跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1123 号

西安迈科金属国际集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

西安迈科金属国际集团有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

西安迈科金属国际集团有限公司公开发行的“18 迈科 01”和“18 迈科 02”的债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年 六月 十九日

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

西安迈科金属国际集团有限公司
公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
18 迈科 01	5.00 亿元	3 年（1+1+1）	AA	AA	2018.6.22
18 迈科 02	5.00 亿元	3 年（1+1+1）	AA	AA	2018.6.6

跟踪评级时间：2019 年 6 月 19 日

主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	203.83	207.19	232.37	230.72
所有者权益（亿元）	47.60	48.78	61.21	61.94
长期债务（亿元）	16.90	18.05	18.97	18.62
全部债务（亿元）	87.89	100.16	121.73	125.38
营业收入（亿元）	791.71	989.37	1086.26	270.29
净利润（亿元）	2.52	2.62	2.49	0.73
EBITDA（亿元）	10.60	11.06	11.85	--
经营性净现金流（亿元）	6.02	6.82	4.60	4.48
营业利润率（%）	1.97	1.61	1.09	1.63
净资产收益率（%）	5.47	5.44	4.52	1.19
资产负债率（%）	76.65	76.46	73.66	73.15
全部债务资本化比率（%）	64.87	67.25	66.54	66.93
流动比率（倍）	0.86	0.79	0.80	0.80
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.11	0.10	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.57	1.48	1.51	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.06	1.11	1.18	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、2019 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化；3、2016 年和 2017 年其他流动负债中的部分债务已计入公司短期债务；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，西安迈科金属国际集团有限公司（以下简称“公司”或“迈科金属”）电解铜贸易规模进一步扩大，公司收入规模有所增长，盈利水平基本保持稳定，经营活动现金流保持净流入；此外，受迈科商业中心投入使用影响，公司资产规模大幅增长。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司贸易业务毛利率很低且有所下降、业务结构对单一品种依赖较高、国际业务面临一定汇率风险、资产受限比例高、债务负担重且短期偿债压力很大以及期间费用对营业利润侵蚀严重等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

未来，公司将通过金属全产业链布局获得更稳定的货源、良好的交易网络、较强的议价能力、良好的流动性和逐步提升的市场占有率，公司综合实力有望提升。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望维持“稳定”；同时维持“18 迈科 01”和“18 迈科 02”的债项信用等级为 AA。

优势

1．2018 年，公司在业务经验、市场占有率以及行业地位等方面仍保持一定的竞争优势。

2．公司经营有色金属现货贸易的同时，投资上游矿产资源及下游交易平台，具备全产业链优势。

3．2018 年，公司电解铜贸易量进一步增长，收入规模有所增长，经营性现金流保持净流入，收入实现质量较高。

关注

1．公司业务结构对电解铜贸易的依赖度较高，电解铜市场供需的变动对公司业务影响较大。

2．近年来电解铜价格波动幅度较大，对下游市场需求和公司毛利率水平均造成一定影响；2018 年，公司综合毛利率有所下降。

3．公司电解铜采购以进口为主，人民币汇率波动对公司采购业务影响较大，公司面临一定的汇率风险。

4．公司受限资产比例高，期货保证金对公司资金占用明显，整体债务负担重且短期偿债压力较大，期间费用对营业利润侵蚀严重。

分析师

高　鹏
电话：010-85172818
邮箱：gaop@unitedratings.com.cn

蒲雅修
电话：010-85172818
邮箱：puyx@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

除因本次跟踪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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪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他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

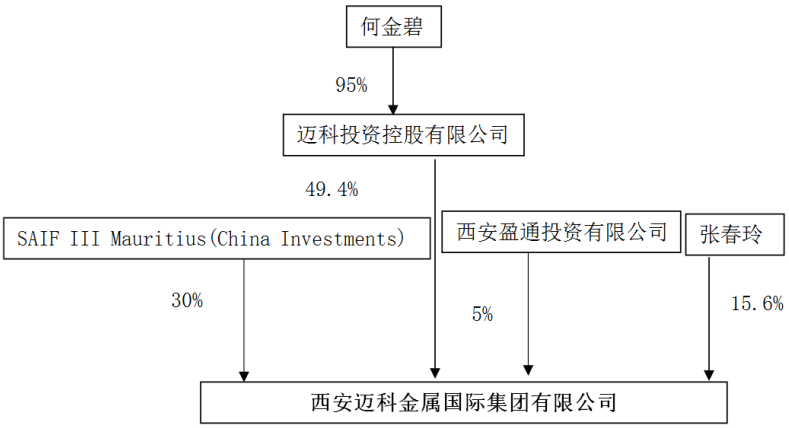
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

西安迈科金属国际集团有限公司（以下简称“公司”或“迈科金属”）前身为西安迈科工贸有限公司，系于 1993 年 6 月由何金碧等三名自然人共同组建的有限责任公司，初始注册资本 278.00 万元，何金碧持股 71.94%，仇风珍持股 17.99%，王平持股 10.07%。2001 年公司更名为现用名。2008 年，公司以增资扩股方式引入外资股东，经陕西省人民政府商外资陕省外字[2008]0013 号文件批准，公司变更为外商投资企业。历经多次增资及股权转让，截至 2018 年底，公司注册资本及实收资本均为 13.67 亿元，公司直接控股股东为迈科投资控股有限公司，持股比例为 49.40%，无股票质押或冻结；实际控制人为何金碧和张春玲夫妻。具体股权结构如下。

图 1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构



资料来源：公司提供
注：何金碧和张春玲为夫妻关系

2018 年，公司组织架构部分优化调整，将战略发展与投资管理部门合并为战略投资部、业务部门规划为国际贸易部和国内贸易部等。公司经营范围较年初未发生变化。拥有在职员工合计 1,066 人。2018 年，公司合并范围无新增子公司，减少子公司 2 家，分别为陕西迈科物业管理有限公司和西安食膳坊餐饮有限公司；截至 2018 年底，公司纳入合并范围的子公司共 26 家，其中二级子公司 13 家。截至 2019 年 3 月底，纳入合并范围的子公司较年初未发生变化。

2018 年 5 月 23 日，公司将持有子公司深圳迈科大宗商品金融服务有限公司 5.00 亿元的股权，质押给中国工商银行股份有限公司西安高新技术开发区支行（以下简称“工商银行”），质押比例 39.7983%，作为公司银行贸易融资授信业务质押物，截至本报告出具日，工商银行最新授信业务中已不包含此质押物，工商银行尚未办理解押。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 232.37 亿元，负债合计 171.17 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 61.21 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 53.05 亿元。2018 年，公司实现营业收入 1,086.26 亿元，净利润（含少数股东损益）2.49 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.07 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.60 亿元，现金及现金等价物净增加额-3.67 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 230.72 亿元，负债合计 168.78 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 61.94 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 53.66 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 270.29 亿元，净利润（含少数股东损益）0.73 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.61 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.48 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.35 亿元。

公司注册地址：陕西省西安市高新区锦业路 12 号迈科中心 45 层；法定代表人：何金碧。

二、债券概况及募集资金使用情况

经中国证监会“证监许可〔2017〕2301号”核准批复，公司获准面向合格投资者公开发行面值总额不超过10亿元的公司债券。2018年4月27日“西安迈科金属国际集团有限公司公开发行2018年公司债券（第一期）”发行完毕，并于2018年5月25日在上海证券交易所挂牌交易，债券简称“18迈科01”，债券代码“143617.SH”；2018年11月27日，“西安迈科金属国际集团有限公司公开发行2018年公司债券（第二期）”发行完毕，并于2018年12月12日在上海证券交易所挂牌交易，债券简称“18迈科02”，债券代码“155051.SH”。“18迈科01”和“18迈科02”发行规模均为5.00亿元，票面利率7.50%，期限3年，附第1年末和第2年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。

