

海亮集团有限公司

2012 年公司债券 2017 年跟踪
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或
购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果
负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本
评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间
变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用
评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

海亮集团有限公司 2012 年公司债券 2017 年跟踪信用评级报告

报告编号:

鹏信评【2017】跟踪第
【271】号 01

增信方式:

房产所有权抵押

债券剩余规模:

品种一: 6 亿元
品种二: 4 亿元

债券到期日期:

品种一:
2018 年 10 月 19 日

品种二:

2019 年 10 月 19 日

债券偿还方式:

每年付息一次, 到期一
次还本, 附有上调票面
利率选择权及投资者回
售权

分析师

姓名:
马闯 陈鹏

电话:
021-51035670

邮箱:
mach@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司公司债券
评级方法, 该评级方法
已披露于公司官方网
站。

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	品种一: AA+ 品种二: AA+	品种一: AA+ 品种二: AA+
发行主体长期信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2017 年 06 月 07 日	2016 年 05 月 20 日

鹏元资信评估有限公司 (以下简称“鹏元”) 对海亮集团有限公司 (以下简称“海亮集团”或“公司”) 及其 2012 年 10 月发行的 6 亿元 6 年期公司债券 (以下简称“品种一”)、4 亿元 7 年期公司债券 (以下简称“品种二”) 的 2017 年跟踪评级结果为: 品种一和品种二的信用等级维持为 AA+, 发行主体长期信用等级维持为 AA+, 评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司产能进一步扩充; 铜加工业务收入规模持续增长; 房产所有权抵押为本期债券的偿还提供了一定保障。同时我们也关注到公司有色金属贸易业务盈利能力较弱、房地产业务未来销售及盈利存在一定的不确定性、在建房产项目存在一定的资金压力、其他应收款规模较大, 存在一定回收风险、有息债务规模较大等风险因素。

正面:

- 公司产能进一步扩充。2016 年, 公司浙江基地的制冷用空调管高质低耗信息化生产线建设项目投产, 增加产能 2.50 万吨/年; 广东基地的 7.5 万吨高效节能环保精密铜管信息化生产线一期项目投产, 增加产能 2.50 万吨/年; 对浙江、上海、安徽基地原有铜管生产线的技术改造也提升一定的产能, 公司总产能从 2015 年的 28 万吨增加至 36 万吨。
- 公司铜加工业务收入规模持续增长。2016 年, 公司自主生产的铜材产品产量达到 29.66 万吨, 较上年增长 25.08%, 销量达到 28.97 万吨, 较上年增长 21.20%。此外, 公司委托金龙精密铜管集团股份有限公司 (以下简称“金龙股份”) 开展加工业务, 2016 年委托加工业务的销量为 15.82 万吨。总体来看, 2016 年公司铜材产品总销量达到 44.79 万吨, 较上年增长 87.41%, 铜加工业务收入达到 163.44 亿

元，较上年增长 80.73%。

- **房产所有权抵押为本期债券的偿还提供了一定保障。**公司以自有房产所有权为本期债券抵押担保，房产所有权在评估基准日 2016 年 10 月 10 日的评估价值为 162,200.26 万元，抵押比率为 1.52，覆盖程度依然较高，仍能为本期债券的本息偿付提供一定保障。

关注：

- **公司有色金属贸易业务盈利能力较弱。**因有色金属价格较为透明且公司采取薄利多销的经营策略，2016 年该业务出现亏损，毛利率为-0.01%。
- **房地产业务未来销售存在一定的不确定性。**截至 2016 年末，公司在售房地产项目总销售面积为 1,198.52 万平方米，已售面积 903.18 万平方米，待售面积为 295.34 万平方米，主要集中在二、三线城市，当地经济环境相对较差，房地产市场波动较大，销售存在一定不确定性。
- **公司在建房产项目资金需求较大，如果销售资金不能按时回笼，可能面临一定的资金压力。**截至 2016 年末，公司主要在建房地产项目预计总投资 313.68 亿元，已累计投资 195.63 亿元，未来存在较大的融资需求，资金压力较大。
- **公司其他应收款规模较大，存在一定回收风险。**公司其他应收款主要是提供给关联方或参股企业的融出资金和往来款，2016 年末账面价值为 73.76 亿元，对公司资金占用较多，存在一定的回收风险。
- **公司有息债务规模较大，偿债压力持续增大。**2016 年末公司有息债务合计 296.53 亿元，有息负债规模较大，EBITDA 利息保障倍数降至 1.81，偿债压力加大。

主要财务指标：

项目	2017 年 3 月	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	7,470,558.28	7,113,067.66	6,495,403.61	5,584,509.46
归属于母公司所有者权益合计（万元）	1,676,976.93	1,570,738.32	1,427,315.55	1,250,606.11
有息债务（万元）	2,997,938.73	2,965,336.84	2,899,188.01	2,387,762.12
资产负债率	66.56%	66.56%	67.15%	64.88%
流动比率	1.39	1.32	1.21	1.12
速动比率	0.88	0.82	0.63	0.65
营业收入（万元）	3,378,415.13	15,027,108.55	14,051,064.99	13,010,880.48

营业利润（万元）	64,525.65	199,769.46	192,560.00	200,060.96
利润总额（万元）	70,875.55	216,424.68	199,312.71	203,584.73
综合毛利率	0.89%	2.87%	3.02%	3.39%
总资产回报率	-	5.40%	4.98%	6.01%
EBITDA（万元）	-	411,523.46	335,473.06	341,233.96
EBITDA 利息保障倍数	-	1.81	2.11	1.83
经营活动现金流净额（万元）	-112,437.43	44,265.58	-252,816.41	208,032.04

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及 2017 年未经审计的一季度财务报表，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会《国家发展改革委关于海亮集团有限公司发行 2012 年公司债券核准的批复》（发改财金[2012]980 号文件）批准，公司于 2012 年 10 月 19 日发行 10 亿元公司债券。截至 2016 年末，募集资金已全部使用完毕。

二、发行主体概况

2016 年，公司注册资本、实际控制人未发生变化。截至 2016 年末，公司注册资本为 31.20 亿元，控股股东和实际控制人仍为自然人冯海良，冯海良的直接持股比例为 43.64%，并通过上海维泽投资控股有限公司和宁波敦士投资有限公司间接持有公司 49.56% 的股份。

2016 年，公司主营业务未发生变化；合并范围方面，公司新纳入合并范围子公司增加 2 家，不再纳入合并范围的子公司 1 家，具体情况如下表所示：

表1 2016 年公司合并报表范围变化情况

1、新纳入公司合并范围的子公司情况			
子公司名称	持股比例	主营业务	合并方式
香港国际农业投资有限公司	100%	农业	同一控制下合并
诸暨海亮医院	100%	医疗服务	投资设立
2、不再纳入公司合并范围的子公司情况			
子公司名称	持股比例	主营业务	不再纳入合并报表的原因
诸暨风妙裳服饰有限公司	100%	制造	注销

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

截至 2016 年 12 月 31 日，公司资产总额为 711.31 亿元，归属于母公司的所有者权益合计为 157.07 亿元，资产负债率为 66.56%；2016 年度，公司实现营业收入 1,502.71 亿元，利润总额 21.64 亿元，经营活动现金净流入 4.43 亿元。

截至 2017 年 3 月末，公司资产总额为 747.06 亿元，归属于母公司的所有者权益合计为 167.70 亿元，资产负债率为 66.56%；2017 年第一季度，公司实现营业收入 337.84 亿元，利润总额 7.09 亿元，经营活动现金净流出 11.24 亿元。

三、运营环境

➤ 铜加工行业

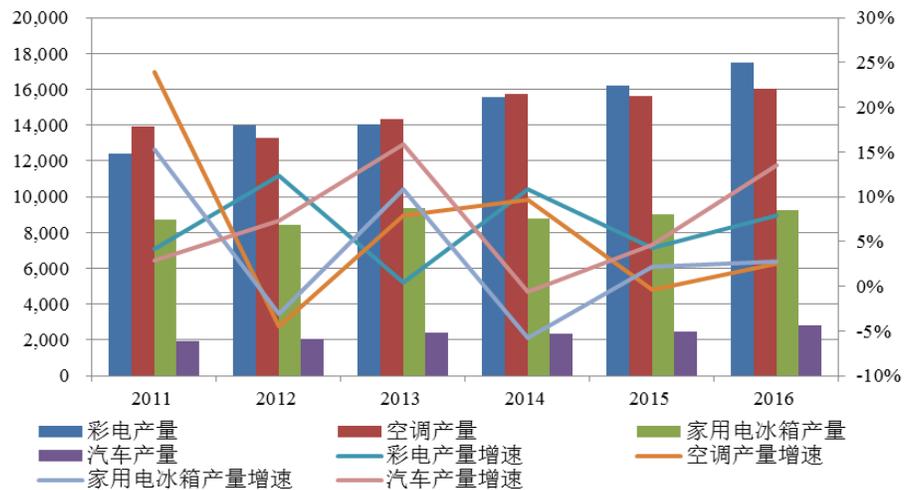
2016 年汽车、家用电器等下游行业有所回暖，铜材需求量增速回升，铜加工企业景气度尚可

