

信用等级通知书

联合评字〔2019〕2620 号

国城矿业股份有限公司：

受贵公司委托，联合信用评级有限公司对贵公司及贵公司拟发行 2019 年可转换公司债券的信用状况进行了综合分析和评估，经本公司信用评级委员会审定，贵公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”；贵公司拟发行的 2019 年可转换公司债券信用等级为 AA。

特此通知

联合信用评级有限公司

二〇一九年十二月四日

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>

信用等级公告

联合〔2019〕2620号

国城矿业股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对国城矿业股份有限公司主体长期信用状况和拟发行 2019 年可转换公司债券进行综合分析和评估，确定：

国城矿业股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

国城矿业股份有限公司拟发行的 2019 年可转换公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年十二月四日

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>

国城矿业股份有限公司

2019 年可转换公司债券信用评级报告

本次公司债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 8.60 亿元（含）

债券期限：6 年

转股期：自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2019 年 12 月 4 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—6 月
资产总额（亿元）	19.57	23.77	26.24	27.24
所有者权益（亿元）	17.72	21.92	23.41	22.39
长期债务（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务（亿元）	0.00	0.04	0.02	0.005
营业收入（亿元）	11.14	12.40	12.26	5.58
净利润（亿元）	2.33	4.10	4.03	1.55
EBITDA（亿元）	3.61	5.84	5.78	--
经营性净现金流（亿元）	4.13	5.09	4.77	2.08
营业利润率（%）	36.98	49.94	46.33	34.17
净资产收益率（%）	14.25	20.71	17.79	6.76
资产负债率（%）	9.47	7.79	10.76	17.79
全部债务资本化比率（%）	0.00	0.18	0.10	0.02
流动比率（倍）	3.88	6.45	4.24	1.85
EBITDA 全部债务比（倍）	--	147.88	241.05	--
EBITDA 利息倍数（倍）	68.09	2,164.85	1,837.41	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.42	0.68	0.67	--

注：1. 公司 2019 年半年度财务报告未经审计，相关指标未年化；
2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对国城矿业股份有限公司（以下简称“公司”或“国城矿业”）的评级反映了其作为国内上市的铅锌精矿生产企业，在生产规模、矿产资源、销售渠道、股东支持等方面所具备的优势；同时联合评级也关注到有色金属行业受宏观经济波动的影响较大、公司产品结构单一、部分矿产尚未产生现金流、在建项目资金支出压力较大、安全生产及环保成本上升以及控股股东股权质押比例较高等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司控股股东浙江国城控股集团有限公司（以下简称“国城控股”）积极进行矿产资源储备，国城控股承诺其拥有优质矿产资源达到开采条件后将注入公司。未来，公司矿产资源储备量有望增加，产业链得以完善，整体综合竞争实力有望得到提高。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次可转换公司债券设置了转股价格调整、转股价格向下修正、有条件赎回、有条件回售等条款，考虑到未来转股因素，公司的资本实力有可能进一步增强。

基于对公司主体及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司主要矿山东升庙硫铁矿的铅锌矿石储量在内蒙古地区具有优势，单一矿山铅、锌精矿产量均位居全国前列。同时公司与主要客户保持了长期良好的合作关系，整体经营情况良好。

2. 公司控股股东国城控股支持力度较大，国城控股承诺其拥有优质矿产资源达到开采条件后将注入公司，未来，公司矿产资源储备

量有望增加，产品种类进一步丰富。

3. 公司资产质量较高，整体债务负担很轻，盈利能力较强，经营活动现金流状况佳。

关注

1. 公司的经营状况、盈利能力和发展前景与有色金属行业发展有密切关系，尤其是铅、锌等金属品种的价格波动及供需关系变化将对公司的盈利能力产生重要影响。

2. 公司主要矿山东升庙硫铁矿原矿入选品位有所下降导致近年来精矿单位生产成本上升；公司所收购的风阳县中都矿产开发服务有限公司尚未取得采矿权，短期内无法给公司带来现金收益。公司积极储备优质矿山资源，但相关资源的储备周期较长，易使相关项目在后续发展过程存在一定的不确定性。

3. 公司股东股份质押比例较高，存在控股股东、实际控制人变更的风险。

4. 公司尚未获得银行授信，融资渠道较为单一，同时在建项目投资规模较大，使得公司未来面临较大的资本支出压力。

分析师

樊 思

电话：010-85172818

邮箱：fans@unitedratings.com.cn

任贵永

电话：010-85172818

邮箱：rengy@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 1201 室（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：