2019年4月，根据中国证券登记结算有限责任公司上海分公司提供的债券回售申报数据，“18迈科01”回售金额1.40亿元并转售，截至2019年5月28日，“18科迈01”债券回售的1.40亿元已完成转售。“18迈科01”的付息日为2019年至2021年每年的4月26日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个工作日），公司已于2019年4月26日支付了2018年4月26日至2019年4月25日期间的利息，下一付息日为2020年4月26日。“18迈科02”的付息日为2019年至2021年每年的11月26日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个工作日），公司尚未到第一个付息日，下一付息日为2019年11月26日。

截至 2019 年 3 月底，“18 迈科 01”和“18 迈科 02”已使用的募集资金均按披露的使用用途专款专用。

三、行业分析

1．行业概况

电解铜主要应用于电气设备、机械制造、电子信息、国防工业、日用消费品、建筑等领域，在我国有色金属材料的消费中仅次于铝。将粗铜（含铜 99.00%）进行电解，将铜不活泼的杂质如金和银等沉积，生产出来精炼后的纯铜，称为“电解铜”。受贸易摩擦、美元走强、需求疲软等影响，2018 年，铜价涨幅震荡回落，全年铜现货均价 50,689.00 元/吨，同比上涨 2.90%，涨幅同比回落 26.30 个百分点。全年铜行业实现利润 396.00 亿元，同比增长 4.30%，增幅同比回落 25.80 个百分点，其中，铜矿采选实现利润 56.00 亿元，同比下降 11.50%；铜冶炼、铜加工行业实现利润 147.00 亿元、193.00 亿元，同比分别增长 9.90%、5.80%，增幅同比回落 23.50、12.30 个百分点。

根据美国地质调查局数据统计显示，目前，全球已探明铜储量约 7.20 亿吨，其中智利为铜资源储量大国，占比约为 29.00%；澳大利亚和秘鲁占比分别约为 12.00%和 11.00%。我国铜矿资源相对贫乏，铜储量占不到全世界铜储量的 5.00%，铜矿主要依赖进口。

根据工信部数据显示，2018 年，我国铜产品进出口贸易总额 868.00 亿美元，同比增长 20.30%，其中，进口额 798.00 亿美元，同比上升 17.30%，出口额 70.00 亿美元，同比上升 7.90%。

总体看，2018 年，我国铜行业总体运行平稳，铜价格呈现震荡下行，效益增幅回落趋势，我国铜消费需求较大且铜矿资源较贫乏，铜的对外贸易依存度仍较大。

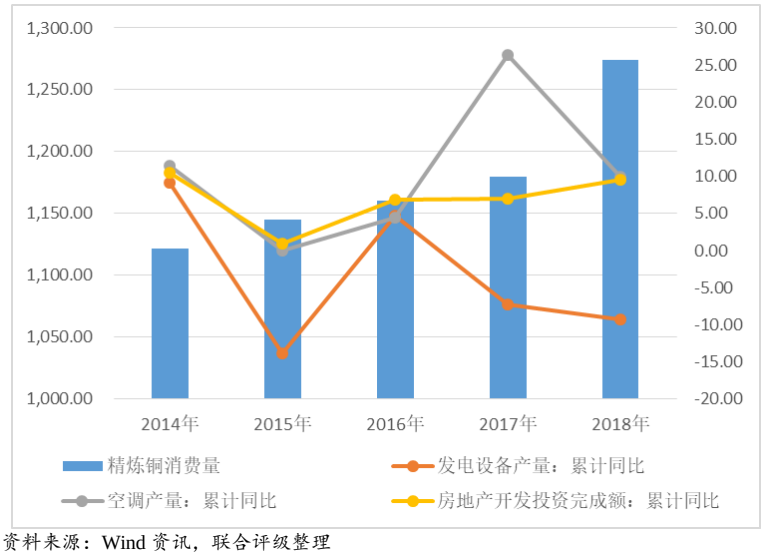
2．行业供需

从供给来看，我国是世界第一大铜进口国，我国精炼铜原材料自给率不足 30.00%，对外依存度较高，除较大规模的铜矿进口，为满足国内精炼铜消费缺口，我国同时对精炼铜直接进口。进口方

面，2018 年，我国铜产品进口量持续快速增长，铜资源整体对外依存度不断提高。据海关十位编码数据统计，2018 年 12 月我国共进口废铜 26.75 万实物吨，平均含铜品位 53.64%，折合金属量 14.35 万吨。其中，七类金属量为 2.97 万吨，占比 20.71%，六类金属量为 11.38 万吨，占比 79.26%。12 月美国进口废铜仅 207.00 实物吨，占比总进口比重几乎为 0。随着禁止洋垃圾入境政策实施，2018 年，我国废铜进口同比下降 32.20%，铜加工材出口持续增长，全年累计出口量 51.00 万吨，同比增长 6.70%。生产方面，2018 年，我国铜精矿（金属量）、精炼铜、铜材产量 151.00 万吨、904.00 万吨、1,716.00 万吨，分别同比增长 3.90%、8.00%、14.50%。随着企业加快绿色化、智能化改造及发展深加工，铜产业固定资产投资出现回升态势，技术进步取得进展，铜冶炼综合能耗 230.7 千克标煤/吨，同比下降 2.50%，铜材综合成品率 79.60%，同比提高 3.50 个百分点。

从需求来看，铜下游消费行业主要包括电力、空调制冷、交通运输、建筑（房地产）和电子等行业，其中电力行业消费约占中国电解铜消费的 50.00%，系中国最主要的电解铜消费领域；空调制冷消费约占 15.00%，交通运输消费约占 10.00%，建筑（房地产）消费约占 9.00%，电子行业消费约占 7.50%。受国内污染防治力度加大和固废进口政策收紧的影响，下游消费动力不足，铜下游行业增速整体呈下降趋势。2018 年我国发电设备产量增速由上年的-7.30%下滑至-9.30%；空调产量增速由上年的 26.40%提升至 10.00%；房地产开发投资完成额增速由上年的 7.00%提高至 9.50%；铜行业消费增速有所放缓，2018 年我国铜消费量 1,305.00 万吨，同比增长 2.50%，增速回落 4.60 个百分点。

图 2　近年我国精炼铜消费量及下游行业增速情况（单位：万吨、%）



资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

总体看，我国电解铜原材料自给率较低，下游行业需求增速放缓。2018 年，我国发电设备产量有所下滑，但空调设备产量增速有所提高；房地产投资受政策调控影响，预计未来会有所放缓，整体下游产业需求相对平稳。

3．行业政策

2018 年 3 月正式实施由生态环境部制定的《进口可用作原料的固体废物环境保护控制标准—废有色金属》，用于进口可用作原料的固体废物目录中有关废有色金属的进口管理。

2018 年 4 月生态环境部、商务部、发展改革委、海关总署对现行的《限制进口类可用作原料的固体废物目录》、《非限制进口类可用作原料的固体废物目录》和《禁止进口固体废物目录》进行调

整。表明自 2019 年起生态环境部将不再核定废七类的进口额度，废七类将全部禁止进入中国。2019 年起在全面禁止废七类废铜情况下，废铜供应将进一步收缩，对精铜价格起到支撑。

