

跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 465 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持中信国安集团有限公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，并维持“15国安集CP001”的信用等级为A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年三月三十日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

中信国安集团有限公司短期融资券跟踪评级报告

主体长期信用

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

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 国安集 CP001	20 亿元	2015/9/30-2016/9/30	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2016 年 3 月 30 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
现金类资产(亿元)	103.57	114.58	165.89	285.85
资产总额(亿元)	826.35	949.51	1171.6	1478.3
所有者权益(亿元)	155.11	159.11	246.83	293.50
短期债务(亿元)	276.30	342.09	429.48	482.18
全部债务(亿元)	512.32	580.39	675.93	910.46
营业收入(亿元)	420.09	406.65	672.41	727.42
利润总额(亿元)	11.85	6.09	9.43	6.61
EBITDA(亿元)	47.50	53.83	59.11	--
经营性净现金流(亿元)	-18.30	3.83	23.62	49.07
营业利润率(%)	6.83	6.63	4.55	3.97
净资产收益率(%)	5.88	3.04	2.60	--
资产负债率(%)	81.23	83.24	78.93	80.15
全部债务资本化比率(%)	76.76	78.48	73.25	75.62
流动比率(%)	100.17	95.44	109.10	126.86
全部债务/EBITDA(倍)	10.79	10.78	11.43	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.25	1.51	1.07	--
经营现金流负债比(%)	-4.39	0.70	3.56	--

注: 2015 年三季度财务数据未经审计; 其他流动负债中短期融资券计入短期债务; 长期应付款中的融资租赁款和委托贷款计入长期债务; 现金类资产计算未剔除受限货币资金; 2015 年 9 月份数据的所有者权益中包括 29.55 亿元的永续中票。

分析师

赵楠 刘哲
lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

评级观点

跟踪期内, 中信国安集团有限公司 (以下称“公司”) 在产业布局、区域地位以及技术水平等方面保持优势; 数字电视用户数持续增加为公司带来稳定的投资收益; 有色金属资源储量逐年增长为公司稳定发展提供了有力支撑。同时, 联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 也关注到公司债务负担重且不断上升、利润总额对投资收益依赖程度较大、有色金属业务行业低迷、公司主业盈利能力弱化、偿债能力弱、对外担保存在代偿风险较大等因素对公司带来的不利影响。

目前, 公司现金类资产充裕, 经营活动现金流入量规模较大, 对“15 国安集 CP001”具有较好的保障能力。

综合以上, 联合资信维持公司主体长期信用等级 AA⁺, 评级展望为稳定, 并维持“15 国安集 CP001”A-1 的信用等级。

优势

1. 有色金属是国民经济发展的基础产业之一, 公司下属白银有色集团股份有限公司是中国大型的多金属生产基地之一, 具有规模和资源储备优势。
2. 有线电视业务受宏观经济周期性波动的影响小; 公司是中国大型的有线电视投资运营商之一, 跟踪期内, 用户数量增长为公司带来稳定的投资收益。
3. 公司现金类资产充裕, 经营活动现金流入量规模较大, 对“15 国安集 CP001”具有较好的保障能力。

关注

1. 跟踪期内, 有色金属行业持续低迷, 导致公司主业盈利能力弱化; 利润总额对投资收益及营业外收入依赖程度高, 整体盈利能力弱; 且投资收益中, 稳定的有线电视业务的投资

- 收益占比较小，其他投资收益持续性不强。
2. 公司有息债务规模不断增长，债务负担重，存在一定短期支付压力；财务费用对利润总额侵蚀大。
 3. 公司存货上升，开发成本占比较大，在建及拟建项目投资规模大，存在较大筹资压力。
 4. 公司对外担保规模大，对国奥投资发展有限公司三笔共 16 亿元担保将于 2016 年到期，但其经营持续恶化，未来公司面临较大的代偿风险。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与中信国安集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与中信国安集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因中信国安集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由中信国安集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“15 国安集 CP001”到期兑付日；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于中信国安集团有限公司主体长期信用及“15 国安集 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

中信国安集团有限公司（以下简称“公司”）前身为中信国安总公司，中国中信集团有限公司（以下简称“中信集团”）为公司第一大股东。公司前身是1987年4月成立的北京国安宾馆。1989年9月北京国安实业发展总公司在北京国安宾馆的基础上组建成立，1994年9月被列为中信集团一级子公司，并更名为中信国安总公司。1999年9月中信国安总公司变更为中信国安集团有限公司。2011年12月底，经国家工商行政管理总局核准登记，公司名称由中信国安集团公司变更为中信国安集团有限公司。公司性质由全民所有制企业改制为一人有限责任公司（法人独资）。

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

2014年，根据华泰汽车集团有限公司与黑龙江鼎尚投资管理有限公司（原名黑龙江鼎尚装修工程有限公司）签订的《股权转让协议》，华泰汽车集团有限公司将其持有的公司19.764%股权转让给黑龙江鼎尚投资管理有限公司，上述股权转让已经公司股东会审议通过。

公司已于2014年7月10日完成工商变更登记。注册资本为人民币71.6177亿元。

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

2015年9月，根据河南森源集团有限公司与瑞煜（上海）股权投资基金合伙企业（有限合伙）签订的《股权转让协议》，河南森源集团有限公司将其持有的本公司15.811%股权转让给瑞煜（上海）股权投资基金合伙企业（有限合伙），上述股权转让已经发行人股东会审议通过，并于2015年12月21日完成工商变更登记。

2015年10月，根据广东中鼎集团有限公司与北京合盛源投资管理有限公司签订的《股权转让协议》，广东中鼎集团有限公司将其持有的本公司17.787%股权转让给北京合盛源投资管理有限公司，上述股权转让已经发行人股东会审议通过，并于2015年12月28日完成工商变更登记。

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

截至2015年9月底，公司合并范围内拥有子公司15家；本部设董事会专门委员会办公室、综合计划部、资本运营部、财务部、办公室、资金部、审计部、劳动人事部、法律事务部、信息中心、安全生产保卫部和风险管理部等职能部门。

截至2014年底，公司合并资产总额为1171.68亿元，所有者权益合计为246.83亿元（其中少数股东权益173.05亿元）。2014年，

公司实现营业收入 672.41 亿元，利润总额 9.43 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司合并资产总额为 1478.38 亿元，所有者权益合计为 293.50 亿元（其中少数股东权益 172.00 亿元）。2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 727.42 亿元，利润总额 6.61 亿元。

公司地址：北京市朝阳区关东店北街1号；
法定代表人：李士林。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额 30.10 万亿元，同比增长 10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20 万亿元，比上年名义增长 10.00%（扣除价格因素实际增长 12.00%）。全年进出口总额 4.00 万亿元人民币，

比上年下降 8.00%。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。此外，自 2015 年 10 月起，央行在上海、江苏等 11 省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至 2015 年末，共向 31 家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款 49.73 亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2016 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 6.5%~7.0%，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016 年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

四、行业分析

公司所属行业以信息产业业务、资源开发

业务为主，制造业务、工程承包、商贸及服务等其他配套经营业务为辅的综合性业务产业布局。

1. 信息产业相关业务

(1) 有线电视业务

有线电视最初是为了边远地区接收电视信号困难而出现的一种解决方案。随着其功能的逐渐拓展、节目的逐渐丰富、图像的更加清晰而进入大众家庭。技术进步和社会需求变化，使有线电视业务正在经历从模拟到数字的变革。在政策的推动下，中国有线电视数字化进程逐步加快。《中国有线电视向数字化过渡时间表》提出，2015年停止模拟广播电视的播出，并基本完成全国有线电视的数字化过渡。根据《2015年国民经济和社会发展统计公报》，截至2015年底，全国有线电视用户2.39亿户，有线数字电视用户2.02亿户。数字电视用户占比达到84.52%。

表1 中国有线电视发展数据

	2012年	2013年	2014年	2015年
全国有线电视用户（亿户）	2.14	2.20	2.31	2.39
其中：数字电视用户（亿户）	1.43	1.69	1.87	2.02

资料来源：国家统计局、广电总局

有线电视业务具有特殊性且存在政策限制，行业进入壁垒不易突破。根据《有线电视管理规定》和《广播电视管理条例》等文件，国家对有线电视业务实施许可证管理，有线电视网络由广电部门独家进行投资建设和管理运营，并规定一城（地）一网。随着有线电视用户数的增长和网络建设带来的资金压力，有线电视网络运营的投资主体和筹集渠道有所放宽。2001年12月《关于广播影视集团融资的实施细则（试行）》规定，广播电视传输网络公司可以吸收国有资本进行股份制改造，国有大中型企事业单位在不参与宣传业务和经营管理

的条件下，可以参股广播影视集团51%以下，省级网络公司25%以下的股份。2005年4月《国务院关于非公有资本进入文化产业的若干决定》规定，非公有资本可以建设和经营有线电视接入网，参与有线电视接收端数字化改造，从事上述业务的文化企业国有资本必须控股51%以上。

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

截至2012年年底，NGB（下一代广播电视网）示范网络覆盖用户超过5000万，双向业务用户超过1000万，在示范区全网内基本实现点播、宽带和IP电话等三种交互业务的互联互通。NGB建设取得重要进展，全国共有259个科研机构和企事业单位申请参与NGB工作，成立了16个NGB专题小组共同研发关键技术和标准。

2013年三网融合进入全面推广阶段后，试点单位覆盖范围进一步扩大，进入实质推进阶段。2013年8月，国务院出台方案，将“宽带中国”计划正式上升为国家战略。在该体系下，我国将全面推进三网融合，加快电信和广电业务双向进入，建立和完善适应三网融合需要的网络信息安全和文化安全监管机制。

2014年4月，作为中国三网融合试点工作主体之一的国家级有线电视网络公司——中国广播电视网络有限公司正式注册成立，标志着三网融合将进入实质推进阶段，其作为我国有线电视网络的市场主体参与三网融合竞争，有利于行业的长远发展。