铜和铜材作为重要的工业基础原材料，被广泛用于电力、家电、汽车、建筑等重要下游领域。从国内铜和铜材的消费结构上看，电力行业（包括电线电缆行业）的需求约占 45%，洗衣机、冰箱、空调等家电行业约占 20%，此外，汽车、建筑业、电子、机械行业等也对铜和铜材形成较大的需求。下游行业对铜材的需求变动直接影响到铜加工行业的景气度。

根据国家统计局公布的统计数据，2016 年我国汽车产量为 2,819.31 万辆，较上年增长 13.10%，增速较上年提高 10.40 个百分点；空调产量为 16,049.30 万台，较 2014 年增长了 2.55%，增速较上年提高 2.98 个百分点；家用电冰箱产量为 9,238.30 万台，较上年增长了 2.73%，增速较上年提高 0.49 个百分点。总体来看，2016 年铜加工下游行业景气度有所回暖，对铜材的需求量有所增加。2016 年我国铜材产量为 2,095.99 万吨，较上年增长 12.50%，增速较上年增长了 5.40 个百分点。

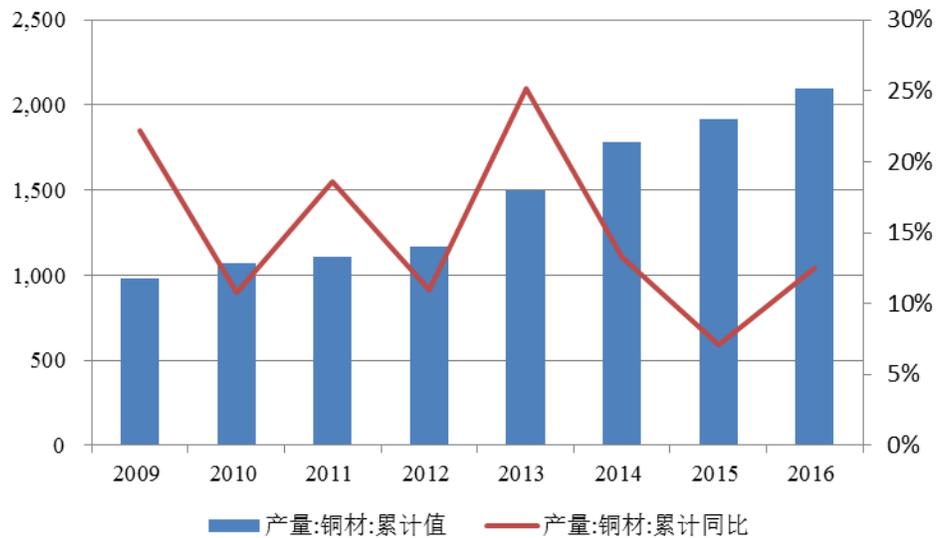
总体看来，受益于下游行业景气度的回升，2016 年铜材需求明显增长，为铜加工企业的发展提供较好的外部环境。

图 1 2011-2016 年铜材主要下游行业的产量及增速情况（单位：台）



资料来源：wind 资讯、鹏元整理

图 2 近年我国铜材累计产量及同比增速（单位：万吨）

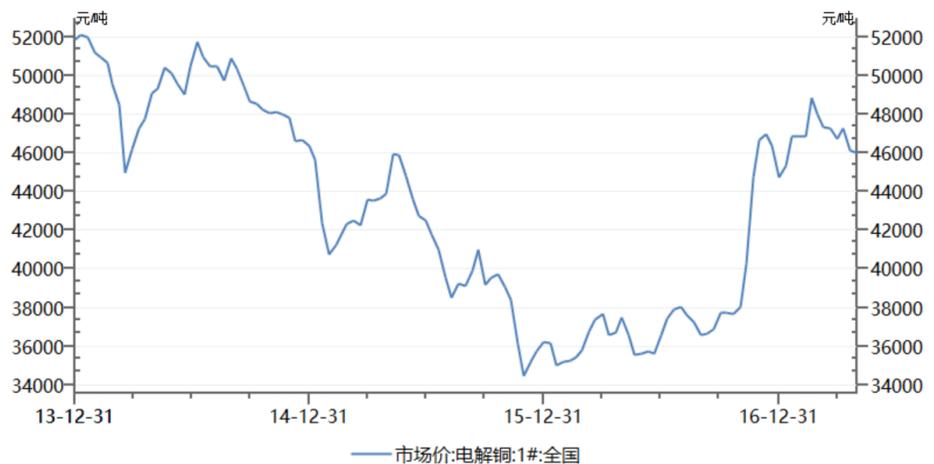


资料来源：Wind 资讯、鹏元整理

2016年电解铜价格有所反弹，给铜加工企业带来一定的成本控制压力

铜加工行业上游为铜采掘和铜冶炼行业，电解铜作为铜加工产业的最主要原材料一定程度上决定了铜加工企业的营业成本。铜作为大宗期货商品，兼具商品属性和金属属性。铜价不仅受到市场供求关系的制约，同时还受美元走势、宏观经济预期、资本流动性等外在因素的影响。2016年1-10月铜价格持续低位震荡，11月起因美国总统特朗普上台后提出万亿美元基建计划，大宗商品上涨带起的通胀预期以及铜矿加工费长协价格低于预期的多重刺激下爆发性上涨。

图3 全国电解铜市场价变动情况



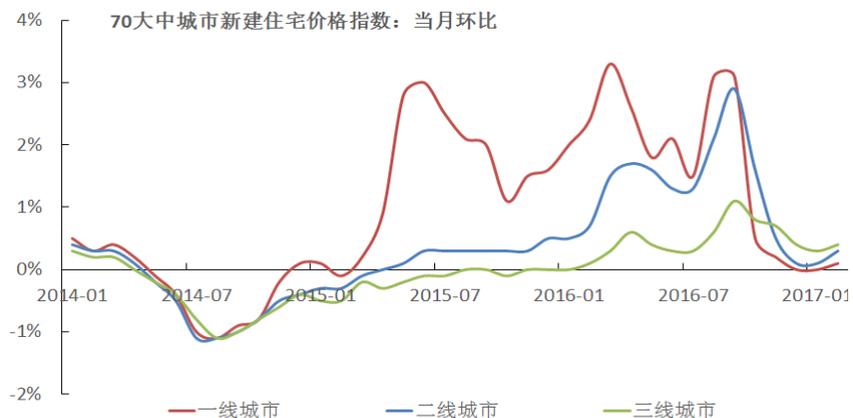
资料来源：国家统计局，wind 资讯、鹏元整理

➤ 房地产行业

房地产市场需求旺盛，量价齐升，但随着调控政策收紧，商品房销售价格趋于稳定

自 2014 年的“930 新政”以来，国内商品房销售价格开始了新一轮上涨，其中一线城市涨幅最大，二线城市次之，三线、四线城市涨幅相对较小。由于在教育、医疗、城市管理、就业机会等方面具有显著优势，一线城市以及核心二线城市是现阶段国内主要的人口流入方向，其商品房价格也具有较强的上涨动力。为了抑制房价过快上涨，2016 年 9 月底以来，国内主要一、二线城市均收紧或推出了住房限购限贷政策。调控收紧使房价环比增速快速下降，其中一线城市调控政策最严厉，房价增速的降幅最大，二线城市次之，三线城市降幅相对较小。根据国家统计局数据¹，国内 70 大中城市一线城市新建住宅价格指数月环比增速从 2016 年 9 月的 3.10% 下降到 2016 年 12 月的 0.00%，70 大中城市二线城市新建住宅价格指数月环比增速从 2016 年 9 月的 2.90% 下降到 2016 年 12 月的 0.10%，70 大中城市三线城市新建住宅价格指数月环比增速从 2016 年 9 月的 1.10% 下降到 2016 年 12 月的 0.40%。2017 年 2 月开始，随着部分城市房价的再次抬升，房地产限购标准进一步收紧，限购范围进一步扩大，部分三、四线城市也加入了限购行列。限购政策的收紧在短期内直接压缩了购房需求。

图 4 2014 年以来 70 大中城市新建住宅价格指数变化



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

另一方面，近年全国房地产行业的土地供应面积逐年减少，限制房屋供给量的同时使土地购置价格持续上涨。根据国家统计局公布数据，全国土地购置面积从 2013 年的 3.88 亿平方米下降到 2016 年的 2.20 亿平方米。从库存来看，2016 年末全国商品房待售面积 6.95 亿平方米，同比增长-3.22%，全国商品房施工面积 75.90 亿平方米，同比增长 3.16%。全国商品房广义库存²增速下降，库存去化周期³自 2014 年以来连续下降，从 2014 年的 6.54 年下降到 2016 年的 5.27 年。调控政策抑制了房价的上涨动力，土地供应的减少

