

跟踪评级公告

联合[2018]466号

盛屯矿业集团股份有限公司：

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

盛屯矿业集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

盛屯矿业集团股份有限公司公开发行的“14 盛屯债”和“15 盛屯债”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年五月十日



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](http://www.unitedratings.com.cn)

盛屯矿业集团股份有限公司 公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	发行期限	上次评级结果	跟踪评级结果	上次评级时间
14 盛屯债	2.52 亿元	(3+2) 年	AA	AA	2017.04.27
15 盛屯债	5.00 亿元	(3+2) 年	AA	AA	2017.04.27

跟踪评级时间：2018 年 5 月 10 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额 (亿元)	98.98	112.54	127.96
所有者权益 (亿元)	40.47	46.85	62.75
长期债务 (亿元)	20.54	20.66	22.65
全部债务 (亿元)	45.58	49.78	49.22
营业收入 (亿元)	127.10	206.68	58.13
净利润 (亿元)	1.95	6.09	1.54
EBITDA (亿元)	5.33	11.86	--
经营性净现金流 (亿元)	1.37	9.97	-15.19
营业利润率 (%)	6.20	6.64	4.70
净资产收益率 (%)	4.84	13.94	2.82
资产负债率 (%)	59.11	58.37	50.96
全部债务资本化比率 (%)	52.97	51.52	43.96
流动比率 (倍)	1.57	1.51	1.98
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.12	0.24	0.04
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.69	4.04	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.71	1.58	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3、报告中涉及货币内容除特别说明外，均指人民币；4、全部债务包括其他应付款和长期应付款中付息项，2018 年一季度付息项使用 2017 年年底数据；5、公司 2018 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；6、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，盛屯矿业集团股份有限公司（以下简称“公司”或“盛屯矿业”）在矿产资源储备、矿石品位、客户资源等方面继续保持竞争优势，得益于有色金属行业景气度回升以及公司钴材料业务规模的迅速扩大，公司收入及利润规模增长明显。2018 年 1 月，公司完成非公开发行股票，资本实力进一步增强。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司的安全生产风险、股权质押风险以及大规模的类金融业务给公司经营现金流带来压力等因素给公司信用水平产生的不利影响。

公司目前在积极筹划发行股票购买资产相关事宜，若成功发行，将有利于公司钴材料业务产业链的完善，进一步提高盈利能力。

未来，随着公司下属矿山企业技改完成并投产以及钴材料业务产业链的完善，公司经营状况有望保持良好。

综上，联合评级维持对公司“AA”的主体长期信用评级，评级展望为“稳定”；同时维持“14 盛屯债”和“15 盛屯债”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 2017 年，有色金属行业景气度大幅回升，公司金属采选业务收入及利润规模增长明显。

2. 2017 年，钴产品价格大幅上涨，同期，公司钴材料业务规模迅速扩大，使得公司收入及利润规模大幅增长；随着公司钴材料业务产业链的进一步完善，公司盈利能力有望进一步提升。

3. 2018 年 1 月，公司完成非公开发行股票，有利于公司资本结构优化，资本实力进一步增强。

关注

1. 由于采矿活动存在一定的危险性，易对公司未来生产经营造成不利影响，公司安全生产状况需持续关注。

2. 2017 年公司钴材料业务发展较快，存货规模较大，若未来钴价出现波动，公司存货可能存在一定的跌价风险。

3. 截至 2018 年 3 月底，公司控股股东深圳盛屯集团有限公司和实际控制人姚雄杰持有的公司 27.37%股权已设定质押，质押比例相对较高，不利于公司股权结构保持稳定。

分析师

王 越

电话：010-85172818

邮箱：wangyue@unitedratings.com.cn

樊 思

电话：010-85172818

邮箱：fans@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师:



联合信用评级有限公司

一、主体概况

盛屯矿业集团股份有限公司（以下简称“公司”或“盛屯矿业”）前身为成立于 1975 年的厦门市电气设备厂，1992 年 12 月，经厦门市经济体制改革委员会及中国人民银行厦门分行同意（厦体改〔1992〕008 号、厦人银〔92〕179），并经国家证券委员会确认（证委发〔1993〕20 号），由厦门市电气设备厂独家发起以社会募集方式组建厦门市龙舟实业股份有限公司（以下简称“厦门龙舟”）。厦门龙舟初始发行股票 1,300 万股，其中 700 万股由厦门市电气设备厂净资产折股而成，600 万股为社会公众股；公司于 1996 年 5 月 31 日在上海证券交易所上市挂牌交易（股票代码：600711.SH）。

公司几经更名后，于 2011 年 6 月底变更为现名。后经多次转增资本、发行股票等，截至 2018 年 3 月底，公司总股本 16.77 亿股，其中深圳盛屯集团有限公司（以下简称“盛屯集团”）持股 17.22%（不包含“17 盛 EB01”及“17 盛 EB02”的两笔可交债质押股份），为公司的控股股东，姚雄杰先生为盛屯集团的实际控制人，同时直接持有公司 4.87% 的股份（不包括通过厦门信托·云栖五号证券投资集合资金信托计划持有的 1.1% 股份），为公司实际控制人。

公司经营范围为对矿山、矿山工程建设业的投资与管理；批发零售矿产品、有色金属；黄金和白银现货销售；经营各类商品和技术的进出口（不另附进出口商品目录），但国家限定公司经营或禁止进出口的商品及技术除外；信息咨询；智能高新技术产品的销售、服务；接受委托经营管理资产和股权；投资管理（法律、法规另有规定除外）。

截至 2017 年底，公司设审计部、投资研究部、证券事务部、资金部、会计部、财管部、矿山管理部、地质勘探院、行政人事部和风控法务部等多个职能部门；拥有 29 家全资（控股）子公司，11 家参股公司；在职员工共 598 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 112.54 亿元，负债合计 65.69 亿元，所有者权益（含少数股东权益）46.85 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 45.89 亿元。2017 年，公司实现营业收入 206.68 亿元，净利润（含少数股东损益）6.09 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 6.10 亿元；经营活动产生的现金流量净额 9.97 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.37 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 127.96 亿元，负债合计 65.21 亿元，所有者权益（含少数股东权益）62.75 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 61.80 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 58.13 亿元，净利润（含少数股东损益）1.54 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.55 亿元；经营活动产生的现金流量净额-15.19 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.60 亿元。

公司注册地址：福建省厦门市翔安区双沪北路 1 号之 2 二楼；法定代表人：陈东。

二、债券概况

经证监许可〔2014〕1104 号文核准，公司于 2014 年 12 月 26 日首次公开发行 4.5 亿元公司债券，期限为 5 年，附第 3 年末投资者回售选择权。按面值平价发行，在债券存续期内利率为 7.7% 固定不变。发行所募集资金总额为 4.50 亿元，全部用于补充公司营运资金和调整公司债务结构。该债券已于 2015 年 1 月 30 日在上海证券交易所挂牌交易，证券代码为“122350.SH”，证券简称为“14 盛屯债”。2017 年 12 月 26 日，根据《盛屯矿业集团股份有限公司公开发行 2014 年公司债券募集说明书》中所设定的投资者回售选择权，公司完成回售 1.98 亿元，完成本次回售后，“14 盛屯债”余额为 2.52 亿元。

经证监许可〔2015〕1202号文核准，公司于2015年9月24日公开发行5亿元公司债券，实际发行规模为5亿元，票面利率7.0%，期限5年，附第3年末上调票面利率选择权和投资者回售选择权。发行所募集资金为5亿元，已用于偿还信托贷款和补充流动资金。该债券已于2015年10月21日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称为“15盛屯债”，证券代码“122472.SH”。