目前，参与中国有线电视业务的企业主要是上市公司，包括歌华有线、东方明珠、电广

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

（2）网络系统集成业务

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

系统集成作为一种新兴的服务方式，是近年来信息服务业中发展最快的一个子行业。根据工业和信息化部统计，2015年中国软件和信息技术服务业全年实现业务收入4.32万亿元，同比增长16.6%，其中信息技术服务实现收入22123亿元，同比增长18.4%，增速比上年提高1.7个百分点。其中，运营相关服务（包括在线软件运营服务、平台运营服务、基础设施运营服务等在内的信息技术服务）收入增长18.3%；电子商务平台技术服务（包括在线交易平台服务、在线交易支撑服务在内的信息技术支持服务）收入增长25.1%；集成电路设计实现收入1449亿元，同比增长13.3%；其他信息技术服务（包括信息技术咨询设计服务、系统集成、运维服务、数据服务等）收入增长17.8%。

2014年，国务院印发的《国务院关于取消

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

总体看，在近期中国经济增速虽呈放缓趋势，中国软件保持了较高的增长势头，受经济周期波动因素影响较小。

（3）增值电信业务

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

2. 资源开发及高新技术业务

（1）有色金属业务

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

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

近十年，中国有色金属产量呈增长趋势，十种金属总产量已连续多年位居世界第一。但整体产业链结构呈现矿山产能小、冶炼产能大、加工产能更大的产业格局，行业冶炼产能整体

呈现过剩态势。近年随着国家产业振兴规划和相关产能限制和淘汰落后产能政策的出台，中国有色金属产量增速显著放缓。此外，受国家政策推动，行业固定资产投资重点正向西部转移，西北地区有色金属产能、特别是电解铝产能正在快速扩张，如中、东部产能不能实现有序退出则将加剧行业产能过剩的局面。

2014年以来，全球经济仍处于金融危机后的深度调整期，发达国家经济发展差异化显著，新兴经济体经济发展增速有所趋缓。铜价格在强势美元回归以及中欧经济下行风险加剧等因素的影响下，整体呈现震荡走低态势。2014年LME铜现货价格为7439.50美元/吨，之后不断波动下跌，到2016年1月15日，LME铜现货价格最低跌至4310.50美元/吨，之后有所回升，截至到2016年3月15日，LME铜现货价格升至4920.00美元/吨。

2014年受国外锌矿减产预期和全球精锌供应短缺影响，锌价格整体走势较其他基本金属略显偏强。2014年初LME锌现货价格2082.00美元/吨，截至2014年底，为2167.00美元/吨，此后于2015年5月5日上升至2405.00美元/吨，之后快速下降，2016年1月12日，下降至1453.50美元/吨，之后有所回升，截至2016年3月15日，LME锌现货价格回升至1753.50美元/吨。

有色金属价格的低位震荡对行业整体盈利造成影响，行业整体盈利状况有所弱化，有色金属冶炼及延加工业的经营压力加大。

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

有色金属下游行业复苏力度缓慢，房地产行业去库存压力大，家电行业、电力设备产量

表现一般，对有色金属的需求提升有限，美联储加息使有色金属的金融属性面临考验。短期内行业整体需求快速恢复预期较低，未来行业增长取决于政策红利及深加工。

（2）盐湖资源开发业务

钾肥行业状况

钾是农作物生长不可或缺的重要元素，钾肥是以钾元素为主要养分的肥料，主要包括氯化钾、硫酸钾、硫酸钾镁、硝酸钾等；钾肥来源于钾盐矿，不能人工合成。

世界探明钾盐资源（折算氧化钾）储量约84亿吨，加拿大、俄罗斯、白俄罗斯和德国拥有的钾盐资源约占世界总储量的92%。资源分布的严重不均匀决定了生产格局，世界上只有12个国家可以生产钾肥。同时世界上超过150个国家消费钾肥，中国、美国、巴西、印度和东南亚国家的消费量超过了全球消费总量的60%，但这些国家的钾肥生产量只占到全球总产量的9%。由于供需分布的不平衡，全球钾肥国际贸易量相当于产量的80%左右。目前钾肥国际贸易主要由BPC（Uralkali、Belaruskali）和Canpotex（Agrium、Mosaic、Potash Corp）等两大贸易组织控制，两大钾肥贸易公司，其控制着全球70%以上的产量和对外贸易量。

钾盐资源的地理分布格局，以及生产企业和销售企业的高度集中性决定了钾肥行业具有典型的寡头垄断特征。

表2 近年中国钾肥产量和进口量统计

	2012年	2013年	2014年	15年1~10月
产量（万吨）	521.96	593.02	610.47	501.97
进口量（万吨）	657.06	618.83	--	--

资料来源：Wind资讯、海关总署

中国是钾盐资源匮乏国家，可利用的固体钾盐资源极少，液体钾盐资源不到世界钾盐资源的5%，资源匮乏的状况决定了中国钾肥自给率较低。中国钾盐资源主要分布在青海柴达木盆地和新疆罗布泊两个地区，从事钾肥生产的主要企业包括青海盐湖工业集团股份有限公

司、格尔木藏格钾肥有限公司、青海茫崖康泰钾肥开发有限责任公司、国投新疆罗布泊钾盐有限责任公司、中信国安信息产业股份有限公司等。近年，中国为降低进口依赖程度和确保资源安全等原因推动国内钾肥生产企业扩产产能规模。短期看，中国钾肥将维持较高的对外依存度，但随国内钾肥产能的扩张，整体应呈现逐年下降趋势。

2015 年，受到全球经济复苏艰难、农产品价格低迷、钾肥产能过剩等不利因素的影响，钾肥消费有所回落，但随着人口增长及施肥结构持续变化，IFA 预计全球钾肥消费量在 2015-2019 年之间将保持在 2.5% 的平均增速水平。

全球钾肥开采成本相差较大，旧矿山开采成本低，新矿山开采成本高，当前全球钾肥矿山大部分已经投产了 40-60 年，新老矿山交替后在需求稳定增长的情况下，全球钾肥的生产成本被推高，价格也将步入上行通道。

由于目前中国钾肥自给率较低，整体市场价格较易受到国际钾肥价格的波动影响。短期内，中国钾肥生产企业在近期扩产过程中可能面临国际钾肥价格波动的风险。长期看，中国是农业生产大国，钾肥是保证中国农业生产正常进行的重要战略资源。中国钾肥生产企业在国家确保战略性资源自给率的大背景下具备较好的行业发展前景。同时中国农业生产将保持稳定增长，为国内钾肥生产企业提供稳步增长的市场空间。

（3）高科技业务

锂电池行业状况

锂电池具有放电电压稳定、容量大、自放电率低、使用寿命长、无记忆效应等优点，被广泛应用于手机、数码等产品中。手机、笔记本电脑、平板电脑、数码相机（摄像机）、蓝牙设备等电子产品、电信领域以及新能源汽车庞大的消费数量直接带来锂电池的巨大需求，同时作为耗材，锂电池的需求数量远大于电子产

品本身的消费量，如一部手机一般配备二块锂电池。根据 Gartner 的统计，2015 年全球手机出货量达到 19.40 亿部，全球平板电脑产量 2.07 亿台，另外还有庞大的笔记本、数码相机等电子消费市场。

2000 年之前日本锂电池占据了全球 95% 以上的市场份额，随着技术革新和市场需求的推动，中国锂电池生产企业迅速崛起。目前中国已成为全球最大的锂电池生产国和消费国，比亚迪、比克、力神、邦凯等已成为世界知名的锂电池（芯）生产企业。

未来随着全球范围内 4G、5G 时代的开启、新能源汽车的快速发展和普及，基站小型化、集成化趋势对于通信后备电源的性能提出了更高的要求，成为后备电源锂电池的主要推手，新一轮电信投资高潮随之而来，对于锂电池的需求将快速增加，总体看，锂电池产业规模化和实际应用已经起步，在社会生产及生活中的作用将愈发明显，具有良好的发展前景。

五、基础素质分析

1. 产权关系

跟踪期内，公司股东变更，2015 年 9 月，根据河南森源集团有限公司与瑞煜（上海）股权投资基金合伙企业（有限合伙）签订的《股权转让协议》，河南森源集团有限公司将其持有的本公司 15.811% 股权转让给瑞煜（上海）股权投资基金合伙企业（有限合伙），上述股权转让已经发行人股东会审议通过，并于 2015 年 12 月 21 日完成工商变更登记。2015 年 10 月，根据广东中鼎集团有限公司与北京合盛源投资管理有限公司签订的《股权转让协议》，广东中鼎集团有限公司将其持有的本公司 17.787% 股权转让给北京合盛源投资管理有限公司，上述股权转让已经发行人股东会审议通过，并于 2015 年 12 月 28 日完成工商变更登记。

截至 2015 年底，公司注册资本 71.62 亿元。其中中信集团持股 20.945%，为公司第一大股东

东；黑龙江鼎尚投资管理有限公司持股 19.764%；北京合盛源投资管理有限公司持股 17.787%；瑞煜（上海）股权投资基金合伙企业（有限合伙）持股 15.811%；共和控股有限公司持股 15.811%；天津市万顺置业有限公司持股 9.882%。

2. 企业规模

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

有线电视业务方面，截至2015年9月底，公司投资的有线电视项目所在行政区域入网用户总数约3516万户，数字电视用户约2869万户，数字化转换率已达到81.60%。公司成为目前投资有线电视业务的企业中最大的投资主体之一。

盐湖资源开发领域，公司拥有青海西台吉乃尔盐湖采矿权，截至2015年9月底，西台吉乃尔盐湖已探明的液体储量约折合氯化钾2608万吨、氯化锂308万吨、氧化硼163万吨、氯化镁18597万吨，可采储量为氯化钾1617万吨，碳酸锂173万吨，硼酸188万吨。

高科技业务板块，公司拥有6条钴酸锂生产线、2条锰酸锂生产线、1条镍酸锂生产线，具备年产正极材料3000吨（其中：钴酸锂2400吨、锰酸锂500吨、镍酸锂100吨）的生产能力。其主导产品钴酸锂目前在国内市场的占有率、市场覆盖率、产销量居行业领先地位。

有色金属业务方面，截至2014年底，公司所属矿山保有资源储量铅127.93万吨、锌590.80万吨、铜43.34万吨、金142.3吨、银

1667.19吨、钼2.86万吨。公司拥有总量超过765万吨的铜、铅、锌、金、银、钼等金属资源储量，目前拥有约50.7万吨铜、铅、锌等金属冶炼能力，其中铜20万吨/年、铅3万吨/年、锌27.7万吨/年。