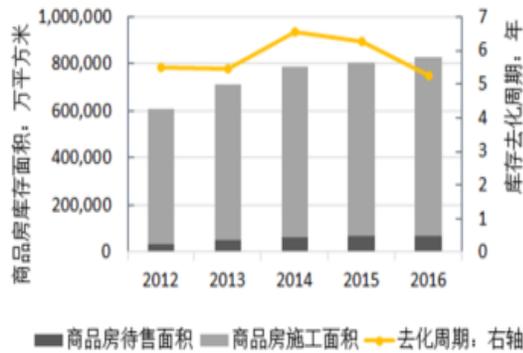
¹ 一线城市包括北、上、广、深，二线城市包括直辖市、省会城市和计划单列市，其余城市划为三线城市

² 商品房广义库存指年末的商品房待售面积和商品房施工面积

³ 库存去化周期是指年末的商品房广义库存与当年商品房销售面积的比值

和库存去化周期的缩短则对商品房价格形成支撑，因此未来几年内国内商品房价格维持相对稳定的概率较大。

图 5 商品房广义库存及去化周期变化



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

图 6 土地供应面积及金额变化



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

房地产调控政策使房屋销量显著下滑，行业的库存去化能力受到较大影响

伴随商品房价格上涨的是销量的增加，2016 年全国商品房销售面积达到 15.73 亿平方米，同比增长 22.46%，全国商品房销售额 11.76 万亿元，同比增长 34.77%。商品房销量的增长使得房地产企业的经营业绩和资金实力进一步提升，增强了其整体抗风险能力。另一方面，2016 年第四季度开始的房地产限购限贷调控对市场成交量形成了直接的抑制，国内一、二、三线城市的商品房成交量均出现了下滑。根据 Wind 资讯的统计，2016 年 10 月-2017 年 2 月国内 30 大中城市商品房月度成交面积同比增幅分别为 12.39%、-19.85%、-25.07%、-35.93%和-3.93%。分城市来看，一线城市限购政策最为严厉，成交量下滑幅度最大，其次是二线城市，三线城市的成交量下滑相对较少。商品房销量的下降影响房地产企业的库存去化速度，使其面临资金回笼压力。

图 7 全国商品房销售面积变化

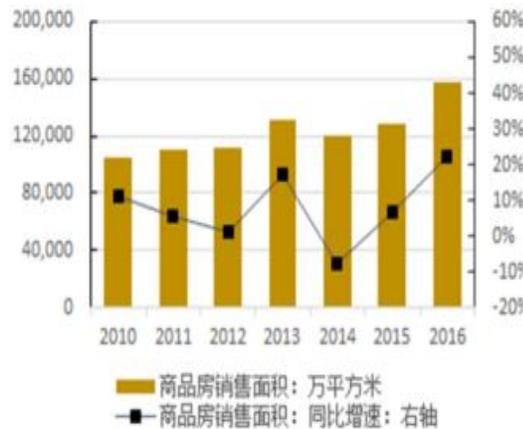
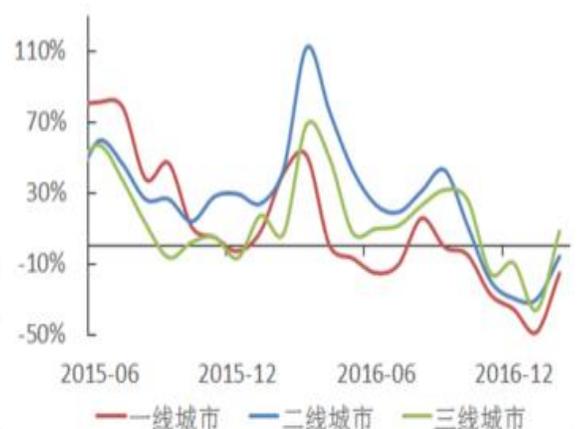


图 8 30 大中城市商品房成交面积：当月同比



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

融资政策的收紧限制房地产企业的资金来源，再融资压力加大

除限购、限贷以外，2016 年四季度以来的调控政策还包括对房地产企业融资的限制。2016 年 10 月 28 日，上海证券交易所向债券承销机构发布《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，对房企发债分为正常类、关注类和风险类，对关注类和风险类房地产企业的公司债发行进行了限制。2016 年四季度以来，各地商业银行对房地产企业的信贷发放也逐步收紧，防止过多资金进入楼市。融资政策的收紧影响房地产企业的再融资，房地产企业的资金周转压力加大。公开市场融资渠道的收缩使房地产企业需要更多依赖于其他渠道，加之当前市场利率处于上升阶段，房地产企业面临的融资成本将上升。

图 9 2016 年 9 月以来房地产企业债券发行额与去年同期对比



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

整体来看，2016 年国内商品房的销售价格和销售量均有较大幅度的增长，房地产市场需求保持强劲，但从 2016 年四季度开始政府收紧房地产政策，同时收紧了限购、限贷以及限制融资等政策，房地产行业面临销量下滑和融资渠道收缩的冲击。虽然商品房价格有望保持稳定，但销量的下降和融资的收缩使房地产企业的经营性现金流和筹资性现金流同时面临限制，融资成本上升，资金周转压力加大。

四、经营与竞争

公司主要经营铜加工、有色金属贸易、房地产开发等业务，并涉及基础教育、金融等业务。2016 年，公司实现主营业务收入 1,485.22 亿元，较上年增长 9.22%，主营业务毛利率为 2.83%，较上年有所下滑。分业务来看，金属贸易规模继续增长，收入规模达到 1,172.03

亿元，较上年增长 4.63%，该业务盈利能力较弱，受管理团队变动影响出现亏损；公司不断优化铜加工业务生产基地布局，产能得到进一步提升，且委托加工业务规模较大，铜加工业务收入达到 163.44 亿元，较上年增长 80.73%，随着产品结构的升级及原材料平均采购价格的下降，该业务毛利率升至 8.62%；公司房地产业务收入保持稳定，实现收入 128.08 亿元；主营业务中其他收入主要包括产业金融、基础教育、节能环保、长期股权投资等，单一业务板块占公司营业收入和毛利润比重均较小。

表2 2015-2016 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项 目	2016 年		2015 年		收入 增减
	收入	毛利率	收入	毛利率	
金属贸易行业	11,720,258.67	-0.01%	11,201,615.18	0.15%	4.63%
铜加工行业	1,634,367.30	8.62%	904,312.72	7.89%	80.73%
地产收入	1,280,823.03	17.04%	1,275,747.29	20.42%	0.40%
其他	216,743.52	29.14%	216,675.67	27.98%	0.03%
主营业务合计	14,852,192.51	2.83%	13,598,350.86	3.01%	9.22%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

➤ 铜加工业务

公司铜加工业务由子公司海亮股份负责，海亮股份于 2008 年在深圳证券交易所上市（股票代码“002203”）。公司生产的铜材按照品种可分为铜管、铜棒、铜管接件、铜铝复合导体、铝型材等产品，囊括了近百个牌号、数千种规格产品，广泛用于空调和冰箱制冷、建筑水管、海水淡化、舰船制造、核电设施、装备制造、汽车工业、电子通讯、交通运输、五金机械、电力等行业。其中铜管为公司的核心产品，约占铜加工板块营业收入的 90% 以上。

2016 年公司继续优化生产基地布局，产能得到进一步提升；委托加工业务推动铜加工业务收入规模大幅增长

2016 年，公司浙江基地的制冷用空调管高质低耗信息化生产线建设项目投产，增加产能 2.50 万吨/年，广东基地的 7.5 万吨高效节能环保精密铜管信息化生产线一期项目投产，增加产能 2.50 万吨/年，至此，经过二十年的发展，公司形成了浙江、安徽、上海、越南、广东五大生产基地。同时，公司对浙江、上海、安徽基地原有铜管生产线的技术改造提升一定的产能，总产能从 2015 年的 28 万吨增加至 36 万吨。此外，公司完成对美国知名铜管销售企业 JMF Company 100% 股权的收购，收购 JMF 后，可充分利用其销售网络和本土品牌优势，积极拓展美国市场，完善美国销售网络，进一步提升市场占有率；与诺而达集团签署了股权与资产出售及购买协议，公司将收购诺而达铜管（中山）有限公司、诺而达奥托

铜业(中山)有限公司及Luvata Heating Cooling Technologies (Thailand)Ltd.三家公司100%股权及与铜管业务相关的商标权和专利等知识产权,进一步提升公司的全球化管理、运营能力。同时,公司拟在广东、安徽、上海、越南等生产基地新建高档铜管生产线,扩大生产规模,优化产品结构和生产基地布局,未来公司产能将进一步得到提升。

2016年,公司自主生产的铜材产品产量达到29.66万吨,较上年增长25.08%,产能利用率为82.38%,维持在较高水平,且铜加工以销定产,2016年销量达到28.97万吨,较上年增长21.20%,产销率为97.68%,处于较高水平。此外,公司与金龙股份下属重庆龙煜精密铜管有限公司、广东龙丰精密铜管有限公司、江苏仓环铜业股份有限公司开展委托加工业务,2016年委托加工业务的销量为15.82万吨。总体来看,2016年公司铜材产品总销量达到44.79万吨,较上年增长87.41%。

表3 公司 2015-2016 年铜加工业务产能及产销量情况 (单位: 吨)