总体看，我国铜加工材料大部分免征进出口关税，鼓励相关产品外贸发展，随着对外贸易“十三五”规划出台和固体废物进口监管趋严，大宗商品贸易将不断合理规范，贸易质量与效益将不断提高；受环保政策影响，作为精炼铜原材料之一的“废铜”将禁止进口，将对铜供给端产生一定影响。

4．行业关注

以铝代铜导致市场需求下降

目前，以铝代铜的技术在部分电子产业领域中已经成熟，且可满足工业化应用，若高铜价持续，可能出现以铝代铜的现象，导致电解铜的市场需求下降，影响相关贸易市场。

铜价走势存在不确定性

铜期货属于国际期货市场的成熟品种，在一定程度上具有金融属性，全球流动性尤其是美元指数的走势，对铜价有较大影响，使得国际铜价在反映实体经济供需平衡以外，还受到各国尤其是美国货币政策的影响，一定程度上反映了供需双方的预期。这种预期一方面可以起到平抑铜价波动的效果，另一方面也可能误导企业对市场供需基本面产生错误判断。

5．未来发展

由于国内铜原料目前仍有较大部分依赖进口，且受国际经济形势和自然环境等因素的影响，全球铜精矿供给将进一步趋紧，国内电解铜未来供给相对增长空间不大。因国家经济发展需要，且铜在工业发展中发挥的重要作用，中国对铜的需求维持强劲态势，铜加工行业发展迅速，但无论是铜加工、铜冶炼还是铜矿环节，依靠中国自身的生产并不能完全满足中国终端消费对铜的需求，因此这些环节的进口贸易市场依然活跃。消费方面，电力行业仍是国内消费增长的主要引擎，空调行业在 2018 年仍保持较好态势，电解铜下游需求仍有增长空间，对电解铜贸易企业形成支撑。

总体看，基于我国铜资源匮乏以及铜的基础性战略地位，其长期前景较好，需求仍有增长空间，对电解铜贸易形成较好支撑。

四、管理分析

2018 年，公司主要高级管理人员和主要管理制度未发生重大变化；公司组织架构部分优化调整，将战略发展部与投资管理部合并为战略投资部、业务部门规划为国际贸易部和国内贸易部等。

整体看，跟踪期内，公司组织架构发生部分优化，高级管理人员未发生变动，对公司生产经营无影响，管理制度连续，管理运作良好。

五、经营分析

1．经营概况

公司主营业务以有色金属贸易为主，主要为电解铜贸易。2018 年，公司实现营业收入 1,086.26 亿元，同比增长 9.79%，主要系电解铜贸易量扩大所致；实现净利润 2.49 亿元，同比下降 5.12%，主要系公司递延所得税调整导致所得税费用增加所致。

表1 近年来公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
有色金属贸易业务	788.48	95.79	-2.14	986.78	99.73	1.46	1,083.49	99.74	0.99
期货业务	1.19	0.18	15.60	1.44	0.15	22.92	1.55	0.14	22.58
其他业务收入	0.16	0.23	91.21	1.15	0.12	97.91	1.23	0.12	93.58
合计	**791.71**	**100.00**	**1.99**	**989.37**	**100.00**	**1.63**	**1,086.26**	**100.00**	**1.12**

资料来源：公司年报

从收入构成来看，有色金属贸易仍是公司主要收入来源，主要包括电解铜贸易和铝铅锌等贸易；近两年占比均在 99.00%以上，2018 年实现收入 1,083.49 亿元，同比增长 9.80%，主要系电解铜贸易量增加以及公司新合并子公司锌锭、镍及化工产品等贸易业务收入增长所致；期货业务主要由全资子公司迈科期货股份有限公司（以下简称“迈科期货”），其收入主要来自于期货手续费及利息净收入，2018 年期货业务收入 1.55 亿元，较上年同比增长 7.64%，主要系期货业务规模扩大所致。其他业务收入主要为房租收入和收取客户票据利息收入。2018 其他业务收入由上年的 1.15 亿元增长至 1.23 亿元，主要系公司合并子公司持有的迈科商业中心房产的房租收入增加所致。除电解铜贸易外，其他业务收入对公司收入规模影响均很小。

从毛利率来看，2018 年，有色金属贸易毛利率 0.99%，较上年下降 0.47 个百分点，主要系铜经济市场下滑和全球电解铜总需求的不足，为提高市场占有率采用低毛利策略所致；期货手续费及利息净收入毛利率 22.58%，较上年下降 0.34 个百分点，主要系迈科期货为拓展业务规模营业成本增加所致；其他业务毛利率 93.58%，维持在高水平。受上述因素影响，2018 年，公司综合毛利率为 1.12%，较上年下降 0.51 个百分点。

2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 270.29 亿元，较上年同期增长 25.06%，主要系电解铜贸易收入增加所致；实现净利润 0.73 亿元，较上年同期增长 20.24%，主要系公司的迈科商业中心、太仓木业仓库等物业的房租收益增加所致。

总体看，2018 年公司各个业务板块收入均有所增长，但公司收入主要来自电解铜贸易，受铜市场经济影响和公司贸易业务的性质，毛利率有所下降且处于较低水平，主营业务盈利能力有待提高。

2．有色金属贸易业务

有色金属贸易是公司核心业务板块，公司围绕该板块进行了上下游延伸，通过自有工厂能够将粗铜加工冶炼成电解铜，在上海洋山港保税区内拥有通过认证的标准化的仓库，并投资了上游矿产资源和下游交易平台。全产业链布局有利于公司降低业务风险、增加客户粘性、提升行业地位等，是公司的重要竞争优势。

公司贸易品种以电解铜为主，还包括铝锭、锌锭、氧化铝、铅锭等大宗商品。2018 年，随着公司业务规模扩大，电解铜贸易量同比增长 10.15%至 235.00 万吨；贸易额 1,068.70 亿元，同比增长 8.86%，主要系贸易量扩大所致。公司铝锭、锌锭、镍和化工产品贸易规模较小。2019 年 1~3 月，公司电解铜贸易量 64.00 万吨，贸易额 268.99 亿元。

表 2 近年来公司金属贸易业务情况（单位：万吨、亿元）

贸易品种	2016 年		2017 年		2018 年	
	贸易量	贸易额	贸易量	贸易额	贸易量	贸易额
电解铜	205.79	758.36	213.35	981.70	235.00	1,068.70
铝锭	18.95	21.58	3.88	5.08	3.80	4.52
锌锭	0.45	0.85	--	--	0.30	1.11

镍	--	--	--	--	0.31	2.90
化工产品	--	--	--	--	7.26	4.64
合计	**225.19**	**780.79**	**217.23**	**986.78**	**246.67**	**1081.87**

资料来源：公司提供

定价方面，仍然根据大宗商品贸易的一般规则，在签订合同时，合同中仅约定电解铜的品质、合同量、升贴水等信息，不约定具体价格，具体价格由 LME 和 SHFE 的当日电解铜价格及买方点价决定。

采购方面，公司分进口采购和国内采购，进口采购额约占比 53.19%，仍以进口采购为主，结算方式未发生变化，仍以美元结算为主，结算方式以到单付款为主，信用证使用较少。子公司上海鑫冶铜业有限公司（以下简称“鑫冶铜业”）能够自行生产电解铜，但产量规模较小，仅占公司采购总量的约 1.29%。2018 年，公司电解铜采购量 237.46 万吨，同比增长 9.44%。2018 年，公司电解铜采购均价 45,176.62 元/吨，同比下降 0.36%，主要系电解铜价格全年呈下降态势所致。2019 年 1~3 月，公司电解铜采购量 64.99 万吨，采购均价 40,645.14 元/吨，较上年均价有所下滑。公司前五大供应商的采购额 495.50 亿元，占年度采购总额 47.14%；采购集中度较高，主要供应商包括 Glencore International AG、JP MORGAN、CODELCO 、Trafigure PTE 等。