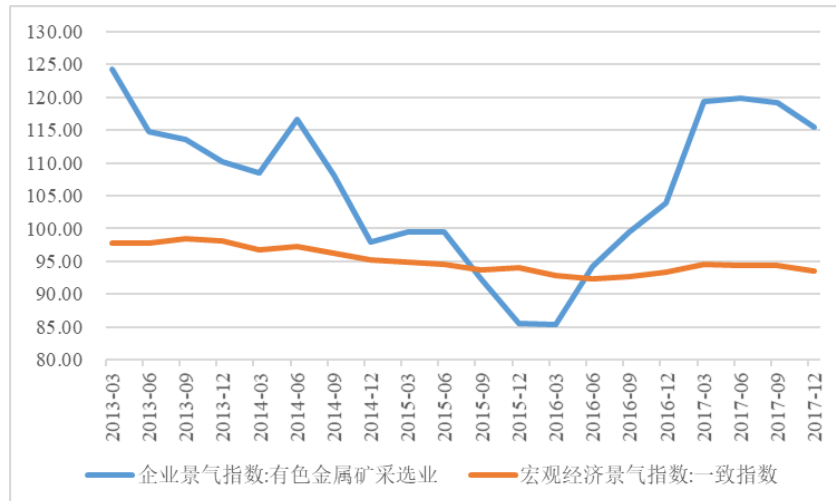
截至2017年底，公司已按约定足额、按时完成“14盛屯债”和“15盛屯债”利息支付。公司已严格按照募集说明书中的约定使用募集资金，募集资金已使用完毕。

三、行业分析

1. 行业概况

2014年下半年至2016年3月，受国内外有色金属市场价格（如铜、铅等金属品种）震荡走低的影响，有色金属矿采选业景气度指数持续走低，2016年3月以后，由于下游需求回暖以及供给侧改革逐步深入影响，有色金属矿采选业景气度大幅回升。

图1 2013年以来我国宏观经济景气指数与有色金属矿采选业景气指数（单位：点）



资料来源：Wind

注：1、宏观经济景气指数为当季平均值；有色金属矿采选业景气度指数为当季值。2、左轴为企业景气指数，右轴为宏观经济景气指数。

从行业运行情况来看，2016年，有色金属采选行业毛利率整体略有下降，毛利率平均约为14.95%，较2015年下降0.09个百分点。2017年，有色金属采选行业毛利率较上年逐步回升，毛利率平均约为17.80%，较2016年上升2.8个百分点。受有色金属价格回升带动，行业盈利水平有所好转。

(1) 资源储量与供给

Wind数据显示，2017年，全球锌储量为23,000万吨，主要分布在澳大利亚、中国、秘鲁、哈萨克斯坦、墨西哥和美国六国；全球铜储量为79,000万吨，主要分布在智利、澳大利亚、秘鲁、墨西哥、美国和中国六国；全球铅储量为8,800万吨，主要分布在澳大利亚、中国、俄罗斯、美国、秘鲁和墨西哥六国；全球钼储量1,700万吨，我国拥有世界最大的金属钼、钨储量。

2017年，我国十种主要有色金属产量达5,377.80万吨，同比增长3.00%，增速提高0.5个百分点。具体看，精炼铜产量888.00万吨，增长7.7%，增速提高1.8个百分点；原铝产量3,227.00万吨，增长1.6%，增速提高0.32个百分点；铅产量471.60万吨，增长9.7%，增速提高4.0%；锌产量

622.00 万吨，增速下降 0.70%，回落 2.7 个百分点。从进出口情况看，2017 年我国铜矿砂及其精矿进口数量为 1,735 万吨，同比增长 2.3%。

总体看，我国有色金属资源（除铜外）较为丰富、分布广泛。2017 年，国内有色金属采选量整体上行，但仍不能满足国内需求，其中部分产品仍需大量进口。

（2）下游需求

2017 年，有色金属下游需求有所回升，其中，房屋新开工面积同比增长 7.0%，增速回落 1.1 个百分点；空调产量同比增长 26.40%，增速提高 21.9 个百分点；汽车产量同比增长 3.2%，增速回落 9.9 个百分点。

2017 年我国锌消费以镀锌领域为主，占锌消费的 60%左右。2017 年 1~10 月份，国内累计生产镀锌板 4,428.79 万吨，同比增长 1.4%。

中国精炼铅消费结构中，铅酸电池居于首位，占比 80.00%，氧化物占比 12.00%，其他如铅材、铅合金等综合占比仅 8.00%。从终端领域来看，铅酸蓄电池按用途可分为动力型、启动型、固定型和储能型等，动力型占整个中国精铅消费市场的份额超过 35%，主要应用于电动自行车、电动三轮车、低速纯电动车等领域。2013 年中国电动自行车行业进入饱和期，2014 年产量出现小幅回落，而 2015 年，电动自行车行业的表现继续恶化。启动型占整个中国精铅消费的比重接近 25%，主要应用在汽车、摩托车等行业，2017 年汽车产量同比增长 3.2%，一定程度上带动了铅消费的增长。

总体看，2017 年，受汽车、建材等的带动，精铅消费量小幅提升。

（3）产品价格

有色金属价格方面，2016 年开始，受去产能政策利好因素影响，主要有色金属价格持续上涨。2017 年以来，有色金属价格处于高位波动，2017 年 12 月份，上海期货交易所阴极铜、铝、锌、铅、价格分别为 55,430.00 元/吨、15,020.00 元/吨、25,650.00 元/吨和 19,105 元/吨，分别同比上涨 22.61%、17.67%、23.58%和 7.82%。

总体看，进入 2016 年后，受去产能政策利好因素的带动，有色金属价格明显回升，有利于有色金属行业整体景气性的提升。

2. 行业政策

随着有色金属行业产能过剩问题的突出，2016 年 6 月，国务院办公厅印发了《关于营造良好市场环境促进有色金属工业调结构促转型增效益的指导意见》，要求以解决有色金属工业长期积累的结构性产能过剩、市场供求失衡等深层次矛盾和问题为导向，优化存量、引导增量、主动减量，化解结构性过剩产能。

同年 10 月，工业和信息化部发布了《有色金属工业发展规划（2016—2020 年）》（以下简称“《规划》”）。《规划》提出，以加强供给侧结构性改革和扩大市场需求为主线，以质量和效益为核心，以技术创新为驱动力，以高端材料、绿色发展、两化融合、资源保障、国际合作等为重点，加快产业转型升级，拓展行业发展新空间，到 2020 年底我国有色金属工业迈入世界强国行列。《规划》提出了实施创新驱动、加快产业结构调整、大力发展高端材料、促进绿色可持续发展、提高资源供给能力、推进两化深度融合、积极拓展应用领域、深化国际合作等 8 项重点任务，并以专栏形式列出 7 项发展重点和 4 项重点工程。《规划》作为“十三五”时期指导有色金属工业发展的专项规划，将促进有色金属工业转型升级，持续健康发展。

2018 年 1 月 1 日，《中华人民共和国环境保护税法》（以下简称“环境保护税法”）开始实施，环境保护税法要求直接向环境排放应税污染物的企业事业单位和其他生产经营者为环境保护税的纳

税人，应当依照本法规定缴纳环境保护税。对于资源开采行业的环境保护要求趋严，增大资源开采行业的环保投入成本。

总体看，2016年以来，有色金属行业供给侧改革促进了有色金属的有序开采、合理利用，有利于有色金属产业结构调整，以促进有色金属行业整体的健康、可持续发展，但环保成本的增加也将加大有色企业成本压力。