项目	2016 年	2015 年
年产能	360,000	280,000
产量	296,562	237,104
产能利用率	82.38%	84.68%
销量	289,692	239,012
产销率	97.68%	100.80%

注: 上述数据未包含委托金龙股份加工的规模。

资料来源: 公司提供

公司采用原材料采购净库存管理制度, 成本控制能力较强; 公司原材料采购较为分散, 对单一供应商依赖性不高

公司采用国内长单、国内临单、国外长单、国外临单四种方式采购电解铜, 一般于年初与供应商签订长单合同, 所有合同只有合同量, 价格根据伦敦金属交易所(LME)以及上海期货交易所(SHFE)的结算价格, 并加上一定的贴水。在采购款的结算模式上国外采取电汇、信用证等方式, 国内采取现货现款方式。同时, 为了规避铜价剧烈波动给公司成本控制带来的压力, 公司持续采取原材料净库存管理制度(在期货市场进行操作, 存在敞口风险的原料保持在可控范围内), 制度执行较好, 成本控制能力较强。

公司生产所需要电解铜从国内外的铜冶炼企业或有色金属贸易商中采购, 主要供应商与公司合作时间长, 关系较为稳定。2016年, 原材料前五大供应商的采购额合计占当年铜加工业务采购金额的24.41%, 集中度较上年有所上升, 但对单一供应商的依赖程度不高。

表4 2015-2016 年海亮股份电解铜前五名供应商情况 (单位: 万元)

2016 年			2015 年		
主要客户	采购额	采购占比	主要客户	采购额	采购占比

第一名	111,249.38	6.65%	第一名	80,520.59	5.59%
第二名	81,428.42	4.87%	第二名	76,044.95	5.28%
第三名	77,034.18	4.60%	第三名	60,148.66	4.18%
第四名	69,587.20	4.16%	第四名	52,576.30	3.65%
第五名	69,059.20	4.13%	第五名	47,604.60	3.31%
合计	408,358.38	24.41%	合计	316,895.09	22.02%

资料来源：公司提供

公司铜加工产品加工费较稳定，2016年原材料平均采购价格有所下降，铜加工业务毛利率略有提高

公司铜加工产品销售采用“原材料价格+加工费”的定价模式，加工费根据加工过程中的附加值、加工难度和技术含量来确定，铜管加工费为2,500-33,000元/吨、铜棒加工费为1,500-8,100元/吨，收取加工费的方式使得公司可以赚取稳定的单位加工费，但由于竞争激烈，加工费水平不高，目前以低端产品为主。近年来公司对产品结构进行调整，由低附加值产品往高附加值产品升级，有利于增强盈利能力，且2016年原材料平均采购价格较上年有所下降，公司铜加工产品销售价格有所下滑，毛利率有所提高。公司铜加工产品销往国内外，主要采取直销模式，由于委托加工业务主要销往国内，2016年公司境内销售收入占比提升至73.54%。

表5 公司 2015-2016 年铜加工业务主要产品销售价格及加工费情况（单位：元/吨）

产品类别	2016 年		2015 年	
	价格	加工费	价格	加工费
铜管	37,535	2,500-33,000	40,412	2,500-33,000
铜棒	19,453	1,500-8,100	20,758	1,500-8,100

资料来源：公司提供

表6 公司 2015-2016 年铜加工业务销售区域分布（单位：亿元）

项目	2016 年		2015 年	
	收入	占比	收入	占比
境内	118.57	73.54%	52.67	57.24%
境外	42.66	26.46%	39.34	42.76%
合计	161.23	100.00%	92.01	100.00%

注：因统计口径存在差异，铜加工收入总额与主营收入规模存在差异

资料来源：公司提供，鹏元整理

经过多年的积累，公司在国内外已经积累了一大批稳定的知名客户。铜管方面，主要包括格力电器、海尔电器、海信电器等知名家电企业；铜棒方面，主要包括三花控股集团、盾安（控股）集团有限公司以及安德鲁电信器材（中国）有限公司等，2016年公司集中优势资源维护和开发大客户，有效整合大客户资源，2016年前五大客户收入占比为32.10%，

集中度有所上升。

表7 2015-2016年海亮股份电解铜前五名客户情况（单位：万元）

2016年			2015年		
主要客户	销售收入	收入占比	主要客户	销售收入	收入占比
第一名	273,101.57	15.24%	第一名	115,061.01	8.47%
第二名	116,554.62	6.51%	第二名	52,426.72	3.86%
第三名	102,661.42	5.73%	第三名	44,719.22	3.29%
第四名	42,384.50	2.37%	第四名	43,093.08	3.17%
第五名	40,338.82	2.25%	第五名	34,312.87	2.52%
合计	575,040.93	32.10%	合计	289,612.90	21.31%

资料来源：公司提供

► 金属贸易业务

2016年公司金属贸易业务规模继续增长，该业务采取薄利多销策略，盈利能力较弱，受管理团队变动影响，该业务出现亏损

公司金属贸易业务运营主体主要是子公司海亮金属贸易集团有限公司（以下简称“海亮金属”），公司从事铜加工业务时间较长，市场地位较高，客户资源丰富，具有良好的渠道和资金优势，依托其良好的行业地位和声誉，近年来业务发展情况较好。海亮金属贸易产品包括电解铜、锌锭、铝锭等有色金属，以电解铜为主。2016年，公司电解铜、锌锭和铝锭的贸易量分别为296.8万吨、129.27万吨和8.6万吨，贸易金额分别为951.33亿元、169.97亿元和8.48亿元，金属贸易业务收入为1,172.03亿元，较上年增长4.63%，是公司营业收入最主要的来源。

表8 2015-2016公司主要金属贸易业务情况

品种	2016年		2015年	
	数量（万吨）	金额（亿元）	数量（万吨）	金额（亿元）
电解铜	296.8	951.33	282.2	1,011.85
锌锭	129.27	169.97	74.17	96.68
铝锭	8.6	8.48	9.28	9.39

资料来源：公司提供

公司金属贸易均为国内现货贸易，以销定购，以上海有色金属交易网的结算价加升贴水进行定价，主要从金属贸易商处采购。因有色金属价格较为透明，且公司采取薄利多销的经营策略，近年金属贸易毛利率维持在较低的水平，业务盈利能力较弱。2016年，该业务经营出现波动进而发生亏损，毛利率为-0.01%

表9 2015-2016年公司主要金属贸易业务价格情况（单位：元/吨）

品种	2016年		2015年	
	平均采购价格	平均销售价格	平均采购价格	平均销售价格
电解铜	37,652.46	37,569.50	41,649.97	42,007.84
锌锭	15,274.70	15,325.46	15,240.16	15,227.82
铝锭	11,521.90	11,515.11	12,039.40	12,040.66

资料来源：公司提供

公司主要从事有色金属铜、锌、铝、镍、铅、锡等产品销售，销售对象为各类终端厂家及贸易商，公司原则上采取以销定购、款到发货的销售模式，设置严格的账期管理制度，并且余款结清才能开具发票。2016年前五大客户销售占比为43.15%，客户集中度较高。

表10 2016年有色金属贸易业务主要客户及销售收入情况（单位：万元）

主要客户	销售收入	收入占比	销售品种
客户一	3,148,862.57	35.71%	铜；锌；镍；铅；铝
客户二	233,626.96	2.65%	铜；镍
客户三	178,607.91	2.03%	铜
客户四	141,570.01	1.61%	铜
客户五	101,936.81	1.16%	铜
合计	3,804,604.26	43.15%	-

资料来源：公司提供

► 房地产业务

公司房地产项目大多集中于二、三线城市，2016年营业收入保持稳定；公司在建项目较多，短期收入较有保障，但后续开发面临一定的资金压力，且需关注公司业务区域较为集中，经营业绩易受地产调控政策和区域市场波动的影响

公司房地产业务运营主体为海亮地产控股集团有限公司（以下简称“海亮地产”），拥有国家房地产开发二级资质，主要从事住宅地产的开发，主要分布在浙江、山东、安徽、重庆、内蒙古、西藏、宁夏等地区的二、三线城市。

开发进度方面，公司根据房地产行业调控政策和房地产市场景气度的变化情况控制开发节奏，2016年，房地产市场明显回暖，公司加快项目开发进度，全年新开工面积251.88万平方米，较上年增长75.38%。但受开发进度影响，竣工面积较上年有所下降，为290.87万平方米。销售方面，2016年公司加快房地产去化速度，合同签订销售面积为239.99万平方米，较上年增长15.04%；实现合同销售金额185.74亿元，较上年增长34.42%。我们注意到，公司房地产项目大多集中于二、三线城市，当地经济环境相对较差，房地产市场波动较大，销售存在一定不确定性。

表11 2015-2016年公司房地产开发情况

项目	2016年	2015年
投资额（亿元）	136.03	161.30
新开工面积（万平方米）	251.88	143.62
竣工面积（万平方米）	290.87	330.22
合同签订销售面积（万平方米）	239.99	208.62
合同签订销售金额（亿元）	185.74	138.18