表 3 近年来公司电解铜贸易购销情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
采购量	208.24	216.97	237.46
采购均价	36,214	45,339.00	45,176.62
销售量	205.79	213.35	235.63
销售均价	36,852.00	46,013.00	45,476.43
平均贸易价差	638.00	674.00	299.81

资料来源：公司提供

销售方面，公司在采购后根据比较电解铜国内价格和国外价格（此处价格均指电解铜三个月期货合约的价格）的高低，将销售策略分为转口销售和进口国内销售。

公司销售结算模式包括信用证、D/P[1]、T/T[2]等多种模式，仍以信用证为主，结算量约占全部销售额的一半；转口销售的结算币种以美元为主，报关国内销售的以人民币为主。2018 年，前五大客户销售额 280.85 亿元，占年度销售总额 26.27%；较上年上升 6.19 个百分点，客户集中度一般；2018 年，公司电解铜销售量 235.63 万吨，同比增长 10.44%，销售均价 45,476.43 元/吨，同比下滑 1.17%；2019 年 1~3 月，公司电解铜销售量及销售均价分别为 64.28 万吨和 41,850.43 元/吨。

盈利模式方面，升水差价是公司较稳定的盈利来源。由于公司所有贸易均进行期货套期保值或通过背对背点价实现自然对冲，电解铜价格波动风险得到有效控制，公司通过保值放弃了商品购销差价之间的利润，从而规避价格波动风险，又由于采购和销售合同中均明确约定了升贴水，公司可赚取稳定的升水差价。随着贸易量的扩大，公司电解铜销售现货毛利润有所下降，2018 年为 9.51 亿元，较上年同期下降 33.96%；期货收益由上年的-2.61 亿元转为 5.90 亿元；2019 年 1~3 月，公司电解铜贸易利润 4.84 亿元，期货收益转为负值。基于套期保值的性质，电解铜价格波动的情况下，公司可能损失部分经营利润，但能够有效控制价格波动风险。

[1] D/P 指付款交单的贸易付款方式，卖方将汇票连同货运单据交给银行托收，银行在买方付清货款时交出货运单据。
[2] T/T/指电汇付款方式，买方在卖方发货前付清所有货款的称为前 T/T，买方在卖方发货后见提单付清余款的称为后 T/T。

表 4　近年来公司电解铜贸易利润分布情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现货毛利润	13.12	14.40	9.51
期货收益	-2.23	-2.61	5.90
合计	**10.89**	**11.79**	**15.41**

资料来源：公司提供

自主生产方面，鑫冶铜业前身是上海冶炼厂，是上海市最大的高纯度阴极铜生产企业，具有高纯阴极铜 7 万吨/年、黄金 1.5 吨/年和白银 20 吨/年的产能。鑫冶铜业主要通过采购粗铜加工生产电解铜，2017~2018 年，电解铜产量分别为 5.25 万吨和 3.10 万吨，产销率保持 100%，销售客户为公司本部或其他用铜企业。

矿产资源方面，公司对部分较优质的矿产资源类公司进行了股权投资。截至 2019 年 3 月底，公司对青铜峡铝业股份有限公司（以下简称“青铜铝业”）持股比例为 12.86%；对陇川云龙稀土开发有限公司持股比例为 24.50%；对金川迈科金属资源有限公司持股比例为 30.00%。公司对于有色金属矿产资源的投资，有利于公司降低业务风险，获取较低成本且较稳定的上游供应。

交易平台方面，公司参股的大商道商品交易市场股份有限公司（以下简称“大商道”）是由公司与陕西投资集团有限公司、厦门信达股份有限公司、北银丰业资产管理有限公司等共出资 10.00 亿元成立的大宗商品现货第三方综合交易平台，通过运营互联网络信息和电子交易技术，进行有色金属、能源化工等大宗商品专业购销信息的集中展示及交易组织，投资建设并整合第三方仓储、物流形成网络，主要为铜、铝等大宗商品产业链提供专业的现货商品交易、流通、信息、融资咨询等服务，对于完善公司电解铜产业链具有重要作用。截至 2019 年 3 月底，大商道商品交易平台拥有签约客户数 775 家，有效交易客户数 306 家，大商道商品交易平台累计双边交易金额 188.05 亿元，单边交易额 94.00 亿元，日均交易额 3.24 亿元；其中，电解铜产品，累计交易量为 37.6 万吨，累计交易金额为 184.02 亿元，日均交易量约 3.17 亿元；电解铝产品累积交易量为 2.98 万吨，累计交易金额 4.03 亿元，日均交易量约 0.07 亿元。

总体看，2018 年，公司有色金属贸易业务仍保持全产业链的优势，贸易量有所增长，但贸易均价受市场影响有所下降。

3．期货业务板块

公司的期货业务由公司旗下迈科期货运营，2017 年 1 月，迈科期货正式在新三板市场挂牌交易（证券简称：迈科期货，证券代码：870593.OC）。截至 2018 年底，迈科期货资产总额 26.44 亿元，净资产 7.07 亿元；2018 年，迈科期货实现营业收入 3.57 亿元，较上年同期增长 48.85%；净利润 0.33 亿元，较上年下降 35.01%。截至 2019 年 3 月底，迈科期货资产总额 25.04 亿元，所有者权益 6.96 亿元。迈科期货的期货经纪业务仍是迈科期货的主要业务，主要产生期货经纪业务手续费收入及保证金利息收入两部分收入。经纪业务手续费收入主要包含三方面：交易手续费、交割手续费和交易所手续费返还。保证金利息收入亦是公司收入的重要来源。迈科期货经纪业务情况具体如下表所示。

表 5　近年来迈科期货经纪业务情况（单位：万手、亿元、万元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
成交量	4,253.00	3,387.00	3,890.00
交易额	19,554.45	18,115.09	19,821.92
期货经纪业务手续费收入	6,356.08	8,502.25	10,608.14

利息收入	6,572.68	6,572.68	4,179.90

资料来源：公司提供

受迈科期货经纪业务规模扩大的影响，截至 2018 年底，迈科期货的成交量为 3,890.00 万手，较上年增长 14.85%，交易额 19,821.92 亿元，较上年增长 9.42%，2018 年迈科期货经纪业务手续费收入 10,608.14 万元，较上年增长 24.77%；迈科期货的利息收入为 4,179.90 万元；较上年下降 36.40%，主要系 2018 年存款利率下降，公司资金取得的存款收益较少所致。截至 2019 年 3 月底，迈科期货成交量 746.04 万手，交易额 3,902.00 亿元，手续费收入为 2,260.83 万元，迈科期货业务客户保证金规模为 15.21 亿元。

总体看，公司期货业务收入来源仍主要来自期货经纪业务手续费收入及保证金利息收入两部分收入，2018 年经纪业务的成交量、交易额和手续费收入较上年均有所提升，业务整体维持稳定增长态势。

4．自持物业

公司自持物业主要包括位于西安市高新区的迈科商业中心、位于深圳市福田区的自有房产以及位于西安市港务区的中西部陆港金融小镇。其中，迈科商业中心是集办公、商业及酒店于一体的城市综合体项目，位于西安市高新区中央商务区域，总建筑面积 22.63 万平方米，由公司全部自持租赁，其中五星级酒店由凯悦酒店集团负责运营。由于西安迈科国际大厦于 2017 年作为资产证券化项目中的基础资产而出表，截至 2018 年底，其租金收入不再纳入公司合并范围。