葡萄酒业务方面，公司所属的中信国安葡萄酒业股份有限公司（以下简称“中葡萄酒业”）拥有12万亩亚洲最大的酿酒葡萄基地。公司葡萄酒的产能目前为年加工11万吨酿酒葡萄的实际生产能力，葡萄酒酿造生产主要集中于5个酒厂，其中玛纳斯分公司生产能力为5万吨/年，阜康分公司生产能力为3万吨/年，位于石河子的西域酒业公司生产能力为1万吨/年，位于伊犁的霍尔果斯酒园公司生产能力为1万吨/年，山东蓬莱厂生产能力为1万吨/年。

综合以上情况，公司主要业务已形成较大经营规模，在行业内具备较强的竞争实力。

3. 人员素质

公司高级管理人员具备多年管理经验，整体素质较高。

公司董事长李士林先生，1950年生，中共党员，大专学历。历任中国国际信托投资公司董事、协理兼中信国安总公司董事长、中信国安集团公司董事长、中信国安有限公司董事长、中信海洋直升机股份有限公司董事长、中国中信集团公司常务董事、副总经理。现任中信国安集团有限公司董事长。

公司副董事长罗宁先生，1959年生，中共党员，研究生学历。历任北京国安电气总公司副总经理、中国联通第一分公司副总经理、总经理、中信国安集团公司副董事长、中国中信集团公司董事兼总经理助理。现任中国中信股份有限公司总经理助理、中信网络管理有限公司董事长兼总经理、中信国安集团有限公司副董事长、中信国安有限公司董事长、中信信息科技投资有限公司董事长、中信通信项目管理有限责任公司董事长、中信国安信息产业股份有限公司董事长、白银有色集团股份有限公司

董事。

公司副董事长李荣祥先生，1966年生，大学学历。历任黑龙江省财政厅农业开发办公室财务处副处长、黑龙江省财政厅农业开发办公室财务处处长。现任黑龙江鼎尚投资管理有限公司常务副总裁、中信国安集团有限公司副董事长。

公司总经理刘鑫先生，1980年生。历任北京市宣武区区委区政府研究室干部、“非典”指挥部、人大换届选举委员会、政府办公室干部、北京国信房地产开发有限责任公司副总经理、中信地产（北京）投资有限公司董事、总经理、中信国安集团有限公司党委委员、副总经理。现任中信国安集团有限公司党委委员、总经理、中信国安有限公司副总经理、中信国安投资有限公司副董事长、总经理、中信国安第一城国际会议展览有限公司副董事长、中信国安旅游投资有限责任公司董事、中信国安信息产业股份有限公司董事。

截至2015年9月底，公司共有职工34131人，其中高级职称占1.45%，中级职称占3.59%，初级职称占7.04%，其他占87.91%；从教育程度看，研究生以上学历占1.22%，本科学历占14.66%，大专学历占27.59%，中专以下学历占56.53%；从年龄构成来看，30岁以下员工占40.10%，30~40岁员工占21.97%，41~50岁员工占29.13%，50岁以上员工占8.80%。

总体上，公司高级管理人员具备多年管理经验，整体素质较高；公司员工整体素质能够满足正常经营的需要。

4. 技术水平

盐湖开发业务，公司共获得《东台吉乃尔盐湖卤水综合利用锂钾硼工业性试验》、《格尔木市东台吉乃尔盐湖卤水年产500吨碳酸锂、1000吨硼酸工业试验》、《格尔木市东台吉乃尔盐湖卤水3万吨/年硫酸钾镁肥工业性实验报告》、《硼酸镁晶须合成工艺研究》4项科学技术成果。公司向国家知识产权局申报了有关盐

湖资源综合开发利用的17项专利技术。公司凭借自主知识产权和技术开发优势对青海盐湖资源进行综合开发，所生产的硫酸钾镁肥等产品在质量和价格上具有较强优势，成为国内最具发展潜力的钾锂硼资源开发企业之一。

高新技术领域，公司成立了盟固利电源技术研究院，与北京大学合作成立了“新能源材料与技术实验室”，广泛开展锂离子二次电池的科学研究与技术交流工作。公司对核心技术体系拥有完全自主知识产权，共获得国、内外专利70余项，获得国家及省部级科技奖励七项。近年，公司在动力电池极片制作工艺、叠片型装配工艺和大型铝塑膜锂电池化成工艺的量产技术研究上取得了显著成果，积累了大量应用经验，达到国际一流、国内领先水平。

有色金属领域，白银有色集团股份有限公司（以下称“白银股份”）拥有国家级有色金属科研技术中心，研究院学科齐全，取得了多项技术开发成果，并全部应用于生产过程。2008年11月，依托西北矿冶院设立的白银有色集团公司技术中心，被国家发展和改革委员会、财政部、科技部等5部委联合认定为国家级企业技术中心。自1981年以来，共获得国家、省、部级科技进步奖188项，其它省、部级科技进步奖184项。白银股份自主开发的“白银炼铜法”获国家发明二等奖，“白银熔池富氧炼铜”获国家科技进步一等奖；在加工化工方面，具有自主知识产权的超常冷凝管技术，超薄铜箔获国家科技进步二等奖，湿式钙法处理低浓度二氧化硫烟气获国家科技进步三等奖。

总体上，公司在主要经营领域技术水平先进，具有较强的竞争力。

5. 股东背景

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

常振明。

中信集团目前已发展成为一家金融与实业并举的大型综合性跨国企业集团。其中，金融涉及银行、证券、信托、保险、基金、资产管理等行业和领域；实业涉及房地产、工程承包、资源能源、基础设施、机械制造、信息产业等行业和领域，具有较强的综合优势和良好发展势头。

截至 2014 年底，中信集团合并资产总额为 4.73 万亿元，负债总额 4.7 万亿元；2014 年实现营业收入 3408.87 亿元，营业利润 579.62 亿元，净利润 468.66 亿元。

中信集团是具有重要战略地位的综合性国有大型企业集团，具有很强的综合竞争优势和强大的品牌实力，政府支持力度大，融资能力强。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化。

七、重大事项

跟踪期内，公司股东经历了多次变更。截至 2015 年底，公司注册资本 71.62 亿元。其中中信集团持股 20.945%，为公司第一大股东；黑龙江鼎尚投资管理有限公司持股 19.764%；北京合盛源投资管理有限公司持股 17.787%；瑞煜（上海）股权投资基金合伙企业（有限合伙）持股 15.811%；共和控股有限公司持股 15.811%；天津市万顺置业有限公司持股 9.882%。

股权变动后，公司选举了新一届董事会和监事会成员，截至报告出具日，公司董事、监事及高级管理人员均为境内公民且无海外居住权。

表 3 公司董事会、监事会及高管情况

姓名	职务	性别	任职起止日期
1、董事			

李士林	董事长	男	2014.01.24-2017.01.24
罗宁	副董事长	男	2014.01.24-2017.01.24
李荣祥	副董事长	男	2014.07.10-2017.01.24
李振涛	董事	男	2015.12.28-2018.12.28
夏桂兰	董事	女	2014.01.24-2017.01.24
李建一	董事	男	2015.01.26-2018.01.26
关卫东	董事	男	2014.07.10-2014.01.24
毛德一	董事	男	2015.12.28-2018.12.28
陈钊	董事	男	2015.12.21-2018.12.21
李奇文	董事	女	2015.12.21-2018.12.21
关鑫	董事	男	2015.04.28-2018.04.28
张岩	董事	女	2015.04.28-2018.04.28
白少良	董事	男	2014.01.24-2017.01.24

2、监事

秦永忠	监事会主席	男	2014.01.24-2017.01.24
虞正宁	监事	男	2015.12.21-2018.12.21
高仁久	监事	女	2014.07.10-2014.01.24
卢卫国	监事	男	2015.12.28-2018.12.28
杨宏刚	监事	男	2015.04.28-2018.04.28
周雪梅	监事	女	2014.01.24-2017.01.24
沈京丽	职工监事	女	2014.01.24-2017.01.24
景素青	职工监事	女	2014.01.24-2017.01.24
甘华锋	职工监事	男	2014.01.24-2017.01.24

3、高级管理人员

刘鑫	总经理	男	2014.06.30-2017.01.24
张建昕	副总经理	男	2014.01.24-2017.01.24
杜军	副总经理	男	2015.01.26-2018.01.26
李向禹	副总经理	男	2015.01.26-2018.01.26
崔明宏	副总经理	男	2015.01.26-2018.01.26

资料来源：公司提供

注：按公司《章程》规定，公司应设 3 名副董事长，但由于公司股东变更，目前暂缺一名副董事长。

公司跟踪期内股东经历了多次变更，联合资信将密切关注此改革对公司未来经营、管理的影响。

八、经营分析

公司已经形成了涉及信息产业相关业务、高科技及资源开发、旅游地产及商业物业、葡萄酒和化工业务的综合性企业集团。其中高科

技及资源开发板块、旅游地产及商业物业板块以及化工板块为公司主要收入来源，其余板块在公司收入中占比较小。跟踪期内，在公司资源性业务、化工业务和旅游地产及商业物业收入均大幅增长的影响下，公司整体收入大幅提升。

从收入结构看，2014 年，旅游地产及商业物业板块收入构成有所改变，其经营实体中信国安投资有限公司（以下简称“国安投资”）的合并范围增加青海合一矿业有限公司（该公司主要进行大宗贸易活动，以下简称“青海合一公司”），导致旅游地产及商业物业板块收入大幅增长。化工板块由于产能释放以及化工类产品的贸易业务大幅增长，收入亦快速增长。受上述两个板块收入增长的影响，资源性业务收入在公司总收入中的比重快速下降，但资源性业务仍是公司重要的收入来源。

从毛利率上看，2014 年公司旅游地产及商业物业板块由于新并入公司贸易业务居多，导

致该板块毛利率大幅下降；化工板块由于以化工类产品的贸易收入为主，毛利率保持较低水平。受上述原因影响，公司整体毛利率下降。

2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 727.42 亿元，收入构成方面，由于旅游地产及商业物业板块和化工板块贸易活动增长，在公司收入占比继续提升，公司资源性项目收入占比下降至 60.02%。毛利率方面，由于北京国安电气有限公司不再纳入合并范围导致系统集成业务收入及毛利率大幅下降，由于竞争压力加大，引起呼叫中心业务毛利率大幅下降，因此信息产业相关业务毛利率大幅下降；资源开发及高新技术项目板块毛利率略有提升，主要源于盐湖资源开发效率有所提升，盈利能力提升所致；旅游地产及商业物业板块由于销售地产业务及出租业务收入占比的上升，毛利率有所提升。主要受上述原因影响，2015 年前三季度公司整体毛利率下降至 4.34%。

