

信用等级公告

联合[2018]762 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西安迈科金属国际集团有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2018 年公司债券（第二期）进行综合分析和评估，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拟公开发行的 2018 年公司债券（第二期）信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年六月六日

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

公开发行 2018 年公司债券（第二期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

债券发行规模：不超过 5 亿元（含）

本期债券期限：不超过 3 年（含），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

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2018 年 6 月 6 日

主要财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	185.87	203.83	207.19	230.71
所有者权益（亿元）	44.70	47.60	48.78	71.66
长期债务（亿元）	7.20	16.90	18.05	9.10
全部债务（亿元）	71.02	87.89	100.16	105.61
营业总收入（亿元）	710.09	791.71	989.37	216.13
净利润（亿元）	1.08	2.52	2.62	0.61
EBITDA（亿元）	6.16	10.60	11.00	--
经营性净现金流（亿元）	6.30	6.02	6.82	5.02
营业利润率（%）	0.85	2.12	1.61	1.58
净资产收益率（%）	2.68	5.47	5.44	--
资产负债率（%）	75.95	76.65	76.46	68.94
全部债务资本化比率（%）	61.37	64.87	67.25	59.58
流动比率（倍）	0.84	0.86	0.79	0.70
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.12	0.11	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.71	1.57	1.47	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.23	2.12	2.20	--

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、2018 年一季度财务报表未经审计；3、其他流动负债中的债务已计入公司短期债务。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对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”）的评级反映了公司作为国内电解铜贸易的龙头企业，在市场占有率、业务经验、全产业链、贸易业务风险控制等方面具有较强的竞争优势。同时，联合评级也关注到公司业务结构对单一品种依赖较高、贸易业务毛利率较低、面临汇率风险、债务规模持续扩大等因素对公司信用水平产生的不利影响。

未来随着公司向商品金融服务商转型、新建成自持物业的培育和在建自持物业项目的建成，公司收入和利润规模有望保持稳定，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司是国内最大的电解铜贸易商，业务经验丰富，市场占有率高，行业地位突出。

2. 公司同时经营有色金属的现货贸易和期货经纪业务，并投资了上游矿产资源及下游交易平台，具备全产业链优势。

3. 公司所有贸易业务均进行了套期保值或自然对冲，能够有效规避价格波动风险。

4. 公司存货主要是标准化的电解铜产品，可变现能力强；公司经营性净现金流状况较好，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，近年来电解铜价格波动幅度较大，对公司下游市场需求和毛利率水平造成一定影响。

2. 公司电解铜采购以进口为主，近年来人

民币汇率波动幅度较大，公司面临一定的汇率风险。

3. 公司受限资产规模较大，债务负担较重且短期债务压力较大，EBITDA 对利息的覆盖倍数较低。

分析师

张兆新

电话：010-85172818

邮箱：zhangzx@unitedratings.com.cn

李 锺

电话：010-85172818

邮箱：lil@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

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

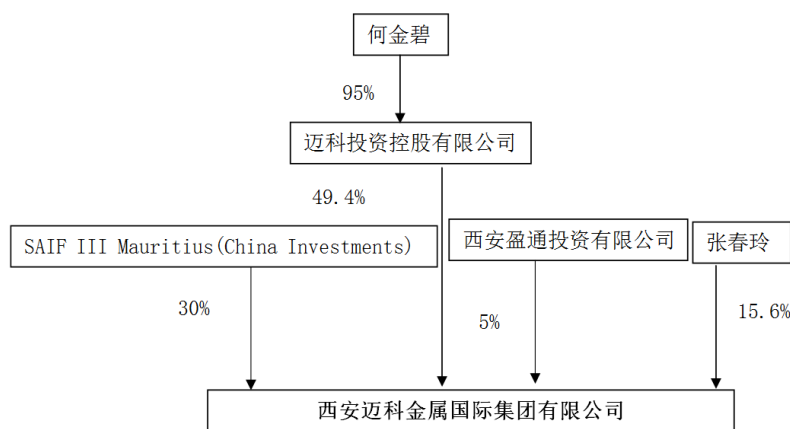
分析师：  李楠

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 3 月底，公司注册资本及实收资本为 13.67 亿元，直接控股股东为迈科投资控股有限公司，持股比例为 49.40%，实际控制人为何金碧和张春玲夫妻。

图 1 截至 2018 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。

公司经营范围：电线电缆、机电设备、金属材料（除专控、贵金属和重要工业原材料）、化工原料（除专控及易燃易爆危险品）的批发销售、代购、代销；计算机及软件的开发、销售（批发）；自有房产租赁，建筑材料、装饰材料、五金家电的销售（批发）及以上相关业务的咨询与服务（以上商品进出口不涉及国营贸易、进出口配额许可证、出口配额招标、出口许可证等专项管理商品；涉及专项规定管理的商品按国家有关规定办理）。

截至 2018 年 3 月底，公司本部设财务管理中心、行政中心、价格中心、投资管理部、战略发展部、铜业务部、铝铅锌业务部、金融事业部、项目发展部和信息技术部 10 个职能部门（见附件 1）；纳入公司合并范围的子公司共 29 家；在职员工 1,168 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 207.19 亿元，负债合计 158.41 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 48.78 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 40.99 亿元。2017 年，公司实现营业收入 989.37 亿元，净利润（含少数股东损益）2.62 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.93 亿元；经营活动产生的现金流量净额 6.82 亿元，现金及现金等价物净增加额 -6.79 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 230.71 亿元，负债合计 159.05 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 71.66 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 63.71 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 216.13 亿元，净利润（含少数股东损益）0.61 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.45 亿元；经营活动产生的现金流量净额 5.02 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.43 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、本次（期）债券及债券募集资金用途

1. 本次（期）债券概况

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2017]2301”号文核准，公司获准面向合格投资者公开发行面值总额不超过 10 亿元人民币的公司债券。2018 年 4 月 26 日，公司发行“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）”，债券简称“18 迈科 01”，债券代码“143617.SH”，发行规模 5.00 亿元，债券期限 3 年，附第 1 年末和第 2 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，票面利率为 7.50%。

本期债券名称为“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）”，是本次债券的第二期发行。本期债券的发行规模不超过 5 亿元（含 5 亿元），债券期限不超过 3 年（含 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。本期债券票面金额为 100 元，按面值发行。本期债券的发行票面利率将通过询价方式，由公司与主承销商协商确定利率区间，以簿记建档方式最终确定。债券票面利率采取单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券面向合格投资者公开发行。

本期债券不设担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于补充流动资金。

三、行业分析

公司主营业务为电解铜贸易和期货经纪，本文主要对电解铜贸易行业和期货行业进行分析。

1. 电解铜贸易行业

（1）行业概况

电解铜主要应用于电气、轻工、机械制造、建筑工业、国防工业等领域，在我国有色金属材料的消费中仅次于铝。将粗铜（含铜 99%）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”。

从全球资源储量来看，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 7.2 亿吨，从国家分布看，世界铜资源主要集中在智利、澳大利亚、秘鲁、美国、墨西哥、俄罗斯、印度尼西亚、波兰等国，合计资源储量约占全球铜资源储量的 80%以上，其中智利为铜资源储量大国，占比约为 29%；澳大利亚和秘鲁占比分别约为 12%和 11%。我国铜矿资源相对贫乏，铜储量占不到全世界铜储量的 5%，铜矿主要依赖进口。

2017 年，我国精炼铜（电解铜）消费量为 1,180.68 万吨，较上年增长 2.36%，2004 开始，我国铜消费量始终处于全球第一位，消费量占比 50%左右。国内电解铜供需缺口较大，为相关进出口贸易企业提供了较大的发展空间。

总体看，我国铜消费需求较大但铜矿资源较贫乏，铜主要依赖进口，产生了旺盛的贸易需求。

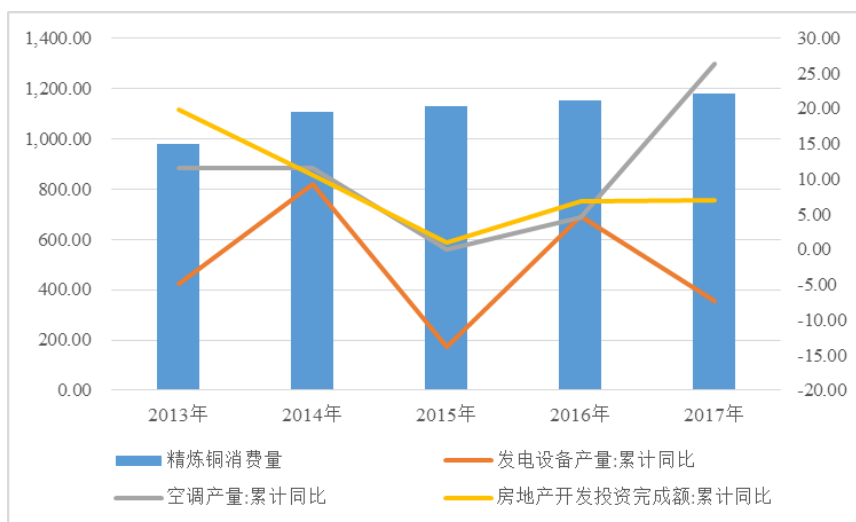
（2）行业供需

从上游来看，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%，对外依存度较大，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。2008 年金融危机之后，国内基础建设，电网投资都进入高速发展期，从而带动精炼铜消费，精炼铜年产量逐

年提高，2016 年，我国精炼铜产量同比上升 5.93%至 843 万吨；2017 年，受供给侧改革和环保政策影响，我国精炼铜产量 769 万吨，同比有所下滑。进口方面，2017 年，我国精炼铜进口量 324.38 万吨，同比下滑 10.62%，主要系 2016 年 11 月后铜价格上涨影响所致。