2017~2018 年，深圳迈科自有房产出租率稳定在 100.00%；2018 年，中西部陆港金融小镇仍处于运营初期，截至 2018 年底出租面积 10.70 万平方米，出租率为 34.40%。2018 年，公司自持物业租金 1.01 亿元，受迈科商业中心的投入使用的影响，租金同比增长 3.47 倍；平均租金 560.25 元/平方米/月，较上年大幅增长。

表 6　近年来公司自持物业经营情况（单位：万平方米、%、万元、元/平方米/月）

时间	自持物业	出租面积	期末出租率	租金收入	平均租金
2016 年	西安迈科国际大厦	2.82	85.62	4,393.27	37.36
	深圳迈科自有房产	0.09	100.00		
	中西部陆港金融小镇	6.79	21.80		
2017 年	西安迈科国际大厦	--	--	2,899.20	24.45
	深圳迈科自有房产	0.09	100.00		
	中西部陆港金融小镇	9.79	31.42		
2018 年	迈科商业中心	11.07	80.74	10,067.65	38.38
	深圳迈科自有房产	0.09	100.00		
	中西部陆港金融小镇	10.70	34.40		

资料来源：公司提供

2019 年 1~3 月，自持物业租金收入为 0.23 亿元；迈科商业中心、深圳迈科自有房产和中西部陆港金融小镇出租率分别为 84.71%、100.00%和 35.70%，较上年均有所上升；平均租金 32.90 元/平方米/月。

总体看，公司自持物业规模较大，主要位于西安市，目前深圳及西安的物业出租率维持在较高水平，中西部陆港金融小镇出租率仍较低；未来随着中西部陆港金融小镇和迈科商业中心的培育，公司租金收入规模有望提高。

5．经营关注

（1）电解铜价格波动风险

近年来，电解铜价格大幅波动，现货升贴水随之发生变化，对公司毛利率产生影响。此外，电解铜价格波动对下游企业的用铜需求造成影响，未来若铜价上涨，部分下游行业可能寻求铜的替代品，导致电解铜贸易量下降，公司市场空间缩小。

（2）汇率波动风险

公司电解铜采购以进口为主，美元是主要结算货币，汇率变动对公司利润将造成较大影响。目前，人民币汇率形成机制仍在变革中，汇率的不稳定性使公司面临的汇率波动风险增加。

（3）业务较单一

公司贸易品种以电解铜为主，其他贸易品种目前规模较小，公司业务结构对单一品种依赖度较高。若未来电解铜的替代性产品出现，将对公司竞争力造成较大冲击。

（4）套期保值操作风险

公司大宗商品贸易业务经验丰富，但套期保值的有效性主要取决于实际操作，在相同的市场环境下，不同公司进行套期保值的收益不同，公司可能面临一定操作风险。

6．未来发展

公司业务规划主要着重于以下几点：第一，继续强化金属贸易行业全产业链，实现精细化管理；重点联合业内主要交易商在西安港务区内组建起辐射全国乃至亚太地区的现货电商交易平台。第二，在迈科期货现有规模和良好的经营状况下，为进一步壮大扩充资产规模，为创新业务开展提供资金支持，使公司从简单的通道服务提升到资产管理服务和专业管家式服务，进而提升公司的经营规模和盈利能力。第三，加大公司在大宗商品领域的金融服务，在客群覆盖上将进一步延展到产业链终端客户，通过整合服务产品进一步满足终端客户需求，建立起深入到供应链各流程环节的跨市场、跨币种的一体化大宗商品商贸供应链管理服务。第四、进行产业新一轮调整，对矿产资源板块进行整合，择机退出部分投资。

总体看，未来公司通过战略性调整和业务布局，公司的市场资源优势、信息优势，一体化优势以及各业务板块的协同作用将更加明显，服务收入有望成为公司新的利润增长点，随着各赢利点的逐步释放，公司的盈利能力将进一步增强，从而实现收益的最大化，发展战略切实可行。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2018 年度财务报表已经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见；公司 2019 年 1~3 月财务数据未经审计。2018 年，公司执行财政部 2018 年 6 月发布的《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号），对企业财务报表格式进行相应调整，并对该项会计政策变更涉及的报表项目进行了追溯调整。

2018 年，公司合并范围无新增子公司，减少子公司 2 家，分别为陕西迈科物业管理有限公司和西安食膳坊餐饮有限公司；截至 2018 年底，公司纳入合并范围的子公司共 26 家，其中二级子公司 13 家。截至 2019 年 3 月底，纳入合并范围的子公司较年初未发生变化。公司主营业务范围未发生显著变化，合并报表数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 232.37 亿元，负债合计 171.17 亿元，所有者权益（含少数

股东权益）合计 61.21 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 53.05 亿元。2018 年，公司实现营业收入 1,086.26 亿元，净利润（含少数股东损益）2.49 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.07 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.60 亿元，现金及现金等价物净增加额-3.67 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 230.72 亿元，负债合计 168.78 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 61.94 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 53.66 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 270.29 亿元，净利润（含少数股东损益）0.73 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.61 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.48 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.35 亿元。

2．资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 232.37 亿元，较年初增长 12.15%，主要系非流动资产增长所致；其中，流动资产占 50.57%，非流动资产占 49.43%，较上年变动不大。

（1）流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产 117.51 亿元，较年初增长 8.18%，主要系公司应收票据及应收账款、其他应收款和存货增长所致；公司流动资产以货币资金（占 28.44%）、应收票据及应收账款（占 16.86%）、预付款项（占 7.22%）、其他应收款（合计）（占 18.48%）、存货（占 22.47%）和其他流动资产（占 5.05%）为主。

截至 2018 年底，公司货币资金 33.42 亿元，较年初下降 8.23%，主要系短期流动资金随着在途物权单据和货运量的变化而变化，公司货币资金浮动幅度系正常范围；其中，以银行存款（占 53.41%）和其他货币资金（占 46.58%）为主；使用权受限制的货币资金 15.44 亿元（占比 46.20%），为承兑汇票、贷款、信用证保证金，受限比例较高。

截至 2018 年底，公司应收票据及应收账款 19.81 亿元，较年初增长 27.38%，主要系电解铜贸易规模扩大所致；其中，新增应收票据 0.24 亿元，全部为商业承兑汇票。公司按账龄分析法计提坏账准备的应收账款 18.10 亿元，其中 1 年以内占比 96.78%，账龄较短。公司累计计提坏账减值准备 0.92 亿元，计提比例 4.51%，计提比例较为合理。从集中度看，按欠款方归集的前五名应收账款合计 4.55 亿元，占年末余额的 22.21%，集中度一般。公司应收账款规模较大，对运营资金形成占用。

截至 2018 年底，公司预付款项 8.48 亿元，较年初增长 30.05%，主要系公司销售策略改变，适度增加预付款形式的交易所致。

截至 2018 年底，公司其他应收款（合计）21.72 亿元，较年初增长 12.64%，其中，应收利息 0.18 亿元（占比 0.83%），其他应收款 21.54 亿元（占比 99.17%）；公司其他应收款较年初增长 12.09%，主要系公司与其他单位非经营性往来占款增加所致；公司按账龄分析法计提坏账准备的其他应收账款账面余额 0.72 亿元，其中，账龄 1 年以内占比 36.99%，1~2 年占比 17.08%，2~3 年占比 6.50%，3 年以上占比 39.43%，账龄较长。公司累计计提其他应收款坏账准备 0.29 亿元，计提比例 1.35%。从集中度看，按欠款方归集的前五名其他应收款合计 7.27 亿元，占年末余额的 33.28%，集中度一般。主要为期货交易所交易保证金。期货保证金对公司资金形成一定占用。