表 4 公司收入构成（单位：亿元、%）

业务	2012 年度			2013 年度			2014 年度			2015 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	收入	占比	毛利率
信息产业相关业务	23.14	5.51	13.15	28.22	6.94	25.70	27.40	4.08	27.28	11.80	1.62	11.05
资源开发及高新技术项目	384.46	91.52	5.82	356.23	87.60	4.40	473.25	70.38	3.25	436.60	60.02	3.43
旅游地产及商业物业	6.30	1.50	43.42	6.10	1.50	52.01	95.00	14.13	7.23	143.50	19.73	8.71
葡萄酒	6.19	1.47	48.48	5.52	1.36	55.51	5.23	0.78	65.19	1.99	0.27	58.14
化工	--	--	--	10.58	2.60	0.39	71.12	10.58	1.03	133.12	18.30	0.96
国安资本	--	--	--	--	--	--	0.39	0.06	-7.13	0.41	0.06	93.41
合计	420.09	100.00	7.42	406.65	100.00	7.18	672.39	100.00	5.04	727.42	100.00	4.34

资料来源：公司提供

注：由于各项数据尾数取舍的原因，合计值可能与财务报表中营业收入略有不同。

1. 信息产业

（1）有线电视业务

公司是国内最早投资有线电视网络业务的企业之一，目前已成为国内最大有线电视网络的服务商和投资商，在有线电视网络规模、用户规模、技术水平以及经营管理方面，均居国

内有线电视网络运营企业前列。主要投资主体是中信国安信息产业股份有限公司（以下简称“国安股份”）。国安股份通过参股其他有线电视公司实现的收益计入投资收益中，该投资收益较为稳定，在未来具备较好的持续性，2014 年公司有线电视业务实现投资收益 3.07 亿元。

2014年国安股份参与了湖北广电重大资产重组工作，国安股份以持有的荆州市视信网络有限公司49%股权认购湖北广电增发股份486.06万股，加上重组前公司持有的湖北广电4962.43万股，国安股份共计持有湖北广电5448.49万股，约占湖北广电发行股份购买资产并募集配套资金后的股份比例为8.56%，为湖北广电第四大股东，该事项已经中国证监会审批通过。江苏有线IPO工作进展顺利，并于2015年4月28日在上海证券交易所上市。

截至2015年9月底，公司投资的有线电视项目所在行政区域入网用户总数约3516万户，数字电视用户约2869万户，数字化转换率已达到81.60%。公司是目前投资有线电视业务的企业中最大的投资主体之一。

（2）网络系统集成业务

公司网络系统集成业务主要由北京国安电气有限责任公司（原名“北京国安电气总公司”）和中信国安信息科技有限公司负责运营。跟踪期内，北京国安电气有限责任公司不再纳入合并范围。公司目前拥有建设部颁发的机电安装工程总承包一级资质、建筑智能化工程专业承包一级资质、计算机系统集成二级资质和国家保密局计算机信息系统集成甲级资质，在智能大厦弱电系统工程设计与系统集成、楼宇机电安装工程和开发大型系统集成项目等方面具有显著的优势。

2014年，公司网络系统集成业务新签订合同109单，合同总金额22536万元。公司的网络系统集成业务客户覆盖地区主要为北京、辽宁、河北、山东、四川及海外市场。

2014年，公司网络系统集成业务营业收入为16.62亿元，毛利率增长至33.89%。2015年1~9月，由于股权结构调整，北京国安电气有限责任公司不再纳入合并范围，公司网络系统集成业务收入及毛利率大幅下降，前三季度公司网络系统集成业务营业收入为3.02亿元，毛利率11.53%。

总体看，由于北京国安电气有限责任公司

不再纳入合并范围，公司网络系统集成业务收入及利润大幅下降，一定程度上降低了公司整体收入及盈利能力。

（3）电信增值业务

电信增值业务是公司信息服务产业的重点板块之一，公司的电信增值业务主要由下属企业北京鸿联九五信息产业有限公司（中信国安股份控股子公司，以下简称“鸿联九五”）运营，鸿联九五是最大的二级电信运营商之一，在信息增值服务、电话信息服务、互动电视节目服务、综合呼叫中心业务等方面都居于行业前列，通讯网络覆盖范围较广，形成了具有整体功能的鸿联信息网，该网络与各大基础电信运营商的骨干网互联互通，兼容了固定电话网、移动电话网、互联网和有线电视网，形成了“四网合一”的较强的竞争优势。

截至2014年底，鸿联九五资产总额27322.60万元，负债总额10729.11万元；2014年，实现营业收入104456.25万元，利润总额1237.18万元，净利润945.34万元，其中，呼叫中心业务收入83659万元，移动增值服务业务收入8586万元，固话增值服务收入418万元，IP业务收入1105万元，其他业务收入10688万元。2015年1~9月，实现营业收入86990万元，同比增长17%，净利润-28.68万元，较上年同期下降266.71万元，其中，呼叫中心业务收入74635万元，移动增值服务业务收入7790万元，固话增值服务收入328万元，IP业务收入662万元，其他业务收入3575万元。

总体看，鸿联九五已经形成了完整的资源网络分布以及品牌优势，但2015年随着经济环境趋弱以及竞争激烈的影响，出现亏损。未来，鸿联九五有望凭借良好的网络及特服号码等资源优势恢复盈利。

（4）其他信息相关业务

公司其他与信息相关的业务还包括卫星通信、远程教育、软件开发、广告、文化传媒等业务。其中卫星通信业务由子公司中信国安信息产业股份有限公司负责经营。公司于1994年

4 月获得由中国邮电部颁发的 VSAT 经营许可证，成为中国最早由企业投资并对社会公众服务的 VSAT 卫星通讯网。

上述业务相对公司整体而言，规模仍偏小，对公司整体经营发展影响不大。

2. 资源开发及高新技术业务

(1) 有色金属业务

有色金属业务是公司最主要的收入来源。

白银股份目前下属 16 家全资子公司、4 家控股子公司、7 家二级单位，从业人员 16786 人，承担铜、铅锌等有色金属的采选、冶炼加工及辅助工作。白银股份资源储量较大，所属矿山保有资源储量铅 127.93 万吨、锌 590.80 万吨、铜 43.34 万吨、金 142.3 吨、银 1667.19 吨、钼 2.86 万吨，其现有矿山能在较短时间内形成较大产能。白银股份目前具有年有色金属矿石采选 410 万吨、铜铅锌冶炼 50.7 万吨的生产能力，是中国最大的多品种有色金属生产基地。白银股份是国内目前唯一的多品种有色金属综合性重点企业，集采、选、冶、加工、化工和科贸为一体，拥有完整的产业链，资源综合利用优势明显，工艺技术先进、产业技术力量雄厚、基础设施完整配套，综合盈利和抗风险能力较强。

截至 2014 年底，公司直接持有白银股份 35.86% 股权，为白银股份第一大股东。根据协议，白银股份纳入公司合并报表。

截至 2014 年底，白银股份资产总额 3403179.19 万元，负债总额 2126611.49 万元；2014 年度，该公司实现营业收入 4626898.13 万元，利润总额 48258.48 万元，净利润 34422.54 万元。截至 2015 年 9 月底，该公司资产总额 3848189.77 万元，负债总额 2610433.86 万元；2015 年前三季度，该公司实现营业收入 4264637.68 万元，营业利润 3554.46 万元，净利润 920.15 万元。

目前白银股份正在进行 IPO，申报文件已报送中国证监会，正处于审核过程中。

公司有色金属采选冶炼业务可划分为非贸易和贸易两个子板块（由于公司白银股份正在进行 IPO，为保持数据统一，目前大部分相关经营数据仅到 2014 年）。

公司通过下属贸易子公司总体负责贸易类和非贸易类子板块业务的采购工作，采购渠道包括向生产厂商直接采购、向代理商采购、向贸易商采购三种方式。由于公司所需原材料大部分是通用产品，市场供应充足，因此不会对某个供货商形成过度依赖，贸易类和非贸易类子板块业务的供货商集中度相对均较低。其中，进口原料的主要供应商包括托克公司、马克瑞士公司以及嘉能可公司等；国内原料的主要供应商包括鑫昊工贸公司、中钜公司、甘肃乾正科技能源有限公司以及甘肃建新进出口公司等。

白银股份原材料采购价格的总体确定原则是以市场价格作为基础根据与供应商的谈判情况确定升贴水加点数额。其中，国内原料是以上海期货交易所金属价格作为基准价格与供应商谈判确定计价系数（60%~90%）或做加工费扣减。国内铜精矿价格是基准价格乘以计价系数；国内锌精矿价格是基准价格扣减加工费；国内混合矿含锌价格是基准价格乘以计价系数；国内混合矿含铅价格是基准价格乘以计价系数；国内粗铜价格是基准价格扣减加工费。进口精矿价格是以伦敦金属交易所金属价格为基准价格扣减加工费，进口加工费依据国际市场边际水平确定。其中进口铜精矿加工费 Tc/Rc 为 150/15；进口锌精矿加工费为 223 美元/吨。2014 年以来，铜精矿自给率为 14.04%，锌精矿自给率为 60.48%，混合矿自给率为 19.78%，粗铜自给率为 81.86%。结算方面，采用先款后货的结算方式，当月供货方开具临时发票，支付货款，白银公司根据供货合同条款进行价格和质量认证，价格和质量确定后，进行最终结算。

表5 公司有色金属业务收入情况（单位：万元、%）

业务	2012 年			2013 年度			2014 年度		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
有色金属采选冶炼及销售	1242673.83	33.85	9.72	1153104.06	34.01	7.76	1699611.62	37.09	5.63
有色金属贸易	2384509.81	64.95	2.28	2208939.51	65.15	1.86	2850232.56	62.19	0.02
有色金属服务	40483.40	1.10	5.67	27518.49	0.81	3.21	29683.68	0.65	10.56
其他	3718.13	0.10	6.56	911.8	0.03	-2.52	3409.47	0.07	26.10
合计	3671385.17	100.00	4.84	3390473.86	100.00	3.87	4582937.34	100.00	2.19