3. 行业关注

(1) 生产成本刚性上升，挤压企业盈利空间

近年来，企业环保投入增加、社保费用计提基数提高等因素导致企业成本费用刚性上升。同时，随着新环保法的实施，热电锅炉的脱硫脱硝改造量大，环保设施运行成本增加。

(2) 资源储备获取难度加大

对于有色金属矿采选业企业来说，其核心竞争力体现在矿产储量及矿石品位上，由于矿石资源有限，考虑到企业可持续发展，需要不断通过获得探矿权、探转采或者兼并收购其他矿山来进行矿山资源储备。一方面，矿山资源储备同时将占用大量资金；另一方面，能否获得易开采、高品位矿山，上述因素成为制约有色金属矿采选业的关键因素。

4. 未来发展

随着“十三五”规划、“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带建设等国家战略以及《中国制造 2025》的实施，以及一系列稳增长措施的出台，将为有色金属工业拓展新的发展空间，增加新的发展动力。2017年以来，随着下游需求回暖以及供给侧改革的逐步推进，有色金属产品市场需求小幅增长以及新能源材料需求增长，有色金属产品价格仍将维持高位震荡。

由于美联储加息预期继续存在，国际流动性受到抑制，包括有色金属在内的大宗原料商品价格上涨的支撑因素不足。

总体看，随着下游需求回暖以及供给侧改革的逐步推进，有色金属行业将维持较高的景气度。

四、管理分析

2017年，孙建成先生由于个人原因辞去原常务副总裁职务，公司聘任周贤锦先生为副总裁，聘任李爱国先生和季凡庭先生为总裁助理，其余董事、监事及高管无变化。

总体看，公司管理制度连续、治理结构未发生变化，整体管理运作情况正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2017年，公司金属产业链增值业务和钴材料业务收入增长较快，带动公司营业收入大幅增长，公司实现营业收入 206.68 亿元，较上年增长 62.61%；实现净利润 6.09 亿元，较上年增长大幅 212.71%，其中，归属于母公司所有者的净利润为 6.10 亿元，较上年增长 223.67%。

2017年，公司主营业务收入 206.59 亿元，较上年增长 90.78%，主营业务收入占营业收入比重仍维持在 99%以上，公司主营业务仍然非常突出。从收入构成看，2017年，受有色金属行业景气度持续较高影响，公司有色金属采选业务收入较上年增长 33.90%至 4.62 亿元，主要系钴材料业务及金属产业链增值业务收入大幅增长所致；2017年，公司钴材料业务大幅增长 908.39%至 23.46 亿

元，主要系 2016 年起公司开始布局钴材料业务，2017 年受钴价大幅上涨刺激，公司该业务规模迅速扩大所致，收入占比由 2016 年的 1.83% 提高至 11.36%，已成为公司主要收入来源之一；另外，公司的主要收入来源金属产业链增值业务仍保持较快增长，收入较上年增长 47.17% 至 178.51 亿元，主要系年内有色行业景气度上行导致该业务收入增加所致；但受公司钴材料业务收入快速增长挤压，该版块收入占比有所下降。

表 1 2016~2017 年公司主营业务收入构成情况（单位：万元、%、百分点）

项目	2016 年			2017 年			收入较上年变动情况	毛利率较上年变动情况
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
有色金属采选	3.45	2.72	65.22	4.62	2.24	71.86	33.90	6.64
钴材料业务	2.33	1.83	7.56	23.46	11.36	30.83	908.39	23.27
金属产业链增值业务	121.29	95.45	4.72	178.51	86.41	1.97	47.17	-2.75
合计	127.07	100.00	6.42	206.59	100.00	6.81	90.78	0.40

资料来源：公司提供

毛利率方面，受 2017 年有色金属市场回暖，有色金属价格上涨影响，公司有色金属采选业务毛利率由上年的 65.22% 上升至 71.86%；2017 年，受益于年内钴价大幅上涨，公司钴材料业务毛利率大幅提升 23.27 个百分点至 30.83%，配合年内公司钴材料业务收入大幅增长，该业务已成为公司的主要毛利来源之一；金属产业链增值业务毛利率较上年下降 2.75 个百分点至 1.97%，主要系年内投入资金规模下降，周转率加快导致毛利率下降所致。综上，2017 年公司主营业务毛利率同比上升 0.40 个百分点至 6.81%。

2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 58.13 亿元，同比增长 81.60%；综合毛利率 2.22%，同比下降 0.64 个百分点。

总体看，2017 年，由于公司钴材料业务及金属产业链增值业务经营规模快速扩张，公司收入规模大幅增加。钴材料业务方面，由于钴价大幅上涨，同时，公司大力开展钴材料业务，目前该业务已成为公司的主要收入和利润来源之一。

2. 有色金属采选业务

(1) 主要矿产储量

公司本部作为控股型公司，不直接从事有色金属精矿的生产，由下属子公司负责各类生产经营活动的开展。截至 2017 年底，公司控股兴安埃玛矿业有限公司（以下简称“埃玛矿业”）、锡林郭勒盟银鑫矿业有限责任公司（以下简称“银鑫矿业”）、克什克腾旗风驰矿业有限责任公司（以下简称“风驰矿业”）、云南玉溪鑫盛矿业开发有限公司（以下简称“鑫盛矿业”）、贵州华金矿业有限公司（以下简称“华金矿业”）及保山恒源鑫茂矿业有限公司（以下简称“恒源鑫茂”）6 家有色金属精矿生产企业，参股大理三鑫矿业有限公司（以下简称“三鑫矿业”，参股比例为 35%），其中恒源鑫茂及三鑫矿业为 2017 年公司新增。公司下属主要矿产子公司情况如下表所示。

表 2 截至 2018 年 3 月底公司主要子公司的矿种及产品情况（单位：万吨/年、万吨、年）

公司名称	设计产能	2016 年产量	2017 年产量	剩余服务年限	主要矿种	品位	主要产品
埃玛矿业	30.00	35.49	35.07	28	铅、锌、银、铜	高	铅精粉、锌精粉
银鑫矿业	72.00	28.17	35.21	30	铜、银、钨、锡	中	铜精粉、银
华金矿业	42.00	--	技改，2018 年 4 月完成技改并复产	20	金	中	黄金矿砂

风驰矿业	20.00	--	技改停产和探矿中	24	铜、锡、锌、银	高	铜精粉、锡精粉
鑫盛矿业	10.00	--	探矿中	29	铜、镍、金、硫	中	铜精粉、镍
恒源鑫茂	49.50	--	探矿中	25	铅、锌	中	铅银精矿、锌精矿
三鑫矿业	20.00	--	建设中	20	铜、钴、银	高	铜精粉
合计	243.50	63.66	70.28	--	--	--	--

资料来源：公司提供

注：三鑫矿业为参股公司，其余均为控股公司。

公司主导产品为锌精粉、铅精粉和铜精粉，同时公司还根据所开采矿石的伴生金属情况生产锡精粉和钨精粉等产品。截至 2017 年底，埃玛矿业和银鑫矿业为公司的主要生产企业，埃玛矿业和银鑫矿业设计矿石产能分别为 30 万吨/年与 72 万吨/年，2017 年产量分别为 35.07 万吨和 35.21 万吨，银鑫矿业产量增幅较大，主要系 2016 部分有色金属价格偏低，银鑫矿业控制产量，2017 年价格上涨后，产能有所释放。截至 2017 年底，公司下属 6 家控股矿业子公司合计矿石探明储量达 5,811.80 万吨，较上年增加 1,202.3 万吨，主要系收购恒源鑫茂所致。公司原矿储量较大，品位较高，具有一定资源优势。2018 年 4 月，华金矿业已完成技改并复产。

总体看，公司矿产资源储量较大，公司主要生产矿山产品品位较高，可采年限较长，资源优势明显。

(2) 生产经营模式

在生产经营模式方面，2017 年内，公司在生产流程、安全生产措施等方面均未发生较大变化，公司生产技术较成熟，生产过程中安全及环保较为规范，公司采矿业务采购成本占比较小，采购管理相对简单，生产经营稳定。