从下游来看，2013~2017 年，我国精炼铜消费量逐年增长，但增速放缓。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%，系中国最主要的电解铜消费领域；空调制冷消费约占 15.0%，交通运输消费约占 10.0%，建筑（房地产）消费约占 9.0%，电子行业消费约占 7.5%。近年来，受宏观经济增速放缓影响，铜下游行业增速整体呈下降趋势。2016 年下游需求行业有所回暖，我国发电设备产量和空调产量增速分别为 4.70%和 4.50%，房地产开发投资完成额增速为 6.90%。2017 年，房地产开发投资增速进一步提高，为 7.00%；发电设备产量波动较大，累计产量同比下滑，增速为-7.30%；但空调设备累计产量增速大幅提高至 26.40%，为五年来新高。

图 2 近年来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

总体看，我国电解铜原材料自给率较低，下游行业需求逐年稳定增长，但增速放缓，2017 年，我国发电设备产量波动下滑，但空调设备产量增速创五年来新高；从 2015 年开始，房地产投资增速处于上升趋势，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）价格变化

2014 年以来，由于下游市场需求减弱，铜行业整体价格趋弱，并在 2015 年 11 月跌落至近 5 年的最低点，铜价跌破 34,000 元/吨。2016 年以来，受下游行业需求回暖及政治因素影响，国内铜价逐步呈现出震荡上扬的走势，铜价由 2016 年初的 36,250 元/吨大幅增长至 2017 年底的 55,250 元/吨，未来铜价走势存在一定不确定性。但长期来看，中国城市化进程和工业化进程的持续进行，仍将对有色金属产品的中长期需求产生积极影响。

图3 近年来长江有色市场铜平均价



资料来源：Wind 资讯

总体看，我国铜价近几年来整体波动较大。2016 年以来，受下游行业需求回暖及政治因素影响铜价有所上升，未来铜价走势存在一定不确定性。

（4）行业竞争

目前，国内电解铜贸易市场形成以迈科金属、五矿有色金属股份有限公司（以下简称“五矿有色”）、万向资源有限公司（以下简称“万向资源”）等少数大型贸易商为主，其他中小贸易商为补充的竞争格局；2016 年，上述三家企业电解铜贸易量合计超过我国电解铜消费量的 25%，行业集中度较高。其中，迈科金属电解铜贸易量约占我国电解铜总消费量的 20%；电解铜进口量约占我国电解铜总进口量的 33%，是国内最大的电解铜贸易商，市场占有率高。

受电解铜进口体量、价格优惠以及风险承受能力影响，龙头企业相对于中小规模贸易商的优势明显，行业存在强者愈强的趋势。龙头企业之间在经营模式、销售渠道、专业程度方面相近，竞争相对激烈，但贸易品种侧重不同：迈科金属贸易品种主要为电解铜；五矿有色主要经营钨、锑、稀土等商品，兼营铜贸易；万向资源主要经营铝贸易，兼营铜贸易，销售网络多数集中于华东地区。

总体看，国内电解铜贸易行业集中度较高，龙头企业优势显著。

（5）行业政策

2016 年 12 月，国务院发布《2017 年关税调整方案》，该方案于 2017 年 1 月 1 日起开始执行。出口方面，10 余种铜加工材料出口关税均较 2016 年无变化，且其中 9 种材料出口关税为 0；进口方面，30 余种铜加工材料的进口税率较上年无变化，其中 22 种材料进口关税为 0。

2017 年 1 月，商务部发布《对外贸易发展“十三五”规划》，强调外贸结构进一步优化，发展动力加快转换，进一步提升外贸发展的质量和效益。

2017 年 7 月，中国正式向 WTO 提出将禁止 4 类 24 种固体废料的进口，其中，预计到 2018 年底，将完全禁止废铜进口。

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，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，但受其体量限制，影响力一般。

（6）行业关注

以铝代铜

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。

（7）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 2017 年保持较好态势，新能源汽车等领域也相继发挥需求潜力，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。

2. 期货行业

（1）行业概况

期货是指以某种大宗商品或金融资产为标的可交易的标准化合约。期货合约是期货交易所统一制定的、规定在将来某一特定的时间和地点交割一定数量标的物的标准化合约。期货合约包括商品期货合约、金融期货合约及其他期货合约。期货合约中的标的物即为期货品种，期货品种既可以是实物商品，也可以是金融产品。标的物为实物商品的期货合约称作商品期货，标的物为金融产品的期货合约称作金融期货。

目前我国共有 4 家期货交易所，分别是上海期货交易所（以下简称“上期所”）、郑州商品交易所（以下简称“郑商所”）、大连商品交易所（以下简称“大商所”）和中国金融期货交易所（以下简称“中金所”），2012 年以来我国期货交易所陆续推出众多期货新品种，截至 2017 年底，我国上市交易所的期货品种已超过 50 个，以商品期货为主。

2015 年，全国期货市场累计成交量为 3,578 百万手，同比增长 42.78%；全国期货市场累计成交额为 554 万亿元，同比增长 89.81%。2016 年，全国期货市场累计成交量为 4,137.77 百万手，同比增长 15.65%；累计成交额为 195.63 万亿元，同比下降 64.70%。2017 年，全国期货市场累计成交量为 30.76 亿手，累计成交额为 187.9 万亿元，同比分别下降 25.66%和 3.95%；2015 年下半年起，监管机构加强对股指期货的监管，股指期货交易一度暂停，由于股指期货价格较高，2016 年全国期货市场成交额大幅缩减，2017 年延续下滑趋势。未来随着期货市场秩序的逐步规范，全国期货交易规模有望提升。

总体看，中国期货市场以商品期货交易为主，近年来，受监管机构加强监管影响，成交规模不断下滑，未来随着期货市场秩序的逐步规范，全国期货交易规模有望提升。

（2）行业监管

根据《公司法》、《期货交易管理条例》、《期货公司监督管理办法》等相关法律法规和规章制度的规定，目前我国期货行业形成了由中国证监会、中国证监会各地派出机构、中国期货业协会、

各类期货交易所和中国期货市场监控中心共同组成的集中监管与自律管理相结合的“五位一体”监管体系。

从准入壁垒来看，目前，我国期货行业准入管制包括设立期货公司的审核批准、经营期货业务许可证的颁发，以及对不同监管类别期货公司实施差异化监管等诸多方面的规定。

根据《期货公司风险监管指标管理办法》及相关法律法规的规定，期货公司扩大业务规模、经营各类业务的资格条件与其净资本规模挂钩。根据中国证监会 2013 年 2 月 21 日修订的《期货公司风险监管指标管理办法》规定，期货公司应持续保持净资本不得低于 1,500 万元；同时，《期货公司风险监管指标管理办法》还对净资本、净资产等指标与负债、客户权益总额、各项业务的风险资本准备和公司的风险资本准备等指标的比例进行了严格的规定和限制。随着期货行业规模的快速增长，期货品种的增加，现行的净资本监管制度无法满足现有的业务发展需求及风险监控，因此 2016 年 10 月 28 日证监会就《期货公司风险监管指标管理办法》公开征求意见，对该办法的第二次修订，最为重要的是净资本要求，由过去的最低 1,500 万提高至 3,000 万元，加强结算风险。同时按流动性、可回收性及风险度大小进一步细化资产调整比例，提高净资本计算的科学性；调整资产管理业务风险资本准备计提范围与计提标准，提升风险覆盖全面性；鼓励期货公司多渠道补充资本，允许期货公司将次级债按规定的比例计入净资本；进一步强化对期货公司的监管要求，加大监管力度。

随着我国期货行业规范度的不断提高，中国证监会逐步推出各类创新业务，包括金融期货结算业务、中间介绍业务、期货投资咨询业务、境外经纪业务、资产管理业务、风险管理服务业务、基金代销业务等，期货公司业务逐渐呈现多元化发展趋势。2014 年 9 月中国证监会发布了《关于进一步推进期货经营机构创新发展的意见》，其中明确提出“支持期货公司与其他金融机构在风险可控的前提下以相互控股、参股的方式探索综合经营”，明确指向了期货公司通过市场化改革发展多元化业务的方向。

总体看，期货行业监管政策进一步完善，确立了核心净资本的重要性，逐渐放开监管，推进期货公司进一步多元化发展。

（3）行业关注

行业尚未成熟，国际竞争力弱

期货行业相比证券和基金行业来说，尚处于创新发展阶段，各方面的监管都不规范，这使得行业的风险很大，市场不够平稳。例如，由于 A 股大幅下跌而引起广泛关注的股指期货以及期货市场配资问题。此外，随着我国大宗商品市场对全球市场影响加重、我国二级市场波动加剧更加复杂以及期货行业对信息系统交易软件的过度依赖，行业还面临竞争风险、信用风险以及操作风险。目前，国内期货市场的参与者大部分不够成熟，在交易的过程中，投机心态明显，导致我国期货价格与现货价格背离，期货无法发挥正常的套期保值和价格发现功能。

期货公司过度依赖传统经纪业务，抵御风险能力较弱

国内期货行业主营商品期货经纪和金融期货经纪等传统业务，境外期货经纪、期货投资咨询、商品交易顾问、资产管理及金融衍生品开发运用等业务还处于起步阶段，收入贡献比重较低，经纪业务收入是期货公司的主要收入来源，对商品市场和金融市场行情的依赖性很强。业务模式单一使得期货公司在抵御风险方面普遍薄弱。期货公司各项业务与股票市场联动性强，股票市场的波动对期货市场影响显著。