资料来源：公司提供

公司有色金属贸易业务 2014 年的毛利率为 0.02%，公司有色金属采选冶炼 2014 年的毛利率为 5.63%，公司贸易和采选冶炼毛利率均较 2013 年度下降的主要原因是由于国家经济结构调整，有色市场环境发生变化，销售现货疲软、套利业务基差缩小甚至反转导致套利业务盈利能力下降，使得贸易和非贸易整体盈利能力均下降。

表6 公司有色金属业务主要产品生产情况（采选冶炼）

主要产品	2013年		2014年	
	产能	产量	产能	产量
铜（万吨）	20	10.33	20	12.58
铅（万吨）	3	2.38	3	1.99
锌（万吨）	27.7	18.31	27.7	18.24
金（吨）	--	2.01	--	1.02
银（吨）	--	166.72	--	102.92

资料来源：公司提供

从销售上看，公司通过下属贸易子公司总体负责贸易类和非贸易类子板块产品的销售工作，并且由于公司销售的铜、铅、锌、金、银等产品均为市场通用有色金属，市场需求量大，需求范围较广，因此不会对某个客户形成过度依赖，贸易类和非贸易类子板块业务的客户集中度相对均处于合理范围。2014年白银有色前五名客户销售收入占比为26.26%。

表7-1 公司有色金属业务主要产品销售情况（采选冶炼）
（单位：万元）

名称	2012年	2013年	2014年
铜	666435.00	471895.00	820804.30
锌	132406.00	257790.00	395051.56
铅	45165.00	28519.00	68697.65
金	289283.00	269956.00	175605.02
银	75623.00	36496.00	84546.88
其他	164000.00	116878.00	59159.30
合计	1372911.00	1181534.00	1603864.71

资料来源：公司提供

注：2014年由于公司对银做了套期保值，且销售了之前年份结存的银，因此随当年开采量下降，但银的销售收入却大幅增长。

表7-2 公司有色金属业务主要产品销售情况（贸易）
（单位：万元）

名称	2012年	2013年	2014年	15年1-9月
铜	1957130.00	1760904.00	1879668.58	2666635.00
锌	355233.00	175165.00	179200.90	232001.00
铅	5100.00	18866.00	65078.73	30243.00
其他	67046.00	340585.00	726284.35	359856.00
合计	2384509.00	2295520.00	2850232.56	3288735.00

资料来源：公司提供

公司有色金属业务销售主要有两方面构成：一是白银股份在企业所在地销售生产产品，销售

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

有色金属业务的结算方式是：非贸易业务的采购和销售均采用“货款两清”的结算方式，供货方开具临时发票，需货方通过现款或承兑支付货款，主要以现款为主。贸易业务的采购和销售均采用“货款两清”的结算方式，销售账期一般在1-2天。货款两清后，变更仓单，实现采购和销售，不存在仓单的重复质押。由于公司有色金属产品的销量并不是平均发生在全年的每个时期，而是根据市场价格变化情况择机销售，因此也有可能出现账期超过2个月的情况。如果与某客户之间的销售业务集中发生在年底，则有可能在期末形成较大金额的应收账款。此外，由于有色金属每笔业务涉及的金额往往较大，在期末若尚处于信用期的应收账款未能及时进行销售结算，也是形成较大规模应收账款。

未来，公司的贸易业务仍将以基本金属领域为主。贸易业务的规模将根据市场行情、公司对有关金属价格走势的判断等因素进行调整。公司未来的核心业务将集中在开采和冶炼业务方面，贸易业务将作为公司核心业务的补充和延伸。

整体看，公司有色金属业务受有色金属行业波动影响，利润水平下降，未来由于下游行业复苏力度缓慢，公司有色金属业务将面临较大挑战。

（2）盐湖资源开发业务

目前，公司盐湖开发业务主要由子公司国安投资运营。公司投资的青海盐湖资源位于青海省柴达木盆地中部，该地区有西台吉乃尔、东台吉乃尔和一里坪三个盐湖。西台吉乃尔盐湖是以锂为主，共生钾、镁的锂矿床，氯化锂平均含量 257克/升，为大型综合性矿床，其目前已探明的液体储量约折合氯化钾2608万吨、氯化锂308万吨、氧化硼163万吨、氯化镁18597万吨。西台吉乃尔盐湖的可采储量为氯化钾1617万吨，碳酸锂173万吨，硼酸188万吨。

目前，公司已建成年产 50 万吨氯化钾、30 万吨硫酸钾、2 万吨碳酸锂、5 万吨氧化镁和 1 万吨硼酸的生产线及配套设施。2014 年全年共生产氯化钾 22.01 万吨，销售氯化钾 21.9 万吨；生产碳酸锂 882 吨，销售碳酸锂 2973 吨；销售精硼酸 505 吨。实现营业收入 4.23 亿元，实现利润总额-1.67 亿元。2015 年前三季度，公司在工艺改进、盐田生产等方面取得重要进展，产品产量、收率、产品品位大幅提高，生产成本进一步降低。钾肥生产方面，30 万吨氯化钾项目已经达到设计产能，生产效率大幅提高；新建 30 万吨硫酸钾项目生产线即将投入大规模生产。前三季度整体实现扭亏为盈。目前新建硫酸钾生产线正处于投料试车阶段。

2015年前三季度主营业务收入为47721.68万元，较上年同期增加22741.8万元，同比增长91.04%。氯化钾单位销售成本620.59元，较上年同比每吨减少133.23元，单位成本下降17.67%。销售毛利为26745.87万元，较上年同期增长80.63%，其中：氯化钾销售毛利为13166.22万元，吨毛利为881.41元，较上年同期每吨增加698.85元。

为增加资源储备资源，实现发展，公司积极寻求海外资源项目，如玻利维亚科伊巴萨盐湖项目（科伊巴萨盐湖位于玻利维亚奥鲁罗省，地处安第斯高原的中西部，湖区海拔3657米，面积约3300平方公里。科伊巴萨盐湖卤水产品位优于国内柴达木盆地同类型盐湖，富含钾、锂、镁、硼资源，保守估算钾资源量达2亿吨，可以

建成世界级锂钾盐生产企业)。目前公司已获得玻利维亚国家矿业公司颁布的科伊巴萨盐湖勘探授权,完成了勘探方案设计、勘探前的相关协调和筹备工作。

整体看,2014年公司盐湖开发业务受市场影响业绩下滑,2015年前三季度盐湖业务扭亏为盈,未来随着工艺改进,产量、收率、产品品位得到提高,生产成本进一步降低,公司盐湖业务盈利能力有望走强,同时国家确保钾肥自给率、中国农业的不断发展以及钾肥价格的提升,给公司盐湖业务的发展提供了稳步增长的空间。

(3) 高科技业务

锂电池等高科技业务方面,截至2014年底,盟固利电源公司拥有6条钴酸锂生产线、2条锰酸锂生产线、1条镍酸锂生产线,具备年产正极材料3000吨(其中:钴酸锂2400吨、锰酸锂500吨、镍酸锂100吨)的生产能力。2014年,共生产钴酸锂3629.98吨,同比增长65.68%;销售钴酸锂3507.37吨,同比增长67.14%;生产锰酸锂及三元产品220.48吨,销售锰酸锂及三元产品共228.27吨;实现营业收入56389.18万元,同比增长70.04%,完成净利润387.52万元。2015年1-9月,共生产钴酸锂2634.86吨,同比增长4.39%;销售钴酸锂2522.57吨,同比增长6.67%;销售锰酸锂及三元产品260.22吨,2015年前三季度实现营业收入2066.39万元,同比增长29.3%,完成净利润42.76万元。

总体看,公司锂电池业务保持较高的发展速度,未来行业良好的发展前景有助于公司锂电池正极材料业务的运营。

3. 葡萄酒业务

公司葡萄酒业务的经营实体为中葡酒业,中葡酒业在新疆天山北麓拥有得天独厚的酿酒葡萄种植基地,与同处北纬44度的美国加州和法国波尔多并称为“世界三大天堂级葡萄产区”。依托独特的产地先天生态资源优势,公司大力发展以酿酒葡萄为核心的特色产业,分别

在玛纳斯、阜康、西域、霍尔果斯及烟台设有生产厂,全套引进法国、意大利先进的葡萄酒酿造生产设备,拥有法国和澳洲的酿酒专家领衔的国际酿酒师团队。

生产方面,中葡酒业一直保持年加工11万吨酿酒葡萄的实际生产能力。葡萄酒酿造生产主要集中于5个酒厂,其中玛纳斯分公司生产能力为5万吨/年,阜康分公司生产能力为3万吨/年,位于石河子的西域酒业公司生产能力为1万吨/年,位于伊犁的霍尔果斯酒园公司生产能力为1万吨/年。原材料方面,中葡酒业葡萄原料的种植主要分布在玛纳斯、昌吉、伊犁和石河子等四大基地。为保证原料供应,公司对酿酒葡萄的采购模式采用“公司+农户”的种植、收购合作模式,以及一定规模的自有基地保障系统。公司及子公司与农户签订葡萄种植及收购合同,公司统一对农场农户进行技术支持和指导,农户按照公司安排自行种植、采收和交售;待葡萄成熟期,公司按市场价格收购农户生产的合格葡萄,并设定收购最低保护价。重要辅料的采购通过招标独立进行,通过寻找国内资质较好的,有一定规模的供应商,经过几年的实践已基本形成较稳定的供应链。公司生产用水来自厂区内自备井,生产用煤、用电来自厂区周边煤矿、当地电网,供应充足。

在产品销售方面,葡萄酒的重点销售区域为新疆、华东、华北等省份,过千万的市场包括北京、上海、乌鲁木齐、石河子、昌吉、江苏、广东、重庆、河南、山东等。已合作经销商实现了中国范围内省级全覆盖,新疆和华东部分成熟市场的县级覆盖率超过70%。经过几年的积累,公司已经拥有了一支较为稳定的经销商队伍。近年来公司大力发展电子商务渠道,形成了公司自运营店铺、代理商运营店铺及进驻平台超市销售三种模式相结合的方式运营。

2014年,中葡酒业葡萄酒业务实现销售收入46260万元,同比增长6.3%。其中,完成原酒销售收入5514万元,同比下降21.8%,完成成品酒销售收入40746万元,同比增长11.7%。2015