(3) 产品销售

2017 年，公司产品销售的结算方式未发生变化。

从产销率看，2017 年，公司主要矿产品产销基本保持平衡。公司主要矿产品产量有所减少，主要系 2017 年铅锌价格高于 2016 年，矿山有针对性地开采和处理低品位的矿石，矿石处理量基本不变，所以金属量有所下降；销售价格方面，受 2017 年有色金属行业景气度回升影响，公司主要产品销售价格上涨明显。

表 3 2016~2017 年公司主要矿产品产销情况（单位：吨、%、万元/吨）

产品	产销情况	2016 年	2017 年
铅银精矿	产量	7,551.23	6,608.91
	销量	7,583.77	6,588.64
	产销率	100.43	99.69
	均价	1.40	1.74
锌精矿	产量	14,768.22	12,966.67
	销量	14,808.75	12,974.17
	产销率	100.27	100.06
	均价	0.86	1.49
铜银精矿	产量	2,359.34	2,695.90
	销量	2,345.29	2,710.04
	产销率	99.40	100.52
	均价	3.56	4.29
钨锡混合矿	产量	201.58	165.44
	销量	201.58	165.04

	产销率	100.00	99.76
	均价	7.39	9.08
钨精粉	产量	115.50	150.12
	销量	115.50	150.12
	产销率	100.00	100.00
	均价	8.44	11.57
	合计	产量	24,995.87
	销量	25,054.89	22,588.01
	产销率	100.24	100.00

资料来源：公司提供

总体看，2017年，公司主要矿产品产销基本保持平衡；得益于有色金属行业景气度回升影响，公司主要产品销售价格均上涨明显。

3. 钴材料业务

公司于2016年开始进行钴材料业务布局，2017年以来，公司利用在海外已经具备的渠道、人才、国际经验优势，展开钴材料原矿采购、产品贸易、委托加工等方面业务。在钴价大幅上涨的背景下，2017年，公司该项业务发展迅速，实现营业收入23.46亿元，同比大幅增长908.39%，毛利率30.83%，同比大幅提升23.27个百分点。

目前，公司钴材料业务主要为贸易业务，上游从刚果金地区采购钴矿，运输至国内销售。上游供应商主要为大型贸易商及当地矿山，以大型贸易商为主，采购比例约占70%，通过签订长协订单模式合作，采购定价以市场价格为基础，根据矿石品质调整相应价格系数，采购一般采用预付模式，预付比例一般为80%，剩余20%在矿石交割后付款。销售方面，目前主要下游客户为贸易商和终端厂商等，合作模式主要是零星销售，销售定价方面主要以市场定价为主，一般采用预收模式，预收比例一般为80%，与上游采购一致。

公司从钴贸易业务入手，切入新能源材料行业，公司与深圳市盛屯稀有材料科技有限公司（以下简称“深圳盛屯稀有材料”）在刚果金新设立“盛屯刚果资源有限责任公司”（以下简称“刚果资源”），公司持股51%，刚果资源在刚果（金）开发的3,500吨钴、10,000吨电解铜综合利用项目预计于2018年7月份试生产，项目主要产成品是电解铜和氢氧化钴，日处理矿石1,750吨，达产后年产阴极铜10,000吨，回收粗制氢氧化钴约10,500吨（折合钴金属3,500吨）。项目全投资回收期（含建设期十三个月）为6.3年，项目内含报酬率为23.62%。产成品中电解铜计划主要销售给当地下游，当地铜需求量目前供不应求。另外氢氧化钴主要销往中国，大部分会通过贸易公司进口到国内。该项目总投资12,806.4万美元（约折合人民币7.30亿元），其中自有资金6,000万美元，向金融机构融资6,806.4万美元。

总体看，在2017年钴价大幅上涨的背景下，公司钴材料业务收入迅速扩大，毛利率较高，考虑到目前新能源行业发展前景较好，公司在刚果（金）开发的铜钴综合利用项目预期将有助于公司该板块收入及利润规模的提升。

4. 金属产业链增值业务

公司金属产业链增值业务主要为有色金属产业链上下游企业提供矿产品原材料采购、金属产成品购销，以及金属产业链上各项服务。2017年，公司该业务前五名客户销售额43.43亿元，占该业务收入的21.01%，集中度较低。

2017年，公司金属产业链增值业务收入较上年增长47.17%至178.51亿元，主要系有色行业景气度回升，导致贸易收入规模增加所致，但该业务毛利率较低，且有所下降。公司从事大宗商品贸易目的是加强在有色行业产业链的参与力度，获取渠道和价格优势，能够为公司积累客户资源，促进金融服务业务开展。公司贸易业务产品包括锌锭、铝锭、阴极铜、银锭等。2017年，公司贸易主要产品未发生变化，电解铜、锌锭贸易金额占比在60%以上，公司主要业务模式未发生变化。同时，由于公司在行业内具有较丰富的行业经验和管理经验，有较好的上下游客户基础，同时作为上市公司，整体资金实力较强，在中小企业融资困难的情况下，为行业内企业在资金结算、规避价格风险等方面提供价值增值服务，该部分增值服务主要客户为该行业内的下游冶炼客户，2017年，公司该部分业务模式未发生变化。

另外，公司有小部分保理业务及黄金租赁业务，2017年，该部分业务模式未发生变化，但规模有所缩减。2017年，公司保理业务实现营业收入0.30亿元，较上年减少40.54%，毛利润0.27亿元，较上年减少38.06%，毛利率88.28%；截至2017年底，公司保理业务放款余额达1.64亿元。公司实现黄金租赁业务收入0.38亿元，较上年减少31.48%；毛利润0.34亿元，同比减少34.10%，毛利率为89.87%。

总体看，2017年，公司金属产业链增值业务继续扩大，但毛利率较高的保理业务及黄金租赁业务规模有所缩减。

5. 经营效率

2017年，公司应收账款周转次数为29.90次，较上年提高9.39次，公司应收账款周转率处于较高的水平，主要系公司采用先款后货的结算方式，应收账款的规模较小。由于公司矿产品销售情况良好，使得公司年末存货金额较低，2017年，公司存货周转率为14.38次，较上年下滑7.45次，主要系2017年公司刚果（金）铜钴综合利用项目提前储备原材料导致存货较多所致。2017年，公司总资产周转率为1.95次，较上年提高1.40次，主要系公司金属产业链增值业务大幅增长所致。

总体看，公司经营效率处于较好水平。

6. 经营关注

（1）安全生产及环保风险

由于采矿活动会对矿体及周围岩层地质结构造成不同程度的破坏，采矿过程中存在可能片帮、冒顶、塌陷等情况，造成安全事故，对公司未来生产经营造成影响。为应对该风险，公司已经建立了完整的安全生产和环保制度，随着国家对环保的重视，未来公司可能面临更严苛的环保要求。

（2）客户信用风险

公司积极丰富和拓展产业链金融业务，业务发展较快，对资金占用较大，公司建立了较为完善的风险控制规范，但仍不排除公司业务人员违规操作和个别客户信用违约的风险。

（3）有色金属价格波动风险

有色金属价格波动较为频繁，虽然2017年有色金属价格有所回升，但未来有色金属价格仍存在较大不确定性，将影响公司的盈利水平。

7. 重大事项

（1）完成非公开发行股份

2018年1月31日，公司公告了《盛屯矿业集团股份有限公司非公开发行股票发行情况报告书》，

报告书中显示，本次非公开发行股票数量为 17,964.63 万股，扣除发行费用后，本次募集资金净额 14.30 亿元，截至 2018 年 1 月 23 日，公司已收到该特定投资者缴入的出资款人民币。本次非公开发行股票的认购方为公司控股股东盛屯集团及杨学平先生，其中盛屯集团出资 12.95 亿元，杨学平先生出资 1.44 亿元。本次非公开发行股票完成后，盛屯集团持有公司股权比例将上升至 17.22%（不包含“17 盛 EB01”及“17 盛 EB02”的两笔可交债质押股份），仍为公司控股股东，姚雄杰先生仍为公司实际控制人。募集资金用途方面，1.40 亿元资金将用于置换公司收购恒源鑫茂 80% 股权而投入的自筹资金，其余 12.90 亿元用于补充流动资金。