资料来源：公司提供

项目储备方面，公司在建房地产项目较多，截至 2016 年末，公司主要在建项目包括安徽蚌埠海亮天御、合肥海亮九玺花园、海亮新英里、熙岸华府、时代 ONE、海亮广场 2 期项目、学府江山和长桥府，总规划建筑面积 601.68 万平方米，已签约面积 273.30 万平方米，预计总投资 311.59 亿元，已累计投资 195.65 亿元，已回款 177.38 亿元，后续开发面临一定的资金压力。截至 2016 年末，公司在售房地产项目总销售面积为 1,198.52 万平方米，已售面积 903.18 万平方米，主要集中在安徽、西藏等地区，未来项目销售存在一定不确定性。

表12 截至 2016 年末公司主要在建工程情况（单位：万元、平方米）

项目名称	项目总投资	已投资	项目类型	规划建筑面积	已签约面积
安徽蚌埠海亮天御	247,109.49	122,762.46	住宅、商业、车位	425,132.11	232,420.36
安徽阜阳海亮悦府	140,251.26	90,830.95	住宅、商铺	402,776.63	247,320.01
安徽阜阳海亮江湾城	160,646.27	88,907.78	住宅、商铺	389,717.50	253,570.76
江湾城珑园	78,303.82	38,835.49	住宅，商业	180,559.89	0.00
海亮·幸福里	159,979.00	47,151.05	住宅、商业	399,088.00	0.00
安徽海亮红玺台公馆	166,094.18	127,072.89	住宅、商业	196,085.00	139,245.71
六安海亮官邸	177,187.61	113,310.00	住宅、商业	356,591.00	179,384.00
合肥海亮九玺花园	324,511.33	314,338.05	住宅、商业、公建、车位	634,276.66	493,274.25
合肥海亮唐宁府	138,983.00	94,234.20	住宅、商业	70,737.12	0.00
海亮海悦台	23,717.00	18,373.00	住宅	38,783.00	29,812.00
英伦城邦三期	49,302.94	35,294.50	住宅、商业	114,008.44	50,941.21
海亮天御一期	61,077.97	53,409.51	住宅、商业	133,032.36	107,479.25
滨河壹号	87,934.18	25,435.46	住宅/商业	279,999.84	61,252.19
海亮新英里	301,247.10	171,551.06	住宅/商业	453,621.65	193,012.95
熙岸华府	115,093.00	45,080.42	住宅/商业	256,561.00	98,964.37
时代 ONE	196,376.20	89,561.82	商业	304,542.42	46,743.97
海亮广场 2 期项目	130,337.48	81,552.00	住宅、公寓、商业	220,948.78	82,812.67

拉萨海亮世纪新城 4 期	32,657.00	11,733.00	住宅	77,982.93	11,456.57
拉萨海亮世纪新城 3 期	49,198.00	20,767.00	住宅	141,403.05	56,762.33
海亮国际广场	77,508.66	48,702.00	住宅+商业+自持商业	189,969.89	86,238.51
学府江山	136,353.34	84,197.12	住宅、商业	268,653.00	54,612.44
长桥府	282,896.00	233,209.00	住宅	482,357.62	311,652.07
合计	3,136,764.83	1,956,308.76	-	6,016,827.89	2,736,955.62

资料来源：公司提供

土地储备方面，土地储备是影响房地产企业可持续发展的重要因素，2016年公司新获得2块土地，分别为西安海亮唐宁府项目和西安长安项目地块，土地面积合计14.33万平方米，规划建筑面积合计40.39万平方米，支付土地价款8.64亿元。截至2016年末，公司土地储备面积合计44.08万平方米，土地储备少，可能影响房地产后续发展。

表13 2016 年公司新增土地储备情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

地块名称	土地面积	规划建筑面积	土地价款	土地楼面均价	取得方式
西安海亮唐宁府	7.01	19.62	3.65	1,860	拍卖
西安长安项目	6.43	20.77	4.99	2,402	拍卖
合计	13.44	40.39	8.64	-	-

资料来源：公司提供

公司其他业务主要是基础教育、产业金融等业务，是公司收入的重要补充

公司其他业务包括基础教育、节能环保、金融业务等，2016 年主营业务收入中的其他收入为 21.67 亿元，其中基础教育业务实现收入 6.97 亿元、金融板块实现收入 6.77 亿元，环保业务实现收入 3.31 亿元。

基础教育业务由海亮教育集团有限公司（以下简称“海亮教育集团”）运营，是浙江省内经工商注册的首家大规模民办教育集团，下辖诸暨市海亮外国语学校、天马实验学校、私立诸暨高级中学三所学校，涵盖从幼儿园到出国留学预科班等所有年段的教育。2015 年 9 月海亮教育集团总投资规模约 25 亿元的海亮教育园投入使用，占地 1,280 亩，总建筑面积 60 万平方米。为提升海亮教育板块的知名度，2015 年海亮教育集团在美国纳斯达克全球市场成功挂牌交易。2016 年 6 月，海亮教育集团与仙桃市天诚教育投资有限公司（以下简称“天诚教育”）签订《仙桃市第一中学举办权收购协议》，海亮教育集团收购天诚教育持有的仙桃一中举办权的 80% 权益。仙桃一中始创于 1958 年，分高中、初中两个部，共有六个年级，在校学生 8800 多人，学校现有教职工 550 多人。

金融板块主要涉及海亮集团财务有限公司（以下简称“财务公司”）、浙江海博小额贷款股份有限公司（以下简称“海博小贷”）、浙江海亮融资租赁有限公司（以下简称“海亮租赁”）等。财务公司负责统筹整个集团的资金安排。海博小贷主营业务为面向本地客户

发放小额担保/抵押贷款。海亮租赁成立于 2013 年，业务为各类企事业单位提供专业的融资租赁服务，积极开拓健康卫生、教育文化、供水供电等政府融资，致力于发展新能源、节能环保、医药医疗、制造加工等符合产业发展方向的各领域，将产业资本与金融资本结合，将融资租赁与经营性租赁结合。公司还开展私募股权投资，以股权投资的方式直接投资于高新技术企业、高成长性企业，投资领域覆盖成长期、成熟期和上市前等各个阶段，投资的企业中已有 2 家在上交所成功挂牌交易，1 家在新三板挂牌。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2016 年新纳入合并范围的子公司 2 家，不再纳入合并范围的子公司 1 家。截至 2016 年底，纳入合并范围的子公司共 14 家。

资产结构与质量

公司资产规模保持增长，但应收款项规模较大，存在一定的坏账风险，且存货占比较高，整体资产流动性一般

随着业务规模的不断扩张，公司资产规模持续增长，2016 年末总资产达 711.31 亿元，较上年增长 9.51%，其中流动资产的比重为 55.71%，占比有所提升。

公司流动资产主要包括货币资金、应收票据、应收账款、预付款项、其他应收款和存货。2016 年末，货币资金余额为 51.20 亿元，其中使用受限的货币资金 13.92 亿元，主要为信用证、承兑汇票和保函等保证金，占货币资金总额的比例为 27.18%。应收账款主要为应收下游企业的货款，随着海亮股份铜加工产品销量的大幅增长，应收账款规模大幅增长，2016 年末账面价值为 44.23 亿元，其中采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额 28.43 亿元，账龄在一年以内占比 95.21%，账龄在 1-2 年的应收账款占比 4.44%，整体账龄有所变短。从应收对象来看，期末余额前五名的应收账款占比为 40.59%，集中度较高，需关注应收账款的坏账风险。预付款项主要为预付原材料采购款，随着原材料采购规模的扩大，2016 年预付款项规模明显增长，期末余额 31.22 亿元，较上年末增长 26.12%。其他应收款主要是提供给关联方或参股企业的融出资金和往来款，利息按融资成本及实际

使用时间核算，2016 年末账面价值为 73.76 亿元，对公司资金占用较多，存在一定的回收风险，其中应收烟台市第三水泥厂和攀枝花大地水泥有限公司账款预计无法收回，已全额计提坏账准备 962.23 万元。存货主要是房地产业务的开发成本、开发产品以及铜加工业务的电解铜等原材料，铜管、铜棒等在产品和产成品，2016 年公司完工交付的房地产项目较多，而竣工项目有所下降，存货规模较上年有所下降，期末账面价值为 149.15 亿元。

公司的非流动资产主要包括长期应收款、长期股权投资、投资性房地产、固定资产和无形资产。长期应收款主要为海亮租赁的融资租赁业务形成的应收融资租赁款，随着融资租赁业务的快速发展，该款项大幅增长，2016 年末账面价值为 49.99 亿元，较上年增长 29.37%。长期股权投资主要是对绍兴海星置业有限公司、浙江涌森置业有限公司、宁夏银行股份有限公司等联营企业投资，2016 年末余额为 13.76 亿元。投资性房地产主要为房屋及建筑物，2016 年末账面价值为 125.96 亿元。固定资产主要是房屋及建筑物、铜加工生产机器设备，2016 年末账面价值为 43.62 亿元，较上年增长 130.08%，主要为海亮教育集团的海亮教育园完工后由在建工程转入固定资产所致。无形资产主要为土地使用权及矿业权，2016 年末账面价值为 24.23 亿元。