截至 2018 年底，公司存货 26.40 亿元，较年初增长 28.12%，主要系公司电解铜贸易规模扩大致库存量增加所致；存货以库存商品为主，占比 94.82%，主要为标准化的电解铜产品，具备很强的变现能力，流动性很强；考虑到所有已定价的有色金属存货均已在期货市场做套期保值，存货现货的减值风险已通过期货市场进行对冲，公司存货跌价风险很小，公司未计提存货跌价准备。

截至 2018 年底，公司其他流动资产 5.94 亿元，较年初增长 1.55 倍，主要系公司待认证增值税增加所致。

（2）非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产 114.86 亿元，较年初增长 16.54%，主要系可供出售金融资产和在建工程增长所致；公司非流动负债主要由可供出售金融资产（占比 16.53%）、长期股权投资（占比 7.56%）、投资性房地产（占比 55.11%）和固定资产（占比 13.94%）构成。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 18.98 亿元，较年初下降 19.34%，主要系对基金、资产管理计划投资规模有所减少所致；可供出售金融资产主要由股权投资（占比 71.11%）和基金、资产管理计划（占比 27.96%）构成；其中，对青铜铝业投资 5.00 亿元（持股比例 12.86%），对蔷薇控股股份有限公司投资 5.00 亿元（持股比例 4.24%），对基金、资产管理计划投资 5.31 亿元。公司可供出售金融资产中按成本模式计量占比 89.65%。

截至 2018 年底，公司长期股权投资 8.68 亿元，较年初下降 25.46%，主要系公司公司出让持有的厦门三虹钨钼股份有限公司股权所致；2018 年，公司权益法下确认的投资损益合计-1.24 亿元。

公司投资性房地产按公允价值模式计量，截至 2018 年底，公司投资性房地产 63.30 亿元，较年初增长 109.58%，主要系于迈科商业中心项目的其办公商业以及车库部分从在建工程科目转入所致；公司投资性房地产全部为房屋建筑物；截至 2019 年 3 月底，公司投资性房地产增值率为 74.00%，考虑到公司自持物业的区域分布，增值率相对合理。

表 7　截至 2019 年 3 月底公司投资性房地产情况（单位：万平方米、亿元、%）

项目	位置	业态	建筑面积	成本	账面价值	增值率
迈科商业中心	雁塔区锦业路 12 号迈科商业中心	商用	16.18	14.70	31.91	117.00
深圳迈科自有房产	福田区中心区新世界商务中心一栋 18 楼 1802-0816 室	商用	0.18	0.24	0.69	186.00
中西部陆港金融小镇	国际港务区港务大道 99 号中西部商品交易中心	商用	31.15	21.50	30.70	43.00
合计	--	--	**47.51**	**36.44**	**63.30**	**74.00**

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司固定资产 16.01 亿元，较年初增长 102.84%，主要系迈科商业中心项目的君悦酒店部分以成本计量，从在建工程科目转入所致；公司固定资产主要由房屋建筑物（占 75.81%）构成；公司累计计提折旧 3.75 亿元，公司固定资产成新率 77.52%，成新率较高。

截至 2018 年底，公司所有权或使用权受限资产合计 109.62 亿元，占资产总额的 47.17%，受限比例较高，其中受限其他货币资金主要用于承兑汇票保证金和借款质押，且可供出售金融资产、固定资产、长期股权投资及投资性房地产大部分已用于贷款抵押。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 230.72 亿元，较年初变动不大，其中，流动资产占 50.24%，非流动资产占比 49.76%，均较年初变化不大。

总体看，2018 年底，受投资性房地产增值影响，公司资产总额大幅增长，受限资产占比高，整体资产质量一般。

3．负债及所有者权益

（1）负债

截至 2018 年底，公司负债合计 171.17 亿元，较年初增长 8.05%，其中，流动负债占比 85.42%，

非流动负债占比 14.58%，公司负债结构仍以流动负债为主，其占比稍有下降。

流动负债

截至 2018 年底，公司流动负债 146.20 亿元，较年初增长 6.03%；公司流动负债以短期借款（占 35.66%）、应付票据及应付账款（占 35.74%）、预收款项（占 7.13%）、其他应付款（合计）（占 13.02%）和一年内到期的非流动负债（占 6.37%）为主。

截至 2018 年底，公司短期借款 52.14 亿元，较年初变化不大；主要为贸易融资项下的进口押汇借款，占比 98.77%。

截至 2018 年底，公司应付票据及应付账款 52.26 亿元，较年初增长 38.59%；其中应付票据 41.31 亿元，较年初增长 94.76%，主要系公司贸易业务提高信用证结算占比所致；应付票据主要由银行承兑汇票（占 57.84%）、商业承兑汇票（占 4.69%）和信用证（占 37.47%）构成。截至 2018 年底，公司应付账款 10.94 亿元，较年初下降 33.64%，主要系电解铜年底临时交单价与资产负债表日盘中价差额正常波动所致。

截至 2018 年底，公司预收款项 10.42 亿元，较年初下降 37.61%，主要系公司改变销售策略，减少预收形式的交易所致。公司预收款项主要由货款（占比 98.58%）和房租（占比 1.42%）构成。

截至 2018 年底，公司其他应付款（合计）19.03 亿元，较年初变化不大；公司其他应付款 19.03 亿元，主要由保证金、押金和定金（占 88.85%）和单位往来款（占 11.15%）。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 9.31 亿元，较年初增长 144.68%，主要系公司的工银亚洲项目贷款从长期借款转入所致。

非流动负债

截至 2018 年底，公司非流动负债 24.96 亿元，较年初增长 21.58%；其中，以长期借款（占 35.00%）、应付债券（占 41.00%）和递延所得税负债（占 23.24%）为主。

截至 2018 年底，公司长期借款 8.74 亿元，较年初下降 51.59%，主要系公司的工银亚洲项目贷款即将到期转入流动负债所致；从到期时间分布来看，2020 年到期金额为 5.74 亿元，2021 年到期金额 1.05 亿元，2022 及以后到期金额为 1.95 亿元，2020 年存在一定的集中兑付压力。

2018 年，公司新增应付债券 10.23 亿元，系 2018 年发行的“18 迈科 01”和“18 迈科 02”。

截至 2018 年底，公司递延所得税负债 5.80 亿元，较年初增长 154.95%，主要系投资性房地产公允价值变动产生的应纳税暂时性差异增长所致。

截至 2018 年底，公司全部债务 121.73 亿元，较年初增长 21.53%，主要系短期债务增长所致；其中短期债务和长期债务占比分别为 84.42%和 15.58%，受行业因素影响，债务结构仍以短期为主。截至 2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 73.66%、66.54%和 23.66%，较年初分别下降 2.80 个百分点、0.71 个百分点和 3.35 个百分点；整体看，公司债务规模有所增长，整体债务负担重，短期偿债压力大。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 168.78 亿元，较年初变动不大；流动负债占比 85.42%，非流动负债占比 14.58%，均较年初无变化。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务合计 125.38 亿元，较年初变化不大，其中，短期债务占比 85.15%，长期债务占比 14.85%；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 73.15%、66.93%和 23.11%，均较年初变化不大。

总体看，2018 年底，公司负债规模有所增长，负债结构仍以流动负债为主，公司债务规模增长较快，债务负担重，短期债务占比很高，短期偿债压力大。

（2）所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 61.21 亿元，较年初增长 25.49%，主要系迈科商业中心完