恒源鑫茂自成立以来主要开展了西邑铅锌矿地质勘查工作，目前处于探矿阶段，尚未进入采矿生产设施建设及生产阶段。西邑铅锌矿采选项目于 2008 年取得保山市发改委、云南省发改委可以开展采选厂建设前期工作的函；2009 年取得地方政府关于建设的规划许可及选址许可。恒源鑫茂目前取得了三项矿业权，包括：《云南省保山市隆阳区李家寨铅锌多金属矿详查》探矿权（证号：T53120090102026988）、《云南省保山市隆阳区真丰铅锌多金属矿勘探》探矿权（证号：T53520100502040630）、《保山恒源鑫茂矿业有限公司保山市隆阳区赵寨铅锌矿》采矿许可证（证号：C5300002009103220038224）。目前，恒源鑫茂已探明矿石保有量为 1,202 万吨，以铅、锌矿为主。

（2）拟发行股份购买资产

2018 年 4 月 10 日，公司公告了《盛屯矿业集团股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易预案（修订稿）》，盛屯矿业拟采用发行股份的方式，向林奋生、珠海科立泰、廖智敏、珠海金都 4 名交易对象购买其合计持有的珠海市科立鑫金属材料有限公司（以下简称“科立鑫”）100% 股权。科立鑫主要从事四氧化三钴的研发、生产和销售，该产品是锂离子电池的重要原材料。科立鑫是国家高新技术企业，在产品质量保障、资源循环利用、生产线自主设计、生产工艺优化等方面均积累了一定的技术优势，并仍然在进行多种新技术、新工艺和新产品的研发。本次交易有利于公司延伸和完善钴产业链，打造涵盖“钴原材料”+“铜钴冶炼”+“钴产品贸易”+“钴材料深加工”+“钴回收”完整体系。

截至目前，该方案已经第九届董事会第十一次会议通过，待本次交易所涉及的标的公司的审计、评估等工作完成后，上市公司再次召开董事会审议本次重组的正式方案；交易方案尚需股东大会通过及中国证监会核准后方可实施，存在一定不确定性。

总体看，公司完成非公开发行股份，加快在上游资源端的布局，将进一步提高公司资源优势，加强整体竞争力，同时资本结构得到优化，资本实力进一步增强。公司发行股份购买资产事项能否获批并发行成功尚存不确定性因素，联合评级将关注该事项的后续发展。

8. 未来发展

（1）重点发展钴材料业务

钴材料业务是 2018 年工作重点。2018 年，公司将进一步完善涵盖“钴原材料”+“铜钴冶炼”+“钴产品贸易”+“钴材料深加工”+“钴回收”各模块的完整业务体系，进一步提升在原产地资源供应保障能力。争取在 2018 年 7 月份完成刚果（金）3,500 吨钴，10,000 吨铜生产项目的试车投产。公司计划通过投资铜钴、镍等资源企业，以及钴材料深加工、钴金属回收高科技企业，进一步完善公司在新能源金属领域的布局，加强钴材料业务的发展后劲。

（2）抓好矿山生产及建设并加大优质资源矿山的并购

在继续稳步提升埃玛矿业、银鑫矿业及华金矿业采选量的同时，大力推进恒源鑫茂、三鑫矿业的全面建设工作，让公司有色金属产能再上一个台阶。同时公司还将积极投入现有在产矿山的地质

勘探，增加资源储备，并进一步加大对海内外优质资源的并购。

(3) 巩固提升金属产业链增值业务的龙头地位

公司大力发展的金属产业链增值服务，对应金属矿采选、冶炼、贸易流通全流程，能够为产业链上下游企业提供综合解决方案，具备较强的竞争优势。2018年，公司将在已有的基础上进一步拓展国际、国内原料的供应能力，提升对中下游企业的综合服务水平。

总体看，公司未来发展规划较为明确，符合公司目前经营策略。

六、财务分析

公司提供的2017年年度合并财务报表已经北京中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。公司财务报表编制遵循财政部2006年2月颁布的《企业会计准则》及其后续规定和解释。会计政策方面，公司根据财政部于2017年5月10日颁布的《企业会计准则第16号——政府补助》（2017），修改了政府补助会计处理方法及列报项目；另外，根据财政部于2017年12月25日发布的《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2017〕30号），将部分原列示为“营业外收入”及“营业外支出”的资产处置损益调整至资产处置收益列报；以上会计政策变更仅为损益科目列示的调整且不影响当期收入及净利润，对财务数据可比性影响较小。从合并范围看，截至2017年底，公司合并范围内子公司29家，较年初新增5家，除保山恒源鑫茂矿业有限公司为股权收购外，其余子公司均为投资新设，新增子公司相对公司整体资产规模较小，公司财务数据可比性较强。

截至2017年底，公司合并资产总额112.54亿元，负债合计65.69亿元，所有者权益（含少数股东权益）46.85亿元，其中归属于母公司所有者权益合计45.89亿元。2017年，公司实现营业收入206.68亿元，净利润（含少数股东损益）6.09亿元，其中归属于母公司所有者的净利润6.10亿元；经营活动产生的现金流量净额9.97亿元，现金及现金等价物净增加额0.37亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额127.96亿元，负债合计65.21亿元，所有者权益（含少数股东权益）62.75亿元，其中归属于母公司所有者权益合计61.80亿元。2018年1~3月，公司实现营业收入58.13亿元，净利润（含少数股东损益）1.54亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.55亿元；经营活动产生的现金流量净额-15.19亿元，现金及现金等价物净增加额-2.60亿元。

1. 资产质量

截至2017年底，公司合并资产总额为112.54亿元，较年初增长13.70%，主要系流动资产大幅增长所致。截至2017年底，公司流动资产占52.48%，较年初提高1.36个百分点；非流动资产占47.52%。

(1) 流动资产

截至2017年底，公司流动资产为59.06亿元，较年初增长16.74%，主要由货币资金（占16.35%）、应收账款（占12.06%）、预付款项（占23.41%）、存货（占31.35%）、其他应收款（占5.12%）和其他流动资产（占9.65%）构成。

截至2017年底，公司货币资金为9.66亿元，较年初减少10.39%，主要系公司为刚果（金）铜钴综合利用项目提前储备原材料、支出现金较多所致。公司货币资金主要由银行存款（占67.36%）和其他货币资金（占32.62%）构成。公司其他货币资金主要包括银行承兑汇票保证金、信用证保证金、银行黄金融资业务保证金、国际证远期结售汇保证金、期货交易保证金和其他保证金，共

3.15 亿元（占 32.62%），全部为受限资金，受限比例较高。

截至 2017 年底，公司应收账款账面价值 7.12 亿元，较年初小幅增长 15.86%。截至 2017 年底，公司应收账款中单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款占 22.79%，均为保理款应收款（本金），公司在开展保理业务时取得了相关的抵押和担保，经减值测试未发现存在减值的情形，公司按照《商业保理企业管理办法》计提坏账准备 570.00 万元；公司按账龄法计提坏账准备的应收账款占 77.21%，共计提坏账准备 0.28 亿元，公司按照账龄法计提坏账准备的应收账款中，1 年以内的占 90.99%，1~2 年的占 6.32%，2~3 年的占 0.99%，3 年及以上的占 1.70%。公司应收账款坏账准备综合计提比例为 4.52%。截至 2017 年底，按照欠款方归集的期末余额前五名的应收账款占比为 65.48%，集中度较高，但考虑到公司应收账款账龄较短，下游客户合作时间较长，信誉较好，公司应收回收风险较低。