表14 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2017 年 3 月		2016 年		2015 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
货币资金	47.08	6.30%	51.20	7.20%	44.64	6.87%
应收账款	58.56	7.84%	44.23	6.22%	18.53	2.85%
预付款项	49.92	6.68%	31.22	4.39%	24.75	3.81%
其他应收款	73.38	9.82%	73.76	10.37%	74.05	11.40%
存货	163.07	21.83%	149.15	20.97%	169.63	26.12%
一年内到期的非流动资产	21.12	2.83%	20.11	2.83%	8.97	1.38%
流动资产合计	441.84	59.14%	396.24	55.71%	355.49	54.73%
长期应收款	49.57	6.64%	49.99	7.03%	38.64	5.95%
长期股权投资	16.28	2.18%	13.76	1.93%	16.69	2.57%
投资性房地产	124.20	16.63%	125.96	17.71%	110.03	16.94%
固定资产	41.63	5.57%	43.62	6.13%	18.96	2.92%
无形资产	23.23	3.11%	24.23	3.41%	24.85	3.83%
非流动资产合计	305.21	40.86%	315.07	44.29%	294.05	45.27%
资产总计	747.06	100.00%	711.31	100.00%	649.54	100.00%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及 2017 年未经审计的一季度财务报表，鹏元整理

表15 截至 2016 年末公司投资性房地产主要项目情况（单位：万元）

物业名称	地理位置	账面价值	是否抵押
------	------	------	------

杭州海亮大厦	浙江省杭州市滨江区滨盛路1508号	101,181.62	部分抵押
天洁大厦&海亮大厦	上海市普陀区长风新村街道中江路118弄	162,207.23	部份抵押
缙云广场门面、城南土地、状元府第车库、步行街、天津路25号和童家溪镇同兴北路113号	重庆市北碚区	49,109.56	部份抵押
海亮广场	呼和浩特市回民区中山路	497,411.46	部份抵押
华东汽配水暖城、商务酒店	浙江省诸暨市店口镇	55,231.75	部份抵押
天马实验学校校区建筑、私立诸暨高级中学校区和诸暨市海亮外国语学校建筑及土地使用权	浙江省诸暨市	174,334.22	部份抵押
海宇大厦、状元府第、步行街房地合一	重庆市北碚区	126,493.58	部份抵押
香榭时光	苏州市相城区润元路333号	45,027.72	未抵押
陆慕地铁	苏州市相城区元和街道齐门北大街东、润元路北	35,075.26	未抵押

资料来源：公司提供

总体上看，公司资产规模稳步增长，但存货占比较高，整体资产流动性一般，截至2017年3月末，账面价值合计74.12亿元的资产被抵押，资产流动性一般。

资产运营效率

2016年公司资产运营效率较为稳定

公司铜加工业务和房地产开发业务对营运资金的需求较大，2016年，受委托加工业务推动，公司铜加工业务销售规模大幅增长，与该业务对应的应收账款、存货和应付账款规模相应增长；公司房地产业务销售加快，而新开工规模较上年有所较少，与该业务对应的存货规模有所下降。总的来看，2016年公司应收账款和应付账款周转天数均有所增长，存货周转天数较上年略有下降，净营业周期与上年基本持平。随着业务的发展，公司流动资产、固定资产和总资产规模均有所增长，流动资产周转天数、固定资产周转天数和总资产周转天数分别较上年延长3.36天、2.35天和8.26天。

表16 2015-2016年公司资产运营效率情况（单位：天）

项目	2015年	2014年
应收账款周转天数	7.52	5.11
存货周转天数	39.31	40.20
应付账款周转天数	12.70	10.75
净营业周期	34.13	34.56
流动资产周转天数	90.04	86.68
固定资产周转天数	7.50	5.14
总资产周转天数	163.01	154.75

资料来源：2015-2016年公司审计报告，鹏元整理

盈利能力

2016 年公司营业收入稳步增长，总体利润水平比较稳定

在有色金属贸易收入和铜加工业务收入增长的带动下，2016 年公司营业收入规模达到 1,502.71 亿元，较上年增长 6.95%。公司有色金属贸易业务规模较大，是营业收入的主要来源，但该业务盈利能力较弱，2016 年因管理团队变动，该业务经营发生波动进而发生亏损。公司铜加工业务和房地产业务盈利能力较好，是利润的主要来源。

期间费用方面，随着业务规模的增长，2016 年销售费用和管理费用均有所增加，且公司对债务结构进行调整，增加了长期债券比例，且资本化利息减少，财务费用规模大幅增加，期间费用率升至 1.41%。此外，2016 年公司公允价值变动收益和投资收益规模较大，分别为 3.76 亿元和 2.70 亿元，公允价值变动收益主要来自于投资性房地产公允价值的变动，投资收益主要来自于处置投资资产，是营业利润的重要补充，但不具有可持续性。总的来看，2016 年公司盈利状况尚可，实现营业利润 19.98 亿元。同时公司获得较大规模的政府补助，营业外收入为 2.11 亿元，利润总额和净利润分别为 21.64 亿元和 15.17 亿元

表17 近年公司主要盈利能力指标

项 目	2017 年 1-3 月	2016 年	2015 年
营业收入（万元）	3,378,415.13	15,027,108.55	14,051,064.99
投资收益（万元）	105,007.07	26,999.54	47,628.06
公允价值变动收益（万元）	8,292.84	37,593.93	-2,071.30
营业利润（万元）	64,525.65	199,769.46	192,560.00
营业外收入（万元）	6,846.54	21,058.28	13,974.25
利润总额（万元）	70,875.55	216,424.68	199,312.71
净利润（万元）	59,156.78	151,742.19	147,323.28
综合毛利率	0.89%	2.87%	3.02%
期间费用率	1.99%	1.41%	1.13%
总资产回报率	-	5.40%	4.98%
净资产收益率	-	6.73%	7.20%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及 2017 年未经审计的一季度财务报表，鹏元整理

现金流

2016 年公司经营活动现金流有所改善，较大规模的建设投资及并购支出给公司带来一定的资金压力

2016 年，公司盈利保持稳定，净利润较上年明显增长，现金生成能力较好，FFO 为 30.34

亿元，较上年增长24.08%。公司铜加工、有色金属贸易业务及房地产开发等业务经过多年的发展，已形成了较成熟的采购销售政策，由于铜加工业务的销售规模大幅增长，应收账款规模大幅增加，但公司对下游的应付账款规模也相应增长，为公司结余了较大规模的现金，且房地产业务去化加快，存货规模有所下降。此外，公司融资租赁业务发展进入成熟阶段，新增投放资金规模大幅下降。总体来看，2016年公司营运资本净投入规模较上年有所下降，经营性现金流有所改善，实现净流入4.43亿元。

投资活动方面，2016年，公司产品生产线项目建设及改造支出、海亮教育园建设支出规模较大，并参与财务公司增资、收购 JMF Company 100% 股权，投资活动现金净流出13.32亿元。为满足公司投资活动对资金的需求，近年公司对外筹集较大规模的资金，公司的外部融资主要通过银行借款以及在货币市场和资本市场发行短期融资券、中期票据和企业（公司）债券，融资渠道较广，公司筹资能力较强。2016年公司筹资活动产生的现金流量净额为11.62亿元。随着公司对铜加工业务领域投资并购的进度不断推进及对基础教育、医疗等领域的投资增加，资金需求仍较大，存在一定的资金压力。

表18 2015-2016 年公司现金流量情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
净利润	151,742.19	147,323.28
非付现费用	47,364.03	44,380.70
非经营损益	104,285.22	52,799.87
FFO	303,391.44	244,503.84
营运资本变化	-259,125.86	-497,320.26
其中：存货减少（减：增加）	204,806.96	145,381.63
经营性应收项目的减少（减：增加）	-606,512.97	-258,387.18
经营性应付项目的增加（减：减少）	142,580.15	-384,314.70
经营活动产生的现金流量净额	44,265.58	-252,816.41
投资活动产生的现金流量净额	-133,213.70	-298,695.38
筹资活动产生的现金流量净额	116,220.39	450,969.28
现金及现金等价物净增加额	30,135.29	-98,831.25

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及 2017 年未经审计的一季度财务报表，鹏元整理

资本结构与财务安全性

2016 年公司负债规模继续增长，有息债务规模较大，偿债压力较大

随着各项业务的开展，公司负债总额保持较快增长，2016 年末达到 473.42 亿元，较上年末增长了 8.54%。2015 年公司所有者权益为 237.89 亿元，较上年末增长 11.50%，负

债与所有者权益比率为 199.01%，所有者权益对负债的保障能力较弱。

表19 近年公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2017年3月	2016年	2015年
负债总额	4,972,285.92	4,734,168.15	4,361,793.73
所有者权益	2,498,272.36	2,378,899.50	2,133,609.87
负债与所有者权益比率	199.03%	199.01%	204.43%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及 2017 年未经审计的一季度财务报表，鹏元整理

从负债结构来看，公司负债主要为流动负债，2016年末流动负债占比为63.46%，占比较上年下降4.49个百分点，债务结构有所改善。有息债务方面，2016年末公司有息债务合计296.53亿元，较上年增长2.28%，有息负债规模较大。