专业人才缺乏制约行业发展

面对国际市场的挑战，一方面，由于我国期货行业发展起步较晚，我国的专业投资管理公司和专业的经纪人队伍还没有建立和规范起来，实际投资大部分由投资者自行完成，其投资行为缺乏专

业性。专业人才是期货公司的重要资源，期货行业持续处于人才短缺状态。而随着原油、期权等新品种的推出，投资咨询、资产管理、风险管理服务等新业务的扩展，研究咨询、金融工程、量化交易、信息技术和国际营销等方面的专业人才紧缺问题将越来越突出，制约行业发展。

（4）行业发展

从行业格局来看，随着证监会不断推进以净资本为核心的风险管理指标体系，以及对期货公司分类监管思路的贯彻实施，行业集中度将进一步提升。我国期货市场的管制在风险可控、规范发展的基础上逐渐放松，监管机构大力推动期货行业发展的思路逐步明确，目前已陆续推动期货产品和业务创新。期货公司的境外期货经纪业务已开始试点，代理基金销售业务、期货投资咨询业务、资产管理业务及通过设立子公司开展的风险管理服务业务等创新业务已逐步开展。此外，期货公司做市等业务正在积极推进中，期货公司的业务范围有望将得到进一步拓展。上述创新业务与其他创新举措的推出，将共同推动我国期货行业走向多元化的业务模式；境外期货业务已在稳步推进过程中，随着境外期货业务的发展壮大，国内期货公司在充分挖掘国内市场潜力的同时，亦会将战略目光投向海外市场，进行海外市场的网点和业务布局。

总体看，期货行业集中度进一步提升，在监管机构利好政策的影响下，业务创新及境外期货业务也将逐渐开展。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司主营业务涵盖铜金属贸易、期货经纪、物流服务等领域，是一家国际化大型民营企业集团。在金属贸易方面，公司是我国电解铜贸易领域规模最大、地位最高的企业之一，市场占有率高，居于行业龙头地位。2016年，公司电解铜贸易量 205.79 万吨，约占我国电解铜总消费量的 20%。2017 年，公司电解铜贸易量 213.35 万吨，其中进口量约 120 万吨，约占我国电解铜总进口量的 37%。

历经 20 多年的发展，公司以西安为总部，建立了上海、广州、深圳、成都、北京、大连地区公司或办事处，形成了覆盖全国的现货贸易网络。公司具备贸易平台优势，拥有现货贸易平台、境外公司平台、期货经纪平台、与国际主力有色金属贸易商和基金管理公司合资组建的基金管理平台及稳定的商品供应平台，完整的贸易平台使公司具备全方位的贸易能力。公司具备全产业链优势，不仅提供有色金属贸易，还创建了综合服务交易平台，金融服务商、物流服务商、保险服务商、中介机构都能在综合服务交易平台上参与市场交易综合服务。

公司下属子公司迈科期货有限公司（以下简称“迈科期货”，证券代码“870593.OC”）是新三板上市公司，是全国具有较大影响力的期货公司之一。迈科期货是上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所和中国金融期货交易所的交易会员，除西安本部外，还在上海、北京、成都、大连、深圳、青岛、郑州、榆林、杭州等地设有 10 个营业部。根据 2017 年中国期货业协会公布的期货公司分类评价结果，迈科期货被评为 BBB 级，在全国 149 家期货公司中排名 47 位。

2017 年，在由中国企业联合会、中国企业家协会发布的“2017 中国企业 500 强”榜单上，公司排名第 190 位；在“2017 中国服务业企业 500 强”榜单上，公司排名第 81 位；在由全国工商联发布的“2017 中国民营企业 500 强”榜单上，公司排名第 39 位；在“2017 中国民营企业服务业 100 强”榜单上，公司排名第 17 位。

总体看，公司是国内最大的电解铜贸易商，业务经验丰富，具备贸易平台优势和全产业链优势，子公司迈科期货是国内具有较大影响力的期货公司之一。

2. 人员素质

截至 2018 年 3 月底，公司高级管理人员共 6 人，均具备多年从业经验，管理经验和行业经验丰富。

公司董事长兼总经理何金碧先生，1964 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，香港中文大学 EMBA。何金碧先生是公司创始人，自 1993 年以来任公司董事长及总经理。

截至 2018 年 3 月底，公司在职工工 1,168 人。其中，按专业类别分类，技术人员占 27.36%，销售人员占 31.03%，财务人员占 17.97%，生产人员占 15.16%，行政人员占 8.48%。按教育程度分类，本科及以上学历占 56.88%，大专占 19.56%，中专及其他占 23.56%。

总体看，公司高级管理人员具备多年的行业管理经验；公司员工构成较合理，能够满足目前经营需要。

五、公司管理

1. 治理结构

按照《公司法》及公司章程规定，公司设置了董事会及其专业委员会、监事会和经理层，治理结构较完善。

公司不设股东会。作为中外合资经营企业，公司股东分为原股东和外资股东，原股东为迈科投资控股有限公司、西安盈通投资有限公司和张春玲，外资股东为 SAIF III Mauritius (China Investments) Limited（以下简称“赛富中国”）。根据公司章程约定，赛富中国享有优先购买权、共同出售权、重大事项否决权、赎回权、新增注册资本的优先认缴权、信息权等特殊权利。

公司设董事会，由 9 名董事组成，赛富中国有权委派 2 名董事，其他股东有权共同委派 7 名董事。公司设董事长 1 名，副董事长 1 名，董事长由原股东委派，副董事长由赛富中国委派。董事任期三年，经原委派方重新委派可以连任。董事会下设风控委员会、价格委员会和薪酬委员会三个专业委员会。董事会是公司的最高权力机构，决定公司的一切重大事宜，部分重大事项必须经全体董事会成员一致表决通过方能生效，如公司章程的任何修改、公司增加或减少注册资本、公司对外提供保证担保或重大资产的抵押等。

公司设监事会，由 3 名监事组成，赛富中国、原股东和职工代表各委派 1 名，任期三年，经原委派方重新委派可以连任。监事会设主席 1 人，副主席 1 人，监事会主席由原股东委派的监事担任，副主席由赛富中国委派的监事担任。监事会负责检查公司财务，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等。

公司设总经理 1 名，由董事会聘请，任期三年，可连聘连任。总经理向董事会全面负责，负责主持公司日常的经营管理工作，组织公司经营活动。

总体看，公司治理结构较完善，运作较规范，能够满足公司正常经营需要。

2. 管理体制

截至 2018 年 3 月底，公司本部设财务管理中心、行政中心、价格中心、投资管理部、战略发展部、铜业务部、铝铅锌业务部、金融事业部、项目发展部和信息技术部 10 个职能部门。公司下属各部门职能划分明确，并按有关规定建立了涉及贸易管理、财务管理、投资项目管理、风险管理等方面的内部控制制度。

贸易管理方面，公司建立了经营分析会制度，通过经营分析例会传达及通报有关文件精神及宏

观经济信息等影响公司经营的外部信息；总结、汇报、分析主要财务指标及其变动原因和趋势，以及业务指标完成情况；分析大宗商品贸易、市场结构和盈利变动情况；分析新商品、新市场开发情况等。为加强现货管理，规范货物购销，公司制定了《存货管理制度》，对存货的计量和管理进行了详细规定。

财务管理方面，公司总部负责财务管理职能，各子公司财务部负责具体的会计核算职能。公司建立健全了各项财务规章制度，定期进行培训，子公司财务负责人实行集团统一任命制度以及轮换制。公司财务管理总部负责集团统一融资业务，由集团统一向商业银行贷款，根据需要分配给成员企业使用。

投资项目管理方面，公司制定了《项目投资决策管理制度》，投资决策委员会是公司最高的投资决策机构，是公司投资决策的平台，协助总经理对投资项目进行集体审议。同时，由跨部门副总裁及相关人员组成的职能审核小组负责项目财务、人力、风险等各角度的专业审核，由运营管理中心负责会议的组织和跟进。

风险管理方面，针对正常贸易活动产生的合同风险、商品价格波动风险，公司设立了风险控制部，专门针对各种风险制定相应的规范和条例，在公司统一的信息沟通平台上进行实时、统一、全面的监管和协调。公司董事会根据具体情况，定期制定基本风险指标并授权风险控制委员会在风险指标达到或即将达到时，有权对风险头寸采取强制措施，以确保公司的价格风险始终处于可测、可控的状态下。

对外担保管理方面，公司规定原则上不对外担保，对外担保事项需经董事会全体成员审议通过。

总体看，公司职能部门齐全，内部管理制度较完善，实际运行情况良好。

六、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。2015~2017 年，公司分别实现营业收入 710.09 亿元、791.71 亿元和 989.37 亿元，逐年增长，主要系电解铜价格上涨及公司电解铜贸易量扩大所致；分别实现净利润 1.08 亿元、2.52 亿元和 2.62 亿元，同样呈逐年增长态势。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电解铜贸易	697.15	98.18	0.41	758.36	95.79	1.73	981.70	99.22	1.46
铝铅锌等其他贸易	10.25	1.44	6.34	30.12	3.80	2.49	5.08	0.51	0.59
期货手续费及利息净收入	1.26	0.18	29.36	1.41	0.18	15.60	1.44	0.15	43.27
其他业务收入	1.43	0.20	95.10	1.82	0.23	91.21	1.15	0.12	97.91
合计	710.09	100.00	0.74	791.71	100.00	1.99	989.37	100.00	1.57