截至 2017 年底，公司预付款项余额 13.82 亿元，较年初减少 17.37%，主要系年末部分预付项目结算所致；预付款主要为金属产业链增值业务的预付上游供应商货款，账龄主要在一年以内（占 86.38%）。

截至 2017 年底，公司存货账面价值 18.52 亿元，较年初大幅增长 124.57%，主要系年内钴价大幅上涨，公司为刚果（金）铜钴综合利用项目提前储备原材料所致。存货中库存商品占 97.73%，主要为钴矿。由于年内有色金属价格上涨，公司未对存货计提跌价准备。但公司存货规模较大，若钴价格产生波动，公司存货面临一定跌价风险。

截至 2017 年底，公司其他应收款账面价值为 3.03 亿元，较年初减少 17.44%，主要系金属产业链增值业务往来款回收所致。截至 2017 年底，公司其他应收款主要为金属产业链增值业务往来款（占 66.59%）和单位往来款（占 23.75%）。其他应收款全部按账龄分析法计提坏账准备，1 年以内的占 45.15%，1~2 年的占 41.49%，2~3 年的占 9.32%，3 年及以上的占 4.04%，共计提了 0.37 亿元坏账准备，计提比例为 10.89%，计提较为充分。

截至 2017 年底，公司其他流动资产为 5.70 亿元，较年初增长 40.42%，主要系租出标准黄金增加所致。公司其他流动资产主要由已租赁出标准黄金（占 81.41%）和可抵扣增值税进项（占 18.17%）组成。已租赁出标准黄金为开展黄金租赁业务而购买或向银行借入标准黄金租赁给珠宝商，其中出租的标准黄金计入该科目核算；可抵扣增值税进项主要从金属代采代销贸易业务产生。

（2）非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产为 53.48 亿元，较年初增长 10.53%，以可供出售金融资产（占 7.59%）、长期股权投资（占 5.29%）、固定资产（占 14.30%）、无形资产（占 55.89%）和商誉（占 10.27%）为主。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产账面价值为 4.06 亿元，较年初增长 60.55%，主要系公司对万国国际矿业集团有限公司（以下简称“万国矿业”）增资 1.04 亿元（持股比例为 9.91%）和四环锌锗科技股份有限公司（以下简称“四环锌锗”）增资 0.45 亿元（持股比例为 2.78%）所致。公司可供出售金融资产全部按照成本法计量，截至 2017 年底，公司共计提可供出售金融资产减值准备 30.00 万元，主要系被投资单位深圳市雄震自动设备有限公司经营不善亏损，公司全额计提减值准备。

截至 2017 年底，公司长期股权投资 2.83 亿元，较年初增长 34.51%，主要系期内新增对联营企业大理三鑫矿业有限公司投资 0.70 亿元所致，公司长期股权投资全部按权益法计量。

截至 2017 年底，公司固定资产账面价值为 7.65 亿元，较年初增长 3.46%；固定资产原值为 10.67 亿元，以井巷资产、房屋及建筑物和机器设备为主，符合公司的生产特征；累计计提折旧

3.02 亿元，固定资产成新率为 71.69%，成新率较高。

截至 2017 年底，公司无形资产账面价值为 29.89 亿元，较年初增长 11.04%，主要系鑫盛矿业与华金矿业的采矿权及风驰矿业的探矿权办理完成所致。截至 2017 年底，公司无形资产账面原值为 34.12 亿元，公司无形资产以采矿权（占 83.95%）及探矿权（占 14.55%）为主；累计摊销 4.23 亿元，其中采矿权累计摊销 4.16 亿元。公司采矿权进行摊销时，资源储量可预计的地质成果自相关矿山开始开采时，按照当年矿石开采量占已探明储量比例摊销。

截至 2017 年底，公司商誉账面余额 5.49 亿元，较年初增长 4.97%，主要系年内公司收购保山恒源鑫茂矿业有限公司所形成的商誉。公司商誉主要系 2013 年公司非同一控制下企业合并埃玛矿业产生。截至 2017 年底，公司计提商誉减值准备 0.13 亿元，主要来自对风驰矿业（0.08 亿元）和鑫盛矿业（0.05 亿元）商誉的减值，由于风驰矿业和鑫盛矿业自收购以来尚未投产，公司商誉未来存在进一步减值风险。

截至 2017 年底，公司所有权受到限制的资产合计 21.36 亿元，占资产总额的 18.98%，公司受限资产占比较高，受限资产主要用于融资活动中的抵押或保证金质押。

表 4 截至 2017 年底公司资产受限情况（单位：亿元、%）

项目	期末账面价值	受限比例	受限原因
货币资金	3.15	2.80	定期存单，应付票据、信用证、期货保证金等
存货	1.78	1.58	库存白银、铝、锌、镍质押给期货公司
固定资产	3.08	2.74	售后回租形成融资租赁资产
在建工程	0.79	0.70	房贷抵押
无形资产（埃玛矿业-采矿权）	10.78	9.58	4 亿元抵押担保
长期股权投资	1.77	1.58	质押担保
合计	21.36	18.98	--

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司资产规模合计 127.96 亿元，较上年底增长 13.70%，主要来自于流动资产的增加；公司流动资产占 56.83%，较上年底上升 4.36 个百分点，非流动资产占比 43.17%。公司流动资产 72.72 亿元，较上年底增长 23.14%，主要来自于预付款项的增加；预付款项 20.93 亿元，较上年底增长 51.39%，主要系公司完成非公开发行股份收到募集资金后，为加大业务规模预付上游采购款增加所致。

总体看，2017 年，公司资产规模稳定增长，存货规模增长明显，存在一定跌价风险。公司货币资金较为充裕，下属矿山经营情况稳定，但公司货币资金中受限比例较大，公司整体资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

（1）负债

截至 2017 年底，公司负债合计 65.69 亿元，较年初增长 12.28%，主要系流动负债大幅增长所致；公司流动负债占比由年初的 55.09% 上升至 59.56%，公司负债仍以流动负债为主。

截至 2017 年底，公司流动负债合计 39.12 亿元，较年初大幅增长 21.39%，主要系短期借款及应付票据增加所致；流动负债主要由短期借款（占 35.81%）、应付票据（占 16.26%）、应付账款（占 6.15%）、预收款项（占 12.22%）和其他应付款（占 22.80%）构成。

截至 2017 年底，公司短期借款为 14.01 亿元，较年初增长 47.39%，主要系公司为满足经营资

金需求，取得银行短期借款增加所致。

截至 2017 年底，公司应付票据为 6.36 亿元，较年初增长 110.17%，主要系随着金属贸易业务的增加，相应银行承兑汇票增加所致。

截至 2017 年底，公司应付账款为 2.41 亿元，较年初减少 23.66%，主要系采用票据支付增加所致；截至 2017 年底，公司应付账款均为有色金属采购款，期限基本分布在一年以内（占 96.88%）。

截至 2017 年底，公司预收款项余额为 4.78 亿元，较年初增长 26.66%，主要系金属贸易业务增加所致。

截至 2017 年底，公司其他应付款合计 8.92 亿元，较年初增长 2.31%，公司其他应付款主要为子公司黄金租赁业务中的应付标准金（占 69.33%）和存货抵押借款（占 19.96%）。