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债等构成。2016年公司对债务结构调整，归还了较多的短期借款，短期借款余额为 45.74 亿元，较上年下降 30.29%。2016 年末应付票据余额 28.35 亿元，较上年下降 20.29%。随着业务规模的扩大，公司应付账款规模大幅增长，2016 年末余额为 67.43 亿元，较上年增长 89.57%。预收款项主要为房地产业务预售房款，2016 年末为 38.38 亿元，较上年增长 89.57%。其他应付款主要是与关联方之间的往来款，2016 年末余额为 24.22 亿元。一年内到期的非流动负债为 49.27 亿元，较上年末增长 86.52%，主要为一年内到期的长期借款、应付债券、长期应付款等转入所致。其他流动负债主要为短期债券，2016 年末余额为 28.76 亿元。公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。2016 年公司对负债结构进行调整，增加非流动债务规模，长期借款和应付债券规模均有所增长，期末余额分别为 56.58 亿元和 88.64 亿元。

表20 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2017年3月		2016年		2015年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
短期借款	49.90	10.04%	45.74	9.66%	65.61	15.04%
应付票据	33.21	6.68%	28.35	5.99%	35.56	8.15%
应付账款	71.64	14.41%	67.43	14.24%	35.57	8.15%
预收款项	61.97	12.46%	38.38	8.11%	45.50	10.43%
其他应付款	26.55	5.34%	24.22	5.12%	25.71	5.89%
一年内到期的非流动负债	25.48	5.12%	49.27	10.41%	26.42	6.06%
其他流动负债	35.21	7.08%	28.76	6.07%	39.97	9.16%
流动负债合计	318.00	63.95%	300.42	63.46%	295.00	67.63%
长期借款	71.29	14.34%	56.58	11.95%	47.66	10.93%

应付债券	84.70	17.03%	88.64	18.72%	68.69	15.75%
非流动负债合计	179.23	36.05%	172.99	36.54%	141.18	32.37%
负债合计	497.23	100.00%	473.42	100.00%	436.18	100.00%
有息债务	299.79	60.29%	296.53	62.64%	289.92	66.47%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及 2017 年未经审计的一季度财务报表，鹏元整理

从偿债能力指标看，2016 年末公司资产负债率为 66.56%，流动比率和速动比率均较上年有所提高，偿债能力有所提升，但仍处于较低水平，存在一定短期偿付压力。2016 年公司盈利状况较好，EBITDA 增至 41.15 亿元，较上年增长 22.66%，但由于利息支出规模较大，EBITDA 利息保障倍数降至 1.81，盈利对利息偿付的保障能力有所下降。

表21 近年公司偿债能力指标

项目	2017年3月	2016年	2015年
资产负债率	66.56%	66.56%	67.15%
流动比率	1.39	1.32	1.21
速动比率	0.88	0.82	0.63
EBITDA (万元)	-	411,523.46	335,510.87
EBITDA 利息保障倍数	-	1.81	2.11
有息负债/EBITDA	-	7.21	8.64

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及 2017 年未经审计的一季度财务报表，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

房产所有权价值有所上升，覆盖程度依然较高，为本期债券的本息偿付仍能提供一定的保障

公司以其控股子公司内蒙古海亮房地产开发有限公司拥有的内蒙古自治区呼和浩特市回民区中山路海亮广场房地产所有权作为抵押资产，按实际发行规模占本期债券发行总额的比例，即 6:4 的比例分别抵押给本期债券品种一和品种二的债券持有人。根据抵押协议规定，在本期债券存续期间，公司应聘请资产评估机构按年对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告。根据内蒙古公鉴房地产估价有限公司出具的房地产估价报告（内蒙鉴估字【2016】第 1154 号），抵押资产评估价值为 162,200.26 万元，估价基准日为 2016 年 10 月 10 日，评估总价与上次相比下降了 1.36%。

表22 用于本期债券抵押房地产情况

房屋坐落	房权证号	房产面积 (平方米)	最新评估价 值(万元)	评估基准日
回民区中山路好亮广场-1层-101	呼房权证回民区字第 2009000198 号	24,932.34	48,618.06	2016年10月10日

回民区中山路好亮广场-3层-301	呼房权证回民区字第2009000198号	29,123.64	113,582.20	2016年10月10日
合计	-	54,055.98	162,200.26	-

资料来源：公司提供

根据抵押资产监管协议（以下简称“抵押协议”），除非抵押协议另有规定或抵押协议生效后债券持有人会议做出决议书面同意，否则，当且仅当公司已按照《募集说明书》的约定，向本期债券的债券持有人偿付了约定的本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用后，本协议项下的抵押方可解除。在本期债券存续期内，在抵押率{抵押资产最近一期的评估值/(本期债券未偿还本金余额+本期债券未偿还本金余额的一年利息)}不低于 1.5 倍的前提下，公司可以向债权人中银国际申请解除部分抵押资产的抵押或置换抵押资产。用于置换的资产应经资产评估机构进行评估并出具资产评估报告，并以评估值作为参照计算依据。本期债券品种一发行利率为 6.50%，品种二的发行利率为 6.75%，抵押比率为 1.52，满足抵押协议的相关要求，抵押资产评估价值对本期债券未偿还本金和当期利息之和的覆盖程度仍较好。

七、评级结论

公司是一家业务涉及铜加工、有色金属贸易、房地产开发、教育、金融等领域的多元化企业集团。2016 年，公司发展势头较好，产能进一步扩充，总产能从 2015 年的 28 万吨增加至 36 万吨，铜材产品总销量达到 44.79 万吨，较上年增长 87.41%，铜加工业务收入达到 163.44 亿元，较上年增长 80.73%。

我们也关注到，公司有色金属贸易业务盈利能力较弱；房地产项目主要集中在二、三线城市，易受当地经济环境和房地产市场波动影响；在建房产项目资金需求较大，如果销售资金不能按时回笼，可能面临一定的资金压力；公司提供给关联方或参股企业的融出资金和往来款规模较大，对公司资金占用较多，且应收对象主要为房地产公司，存在一定的回收风险；有息债务规模较大，偿债压力较大。

基于以上情况，经综合评定，鹏元维持公司主体长期信用等级为 AA+，本期债券品种一和品种二的信用等级均维持为 AA+，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
货币资金	470,767.56	512,046.34	446,384.18	554,082.68
交易性金融资产	7,834.60	15,758.41	2,250.22	73.48
应收票据	222,107.33	148,860.02	47,908.89	45,204.87
应收账款	585,628.67	442,264.57	185,314.90	213,711.24
预付款项	499,232.17	312,205.42	247,546.26	295,334.18
应收利息	14,935.82	11,944.01	6,944.08	2,289.96
其他应收款	733,803.82	737,644.72	740,466.68	736,361.32
存货	1,630,709.68	1,491,518.28	1,696,301.32	1,347,296.90
划分为持有待售的资产	-	18,359.36	17,333.90	59.13
一年内到期的非流动资产	211,195.15	201,120.26	89,687.96	-
其他流动资产	42,233.46	70,661.19	74,790.03	17,134.91
流动资产合计	4,418,448.26	3,962,382.58	3,554,928.44	3,211,548.68
发放贷款及垫款	117,981.98	140,296.83	238,067.67	137,190.25
可供出售金融资产	188,750.95	190,399.83	203,889.09	146,488.84
持有至到期投资	-	-	-	6,000.00
长期应收款	495,738.88	499,946.13	386,449.99	99,909.93
长期股权投资	162,760.98	137,600.67	166,855.87	164,274.99
投资性房地产	1,241,980.85	1,259,628.56	1,100,273.98	1,117,300.77
固定资产	416,263.48	436,202.20	189,584.01	212,039.61
在建工程	48,448.81	37,199.10	217,530.75	124,716.17
工程物资	23.71	709.94	97.57	486.93
生产性生物资产	-	2,806.22	-	1,532.08
无形资产	232,271.27	242,339.11	248,505.40	250,917.35
开发支出	7,022.99	52.31	312.99	6.99
商誉	54,015.35	113,105.15	106,714.60	91,636.06
长期待摊费用	1,849.96	828.04	1,018.51	6,722.82
递延所得税资产	17,486.43	13,615.39	16,944.30	8,208.04
其他非流动资产	67,514.37	75,955.58	64,230.45	5,529.96
非流动资产合计	3,052,110.02	3,150,685.08	2,940,475.17	2,372,960.79
资产总计	7,470,558.28	7,113,067.66	6,495,403.61	5,584,509.46
短期借款	499,044.06	457,360.69	656,059.87	598,455.98
向中央银行借款	1,049.37	3,474.34	9,295.23	7,960.00
吸收存款及同业存放	47,768.65	57,799.75	102,478.92	10,744.78
交易性金融负债	68.89	16,530.21	284.21	-