年1~9月，中葡酒业葡萄酒业务实现销售收入19893万元，其中原酒销售收入1919万元，成品酒销售收入17974万元。

整体看，公司葡萄酒业务在注重原料品质及产品质量的基础上，着力进行品牌推广，未来发展前景广阔。但葡萄酒业务受经济环境影响较大，短期内收入和利润可能有较大波动。

4. 旅游地产及商业物业

公司旅游地产及商业物业主要经营实体为国安投资，2014年，公司旅游地产及商业物业板块收入为95.00亿元，其中2014年由于合并范围新增青海合一公司，其收入计入旅游地产及商业板块，因此该板块收入大幅增长，在总收入中的占比增至14.13%。2015年1~9月，由于贸易业务进一步扩大，公司旅游地产及商业物业板块收入143.50亿元。

青海合一公司，主要业务为煤、有色金属（电解铜及锌等）、通讯产品、焦炭、汽车配件等产品的贸易，基本为内贸，结算以现汇为主，辅助一定的票据结算，例如银行承兑汇票和国内信用证等，2014年青海合一公司前五大客户为山西潞安矿业(集团)有限责任公司(电解铜)、上海嘉北实业发展有限公司(电解铜)、北京乐语世纪科技集团有限公司(通讯产品)、山西晋煤集团国际贸易有限责任公司(电解铜)和上海庆邦国际贸易有限公司(电解铜)，前五大供应商为北京云铜鑫晨贸易有限公司(电解铜)、江苏鸿开有色金属有限公司(电解铜)、上海协磊通讯设备有限公司(通讯产品)、上海京慧诚国际贸易有限公司(电解铜)和河南中鸿集团煤化有限公司(焦炭)。截至2014年底，青海合一公司资产16.78亿元，债务总额10.96亿元，权益5.82亿元，全年实现营业收入82.98亿元，利润总额0.25亿元。

截至2015年9月底，公司土地储备11126.45亩，建筑规模634.24万平方米，地上建筑面积474.29万平方米，土地款共计141.45亿元。土地储备主要集中在北京、峨眉、南阳、

北海生态旅游度假区。

(1) 第一城国际会议展览中心

第一城国际会议展览中心是公司于1992年开始投资建设的大型旅游商业地产项目，项目地址位于北京东部京津冀三省市交界的河北省香河县安平镇，距北京市中心52公里，距天津市中心70公里，距廊坊市20公里，规划占地3600多亩，以明清两代的北京城为建设蓝本，将城墙缩短为周长5公里，按1:1的比例建成。共有城楼16座和角楼6座的内城和外城，形成了具有深厚历史文化内涵，以中国古代京畿和皇家园林构成的独特人文地理景观空间，容纳配备了设施齐全、功能完善、先进时尚的各种会议、旅游、客房、培训、餐饮、康体、娱乐、运动、休闲项目。包括大小会议室100多个、客房近3000套、展览面积36400多平方米、餐厅30个。

目前，第一城已成为以会议展览为经营主业，集休闲度假、康体健身、美食购物、影视拍摄等多种功能于一体，国内规模最大的综合性国际会展中心。近几年，第一城先后承办了“第七届20国集团财长及央行行长会议”、“国际反贪局联合会首届年会”和“第三次中美战略经济对话”等国际会议，也举办了“新民歌演唱会”、“皇马中国行”、“皇冠假日高尔夫赛”和“中华小姐大赛”等大型社会活动。

(2) 北海生态旅游度假区项目

北海公司成立于1992年12月，注册地点为广西壮族自治区北海市，注册资本1亿元，为中信国安集团有限公司全资子公司。主营业务为土地综合开发和水产养殖等。

北海生态旅游度假区项目已完成项目总体规划 and 一期开发计划，土地储备包括A、B、C三大地块，其中A地块包含土地12宗，面积75.42万平方米，土地款总计2.20亿元，主要用途为住宅用地和酒店餐饮用地；B地块包含土地13宗，面积96.57万平方米，土地款总计2.44亿元，主要用途为住宅用地、酒店餐饮和商务金融用地；C地块包含土地8宗，面积55.41万平方

米，土地款总计1.50亿元，主要用途为住宅用地和商务金融用地。上述全部地块均处于建设过程中。

5. 化工业务

公司的化工业务主要由子公司中信国安化工有限公司（以下简称“国安化工”）运营。

公司化工业务收入分为生产类收入和贸易收入，其中贸易类收入主要来源于化工类产品的贸易，主要为国内贸易。2014年公司化工板块收入71.12亿元，其中生产类收入15.95亿元，贸易类收入55.17亿元。其中，贸易采购前五名分别为上海云峰（集团）有限公司（2015年下半年公司已与云峰集团没有业务往来，之前所有业务往来已全部结清）、中国石化化工销售有限公司华北分公司、天津市东盛工贸有限公司、中国石油化工股份有限公司北京石油分公司和上海劲航石油化工有限公司，前五名合计采购额达到28.18亿元，销售客户前五名为上海绿地国际贸易有限公司、宁波联勤石油化工有限公司、中国航油集团四川铁投石油有限公司、大连盛金韩石油化工有限公司和浙江长三角石油化工有限公司，前五名合计销售额达到30.14亿元。

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

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

2014年由于产能释放以及贸易收入的大幅增长，公司化工产业收入大幅增长。截至2014年底，国安化工资产总额227946万元，负债总额168856万元；2014年，实现营业收入729505万元，利润总额3745万元，净利润2928万元。截至2015年9月底，国安化工资产总额612172.48万元，负债总额547865.58万元；2015年1~9月，实现营业收入1331161.01万元，仍然是70%以上为贸易类的收入，营业利润5410.90万元，净利润4125.08万元。

总体上，由于有色金属等行业不景气的原因，公司整体经营规模有所下降，但数字电视用户数持续增加为公司带来稳定的投资收益，公司有色金属增储资源的投产以及化工业务收入的增长将有助于公司未来抗风险能力的增强。

6. 未来发展

未来几年内，公司将继续坚持以经济效益为中心，保持主要业务的行业领先地位，做大、做强信息产业相关业务、高新技术及资源开发业务、有色金属业务、葡萄酒业务和旅游地产及商业物业业务等主营业务；通过健全运营监管和风险控制机制，提高风险控制能力；不断完善公司治理结构，全面提升经营管理水平。

截至2015年9月底，公司房地产相关的在建项目主要有北京信达宣东A-G地块项目（简称宣东项目）；主要拟建项目为北京朝阳区金盏项目、北京西城棉花片项目、广西北海项目和南阳国安城项目等；公司产业投资主要是小铁山矿八中段以下深部开拓工程、铜冶炼技术提升项目和锌冶炼资源综合利用项目。

总体上看，公司未来在建及拟建项目投资额保持较高水平，公司未来筹资压力较大。

表 8-1 截至 2015 年 9 月底公司主要房地产在建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目计划总投资	截至 2015 年 9 月底已投资金额	资金来源				未来三年预计投资支出
			自筹	自筹资金到位	贷款	预计销售回款	
宣东项目	2052516	822246	246674	246674	879200	926642	1080000
峨眉中心广场项目	170448	38701	31430	31430	--	185692	90972

峨秀湖项目	386260	59820	100000	100000	130000	459245	94061
北海项目	77998	24095	27998	24095	50000	86970	42188
合计	2687222	944862	406102	402199	1059200	1658549	1307221

资料来源：公司提供

表 8-2 截至 2015 年 9 月底公司主要房地产拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目计划总投资	截至 2015 年 9 月底已投资	2016 年计划投资	2017 年计划投资	2018 年计划投资
金盏项目	257442	59878	49278	66220	75075
棉花片项目	1676033	389662	160951	261609	208035
北海项目	1728432	227134	170360	375770	323051
南阳国安城项目	222497	63965	23488	64471	51731
合计	3884404	740639	404077	768070	657892

资料来源：公司提供

表 8-3 公司主要产业投资规划（单位：万元）

项目名称	总投资	资金筹措方案		2015 年底 累计完成	2016 年计 划投资	2017 年计 划投资	2018 年计 划投资
		贷款	自筹				
小铁山矿八中段以下深部开拓工程	43114.00	--	43114.00	14166	7939	7025	779
铜冶炼技术提升项目	265923.00	97824.00	168099.00	128098	0	0	0
锌冶炼资源综合利用项目	217991.00	124000.00	93991.00	140387	35000	22185	0
合计	527028.00	221824.00	305204.00	282651	42939	29210	779

资料来源：公司提供

九、募集资金使用情况

公司于 2015 年 9 月 30 日发行 2015 年第一期短期融资券 20 亿元，用于偿还银行贷款，目前该部分资金已经全部按照资金用途使用完毕。

十、财务分析

公司提供的 2012~2014 年财务报表经北京永拓会计师事务所有限公司审计，并出具标准无保留意见的审计结论。公司 2015 年三季度财务数据未经审计。

公司提供的 2014 年审计报告因会计政策变更以及会计差错，对 2014 年期初数做相应差错调整，主要影响科目如下表。

表 9 公司合并报表期初调整概况（单位：亿元）

项目	调整前金额	会计政策调整金额	调整后金额
资产	949.51	-1.26	948.25

负债	790.41	-2.50	787.91
所有者权益	159.11	1.23	160.34
其中：归属于母公司所有者权益	1.19	-7.75	-6.56
少数股东权益	157.92	8.98	166.90
净利润	4.83	-1.44	3.39
其中：归属母公司所有者净利润	2.11	-1.16	0.95
归属于少数股东权益净利润	2.72	-0.29	2.43

资料来源：公司审计报告

2014 年公司将中信国安能源投资有限责任公司转让给中信集团，因此已不再将其纳入合并报表范围，由于该公司在公司收入中占比小，对公司影响小。

截至 2014 年底，公司合并资产总额为 1171.68 亿元，所有者权益合计为 246.83 亿元（其中少数股东权益 173.05 亿元）。2014 年，公司实现营业收入 672.41 亿元，利润总额 9.43 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司合并资产总额为

1478.38 亿元，所有者权益合计为 293.50 亿元（其中少数股东权益 172.00 亿元）。2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 727.42 亿元，利润总额 6.61 亿元。

1. 盈利能力

2014 年，公司营业收入为 672.41 亿元，同比增长 65.35%，其中 2014 年由于公司有色板块收入增长以及合并范围增加青海合一公司（主要进行大宗商品贸易），营业收入大幅增长；同期，公司营业成本同比增长 69.18%，略高于收入增长速度。2014 年，主要由于有色行业持续低迷以及公司贸易业务增长，公司营业利润率下降至 4.55%。