资料来源：公司提供

从收入构成来看，2015~2017 年，电解铜贸易始终是公司主要收入来源，占比均在 95%以上，贸易收入逐年增长；铝铅锌等其他贸易收入波动减少，2016 年收入增长主要系铝锭贸易额增长所致，2017 年收入大幅减少主要系铝产能过剩、铝行业景气度较低，公司减少铝锭贸易量，专注电解铜贸易所致；期货手续费及利息净收入逐年增长，其中手续费收入和利息收入均逐年增长，主要系迈科

期货业务规模扩大所致；其他业务收入主要包括房租收入、原材料销售收入¹和收取客户票据利息收入等，近三年呈波动减少态势，2017 年收入减少主要系西安迈科国际大厦通过资产证券化项目出表、相应租金收入不再纳入公司合并范围所致。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，2015~2017 年，公司电解铜贸易毛利率波动上升，主要系近三年铜价大幅波动，市场价格走势影响现货升贴水差价，从而影响公司毛利率所致，该毛利率波动范围属于正常区间；铝铅锌等其他贸易毛利率逐年下降，主要系现货升贴水波动所致；期货手续费及利息净收入毛利率波动上升，2016 年毛利率下降主要系迈科期货新三板上市管理费用增加，以及为拓展业务规模，在营销政策上给予客户价格折扣与折让所致，2017 年毛利率大幅上升主要系迈科期货客户已趋于稳定，逐步减少收费减免、恢复正常手续费率，以及交易所加大了返还力度所致；其他业务毛利率维持很高水平。综上，近三年，公司综合毛利率分别为 0.74%、1.99%和 1.57%，处于较低水平。

从毛利润构成来看，2015~2017 年，电解铜贸易是公司主要毛利润来源，毛利润占比分别为 54.55%、83.34%和 88.98%；期货手续费及利息毛利润占比分别为 6.99%、1.37%和 3.87%；其他业务毛利润占比分别为 25.99%、10.57%和 6.96%，公司其他自持物业的租金收入为公司提供了较稳定的利润来源。

2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 216.13 亿元，较上年同期增长 11.89%，主要系电解铜价格较上年同期上涨所致；随着营业总收入增长，公司实现净利润 0.61 亿元，较上年同期增长 6.32%。

总体看，公司收入主要来自电解铜贸易，随着电解铜价格的上涨和公司贸易量的扩大，近三年公司收入及利润规模逐年增长，但贸易业务的性质使得公司毛利率处于较低水平。

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，具备全产业链优势。公司同时经营有色金属的现货贸易和期货经纪业务，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。2015~2017 年，公司电解铜贸易量逐年增长，主要系公司业务规模扩大所致；电解铜贸易额逐年增长，一方面系贸易量增长所致，另一方面系电解铜价格于 2016 年末快速上涨所致。公司铝锭贸易规模较小。2018 年 1~3 月，公司电解铜贸易量 49 万吨，贸易额 215.67 亿元。公司各品种的贸易模式类似，下文主要针对电解铜贸易进行分析。

表 2 公司金属贸易业务情况（单位：万吨、亿元）

贸易品种	2015 年		2016 年		2017 年	
	贸易量	贸易额	贸易量	贸易额	贸易量	贸易额
电解铜	190.56	697.15	205.79	758.36	213.35	981.70
铝锭	6.40	5.07	18.95	21.58	3.88	5.08
锌锭	--	--	0.45	0.85	--	--
合计	196.96	702.22	225.19	780.79	217.23	986.78

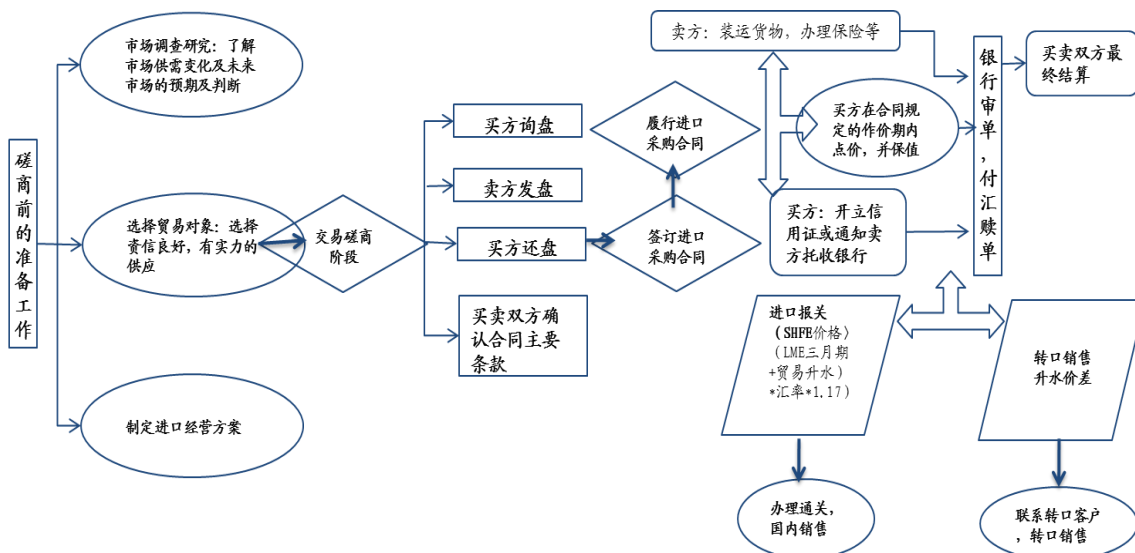
资料来源：公司提供

¹原材料销售收入主要系子公司上海鑫冶铜业有限公司回收的废铜中，存在部分价值较高的下脚料等，公司将这部分予以销售获取收入。

定价方面，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，具体价格由买方点价决定。点价（或作价）是指以某月份的期货价格（国际交易依据伦敦商品交易所价格，国内交易依据上海期货交易所价格）为计价基础，以期货价格加上或减去双方协商同意的升贴水来确定双方买卖现货商品价格的交易方式。点价期一般为 1~2 个月，当买方认为当前价格合理时，可进行点价，确定最终价格。点价期长短由交易双方协商确定，对于中小客户，公司一般能够压缩点价期，从而加快回款速度。近三年，随着下游中小客户增加，公司给予客户的点价期整体有所缩短。

在实际操作中，客户交单后，供货商以临时交单价（交单当日盘中价格）发货给客户，客户付款计入供货商“预收款项”科目，计入客户“预付款项”科目。当客户点价后，根据最终价格多退少补，供货商确认营业收入，客户确认营业成本。若资产负债表日在点价期内，临时交单价和资产负债表日盘中价的差额计入供货商和客户的应收账款或应付账款。在采购流程中，公司作为客户，产生了较大规模的预付款项、应付账款、应收账款等；在销售流程中，公司作为供货商，产生了较大规模的预收款项、应收账款、应付账款等。此外，外贸和期货套期保值涉及多种保证金，公司收取和缴纳的保证金规模均较大。

图 4 公司电解铜外贸流程



资料来源：公司提供

采购方面，公司分进口采购和国内采购，进口采购额约占比 60%，以进口采购为主。公司上游供应商主要为国际知名的大宗商品供应商，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。公司与供应商一般签订长单合同，合同中约定全年供货安排，但由于采购长单与销售长单在数量上并不完全匹配，公司也需要经常性地零单采购。供应商一般负责将货物运送至目的港口，公司负责将货物运送至仓库。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 3%。2017 年，公司对电解铜前五大供应商的采购量合计占比 60.91%，采购集中度较高，主要供应商包括 Glencore International AG、RBS SEMPRA/JP MORGAN、Traficore PTE 等。2015~2017 年，公司电解铜采购量逐年增长；采购均价波动增长，2016 年有所下降主要系电解铜价格仅在年末快速上涨所致，2017 年大幅上升主要系电解铜价格全年呈上涨态势所致。2018 年 1~3 月，公司电解铜采购均价较上年均价有所下滑。

表 3 公司电解铜贸易购销情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
采购量	187.32	208.24	216.97	52.61
采购均价	36,433	36,214	45,339	43,218
销售量	190.56	205.79	213.35	49.14
销售均价	36,584	36,852	46,013	43,892
平均贸易价差	151	638	674	674

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。转口销售是指在获得货权后联系其他买家将货权转卖，公司从中获得一定升水差价。进口国内销售是指公司在境外经过贸易获得货物后，进入我国海关报关并办理相关手续，在国内销售赚取利润。

具体来看，当电解铜国外价格高于国内价格时，公司直接在保税区进行转口贸易，转口贸易的客户主要包括长三角、珠三角等保税区的来料或进料加工企业等。由于大宗商品点价模式的特殊性，存在“采购先定价、销售后定价”和“销售先定价、采购后定价”两种情况。前者是指采购后不立即销售，而是通过期货保值锁定利润，销售时进行平仓；后者是指背对背点价，当销售客户点价时，公司同时进行采购点价，实现自然对冲，减少期货交易手续费占用及保证金占用。

当电解铜国内价格高于国外价格时，公司报关进口国内销售，报关销售同样存在“采购先定价、销售后定价”和“销售先定价、采购后定价”两种情况，后者主要适用于交货快的货物销售。

公司销售结算模式包括信用证、D/P²、T/T³等多种模式，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。公司销售网络覆盖全国，在上海、深圳分别设置销售中心。公司下游客户总量 300 多家，2017 年前五大客户销售额合计占比 20.08%，客户集中度一般。2015~2017 年，公司电解铜销售量及销售均价逐年增长。近年来，公司电解铜客户结构发生较大变化，2014~2015 年铜价大幅下跌导致行业洗牌，公司吸纳了较多中小规模的新客户。由于中小客户地域分布较分散，公司仓储成本大幅增长，但另一方面，公司相对于中小客户具有较大的话语权，能获取较高的升水差价。