应付票据	332,051.77	283,450.00	355,583.37	547,759.00
应付账款	716,403.95	674,279.10	355,695.13	458,237.39
预收款项	619,702.15	383,807.32	455,006.98	220,317.21
应付职工薪酬	9,050.97	11,663.64	10,872.22	12,101.01
应交税费	36,870.40	48,413.88	43,575.47	35,021.44
应付利息	45,531.94	43,480.15	37,711.36	25,457.53
应付股利	-	1,559.11	2,483.32	-
其他应付款	265,535.68	242,162.95	257,104.12	297,997.73
一年内到期的非流动负债	254,778.04	492,701.15	264,155.90	645,704.97
其他流动负债	352,135.58	287,556.55	399,661.86	1.45
流动负债合计	3,179,991.45	3,004,238.84	2,949,967.96	2,859,758.50
长期借款	712,901.59	565,766.61	476,649.59	179,728.40
应付债券	847,027.69	886,443.82	686,914.67	397,431.56
长期应付款	72,148.04	67,483.73	60,435.59	18,682.21
专项应付款	100.00	100.00	1,141.50	2,540.40
预计负债	-	86.76	57.84	1,122.75
递延所得税负债	155,547.33	161,352.09	145,205.69	138,520.47
递延收益-非流动负债	4,559.40	48,685.26	41,405.99	23,890.86
其他非流动负债	10.42	11.04	14.90	1,553.22
非流动负债合计	1,792,294.47	1,729,929.31	1,411,825.77	763,469.86
负债合计	4,972,285.92	4,734,168.15	4,361,793.73	3,623,228.35
实收资本	311,980.00	311,980.00	311,980.00	311,980.00
其它权益工具	200,000.00	100,000.00	100,000.00	-
资本公积金	326,969.18	326,969.18	315,484.27	312,582.27
其它综合收益	88,330.31	124,089.24	77,482.92	76,135.63
专项储备	589.68	589.68	317.99	276.90
盈余公积金	23,053.39	23,053.39	22,195.16	21,732.03
未分配利润	726,054.36	684,056.82	599,855.21	527,899.28
归属于母公司所有者权益合计	1,676,976.93	1,570,738.32	1,427,315.55	1,250,606.11
少数股东权益	821,295.43	808,161.19	706,294.32	710,675.01
所有者权益合计	2,498,272.36	2,378,899.50	2,133,609.87	1,961,281.11
负债和所有者权益总计	7,470,558.28	7,113,067.66	6,495,403.61	5,584,509.46

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及 2017 年未经审计的一季度财务报表，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
一、营业收入	3,378,415.13	15,027,108.55	14,051,064.99	13,010,880.48
减：营业成本	3,348,478.28	14,595,427.81	13,627,279.15	12,570,028.28
营业税金及附加	2,845.69	81,079.35	107,903.75	111,291.46
销售费用	17,167.85	58,173.95	48,392.54	45,229.01
管理费用	30,428.86	88,637.19	84,271.42	82,340.73
财务费用	19,638.26	65,654.82	26,562.17	11,278.24
资产减值损失	8,630.46	2,959.43	9,652.71	4,536.89
公允价值变动收益	8,292.84	37,593.93	-2,071.30	1,417.75
投资收益	105,007.07	26,999.54	47,628.06	12,467.34
二、营业利润	64,525.65	199,769.46	192,560.00	200,060.96
加：营业外收入	6,846.54	21,058.28	13,974.25	9,967.73
减：营业外支出	496.64	4,403.06	7,221.54	6,443.97
三、利润总额	70,875.55	216,424.68	199,312.71	203,584.73
减：所得税费用	11,718.77	64,682.49	51,989.43	50,508.51
四、净利润	59,156.78	151,742.19	147,323.28	153,076.22

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及 2017 年未经审计的一季度财务报表，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	3,828,494.87	17,099,367.92	13,983,585.60	15,036,738.72
客户存款和同业存放款项净增加额	-	-	96,606.80	266,348.37
向中央银行借款净增加额	-	-	1,335.23	7,960.00
存放中央银行和同业款项净减少额	-	-	15,685.17	-
收取利息、手续费及佣金的现金	-	34,503.28	27,407.33	28,353.96
客户贷款及垫款净减少额	-	11,005.47	18,075.03	-
收到的税费返还	1,080.98	8,713.43	3,097.18	4,214.32
收到其他与经营活动有关的现金	125,828.04	90,642.22	103,923.87	236,411.24
经营活动现金流入小计	3,955,403.88	17,244,232.33	14,249,716.21	15,580,026.62
购买商品、接受劳务支付的现金	3,966,506.09	16,722,730.43	14,027,733.64	14,589,570.02
客户贷款及垫款净增加额	-	31,848.89	71,387.58	261,989.67
向中央银行借款净减少额	-	5,820.89	-	-
存放中央银行和同业款项净增加额	-	1,702.38	-	7,072.07
支付利息、手续费及佣金的现金	-	7,142.70	17,369.42	7,974.94
支付给职工以及为职工支付的现金	33,801.51	120,178.48	101,912.62	63,610.52
支付的各项税费	45,399.63	153,348.38	189,374.37	172,460.38
支付其他与经营活动有关的现金	22,134.07	157,194.60	94,754.99	269,317.00
经营活动现金流出小计	4,067,841.31	17,199,966.75	14,502,532.62	15,371,994.58
经营活动产生的现金流量净额	-112,437.43	44,265.58	-252,816.41	208,032.04
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	19,257.20	288,564.95	5,185.35	41,690.00
取得投资收益收到的现金	1,374.00	29,820.34	13,816.26	8,202.16
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	90.59	487.30	36,942.23	1,271.63
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	103,965.77	454.58	55,200.00	4,161.63
收到其他与投资活动有关的现金	33,328.48	8,890.17	73,315.46	40,519.12
投资活动现金流入小计	158,016.04	328,217.35	184,459.30	95,844.53
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	13,857.59	150,650.59	134,818.02	93,210.85
投资支付的现金	36,590.00	280,876.49	34,279.89	17,500.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	16,536.31	31,278.83	35,635.22
支付其他与投资活动有关的现金	129,382.04	13,367.66	282,777.94	149,749.42
投资活动现金流出小计	179,829.63	461,431.05	483,154.67	296,095.48

投资活动产生的现金流量净额	-21,813.59	-133,213.70	-298,695.38	-200,250.95
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	350.00	46,088.70	-	-
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	-	38,216.62	-	-
取得借款收到的现金	689,059.39	521,804.48	554,724.55	1,745,305.48
发行债券收到的现金	-	1,180,000.00	1,086,170.25	377,490.00
收到其他与筹资活动有关的现金	3,621.35	29,431.11	-	63,092.16
筹资活动现金流入小计	693,030.73	1,777,324.30	1,640,894.80	2,185,887.64
偿还债务支付的现金	554,126.71	1,475,227.79	970,245.49	2,040,428.46
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	51,112.34	139,443.81	219,680.02	106,199.68
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	-	-	31,657.89	5,218.51
支付其他与筹资活动有关的现金	9,719.57	46,432.31	-	20,778.73
筹资活动现金流出小计	614,958.62	1,661,103.91	1,189,925.52	2,167,406.87
筹资活动产生的现金流量净额	78,072.11	116,220.39	450,969.28	18,480.77
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-445.65	2,863.02	1,711.26	1,473.82
五、现金及现金等价物净增加额	-56,624.57	30,135.29	-98,831.25	27,735.67
加：期初现金及现金等价物余额	417,333.06	387,197.77	483,359.27	442,884.78
六、期末现金及现金等价物余额	360,708.49	417,333.06	384,528.02	470,620.45

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及 2017 年未经审计的一季度财务报表，鹏元整理

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项 目	2016年	2015年	2014年
净利润	151,742.19	147,323.28	153,076.22
加：资产减值准备	2,959.43	9,652.71	4,536.89
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	38,829.76	31,027.80	21,005.07
无形资产摊销	5,384.38	3,700.18	3,454.27
长期待摊费用摊销	190.47	-	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	228.56	643.38	1,631.79
公允价值变动损失	-37,593.93	2,071.30	-1,417.75
财务费用	150,694.17	99,721.11	113,189.90
投资损失	-26,999.54	-47,628.06	-12,467.34
递延所得税资产减少	3,330.53	-8,693.08	-3,218.92
递延所得税负债增加	14,625.42	6,685.22	1,164.11
存货的减少	204,806.96	145,381.63	-331,552.81
经营性应收项目的减少	-606,512.97	-258,387.18	74,340.97
经营性应付项目的增加	142,580.15	-384,314.70	184,289.63
间接法-经营活动产生的现金流量净额	44,265.58	-252,816.41	208,032.04

资料来源：2014-2016年公司审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
有息债务（万元）	2,997,938.73	2,965,336.84	2,899,188.01	2,387,762.12
资产负债率	66.56%	66.56%	67.15%	64.88%
流动比率	1.39	1.32	1.21	1.12
速动比率	0.88	0.82	0.63	0.65
综合毛利率	0.89%	2.87%	3.02%	3.39%
总资产回报率	-	5.40%	4.98%	6.01%
EBITDA（万元）	-	411,523.46	335,473.06	341,233.96
EBITDA 利息保障倍数	-	1.81	2.11	1.83

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及 2017 年未经审计的一季度财务报表，鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1年内到期的长期有息债务 + 长期借款 + 应付债券 + 其他流动负债

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。