从期间费用看，2014 年，公司财务费用快速增长至 31.04 亿元，同比增长 21.99%；期间费用占营业收入的比重为 7.80%。

投资收益方面，2014 年公司投资收益为 24.01 亿元，同比增长 26.73%，公司投资收益来源主要包括：出售 21 世纪等股票收益 10.82 亿元，白银股份境外资产置换收益 5.00 亿元。

营业外收入方面，2014 年，公司营业外收入下降至 2.30 亿元，其中政府补助 2.03 亿元。

从盈利指标看，2014 年，公司总资本收益率为 4.60%；净资产收益率为 2.60%，2014 年公司整体盈利能力趋弱。

2015 年 1~9 月，由于公司贸易活动增长公司实现营业收入 727.42 亿元，为去年同期的 206.59%；同期营业利润率为 3.97%，较 2014 年全年水平下降 0.58 个百分点。实现投资收益 21.18 亿元（主要包括转让第一城国际会议展览中心股权 13 亿元、理财收益 3 亿元、公允价值变动收益 3 亿元以及长期股权投资企业分配的利润 2 亿元），营业外收入 3.21 亿元，利润总额 6.61 亿元。

综合看，受有色金属行业波动影响，公司主业盈利能力弱化并持续亏损；投资收益是公司利润总额的重要补充，但除有线电视业务投资收益外的股权转让收入、处置股权等其他收

益不具备可持续性，公司投资收益规模存在一定波动性，公司整体盈利能力弱。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2014 年，随着公司营业收入增长，公司销售商品、提供劳务收到的现金也随之增至 755.35 亿元，同比增长 68.40%。公司经营活动产生的现金流入为 825.65 亿元，同比增长 41.61%。公司经营活动现金流出主要是购买商品、接受劳务支付的现金，2014 年为 710.58 亿元，同比增长 68.08%。公司经营活动产生的现金流量净额为 23.62 亿元，较上年底增长 517.01%。公司现金收入比保持较好水平，2014 年为 112.34%。总体看，公司收入实现质量较好。

投资活动方面，2014 年，公司投资活动现金表现为净流出，净流出规模较上年大幅增长为 -120.40 亿元，其中收到其他与投资活动有关的现金，主要是关联方归还公司的融资款。支付其他与经营有关的现金，主要是支付给其他单位的往来款。

筹资活动方面，2014 年公司筹资活动主要为银行借款的取得及偿付，继续保持较大规模；公司筹资活动表现为净流入，规模为 128.50 亿元，同比增长 431.26%。

2015 年前三季度，公司经营活动现金净流入量为 49.07 亿元；投资活动现金净流出 82.16 亿元，筹资活动现金净流入 127.44 亿元。

总体来看，公司经营活动现金流入规模较大且保持稳步增长，经营活动净流入规模大幅增长，由于公司投资支出规模较大，公司对外部融资依赖度较高。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2014 年底，公司资产达到 1171.68 亿元。从资产构成看，截至 2014 年底公司流动资产占 61.83%，非流动资产占 38.17%，流动资产比重较 2013 年有所提升。

截至2014年底，公司流动资产为724.40亿元，同比增长39.72%，主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。

截至2014年底，货币资金150.23亿元，其中现金、银行存款和其他货币资金分别占0.04%、74.08%和25.88%。

截至2014年底，公司应收账款为46.26亿元，同比增长154.47%，增长主要来自下属白银股份销售规模增大效应带来的应收规模增加。截至2014年底，公司应收账款账面余额49.89亿元，计提坏账准备3.63亿元；从账龄看，1年以内占84.36%，1~2年占6.81%，2~3年占2.07%，3年以上占6.76%；从集中度看，前五大欠款客户金额合计27.80亿元，占55.70%，集中度高，其中应收金川迈科金属资源有限公司的账款金额为20.38亿元，占40.85%。

公司其他应收款主要是对下属公司的资金支持，截至2014年底，公司其他应收款同比增长40.55%，达到127.04亿元，增长的主要原因是（1）集团本部应收股东投资款17亿元。（2）向谷泉会议中心新增5.4亿元股东借款，用于日常性资金运营，该资金由中信集团提供，确保资金安全。（3）用于中信国安投资公司其他应收款核算的短期委托贷款及土地保证金等经济业务，明细为：1）借款给“丽江金林置业投资有限公司”的委托贷款5.2亿元，2）借款给“重庆市江北区聚兴小额贷款股份有限公司”的委托贷款0.5亿元。3）缴纳土地款保证金和安置房押金8.31亿元。公司其他应收款分别按单项金额重大、组合、单项计提坏账准备合计7.18亿元，计提比例为5.35%。其他应收款账金额前五名为应收股东及关联方款项，合计52.23亿元，占公司2014年末其他应收款账面余额（扣除坏账准备前）的38.91%，集中度较高。

截至2014年底，公司存货规模同比增长17.53%，为317.83亿元，主要由开发成本（占45.77%）、原材料（占16.37%）和在产品（占14.18%）构成，共计提存货跌价准备3.38亿元。

截至2014年底，公司非流动资产合计

447.28亿元，主要由可供出售金融资产（占11.79%）、长期股权投资（占15.97%）、固定资产（占34.52%）和无形资产（占21.65%）构成。

截至2014年底，公司可供出售金融资产为52.72亿元，较2013年底增长389.72%，主要原因是根据新会计准则要求，部分长期股权投资重分类至可供出售金融资产，截至2014年底，公司可供出售金融资产主要包括中信矿业科技发展有限公司30%股权、甘肃银泰长通电缆有限责任公司35%股权、新疆新天约翰迪尔农业机械开发有限公司75%股权（该公司一直未进行生产经营且在清算中，因此将其调整入可供出售金融资产）、所持有的库克复垦信托计划（期限为3至5年）、民生云天投资股份有限公司3.23%的股权、世纪爱晚投资有限公司60%股权（截至2014年底，公司应付西部中彩投资有限公司4000万股股权转让款尚未支付，因资产尚未办理交接，经营管理权尚未移交完毕，公司对其无控制或重大影响，暂时计入可供出售金融资产）以及对巨合(上海)股权投资基金的投资。

截至2014年底，公司长期股权投资71.44亿元，同比增长5.25%，其中对于联营企业Newshelf1114和江苏省广电有线信息网络股份有限公司的长期股权投资分别为31.06亿元和16.92亿元。

截至2014年底，公司固定资产同比下降11.76%，主要由于白银股份下属子公司南非第一黄金公司将库克资产出售给Sibanye以换取其部分股权。截至2014年底，公司固定资产为154.40亿元，主要由房屋及建筑物（占69.84%）、机器设备（占25.75%）构成。

截至2014年底，公司无形资产为96.82亿元，较上年下降17.35%，主要为采矿权的减少所致。截至2014年底，公司无形资产主要为土地使用权（占57.78%）和采矿权（占41.77%）。

截至2015年9月底，公司资产总额达到1478.38亿元，较2014年底增长26.18%，其中流动资产占63.55%，非流动资产占36.45%。其中由于公司长短期借款及发行永续债导致货币资

金大幅增长79.94%至270.33亿元；由于白银股份收回部分2014年底的货款，导致应收账款下降35.47%至29.85亿元；预付账款达到54.12亿元，较2014年底增长122.28%，其中白银股份增加17亿元，国安化工增长4.6亿元，青海国安公司增加3亿元，国安投资增加5亿元；长期应收款达到49.75亿元，较2014年增长157.76%，主要是国安投资增加了30亿元的信托认购款，其余资产结构较2014年底变化不大。

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

权益

2014年由于公司增资扩股完成工商变更登记，引入战略投资者增资80亿元，其中计入实收资本56.62亿元，计入资本公积23.38亿元，导致所有者权益变动较大。截至2014年底，公司所有者权益为246.83亿元，较上年增长56.79%，其中归属于母公司所有者权益占30.63%，少数股东权益占69.37%，归属于母公司的所有者权益中股本占93.72%，资本公积占33.12%，盈余公积占0.12%，未分配利润占-27.25%。未分配利润为负的主要原因是2012年公司溢价14.5亿元购买中信泰富公司持有的国安有限公司50%股权，由于公司与中信泰富公司同为中信集团控股子公司，溢价部分冲减净资产，先冲减资本公积至零后，再冲减了未分配利润。

截至2015年9月底，公司所有者权益结构保持稳定，其中由于发行30亿元的永续中票，其他权益工具达到29.55亿元，由于减持股票形成权益性交易，增加资本公积约14亿元，导致资本公积增长56.08%至39.50亿元，所有者权益合计293.50亿元，少数股东权益172.00亿元。

总体看，公司所有者权益主要由少数股东权益构成，由于发行永续中票，权益规模大幅增长，所有者权益稳定性一般。

负债

为满足流动资金和资本支出需要，公司负债规模持续增长，截至2014年底，公司负债总额为924.86亿元，其中流动负债占71.79%、非流动负债占28.21%，公司负债以流动负债为主。

截至2014年底，公司流动负债规模同比增长22.22%，主要来自于短期借款、其他应付款、一年内到期的非流动负债以及其他流动负债的增加。截至2014年底，公司流动负债规模663.97亿元，主要由短期借款（占38.22%）、其他应付款（占26.07%）、一年内到期的非流动负债（占17.47%）和其他流动负债（占6.28%）构成。

截至2014年底，公司短期借款为253.76亿元，同比增长26.26%，主要为公司本部、国安股份和白银股份日常运营所需短期借款。

截至2014年底，公司其他应付款173.09亿元，较2013年增长42.31%，主要是公司本部新增黄金租赁业务36.00亿元，子公司国安投资增加委托贷款13.2亿元，从账龄看：1年以内占69.43%，1~2年占13.25%，2~3年占3.14%，3年以上占14.17%，其中三年以上的其他应付款主要是应付企业改制安置款和应付中国中信集团有限公司的往来款。从集中度看，截至2014年底前五位客户占其他应付款的34.98%，集中度较高。

截至2014年底，公司其他流动负债为41.71亿元，主要为2014年发行的40亿元短期融资券。

截至2014年底，公司非流动负债260.89亿元，主要为长期借款（占71.93%）及应付债券（占19.39%）。

截至2014年底，公司长期借款为187.65亿元，其中质押借款占25.15%，抵押借款占10.20%，保证借款占38.82%，信用借款占25.83%。

截至2014年底，公司应付债券为50.60亿元，包括2013年第一期非公开定向债务融资工具14.92亿元，2009年第二期中期票据8.96亿元，2014年第一期中期票据16.87亿元和2014年第