工后，其办公商业及车库部分由在建工程转为采用公允价值模式计量的投资性房地产，其公允价值大于账面价值的部分计入其他综合收益所致；其中归属于母公司所有者权益 53.05 亿元，占 86.68%；归属于母公司所有者权益中，实收资本占 25.77%、资本公积占 8.87%、其他综合收益占 29.51%、未分配利润占 34.70%、盈余公积占 1.15%，公司所有者权益稳定性一般。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计为 61.94 亿元，较年初变化不大。

总体看，2018 年底，公司所有者权益规模有所增长，权益稳定性仍一般。

4．盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 1,086.26 亿元，同比增长 9.79%，主要系电解铜贸易量扩大所致；营业成本 1,074.04 亿元，同比增长 10.36%，与收入变动趋同；实现净利润 2.49 亿元，同比下降 5.12%，主要系公司递延所得税调整导致所得税费用增加所致。2017~2018 年，公司营业利润率分别为 1.61%和 1.09%，2018 年公司营业利润率有所下滑，系市场价格走势影响现货升贴水差价，公司营业利润率波动范围属于正常区间。

从期间费用看，2018 年，公司期间费用 12.38 亿元，较上年增长 27.06%，主要系财务费用大幅增长所致；其中，销售费用占比 17.61%，管理费用占比 21.25%，财务费用占比 60.78%，研发费用 0.36%，以财务费用为主。2018 年，公司销售费用 2.18 亿元，较上年增长 21.30%，主要系仓库费用及进口报关包干费增长所致；管理费用 2.63 亿元，较上年增长 37.75%，主要系应付职工薪酬及福利费增长所致；财务费用 7.52 亿元，较上年增长 25.31%，主要系融资规模扩大，利息支出增加所致；研发费用 441.53 万元，较上年增长 40.15%，主要系公司投入研发费用增加所致。2018 年，公司费用收入比为 1.14%，较上年上升 0.15 个百分点，公司费用控制能力有待提高。

2017~2018年，公司投资收益分别为-2.94亿元和4.28亿元，占营业利润的比重分别为-98.56%和135.27%，公司通过期货套期保值锁定现货贸易中的价格波动风险，现货价格下跌（上涨）导致公司通过期货产品取得的投资收益增加（减少）所致；公司投资收益与现货收益形成反向补充，使得公司规避大宗商品价格波动风险，有利于公司保证利润水平的稳定。2017~2018年，公司公允价值变动收益、资产处置收益、其他收益和营业外收入占营业利润比重较小，对利润影响不大。

从盈利指标来看，2018年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为6.22%、5.03%和4.52%，受全部债务、总资产规模增长影响，较上年均有所下滑，从盈利指标看，公司盈利能力有所下降。

2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 270.29 亿元，实现营业利润 0.81 亿元，实现净利润 0.73 亿元。

总体看，2018年，受益于电解铜贸易量的扩大，公司业务收入有所增长，期间费用对利润侵蚀明显；受期货套期保值影响，公司利润水平相对平稳，但公司整体盈利能力有所下降。

5．现金流

经营活动现金流方面，公司经营活动现金流入主要来自销售商品、提供劳务收到的现金，2018年公司经营活动现金流入1,265.32亿元，同比增长3.00%，变动不大；公司经营活动现金流出1,260.73亿元，同比增长3.20%，与经营活动现金流入基本保持同步。受上述因素影响，2018年，公司经营活动产生的现金流量净额4.60亿元，同比下降32.58%，主要系公司电解铜贸易量增加，库存商品增加使得现金流出增长过快所致；从收入实现质量看，2018年，公司现金收入比114.40%，较上年下降2.08个百分点，公司收入实现质量较好。

投资活动现金流方面，公司投资活动现金流入主要来自收回投资收到的现金，投资活动现金流出主要为对外投资支付的现金。2018 年，公司投资活动现金流入为 16.85 亿元，同比增长 92.18%，主要系厦门三虹钨钼股份有限公司处置收回和理财基金等产品收回的资金增加所致；投资活动现金流出 19.79 亿元，同比下降 15.90%，主要系公司持有的迈科商业中心项目已完工并投入使用，使得投资支出现金减少所致；受上述因素影响，2018 年公司投资活动产生的现金流量净额为-2.94 亿元，仍然为净流出状态，净流出规模较上年明显缩小。

筹资活动现金流方面，公司筹资活动现金流入主要来自取得借款和发行债券收到的现金，筹资活动现金流出主要为用于偿还债务支付的现金。2018年，公司筹资活动现金流入248.79亿元，较上年增长7.65%，主要系公司取得借款和发行债券所致；公司筹资活动现金流出254.13亿元，较上年增长10.76%，主要系公司偿还债务所致；受上述因素影响，2018年公司筹资活动产生的现金流量净额由上年的1.69亿元转为-5.33亿元，公司存在一定的外部融资需求。

2019年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为4.48亿元、-4.51亿元和0.39亿元；现金收入比为117.51%。

总体看，2018 年，公司经营活动现金流保持净流入状态，收入实现质量高；公司投资活动现金流净流出规模有所下降，筹资活动现金流由净流入转为大额净流出，公司存在一定的外部融资需求。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至2018年底，公司流动比率由年初的0.79倍上升至0.80倍；速动比率由年初的0.64倍下降至0.62倍；受短期债务大幅增加影响，公司现金短期债务比由年初的0.54倍降低至0.34倍，公司现金类资产对短期债务的覆盖程度有所弱化；整体看，公司短期偿债能力有所下降。

从长期偿债指标来看，2018年，公司EBITDA为11.85亿元，同比增长7.11%，主要系计入财务费用的利息支出大幅增长所致；其中，折旧占5.11%、摊销占1.55%、计入财务费用的利息支出占66.10%、利润总额占27.24%。2018年，公司EBITDA全部债务比由上年的0.11倍下降至0.10倍，EBITDA利息倍数由上年的1.48倍上升至1.51倍，EBITDA对利息和全部债务的覆盖程度有所弱化。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至2018年底，公司综合授信额度253.00亿元，已使用111.90亿元，未使用138.10亿元，公司间接融资渠道通畅。

截至2018年底，公司对外担保11.30亿元，系对大商道商品交易市场股份有限公司、大商道供应链管理服务（西安）有限公司和迈科投资控股有限公司银行贷款担保，占期末净资产的18.46%，规模较大，被担保企业2018年经营情况正常，公司存在一定或有负债风险。

截至2019年3月底，公司存在重大未决诉讼、仲裁案件1起。系2013年新加坡大陆咨询有限公司（以下简称“大陆咨询”）以持有内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司（以下简称“霍煤鸿骏”）35.70%的股权出质给中国民生银行股份有限公司西安分行作为公司在民生银行8.00亿元人民币专项融资额度的担保，该专项融资系用于公司与青岛德诚矿业有限公司长单项下的采购业务保证金，授信期限为1年，公司为借款人，青岛德诚矿业有限公司为实际用款人，青岛德诚矿业有限公司的实际控制人在境外设立的大陆咨询以其持有的霍煤鸿骏股权提供质押，青岛德诚矿业有限公司并提供连带责任担保。2014年青岛德诚矿业有限公司出现经营风险，导致8.00亿元人民币专项资金无法退还公司，用于偿还民生银行。2014年6月，民生银行分别向青岛德诚矿业有限公司和大陆咨询发出提前终止专项融资通知，并开展债务追偿。2015年7月西安市中级人民法院依民生银行申请作出（2015）西中执证字第00080号执行裁定书，裁定执行公司、青岛德诚矿业有限公司和大陆咨询总计等值于8.00亿元的