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。与一般商品的贸易模式不同，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。除升水差价外，利用现货市场和期货市场价之间的差异，以及采购和销售之间点价期限的不同，公司的利润来源还有基差差价、点价期差价等。2015~2017 年，随着贸易量的逐年扩大，公司电解铜销售利润逐年增长，其中 2016~2017 年期货收益持续为负值。2018 年 1~3 月，公司电解铜贸易利润 3.03 亿元，期货收益仍为负值。基于套期保值的性质，在 2016 年以来电解铜价格大幅波动的情况下，公司通过套期保值损失了一部分利润，但控制了价格风险。

表 4 公司电解铜贸易利润分布情况（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
现货毛利润	2.86	13.12	14.40	3.31
期货收益	2.73	-2.23	-2.61	-0.28
合计	5.59	10.89	11.79	3.03

资料来源：公司提供

² 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。

³ 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。

为应对进口、转口贸易结算项下的汇率波动风险，公司设置专人每日关注境内外人民币即远期汇率，并结合自身业务特点，相应采用境内外成熟的银行金融产品和金融衍生工具，对单笔业务的汇率风险进行防范与对冲。例如，公司可通过远期结售汇（DF）与无本金交割远期外汇交易（NDF）的有效组合，进行汇率波动止损。此外，2014 年起，公司制定并执行了防范汇率风险的相关原则：尽量不做错币种交易；如有错币种交易坚决锁定汇率；所有美元负债在总量上必须与转口美元收入相匹配，所有人民币负债在总量上必须与人民币收入相匹配。

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，2015~2017 年，电解铜产量分别为 5.90 万吨、5.85 万吨和 5.25 万吨，产销率保持 100%，销售给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 2018 年 3 月底，公司对青峡铝业股份有限公司投资 5.00 亿元，对陇川云龙稀土开发有限公司投资 0.92 亿元，对金川迈科金属资源有限公司投资 3.66 亿元。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”）是由公司与陕西金融控股集团有限公司、厦门信达股份有限公司、北银丰业资产管理有限公司等出资 10 亿元共同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。

总体看，公司有色金属贸易业务具备全产业链优势；通过独特的点价模式以及全部交易进行保值，公司能够有效控制价格风险，升水差价是公司较稳定的利润来源，为应对进口、转口贸易中的汇率波动风险，公司采取了相应风险防范措施；公司电解铜贸易规模大、风险低、利润薄。

3. 期货业务

公司主要通过子公司迈科期货经营期货业务。借助公司本部在电解铜现货贸易领域内的资深背景，迈科期货在电解铜期货经纪方面具有较大竞争力，现货交易与期货经纪一定程度上可共享客户资源。截至 2017 年底，迈科期货资产总额 29.48 亿元，净资产 6.96 亿元；2017 年，迈科期货实现营业收入 2.40 亿元，净利润 0.50 亿元。

迈科期货利润来源主要是期货经纪手续费收入和客户保证金利息收入。2015~2017 年，迈科期货手续费收入逐年增长，其中 2016 年增长主要系交易量增长所致，2017 年增长主要系上调收费标准所致。2015~2017 年，迈科期货交易额逐渐减少，2015 年交易额规模较大主要系上半年价格较高的股指期货成交量较大所致，2015 年下半年起股指期货受到从严管控、成交量大幅减少，2016~2017 年价格相对较低的商品期货成交量占比较大，迈科期货交易额下降。随着客户保证金的扩大，近三年，迈科期货利息收入逐年增长，整体较稳定。

表 5 迈科期货经营情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年
成交量（万手）	2,735	4,253	3,387
交易额（亿元）	24,667.41	19,554.45	18,115.09
手续费收入（万元）	5,130.73	6,356.08	8,502.25
利息收入（万元）	4,542.76	4,831.18	6,572.68

资料来源：公司提供

总体看，公司期货业务与现货业务一定程度上可共享客户资源，有利于公司电解铜产业链的完善，为公司提供较稳定的手续费收入和利息收入。

4. 自持物业

公司自持物业主要包括位于西安市高新区的西安迈科国际大厦、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。2017 年，西安迈科国际大厦作为资产证券化项目中的基础资产而出表，其租金收入不再纳入公司合并范围。

2015~2017 年，深圳迈科自有房产出租率稳定在 100.00%。2016 年，中西部陆港金融小镇开始运营，截至 2017 年底出租面积 9.79 万平方米，出租率为 31.42%，仍处于培育期。2015~2017 年，公司自持物业租金收入波动减少，2016 年租金收入增长主要系中西部陆港金融小镇开始运营所致，2017 年租金收入减少主要系西安迈科国际大厦出表所致；公司平均租金水平逐年下降，主要系中西部陆港金融小镇仍处于培育期、公司为租金提供了较多优惠政策，以及租金水平较高的西安迈科国际大厦出表所致。

表 6 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
2015 年	西安迈科国际大厦	2.92	88.57	3,095.54	85.70
	深圳迈科自有房产	0.09	100.00		
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		

资料来源：公司提供

中西部陆港金融小镇位于西安市国际港务区。为鼓励企业入驻，西安国际港务区管理委员会发布了《西安国际港务区科技型中小企业培育扶持暂行办法》和《西安国际港务区关于扶持电子商务产业发展的暂行办法》，对入驻企业在办公房租、物业、税收、服务费、配套服务等方面给予补贴，上述政策对于公司中西部陆港金融小镇项目引进和培育租户起到了积极的推动作用。此外，公司参股公司大商道位于中西部陆港金融小镇内，大商道对于客户企业和中介机构的入驻起到带动作用，有助于中西部陆港金融小镇打造区域性的金融中心。但目前中西部陆港金融小镇出租率仍较低，存在一定的经营风险，对其估值可能造成不利影响。

截至 2018 年 3 月底，迈科商业中心已完工并投入使用，由在建工程转入投资性房地产科目，根据正衡评报字[2018]第 074 号，评估值为 49.84 亿元，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。随着迈科商业中心的投入使用并逐渐培育，公司租赁收入有望大幅增长。

总体看，公司自持物业规模较大，主要位于西安市，目前整体出租率一般，中西部陆港金融小镇出租率较低；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. 经营效率

2015~2017 年，在电解铜价格持续上涨的环境下，公司营业收入增长较快，应收账款周转次数和存货周转次数均逐年上升，2017 年分别为 68.63 次和 42.68 次；同期，公司总资产周转次数波动上升，分别为 4.22 次、4.06 次和 4.81 次，2016 年小幅下降，主要系公司进行自持物业的投资、总资产规模增长较快所致，2017 年有所上升，主要系西安迈科国际大厦出表所致。

总体看，作为大宗商品贸易商，公司经营效率尚可。

6. 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

公司贸易和期货品种均以电解铜为主，其他贸易品种目前规模较小，国内及国际对电解铜的需求量对公司经营有重大影响，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。

7. 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，发挥协同效应，实现收益最大化。公司通过金属全产业链布局获得稳定的货源、良好的交易网络、很强的议价能力、良好的流动性和逐步增加市场占有率。公司对上游产业的投资在将来有望获得可观的资本利得收益，通过期货经纪配合金属贸易的“期现结合”模式，规避价格波动的风险，赚取较稳定的收益。同时，公司将进一步利用“厂-贸-银”的关系，以“固定佣金制”的方式拓展利润空间。此外，公司还涉足下游的电商平台交易及仓储物流业务，未来将逐渐从贸易商转变为做市商的角色，增强市场参与度。未来在电商平台、物流市场等高利润板块陆续运营后，公司盈利能力有望大幅提升。

第二，公司将通过基金、证券化等公开市场多种方式，对前期投资的长期资产（固定资产）实现出表退出，优化公司资产与负债结构，提升长期负债的比例，为公司的后续发展打下基础。

第三，公司将通过引进外部大型企业集团参股子公司，实现优势互补、强强联合，进一步强化公司的行业地位与抗风险能力。

总体看，未来公司将进一步拓展和深化有色金属全产业链，转型为商品金融服务商，服务收入有望成为公司新的利润增长点，发展战略切实可行。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2015~2017年合并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意见的审计结论。公司2018年1~3月财务数据未经审计。公司财务报表按照财政部于2017年4月发布的《企业会计准则第42号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》（财会[2017]13号）以及同年5月修订的《企业会计准则第16号——政府补助》（财会[2017]15号）规定进行编制。

从合并范围看，2016年，公司新增子公司4家，减少子公司2家；2017年，新增子公司6家，减少子公司2家；2018年1~3月，公司合并范围新增子公司1家；截至2018年3月底，公司合并范围子公司共计29家。由于公司主营业务未发生变化，合并范围变动的子公司规模不大，对财务数据影响较小，财务数据可比性强。

截至2017年底，公司合并资产总额207.19亿元，负债合计158.41亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计48.78亿元，其中归属于母公司所有者权益合计40.99亿元。2017年，公司实现营业收入989.37亿元，净利润（含少数股东损益）2.62亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.93亿元；经营活动产生的现金流量净额6.82亿元，现金及现金等价物净增加额-6.79亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额230.71亿元，负债合计159.05亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计71.66亿元，其中归属于母公司的所有者权益63.71亿元。2018年1~3月，公司实现营业总收入216.13亿元，净利润（含少数股东损益）0.61亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.45亿元；经营活动产生的现金流量净额5.02亿元，现金及现金等价物净增加额0.43亿元。