截至 2017 年底，公司其他流动负债无余额，较年初减少 2.50 亿元，主要系“16 盛屯矿业 CP001”到期偿还所致。

截至 2017 年底，公司非流动负债规模达 26.57 亿元，较年初增长 1.11%，主要系长期应付款增长所致；公司非流动负债主要由应付债券（占 65.95%）、长期应付款（占 11.02%）和递延所得税负债（占 22.08%）构成。

截至 2017 年底，公司应付债券为 17.52 亿元，较年初减少 10.14%，主要系年内公司回售“14 盛屯债”1.98 亿元所致。截至 2017 年底，公司应付债券包括“14 盛屯债”2.52 亿元、“15 盛屯债”5.00 亿元、“16 盛屯 01”5.00 亿元和“16 盛屯 02”5.00 亿元。此外，在债券期限方面，“15 盛屯债”、“16 盛屯 01”和“16 盛屯 02”回售行权日在 2018 年 7~11 月间，合计规模 15 亿元，若回售规模较大，或存在一定集中偿付压力；存续债券将集中于 2019 年到期，当年到期债券本金合计 12.52 亿元，或存在一定集中偿付压力。

截至 2017 年底，公司长期应付款 2.93 亿元，较年初大幅增长 268.82%，主要系新增固定资产售后回租业务所致，公司长期应付款主要由信托借款（占 32.36%）和融资租赁款构成（占 66.44%）。

截至 2017 年底，公司递延所得税负债为 5.87 亿元，较年初增长 3.02%。

截至 2017 年底，公司全部债务 49.78 亿元，较年初增长 9.22%，主要系公司短期借款增加所致，全部债务中短期债务和长期债务分别占比 58.50%和 41.50%，短期债务占比上升 3.56 个百分点。受年内公司经营情况较好，未分配利润带动所有者权益增加，导致公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较年初有所下降，由年初的 59.11%、52.97%和 33.67%分别下降至 58.37%、51.52%和 30.60%，公司债务负担适中。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 65.21 亿元，较年初变化不大；公司全部债务为 49.22 亿元，较年初变化不大。受益于期内公司完成非公开发行股份，公司各项债务指标均有所下降，由上年底的 58.37%、51.52%和 30.60%分别下降至 50.96%、43.96%和 26.52%，公司债务负担有所减轻。

总体看，2017 年，公司债务规模增长较快且以短期债务为主，整体债务负担适中；受益于公司于 2018 年 1 月完成非公开发行股票，公司整体债务负担有所减轻。

（2）所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 46.85 亿元，较年初增长 15.76%，主要系未分配利润增长所致。其中归属于母公司所有者权益合计 45.89 亿元，占 97.95%；归属于母公司所有者权益中，股本占 32.62%，资本公积占 43.29%，未分配利润占 22.69%，公司所有者权益中股本及资本公积占比较高，所有者权益稳定性较强。

截至 2018 年 3 月底，姚雄杰先生直接和间接控制本公司的股权比例为 29.67%，其中被质押股份比例占总股本为 27.37%，占姚雄杰先生控制本公司股权比例为 92.24%。若因市场形势发生重大

变化，导致控股股东和实际控制人无法偿还融资本息，从而导致控股股东持有的公司股份全部被处置，可能将影响公司股权结构和正常经营。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 62.75 亿元，较上年底增长 33.95%，主要系期内公司完成发行股份所致。其中归属于母公司所有者权益合计 61.80 亿元，占 98.48%；归属于母公司所有者权益中，股本占 27.13%，资本公积占 52.38%，未分配利润占 19.35%，公司所有者权益中股本及资本公积占比较高，所有者权益稳定性较强。

总体看，公司权益规模稳定增长，公司股本与资本公积占比较大，但由于实际控制人股权质押比例相对较大，易对公司股权结构的稳定性产生消极影响。

3. 盈利能力

2017 年，受益于有色金属行业景气度较高，钴价大幅上涨，公司钴材料业务规模扩大等因素，公司金属产业链增值业务和钴材料业务收入增长较快，带动公司营业收入大幅增长，公司实现营业收入 206.68 亿元，较上年增长 62.61%；实现营业利润为 7.65 亿元，较上年增长 224.54%；实现净利润 6.09 亿元，较上年增长 212.71%，其中归属于母公司所有者的净利润 6.10 亿元。2017 年，公司营业利润率为 6.64%，较上年提高 0.44 个百分点，主要系有色金属价格上涨带动公司利润增加所致。

从期间费用看，2017 年，公司期间费用较上年增长 36.99%，主要来自于财务费用的增加；其中，销售费用占 15.35%、管理费用占 34.52%、财务费用占 50.13%。2017 年，公司销售费用 0.88 亿元，较上年增长 55.22%，主要系主营业务增长，销售费用中的运输费和仓储费增加所致；管理费用 1.99 亿元，较上年增长 16.04%，主要系管理人员薪酬、折旧摊销等费用增加所致；财务费用 2.89 亿元，较上年增长 50.26%，主要系公司融资规模增加较大，造成利息费用支出增加所致。由于公司收入规模大幅增长，2017 年，公司费用收入比较上年下降 0.52 个百分点至 2.79%。

从盈利指标看，2017 年，受净利润大幅增长影响，公司各项盈利指标提升明显，总资本收益率、总资产报酬率及净资产收益率分别为 9.87%、10.05%及 13.94%，较上年分别提高 4.98 个百分点、5.41 个百分点和 9.10 个百分点。

2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 58.13 亿元，同比增长 81.60%；综合毛利率 2.22%，同比下降 0.64 个百分点。

总体看，2017 年，有色金属行业景气度较高，钴价大幅上涨，带动公司有色金属采选及钴材料业务收入及利润规模大幅增长，公司盈利能力大幅提高。

4. 现金流

从经营活动看，2017 年公司经营活动现金流入合计 237.54 亿元，较上年大幅增长 70.09%，主要系公司收入大幅增长所致；经营活动现金流出合计 227.57 亿元，较上年大幅增长 64.57%。综合以上因素，2017 年，公司经营活动净现金流为 9.97 亿元，较上年大幅增长 626.59%。2017 年，公司现金收入比为 111.85%，公司收入实现质量仍保持较高水平。

从投资活动看，2017 年，公司投资活动现金流入为 6.95 亿元，较上年减少 28.39%，主要系 2016 年公司进行基金理财投资并收回投资款及分红，而上述二个项目于 2017 年并无发生所致；投资活动现金流出合计 12.29 亿元，较上年减少 31.07%，主要系本期投资规模较有所下降所致。综合以上因素，2017 年，公司投资活动产生的现金净流量为-5.34 亿元，净流出规模较上年的-8.13 亿元有所下降。

从筹资活动看，2017年，公司筹资活动现金流入为25.92亿元，较上年减少24.57%，主要系2016年公司多次发行债券，而2017年未发行债券所致；公司筹资活动现金流出30.20亿元，较上年增长17.36%，主要系公司偿还到期债务增加所致。综合以上因素，2017年，公司筹资活动现金净额由上年的8.62亿元变为-4.29亿元。

2018年1~3月，公司经营活动净现金流为-15.19亿元，投资活动产生的现金净流量为-1.88亿元，筹资活动现金净额为14.52亿元。

总体看，2017年，受益于有色金属行业景气度较高，公司经营活动现金净流量大幅增长，收入实现质量一直处于较高水平；同时，公司外部投资规模下降，投资活动现金净流出量有所减少，公司筹资活动现金由净流入变为净流出。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016~2017年，公司流动比率分别为1.57倍和1.51倍，速动比率分别为1.31倍和1.04倍，速冻比率下降明显，主要系随着公司金属贸易业务规模的扩大，公司流动负债及存货大幅增加所致；近两年，公司现金短期债务比分别由0.47倍下降至0.37倍，主要系年内短期债务增加所致。整体看，2017年，公司短期偿债指标均有所下降，但考虑到公司存货主要为钴及其他有色矿，变现能力较强，公司短期偿债能力变化不大。

