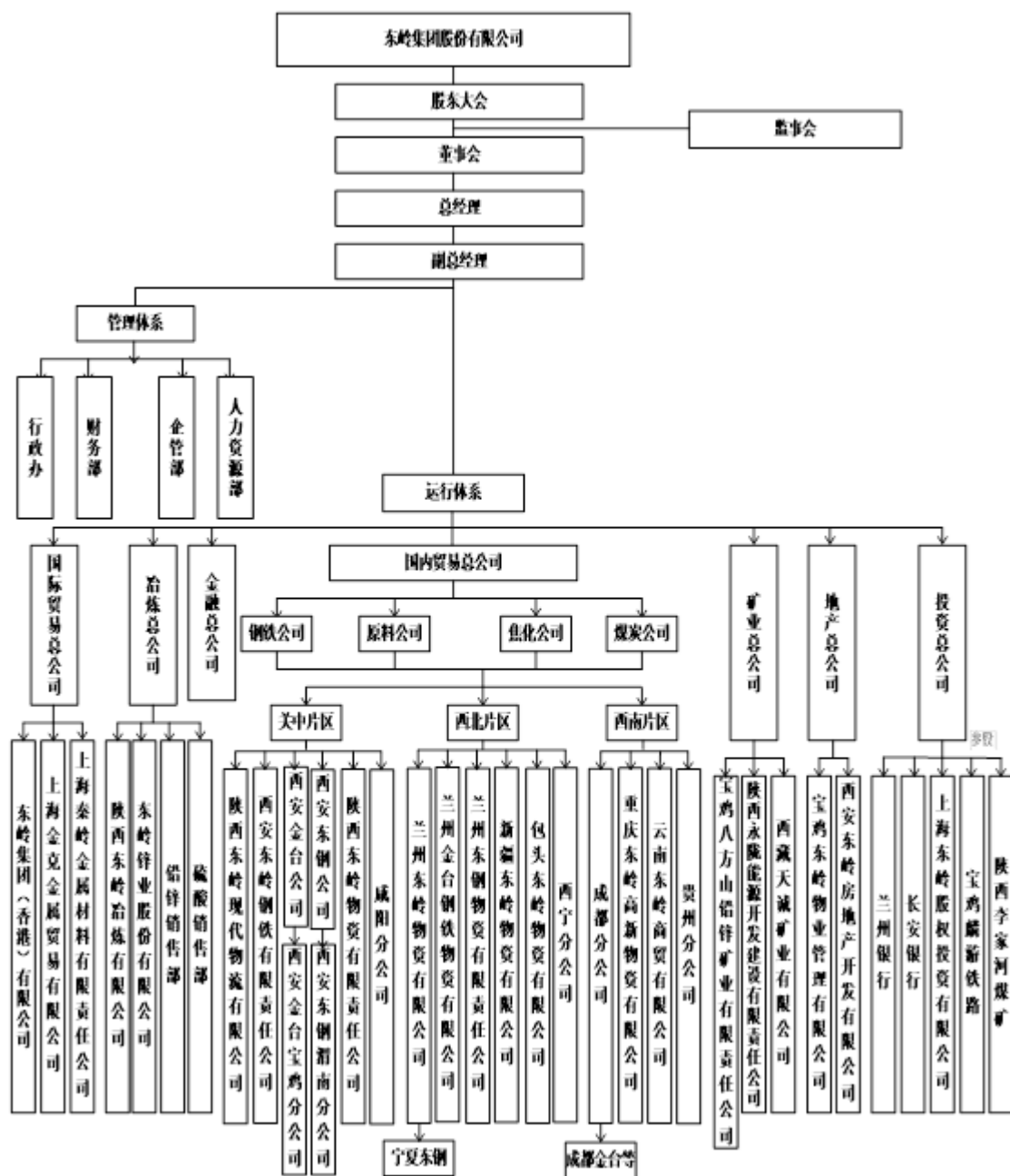
七、综合评价

联合评级对东岭集团的评级反映了公司作为西北地区规模较大的矿产贸易商，在销售渠道、业务规模、资源储备等方面具有较强的竞争优势。2016 年在行业供需改善大环境下，公司产品销售价格回升、贸易规模进一步扩大，盈利能力快速提升，经营活动现金流保持良好。同时，联合评级也关注到大宗商品价格剧烈波动、公司主营业务毛利率不高、房地产投资支出存在一定资金压力、债务负担较重以及对外担保金额较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着宏观经济逐渐回暖以及供给侧改革政策的继续推进，大宗商品供需关系有望继续改善，公司经营状况将保持良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，联合评级评定公司主体长期信用等级为 **AA**，该评级结论反映了公司主体的违约风险很低。

附件 1 东岭集团股份有限公司组织结构图



附件 2 东岭集团股份有限公司 主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
资产总额（亿元）	280.48	318.65	383.76
所有者权益（亿元）	83.60	105.77	127.91
短期债务（亿元）	100.88	88.34	88.43
长期债务（亿元）	51.62	54.32	72.36
全部债务（亿元）	152.51	146.65	160.79
营业收入（亿元）	531.10	649.99	738.88
净利润（亿元）	1.77	6.27	8.17
EBITDA（亿元）	17.26	25.34	--
经营性净现金流（亿元）	4.64	15.55	21.56
应收账款周转次数（次）	111.17	150.11	--
存货周转次数（次）	15.40	14.25	--
总资产周转次数（次）	1.89	2.17	2.10
现金收入比率（%）	116.05	119.55	116.93
总资本收益率（%）	5.61	8.55	--
总资产报酬率（%）	4.99	7.25	--
净资产收益率（%）	2.12	6.63	6.99
营业利润率（%）	1.72	3.13	2.83
费用收入比（%）	2.30	2.63	1.76
资产负债率（%）	70.19	66.81	66.67
全部债务资本化比率（%）	64.59	58.10	55.69
长期债务资本化比率（%）	38.18	33.93	36.13
EBITDA 利息倍数（倍）	1.49	1.73	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.17	--
流动比率（倍）	1.25	1.34	1.37
速动比率（倍）	0.99	1.01	1.15
现金短期债务比（倍）	0.83	0.90	1.14
经营现金流负债比率（%）	3.25	9.97	12.24

注：1、本报告中，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；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3、2017 年 3 季度财务报表数据未经审计、相关指标未年化。4、融资租赁款等有息债务已计入相应债务中。

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%
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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期融资款+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。