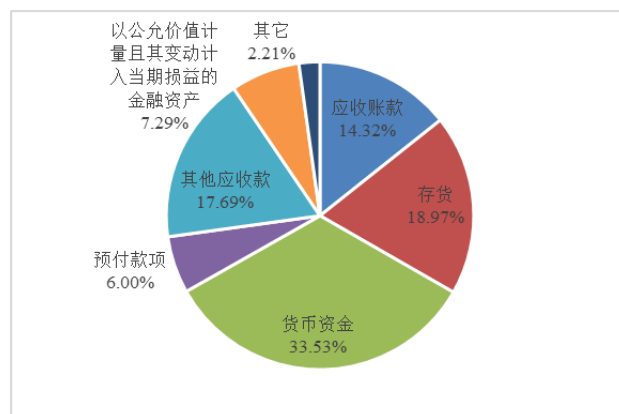
2. 资产质量

2015~2017年，随着业务规模扩大，公司资产总额呈逐年增长态势，年均复合增长5.58%。截至2017年底，公司资产总额207.19亿元，较年初小幅增长1.65%；其中，流动资产占52.43%，非流动资产占47.57%，两者占比相近。

（1）流动资产

2015~2017年，公司流动资产有所波动，年均复合减少0.33%。截至2016年底，公司流动资产合计116.29亿元，较年初增长6.35%，主要系存货增长所致。截至2017年底，公司流动资产108.63亿元，受其他应收款和存货减少影响，较年初下降6.59%；以货币资金（占33.53%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占7.29%）、应收账款（占14.32%）、预付款项（占6.00%）、其他应收款（占17.69%）和存货（占18.97%）为主，具体情况如下图所示。

图 5 截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司货币资金波动增长，分别为 34.51 亿元、32.28 亿元以及 36.42 亿元，年均复合增长 2.72%，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。截至 2017 年底，公司货币资金较年初增长 12.83%，其中，以银行存款（占比 50.40%）和其他货币资金（占比 49.58%）为主；使用权受限制的货币资金 14.77 亿元，系承兑汇票、贷款、信用证保证金，占货币资金总额 40.55%，受限规模较大。

2015~2017 年，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产波动增长，分别为 2.75 亿元、2.60 亿元和 7.92 亿元，年均复合增长 69.82%；截至 2017 年，该项资产较年初增长 204.34%，主要系公司加大对二级市场股票、基金投资所致，公司面临一定的公允价值波动风险。

由于大宗商品点价模式的特殊性，点价期内作价差额计入公司应收账款，该差额由临时交单价与资产负债表日盘中价的差额产生。2015~2017 年，随着电解铜价格上涨以及贸易规模的扩大，公司应收账款逐年增长，年均复合增长 22.41%。截至 2017 年底，公司应收账款 15.55 亿元，较年初增长 26.35%；其中，按账龄分析法计提坏账准备的应收账款余额占比 74.70%，公司应收账款账龄以 1 年以内为主（占比 99.56%），累计计提坏账准备 0.56 亿元，考虑到应收账款的性质主要系货款计量作价差额，计提较为充分；截至 2017 年底，公司应收账款余额前五名合计 4.63 亿元，占比 28.70%，集中度一般。

公司预付款项主要是在点价期内按临时交单价预付给上游供应商的货款。2015~2017 年，公司预付款项逐年下滑，年均复合减少 17.29%，主要系年底时点结算正常波动所致。截至 2017 年底，公司预付款项 6.52 亿元，较年初减少 25.12%。

2015~2017 年，公司其他应收款逐年减少，年均复合减少 25.82%。截至 2016 年底，公司其他应收款 31.78 亿元，较年初减少 8.99%，主要系中西部商品交易中心项目完工，原计入其他应收款中的未结算款项相继结算所致。截至 2017 年底，公司其他应收款 19.21 亿元（以各类合同执行保证金、押金为主，占比 72.35%），较年初减少 39.54%，主要系公司年底时点对全年贸易合同项下的保证金清算所致；公司其他应收款余额前五名合计 13.55 亿元，占比 68.86%，集中度较高，主要系四大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。

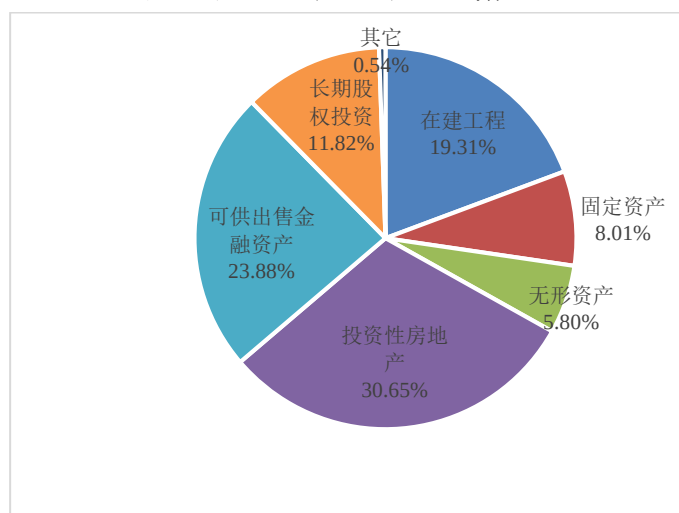
2015~2017 年，公司存货账面价值有所波动，年均复合增长 12.78%。截至 2016 年底，公司存货账面价值 25.00 亿元，较年初增长 54.28%，主要系采购规模扩大所致。截至 2017 年底，公司存货账面价值 20.61 亿元，较年初减少 17.56%，主要系公司加强贸易风险控制，压缩存货规模，减少贸易标的在手时间所致；其中，库存商品占比 80.79%，主要为标准化的电解铜产品，具备很强的变现能力，流动性很强；由于所有已定价的有色金属存货都已经在期货市场做了套期保值，存货现货的减

值风险已经通过期货市场进行了对冲，故公司存货跌价风险很小，公司未计提存货跌价准备。

（2）非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 13.49%。截至 2017 年底，公司非流动资产 98.56 亿元，较年初增长 12.59%，主要系可供出售金融资产和在建工程增长所致；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 23.88%）、长期股权投资（占 11.82%）、投资性房地产（占 30.65%）、固定资产（占 8.01%）、在建工程（占 19.31%）和无形资产（占 5.80%）构成，具体情况如下图所示。

图 6 截至 2017 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，随着公司进行上下游资源整合，对外股权投资规模不断扩大，公司可供出售金融资产逐年增长，年均复合增长 69.49%。截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 23.53 亿元，较年初增长 156.17%；其主要由股权投资（占比 68.01%）和基金、资产管理计划（占比 31.55%）构成；其中，对青铜峡铝业股份有限公司投资 45.00 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 7.42 亿元。公司可供出售金融资产中按成本模式计量占比 83.08%。

公司长期股权投资系对有色金属行业的联营企业投资。2015~2017 年，公司长期股权投资有所波动，年均复合减少 1.20%。截至 2017 年底，公司长期股权投资 11.65 亿元，较年初减少 21.40%，主要系公司减少对大商道股权投资 2.73 亿元所致（公司之前对其持股是受托陕西金融控股集团有限公司代持，现由陕西金融控股集团有限公司改为对大商道直接持股，故公司对大商道的投资减少）；2017 年，公司权益法下确认的投资损益合计 -0.45 亿元，需关注公司联营投资企业经营效益情况。

公司投资性房地产按公允价值模式计量，2015~2017 年，公司投资性房地产波动减少，分别为 35.86 亿元、36.13 亿元以及 30.20 亿元，年均复合减少 8.23%。截至 2017 年底，公司投资性房地产较年初减少 16.41%，主要系公司将西安迈科大厦实物出资注入原子公司西安盈宇资产管理有限公司所致；公司投资性房地产全部为房屋建筑物。

⁴披露口径为对被投资单位的可供出售金融资产期末余额。

表 7 截至 2017 年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
深圳迈科自有房产	深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心 18 层	商用	0.18	0.24	0.68	175.00
中西部陆港金融小镇	西安港务区港务大道 99 号	商用	31.15	21.50	29.52	36.00
合计	--	--	31.33	21.74	30.20	54.20

资料来源：公司提供

2015~2017 年，公司固定资产较为稳定，年均复合增长 1.45%。截至 2017 年底，公司固定资产 7.89 亿元，较年初变化不大，主要由房屋建筑物（占 84.24%）构成；公司累计计提折旧 3.17 亿元，公司固定资产成新率 71.31%，成新率一般。

公司在建工程主要为迈科商业中心建设工程以及西安陆港商务会所工程，2015~2017 年，随着上述工程建设的持续推进，公司在建工程逐年增长，年均复合增长 45.72%。截至 2017 年底，公司在建工程 19.04 亿元，较年初增长 27.32%。

2015~2017 年，公司无形资产逐年增长，年均复合增长 26.57%。截至 2017 年底，公司无形资产 5.71 亿元，较年初增长 33.29%，主要系土地使用权增加所致。公司无形资产主要为土地使用权（占比 98.85%）。

截至 2017 年底，公司所有权或使用权受限资产合计 85.44 亿元，占资产总额的 41.24%，受限规模较大，且固定资产、在建工程、长期股权投资及投资性房地产大部分已用于贷款抵押，受限比例高。

表 8 截至 2017 年底公司资产受限情况（单位：亿元，%）

项目	受限金额	占科目比重	受限原因
货币资金	14.77	40.55	承兑、贷款、信用保证金
可供出售金融资产	7.00	29.75	贷款质押
固定资产	6.65	84.28	贷款抵押
无形资产	1.99	34.85	贷款抵押
在建工程	18.85	99.00	贷款抵押
长期股权投资	5.98	51.33	贷款质押
投资性房地产	30.20	100.00	贷款抵押
合计	85.44	41.24	--