二期中期票据9.85亿元。

截至2014年底，公司债务规模675.93亿元，同比增长16.46%，其中短期债务占63.54%，长期债务占36.46%，短期债务占比较高。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78.93%、73.25%和49.96%，较上年均有所下降。

截至2015年9月底，负债合计1184.88亿元，较2014年底增长28.12%，主要源于短期借款、预收款项、其他流动负债、长期借款和应付债券的增长所致，主要为有息债务的增长。截至2015年9月底，公司有息债务规模910.46亿元，其中短期债务占52.96%，长期债务占47.04%；截至2015年9月底，随着公司债务负担加重，债务指标值有所提升，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为80.15%、75.62%和59.34%。如果将公司2015年4月和2015年10月发行的两期各30亿元的永续中票计入长期债务，在不考虑其他变化的前提下，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82.50%、78.61%和64.89%。

总体看，公司负债水平和债务负担快速增长，债务负担重，由于2014年公司增资扩股，债务指标值有所下降，2015年三季度公司债务规模继续扩大，相关债务指标继续上升。

4. 偿债能力

截至2014年底，公司流动比率和速动比率分别为109.10%与61.23%，分别较上年提升13.66个百分点和15.57个百分点；截至2015年9月底，公司流动比率与速动比率分别为126.86%与79.76%，均较2014年底有所提高。2014年公司经营现金流动负债比为3.56%，较2013年明显提高。总体看，公司存在一定短期支付压力。

2015年9月30日公司发行“15国安集CP001”，发行金额20亿元。2014年，公司经营活动现金流入量为825.65亿元，对“15国安集CP001”的保护倍数分别为41.28倍，公司经营活

动现金流入量对“15国安集CP001”的保障能力强。截至2015年9月底，公司现金类资产（剔除受限货币资金后）为224.65亿元，为“15国安集CP001”的11.23倍，公司现金类资产对“15国安集CP001”的保障能力强。

截至2015年底，公司对外担保33.00亿元，其中为首开集团公司提供2笔担保共计17.00亿元；为国奥投资发展有限公司提供3笔担保共计余额16.00亿元，对国奥投资发展有限公司的三笔担保包括两笔信托和一笔委托贷款，其中对于华能信托的2亿元担保将于2016年5月19日到期，对于新华信托的10亿元（目前担保余额为8亿元）担保将于2016年8月28日到期，对于中国民生银行股份有限公司重庆分行的6亿元委托贷款的担保将于2016年11月18日到期。公司对外担保规模较大，其中截至2014年底，国奥投资发展有限公司总资产81.86亿元，由于将以往年度国奥村商品房销售已结转收入部分的土地增值税8.58亿元从期初未分配利润中调减，导致所有者权益大幅下降至7.19亿元，资产负债率达到91.22%，国奥投资发展有限公司2014年收入18.74亿元，利润总额为-2.36亿元，由于国奥投资发展有限公司经营持续恶化，偿还能力弱，未来公司有较大的代偿风险。

截至2015年9月底，公司合并范围内总共获得各家银行授信额度845.39亿元，尚未使用额度为238.18亿元。截至2015年底，公司本部获得各家银行授信额度合计327.34亿元，尚未使用额度为16.34亿元。此外公司下属子公司中葡酒业（SH.600084）、中信国安（SZ.000839）为上市公司，公司具备直接融资渠道。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业征信管理系统信息查询，截至2016年1月5日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

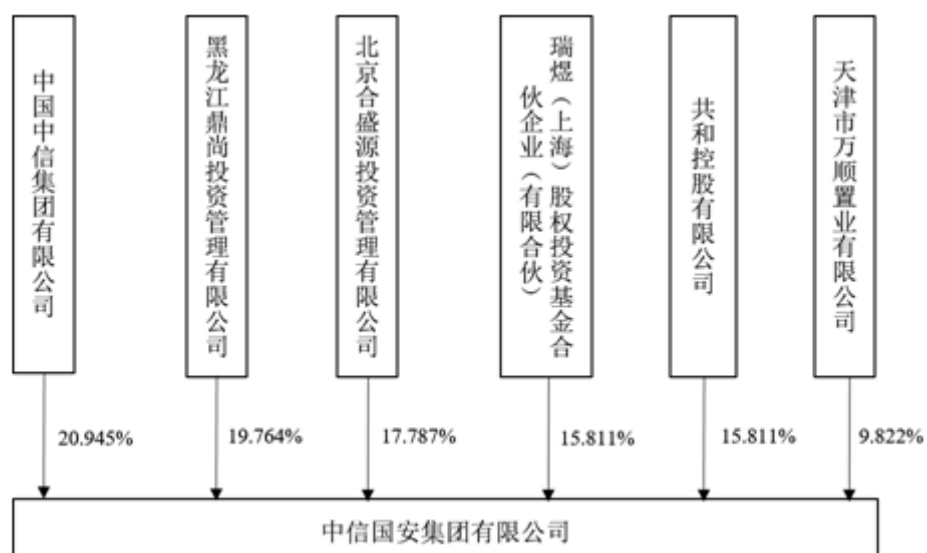
6. 抗风险能力

中信集团有限公司综合实力强，作为公司第一大股东，近年对公司日常经营给予了一定的支持。有线电视业务受宏观经济周期波动影响较小，数字电视用户数持续增加为公司带来稳定的投资收益，增强了公司的盈利能力和抗风险能力；有色金属行业持续低迷，对公司产生较大的不利影响，但资源储备大，持续发展能力强。总体上看，公司整体抗风险能力很强。

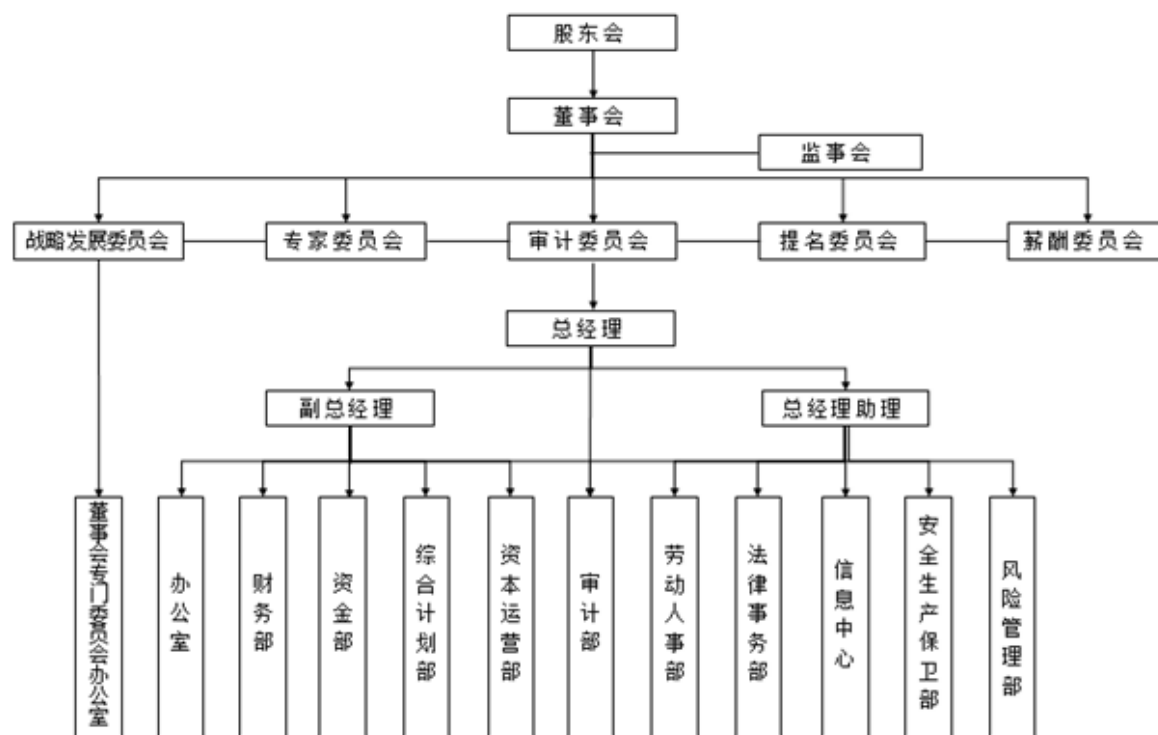
十一、结论

综合以上，联合资信评估有限公司维持公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，并维持“15国安集CP001”A-1的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	103.57	114.58	165.89	285.85
资产总额(亿元)	826.35	949.51	1171.68	1478.38
所有者权益(亿元)	155.11	159.11	246.83	293.50
短期债务(亿元)	276.30	342.09	429.48	482.18
长期债务(亿元)	236.03	238.29	246.45	428.28
全部债务(亿元)	512.32	580.39	675.93	910.46
营业收入(亿元)	420.09	406.65	672.41	727.42
利润总额(亿元)	11.85	6.09	9.43	6.61
EBITDA(亿元)	47.50	53.83	59.11	--
经营性净现金流(亿元)	-18.30	3.83	23.62	49.07
财务指标				
销售债权周转次数(次)	18.90	18.52	18.89	--
存货周转次数(次)	2.42	1.75	2.17	--
总资产周转次数(次)	0.51	0.46	0.63	--
现金收入比(%)	109.01	110.30	112.34	118.72
营业利润率(%)	6.83	6.63	4.55	3.97
总资本收益率(%)	4.53	5.13	4.60	--
净资产收益率(%)	5.88	3.04	2.60	--
长期债务资本化比率(%)	60.34	59.96	49.96	59.34
全部债务资本化比率(%)	76.76	78.48	73.25	75.62
资产负债率(%)	81.23	83.24	78.93	80.15
流动比率(%)	100.17	95.44	109.10	126.86
速动比率(%)	61.65	45.66	61.23	79.76
经营现金流动负债比(%)	-4.39	0.70	3.56	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.25	1.51	1.07	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.79	10.78	11.43	--

注：2015 年三季度财务数据未经审计；其他流动负债中短期融资券计入短期债务；长期应付款中的融资租赁款和委托贷款计入长期债务；现金类资产计算未剔除受限货币资金；2015 年 9 月份数据的所有者权益中包括 29.55 亿元的永续中票。

附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
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 / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%

注：现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的长期负债 + 应付票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级

附件 5 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

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