资产；同年11月，民生银行向西安市中级人民法院申请退出该案的所有执行程序。2015年11月，西安市中级人民法院作出（2015）西中执证字第00080-2号执行裁定书，裁定中止案件执行程序，待具备执行条件后恢复执行。2019年3月19日，民生银行向西安中院提出恢复执行申请。2019年3月22日，西安中院作出（2019）陕01执恢180号执行裁定书，做出“拍卖被执行人持有的霍煤鸿骏35.70%股权”的裁定。根据陕西天任资产评估有限责任公司出具的陕天任司评报字（2019）第003号评估报告，霍煤鸿骏的股权评估值约20.45亿元人民币，完全可覆盖专项融资项下的全部本金利息和费用，鉴于大陆咨询提供作为专项融资质押财产的霍煤鸿骏股权评估价值远高于本执行案相关债权额度，且管辖法院已经裁定拍卖霍煤鸿骏股权以实现本案相关债权，该未决诉讼对公司造成的或有负债风险很小。

根据公司提供的中国人民银行出具的企业信用报告（机构信用代码：G1061010100114380L），截至2019年4月17日，公司未结清债务中不存在不良或关注类信息，已结清债务中存在欠息8笔、关注类贷款5笔、关注类贸易融资22笔。上述欠息主要系银行操作失误及系统原因造成，关注类债务主要系银行系统原因所致。

总体看，跟踪期内，公司偿债能力指标表现一般，但考虑到公司电解铜贸易在全国市场占有率较高、全产业链的布局、未使用银行授信额度较大、存货变现能力较强等优势，公司整体偿债能力仍很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融、应收票据）达 37.43 亿元，为“18 迈科 01”和“18 迈科 02”待偿债券本金合计（10.00 亿元）的 3.74 倍，公司现金类资产对“18 迈科 01”和“18 迈科 02”的覆盖程度较高；公司净资产达 61.94 亿元，约为待偿债券本金合计（10.00 亿元）的 6.19 倍，覆盖程度较高；公司现金类资产和净资产对债券按期偿付的保障作用较强。

从盈利情况来看，2018 年公司 EBITDA 为 11.85 亿元，约为待偿债券本金合计（10.00 亿元）的 1.18 倍，公司 EBITDA 对“18 迈科 01”和“18 迈科 02”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，2018 年，公司经营活动现金流入 1,265.32 亿元，约为待偿债券本金合计（10.00 亿元）的 126.53 倍，覆盖程度很高；公司 2018 年经营活动现金流量净额为 4.60 亿元，约为待偿债券本金合计（10.00 亿元）的 0.46 倍，保障程度尚可。

综合上述分析，公司对“18 迈科 01”和“18 迈科 02”的偿还能力很强。

八、综合评价

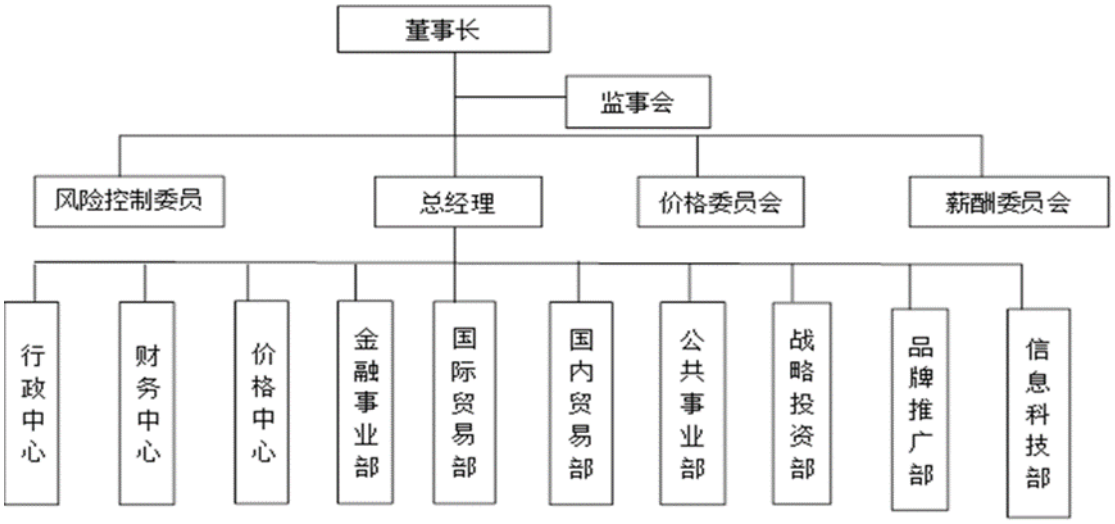
跟踪期内，公司电解铜贸易规模进一步扩大，公司收入规模有所增长，盈利水平基本保持稳定，经营活动现金流保持净流入；此外，受迈科商业中心投入使用影响，公司资产规模大幅增长。同时，联合评级也关注到公司贸易业务毛利率很低且有所下降、业务结构对单一品种依赖较高、国际业务面临一定汇率风险、资产受限比例高、债务负担重且短期偿债压力很大以及期间费用对营业利润侵蚀严重等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

未来，公司将通过金属全产业链布局获得更稳定的货源、良好的交易网络、较强的议价能力、良好的流动性和逐步提升的市场占有率，公司综合实力有望提升。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为 AA，评级展望维持“稳定”；同时维持“18 迈科 01”

和“18 迈科 02”的债项信用等级为 AA。

附件 1　西安迈科金属国际集团有限公司
组织结构图



附件 2　西安迈科金属国际集团有限公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	203.83	207.19	232.37	230.72
所有者权益（亿元）	47.60	48.78	61.21	61.94
短期债务（亿元）	70.99	82.12	102.76	106.76
长期债务（亿元）	16.90	18.05	18.97	18.62
全部债务（亿元）	87.89	100.16	121.73	125.38
营业总收入（亿元）	791.71	989.37	1,086.26	270.29
净利润（亿元）	2.52	2.62	2.49	0.73
EBITDA（亿元）	10.60	11.06	11.85	--
经营性净现金流（亿元）	6.02	6.82	4.60	4.48
应收账款周转次数（次）	67.65	68.63	59.34	--
存货周转次数（次）	37.67	42.68	45.70	--
总资产周转次数（次）	4.06	4.81	4.94	2.34
现金收入比率（%）	106.98	116.49	114.40	117.51
总资本收益率（%）	7.40	7.09	6.22	--
总资产报酬率（%）	5.12	5.10	5.03	--
净资产收益率（%）	5.47	5.44	4.52	2.37
营业利润率（%）	1.97	1.61	1.09	1.63
费用收入比（%）	1.38	0.98	1.14	1.30
资产负债率（%）	76.65	76.46	73.66	73.15
全部债务资本化比率（%）	64.87	67.25	66.54	66.93
长期债务资本化比率（%）	26.20	27.00	23.66	23.11
EBITDA 利息倍数（倍）	1.57	1.48	1.51	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.11	0.10	--
流动比率（倍）	0.86	0.79	0.80	0.80
速动比率（倍）	0.67	0.64	0.62	0.62
现金短期债务比（倍）	0.51	0.54	0.34	0.35
经营现金流动负债比率（%）	4.43	4.94	3.14	3.11
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.06	1.11	1.18	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、2019 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化；3、2016 年和 2017 年其他流动负债中的短期应付债券已计入公司短期债务；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3　有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2]×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本次公司债券偿债能力	
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+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。