资料来源：公司审计报告

注：尾数差异系四舍五入导致

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 230.71 亿元，较年初增长 11.35%，主要系迈科商业中心项目完工后由在建工程按公允价值评估后转入投资性房地产，导致投资性房地产大幅增长所致；其中，流动资产占 43.56%，较年初下滑 8.87 个百分点，系受贸易结算时点影响应收账款和其他应收款分别较年初减少 11.09%和 20.47%至 13.83 亿元和 15.28 亿元所致；非流动资产占比 56.44%。

总体看，近年来公司资产总额逐年增长；货币资金较为充裕，存货变现能力强，且跌价风险可控，期货保证金对公司资金占用明显；另外，随着公司对外股权投资的加快，需关注被投资企业经营风险；公司受限资产规模较大，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

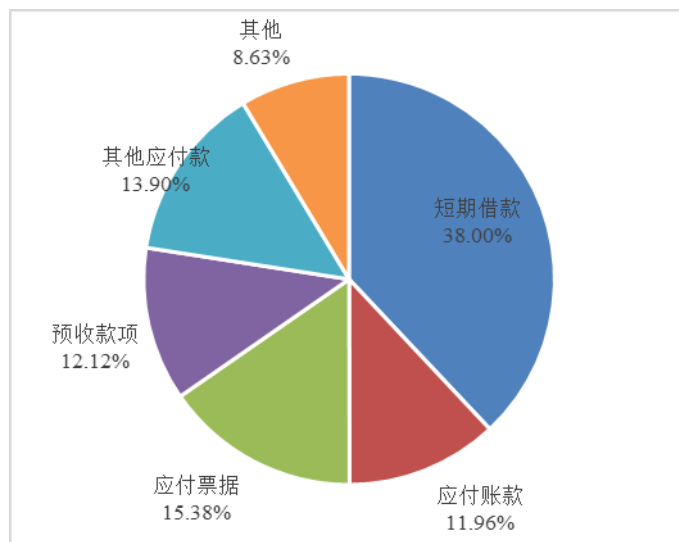
（1）负债

2015~2017 年，公司负债呈逐年小幅增长态势，年均复合增长 5.93%。截至 2017 年底，公司负

债合计 158.41 亿元，较年初小幅增长 1.40%，其中，流动负债占比 87.04%，非流动负债占比 12.96%，公司负债结构以流动负债为主。

2015~2017 年，公司流动负债规模较为稳定，年均复合增长 2.77%。截至 2017 年底，公司流动负债 137.88 亿元，较年初小幅增长 1.49%；公司流动负债以短期借款（占 38.00%）、应付票据（占 15.38%）、应付账款（占 11.96%）、预收款项（占 12.12%）和其他应付款（占 13.90%）为主，具体情况如下图所示。

图 7 截至 2017 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司短期借款相对稳定，年均复合减少 2.35%。截至 2017 年底，公司短期借款 52.40 亿元，较年初减少 7.07%。

公司贸易量不断扩大，同时公司加大票据结算占比，2015~2017 年，公司应付票据逐年增长，年均复合增长 65.28%。截至 2017 年底，公司应付票据 21.21 亿元，较年初增长 128.74%；其中银行承兑汇票占 61.83%，商业承兑汇票占 7.75%，信用证占 30.42%。

由于点价模式的特殊性，点价期作价差额计入公司应付账款。2015~2017 年，公司应付账款波动减少，年均复合减少 5.80%。截至 2017 年底，公司应付账款 16.49 亿元，较年初减少 14.49%，系电解铜年底临时交单价与资产负债表日盘中价差额的正常波动。

公司预收款项主要是点价期内客户按临时交单价预付的货款。2015~2017 年，公司预收款项逐年下滑，年均复合减少 17.00%，主要系年底时点结算正常波动所致。截至 2017 年底，公司预收款项 16.71 亿元，较年初减少 30.32%。

2015~2017 年，公司其他应付款逐年减少，年均复合减少 7.80%，主要系股指期货业务受严厉监管后，迈科期货业务重心向商品期货转移，商品期货价格较低、保证金规模较小所致。截至 2017 年底，公司其他应付款 19.17 亿元，较年初减少 5.32%；其中，保证金、押金、定金占比 91.87%。

2015~2017 年，随着长期借款的快速增长，公司非流动负债呈逐年增长态势，年均复合增长 39.10%。截至 2017 年底，公司非流动负债 20.53 亿元，较年初变化不大；其中，以长期借款（占 87.90%）和递延所得税负债（占 11.09%）为主。

2015~2017 年，受业务规模增长以及在建工程项目持续推进影响，公司融资需求不断扩大，长期借款逐年增长，年均复合增长 58.31%。截至 2017 年底，公司长期借款 18.05 亿元，较年初增长

6.78%，全部为抵押借款。从到期时间分布来看，2019 年到期占比 48.21%，2020 年到期占比 27.40%，2023 年及以上到期占比 24.39%，公司长期借款规模不大，集中兑付压力可控。

2015~2017 年，公司递延所得税负债波动减少，年均复合减少 15.49%。截至 2017 年底，公司递延所得税负债 2.28 亿元，较年初减少 30.09%，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减少所致。

2015~2017 年，公司债务规模逐年增长，年均复合增长 18.76%。截至 2017 年底，公司全部债务 100.16 亿元，较年初增长 13.96%，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 81.98%和 18.02%，受行业因素影响，债务结构以短期为主。近三年，公司资产负债率较为稳定，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率逐年提高，2017 年分别为 76.46%、67.25%和 27.00%；整体看，公司债务规模增长较快，债务负担较重，短期偿债压力较大。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 159.05 亿元，整体规模较年初变化不大；流动负债占比 90.57%，较年初提高 3.53 个百分点，其中，受长期借款逐步到期结转影响，一年内到期的非流动负债较年初增长 220.76%至 12.21 亿元；非流动负债占比 9.43%，较年初有所下滑。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务合计 105.61 亿元，较年初变化不大，其中，短期债务占比 91.39%，长期债务占比 8.61%；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 68.94%、59.58%和 11.26%，受净资产增长影响，较年初均有所下滑。

总体看，公司负债规模逐年增长，负债结构以流动负债为主，随着贸易规模的扩大以及在建工程的不断投入，公司债务规模增长较快，债务负担较重；受行业因素影响，短期债务占比很高。

（2）所有者权益

2015~2017 年，受益于未分配利润的积累以及少数股东权益的增长，公司所有者权益不断增加，年均复合增长 4.47%。截至 2017 年底，公司所有者权益合计 48.78 亿元，较年初小幅增长 2.48%，其中归属于母公司所有者权益 40.99 亿元，占 84.03%；归属于母公司所有者权益中，实收资本占 33.36%、资本公积占 11.78%、其他综合收益占 13.50%、未分配利润占 40.01%、盈余公积占 1.34%，公司所有者权益稳定性一般。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计为 71.66 亿元，较年初增长 46.92%，主要系迈科商业中心完工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，导致其他综合收益大幅增加近 20.00 亿元所致，其他科目变动不大。

总体看，公司所有者权益规模逐年增长，权益稳定性一般。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入逐年增长，年均复合增长 18.04%，主要系电解铜价格上涨以及公司电解铜贸易量扩大所致，公司 2017 年实现收入 989.37 亿元，同比增长 24.97%；公司营业成本与收入变动趋势一致，年均复合增长 17.58%。近三年，公司实现净利润分别为 1.08 亿元、2.52 亿元和 2.62 亿元，年均复合增长 55.49%。2015~2017 年，公司营业利润率分别为 0.85%、1.97%和 1.61%，2016 年提高明显，一方面系公司吸收大量中小客户，收取升贴水额提高所致，另一方面主要系受人民币汇率波动影响，公司当年报关选择时点预留的差价增大，传导至业务差价扩大所致；2017 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。

2015~2017 年，公司期间费用总额波动增长，年均复合增长 19.00%。2017 年，公司发生期间费用 9.74 亿元，同比减少 10.92%，主要系财务费用减少所致；其中，销售费用占比 18.44%，管理费

用占比 19.93%，财务费用占比 61.63%，以财务费用为主。近三年，公司销售费用和管理费用均呈波动上升态势，年均复合增长率分别为 21.31%和 11.73%；2017 年，公司发生销售费用 1.80 亿元，发生管理费用 1.94 亿元，同比均变化不大。近三年，公司财务费用波动增长，年均复合增长 20.96%；2017 年，公司发生财务费用 6.00 亿元，同比减少 15.97%，主要系公司汇兑损益由上年损失 3.01 亿元转为当年收益 0.83 亿元所致。2015~2017 年，公司费用收入比为 0.97%、1.38%和 0.98%，公司主营业务利润较薄，费用控制能力尚可。

2015~2017 年，公司投资收益波动较大，分别为 3.36 亿元、-1.38 亿元和-2.94 亿元，主要系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。

从盈利指标来看，2015~2017年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均呈波动增长态势，2017年分别为7.09%、5.10%和5.44%，受全部债务、总资产规模增长影响，较上年均有所下滑，但整体变动不大，从盈利指标看，公司盈利能力相对稳定。

2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 216.13 亿元，较上年同期增长 11.89%，主要系电解铜价格较上年同期上涨所致；随着营业总收入增长，公司实现净利润 0.61 亿元，较上年同期增长 6.32%。

总体看，受益于电解铜价格上涨以及贸易量的扩大，公司收入规模和利润水平整体呈上升态势；公司费用控制能力尚可，受套期保值影响，公司利润水平相对平稳，公司整体盈利能力相对稳定。

5. 现金流

经营活动现金流方面，2015~2017年，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，受益于电解铜贸易规模的逐年提高，年均复合增长15.57%；2017年公司经营活动现金流入1,228.46亿元，同比增长30.87%。2015~2017年，公司经营活动现金流出逐年增长，年均复合增长15.65%，与经营活动现金流入基本保持同步。综合影响下，2015~2017年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为6.30亿元、6.02亿元和6.82亿元，相对稳定。从收入实现质量看，2015~2017年，公司现金收入比分别为117.21%、106.98%和116.49%，公司收入实现质量较高。