从长期偿债能力指标看，2017年EBITDA为11.86亿元，较上年增长122.66%，主要系利润总额大幅增加所致。2017年EBITDA的构成中利润总额占64.92%、计入财务费用的利息支出占24.66%、摊销占6.10%、折旧占4.32%。2016~2017年公司EBITDA全部债务比分别为0.12倍和0.24倍，EBITDA对全部债务的保障能力有所增强；公司的EBITDA利息倍数分别为2.69倍和4.04倍，EBITDA利息的保障能力较强。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至2017年底，公司无重大未决诉讼事项。

截至2017年底，公司对外担保5,000万元，为对参股子公司深圳市周大发珠宝首饰有限公司的连带责任担保，担保到期日为2018年3月30日。截至本次报告日，该笔担保已到期。

截至2017年底，公司获得各银行授信合计34.68亿元，已使用23.62亿元，尚未使用额度11.06亿元，公司间接融资渠道畅通。公司为上海证券交易所上市公司，具备公开市场直接融资能力。

根据中国人民银行征信中心《企业信用报告》（机构信用代码：G10350203001828903）显示，截至2018年4月12日，公司无未结清不良信贷信息，公司近五年在中国人民银行征信系统无违约记录。

总体看，2017年，受益于有色行业景气度较高影响，公司偿债能力有所增强，公司整体偿债能力尚可。

七、本次公司债券偿债能力分析

从资产情况看，截至2017年底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）为10.87亿元，约为“14盛屯债”和“15盛屯债”公司债券本金（7.52亿元）的1.45倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产为46.85亿元，约为债券本金合计（7.52亿元）的6.23倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“14盛屯债”和“15盛屯债”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 11.86 亿元，约为债券本金合计（7.52 亿元）的 1.58 倍，公司 EBITDA 对债券本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2017 年经营活动产生的现金流入 237.54 亿元，约为债券本金合计（7.52 亿元）的 31.59 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司作为较大规模有色金属上市公司，在资源储备和公开市场融资等方面具有一定优势，近年来，随着公司业务不断丰富，收入规模显著增加，经营活动现金流入量较大，联合评级认为，公司对“14 盛屯债”和“15 盛屯债”仍保持较强的偿还能力。

八、综合评价

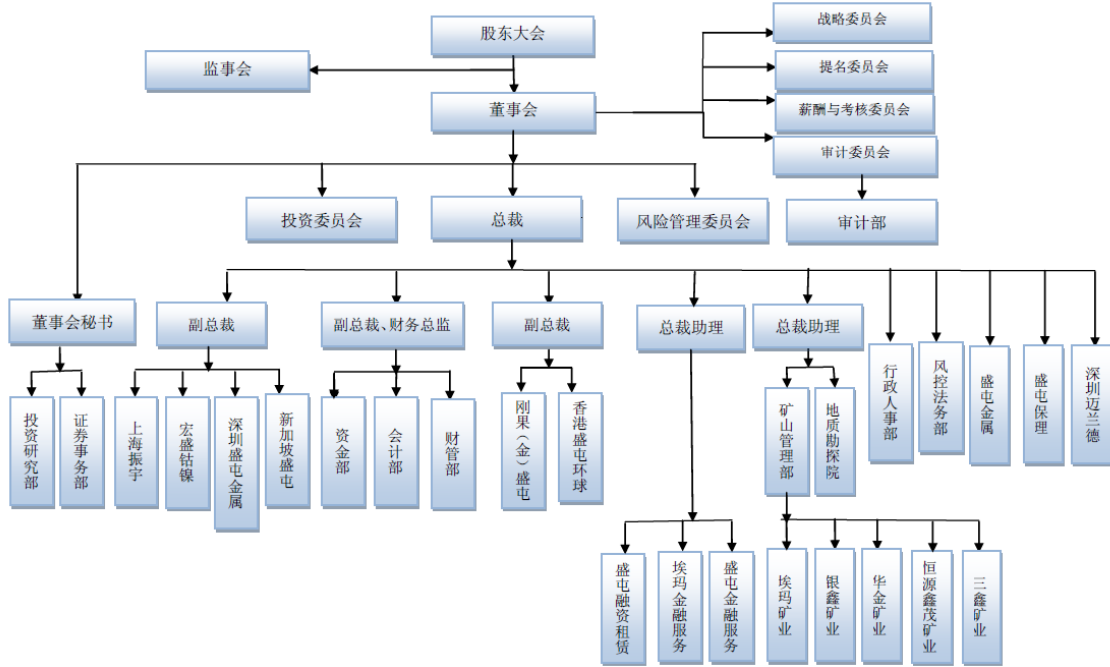
跟踪期内，公司在矿产资源储备、矿石品位、客户资源等方面继续保持竞争优势，得益于有色金属行业景气度较高及公司钴材料业务规模的迅速扩大，公司收入及利润规模增长明显。2018 年 1 月，公司完成非公开发行股票，资本实力进一步增强。同时，联合评级也关注到公司的安全生产风险、股权质押风险以及大规模的类金融业务给公司经营现金流带来压力等因素给公司信用水平产生的不利影响。

公司目前在积极筹划发行股票购买资产相关事宜，若成功发行，将有利于公司钴材料业务产业链的完善，进一步提高盈利能力。

未来，随着公司下属矿山企业技改完成并投产以及钴材料业务产业链的完善，公司经营状况有望保持良好。

综上，联合评级维持对公司“AA”的主体长期信用评级，评级展望为“稳定”；同时维持“14 盛屯债”和“15 盛屯债”的债项信用等级为“AA”。

附件 1 盛屯矿业集团股份有限公司组织结构图



附件 2 盛屯矿业集团股份有限公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
资产总额 (亿元)	98.98	112.54	127.96
所有者权益 (亿元)	40.47	46.85	62.75
短期债务 (亿元)	25.04	29.12	26.57
长期债务 (亿元)	20.54	20.66	22.65
全部债务 (亿元)	45.58	49.78	49.22
营业收入 (亿元)	127.10	206.68	58.13
净利润 (亿元)	1.95	6.09	1.54
EBITDA (亿元)	5.33	11.86	--
经营性净现金流 (亿元)	1.37	9.97	-15.19
应收账款周转次数 (次)	20.52	29.90	--
存货周转次数 (次)	21.83	14.38	--
总资产周转次数 (次)	1.40	1.95	0.48
现金收入比率 (%)	107.89	111.85	104.90
总资本收益率 (%)	4.89	9.87	--
总资产报酬率 (%)	4.64	10.05	--
净资产收益率 (%)	4.84	13.94	2.82
营业利润率 (%)	6.20	6.64	4.70
费用收入比 (%)	3.31	2.79	2.48
资产负债率 (%)	59.11	58.37	50.96
全部债务资本化比率 (%)	52.97	51.52	43.96
长期债务资本化比率 (%)	33.67	30.60	26.52
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.69	4.04	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.12	0.24	--
流动比率 (倍)	1.57	1.51	1.98
速动比率 (倍)	1.31	1.04	1.45
现金短期债务比 (倍)	0.47	0.37	0.41
经营现金流动负债比率 (%)	4.26	25.47	-41.31
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.71	1.58	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3、报告中涉及货币内容除特别说明外，均指人民币；4、全部债务包括其他应付款和长期应付款中付息项，2018 年一季度付息项使用 2017 年年底数据；5、公司 2018 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；6、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3 有关计算指标的计算公式

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)
本期债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期债券到期偿还额
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/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额

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+长期应付款

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。