投资活动现金流方面，近年来公司持续对上下游金属贸易领域进行大规模投资以及资源整合，同时由于投资活动现金流入量规模相对较小，近三年公司投资活动产生的现金流量净额均表现为净流出，分别为-8.93亿元、-14.40亿元和-14.77亿元。

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，近三年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为5.34亿元、9.84亿元和1.69亿元。

2018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5.02亿元、-2.53亿元和-2.10亿元；现金收入比为117.75%。

总体看，公司经营活动现金流状况较为稳定，收入实现质量较高；受持续对外投资影响，公司投资性现金流持续净流出；考虑到公司贸易业务规模逐步扩大，公司仍有较大的短期贸易融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2015~2017年，公司流动比率分别为0.84倍、0.86倍和0.79倍，呈波动下降态势，主要系公司贸易规模扩大、短期贸易融资增长所致；速动比率分别为0.71倍、0.67倍和0.64倍，逐年下滑；现金短期债务比分别为0.58倍、0.51倍和0.54倍，公司现金类资产对短期债务的

覆盖程度较弱。整体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标来看，2015~2017年，受计入财务费用的利息支出较快增长影响，公司EBITDA逐年提高，年均复合增长33.61%；2017年，公司EBITDA为11.00亿元，同比增长3.75%，其中利润总额占比27.45%，计入财务费用的利息支出占比67.80%，折旧占比3.37%，摊销占比1.38%。2015~2017年，公司EBITDA利息倍数逐年下降，分别为1.71倍、1.57倍和1.47倍，EBITDA对利息的覆盖程度较弱；EBITDA全部债务比分别为0.09倍、0.12倍和0.11倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度较弱。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至2018年3月底，公司共获得各银行授信额度140.24亿元，其中尚未使用额度64.18亿元。公司间接融资渠道通常。

截至2018年3月底，公司对外担保4.90亿元，系对大商道商品交易市场股份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6.84%，规模一般，被担保企业2017年经营情况正常，公司或有负债风险较低。

截至2018年3月底，公司存在未决诉讼、仲裁案件1起。2013年，公司与中国民生银行股份有限公司西安分行（以下简称“民生银行”）签署《综合授信合同》，约定民生银行向公司提供8亿元专项额度，仅限用于公司与青岛德诚矿业有限公司（以下简称“青岛德诚”）长单项下的采购业务，公司为借款人，青岛德诚为实际用款人。青岛德诚的实际控制人在境外设立的新加坡大陆咨询有限公司以其持有的内蒙古霍煤鸿骏铝电有限公司35.7%的股权（以下简称“霍煤鸿骏股权”）提供质押担保，同时青岛德诚提供连带责任保证担保。2014年，青岛德诚不能正常履约，民生银行开展债务追偿。目前，霍煤鸿骏股权评估价值为18.53亿元，陕西省西安市中级人民法院已在安排霍煤鸿骏股权的拍卖工作，内蒙古霍煤鸿骏铝电有限责任公司的大股东国电蒙东能源集团有限公司已经多次与西安民生行接洽，要求行使优先收购权。2017年12月26日，民生银行将《综合授信合同》项下的全部债权（以下简称“民生银行债权”）通过滨海（天津）金融资产交易中心股份有限公司进行挂牌转让，嘉兴宝联投资合伙企业以8亿元通过竞价方式受让了民生银行债权。由于霍煤鸿骏股权的评估价值能够覆盖本案所涉债务，该未决诉讼对公司造成的或有负债风险较小。

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2018年4月11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，公司偿债能力指标一般，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、贸易业务风险较低、存货变现能力较强等优势，公司整体偿债能力很强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至2018年3月底，公司全部债务总额105.61亿元。本期拟发行债券规模不超过5.00亿元，占公司2018年3月底全部债务总额的4.73%，对公司现有债务负担影响较小。

以2018年3月底的财务数据为基础，假设募集资金净额为5.00亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率将分别变为69.60%、60.69%和16.44%，分别上升了0.66个百分点、1.11个百分点和5.17个百分点，债务负担有所增加。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以 2017 年的财务数据为基础,公司 2017 年的 EBITDA 为 11.00 亿元,为本期债券发行额度(5.00 亿元)的 2.20 倍,EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。公司 2017 年的经营活动现金流入量为 1,228.46 亿元,为本期债券发行额度(5.00 亿元)的 245.69 倍,对本期债券的覆盖程度较高。

综合上述分析,并考虑到公司作为国内最大的电解铜贸易商,在市场占有率、业务经验、全产业链、贸易业务风险控制、存货可变现能力等方面具有较强的竞争优势,联合评级认为,公司对本期债券的偿还能力很强。

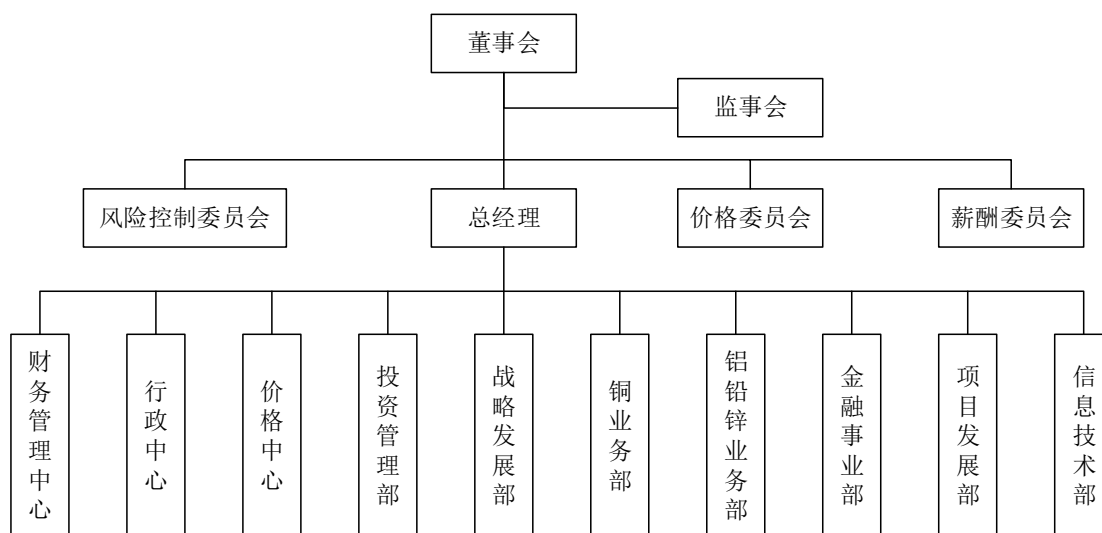
九、综合评价

公司作为国内电解铜贸易的龙头企业,在市场占有率、业务经验、全产业链、贸易业务风险控制等方面具有较强的竞争优势。同时,联合评级也关注到公司业务结构对单一品种依赖较高、贸易业务毛利率较低、面临汇率风险、债务规模持续扩大等因素对公司信用水平产生的不利影响。

未来随着公司向商品金融服务商转型、新建成自持物业的培育和在建自持物业项目的建成,公司收入和利润规模有望保持稳定,联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估,联合评级认为,本期债券到期不能偿还的风险很低。

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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额 (亿元)	185.87	203.83	207.19	230.71
所有者权益 (亿元)	44.70	47.60	48.78	71.66
短期债务 (亿元)	63.82	70.99	82.12	96.52
长期债务 (亿元)	7.20	16.90	18.05	9.10
全部债务 (亿元)	71.02	87.89	100.16	105.61
营业总收入 (亿元)	710.09	791.71	989.37	216.13
净利润 (亿元)	1.08	2.52	2.62	0.61
EBITDA (亿元)	6.16	10.60	11.00	--
经营性净现金流 (亿元)	6.30	6.02	6.82	5.02
应收账款周转次数 (次)	51.18	67.65	68.63	--
存货周转次数 (次)	31.85	37.61	42.68	--
总资产周转次数 (次)	4.21	4.06	4.81	--
现金收入比率 (%)	117.21	106.98	116.49	117.75
总资本收益率 (%)	4.29	7.40	7.09	--
总资产报酬率 (%)	3.30	5.12	5.10	--
净资产收益率 (%)	2.68	5.47	5.44	--
营业利润率 (%)	0.85	1.97	1.61	1.58
费用收入比 (%)	0.97	1.38	0.98	1.08
资产负债率 (%)	75.95	76.65	76.46	68.94
全部债务资本化比率 (%)	61.37	64.87	67.25	59.58
长期债务资本化比率 (%)	13.87	26.20	27.00	11.26
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.71	1.57	1.47	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.09	0.12	0.11	--
流动比率 (倍)	0.84	0.86	0.79	0.70
速动比率 (倍)	0.71	0.67	0.64	0.56
现金短期债务比 (倍)	0.59	0.51	0.54	0.45
经营现金流动负债比率 (%)	4.82	4.43	4.94	3.48
EBITDA/本期发债额度 (倍)	1.23	2.12	2.20	--

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、2018 年一季度财务报表未经审计；3、其他流动负债中的债务已计入公司短期债务。

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。

联合信用评级有限公司关于 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）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年西安迈科金属国际集团有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

西安迈科金属国际集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。西安迈科金属国际集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注西安迈科金属国际集团有限公司的相关状况，如发现西安迈科金属国际集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如西安迈科金属国际集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至西安迈科金属国际集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送西安迈科金属国际集团有限公司、监管部门等。