联合信用评级有限公司

一、主体概况

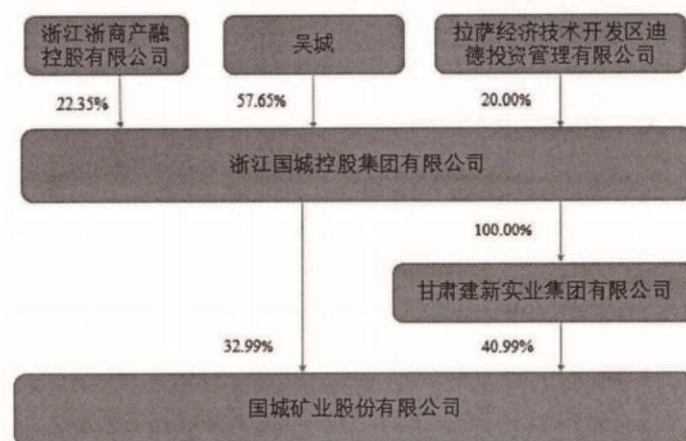
国城矿业股份有限公司（以下简称“公司”或“国城矿业”）前身为涪陵建筑陶瓷股份有限公司，系 1988 年 10 月经原四川省涪陵地区行政公署（涪署函（1988）151 号）批准改制设立股份有限公司，公司控股股东为涪陵市国有资产管理委员会（以下简称“涪陵市国资委”），随后于 1997 年 1 月在深圳证券交易所挂牌交易；1997 年 6 月，涪陵市国资委将其所持有的国有股股份全部转让给上市公司深圳康达尔股份有限公司（以下简称“康达尔”），康达尔成为公司控股股东。2000 年 8 月，康达尔将其所持有的公司股份分别转让给四川立信投资有限责任公司、深圳正东大实业有限公司和成都龙威实业有限责任公司，转让后，四川立信投资有限公司成为公司控股股东。2001 年公司更名为朝华科技（集团）股份有限公司（以下简称“朝华集团”）。

2009 年底，甘肃建新实业集团有限公司（以下简称“建新集团”）通过协议转让、司法拍卖和司法和解等方式合计收购公司非流通股股东所持有的 10,400 万股股份（占公司股本总额的 28.97%），成为公司第一大股东。2013 年 1 月，根据中国证券监督管理委员会《关于核准朝华科技（集团）股份有限公司向甘肃建新实业集团有限公司等发行股份购买资产的批复》（证监许可（2013）60 号），公司分别向建新集团、北京赛德万方投资有限责任公司、北京智尚励合投资有限公司发行股份 36,033.92 万股、30,150.83 万股、7,353.86 万股，合计 73,538.62 万股，每股发行价为人民币 2.95 元，以购买其共同持有的内蒙古东升庙矿业有限责任公司（以下简称“东矿公司”）100%的股权，公司注册资本变更为 11.37 亿元。2013 年 5 月，公司名称由“朝华科技（集团）股份有限公司”变更为“建新矿业股份有限公司”，同时股票简称变更为“建新矿业”。

2018 年浙江国城控股集团有限公司（以下简称“国城控股”）通过参与建新集团破产重整，及因参与破产重整而触发的要约收购，直接和间接合计持有公司 73.98%的股份。2018 年 8 月公司名称变更为现名，同时股票简称变更为“国城矿业”（股票代码：000688）。

截至 2019 年 6 月底，公司注册资本为 11.37 亿元，实收资本为 11.37 亿元，国城控股为公司控股股东，实际控制人为自然人吴城。截至 2019 年 9 月 30 日，建新集团持有公司股份 46,613.92 万股，占公司总股份的 40.99%，其中累计被质押的股份数量 41,600.00 万股，占公司总股本的 36.58%。国城控股持有公司股份 37,516.05 万股，占公司总股份的 32.99%，其中累计被质押的股份数量 37,504.69 万股，占公司总股本的 32.98%。公司股权结构如下图所示：

图1 截至2019年6月底公司股权结构图



资料来源：Wind

截至 2019 年 6 月底，公司设行政办公室、企管部、生产技术部、营销管理部、投资发展部、国际业务部、采购部、财务部、资源部、董事会办公室等 12 个职能部门（见附件 1）；公司纳入合并范围内的子公司共 9 家。截至 2018 年末，公司在职工 1,039 人。

公司经营范围为：电子计算机及网络服务器、微晶玻璃板材、节能灯及电子镇流器的制造、销售；计算机信息系统集成、软件开发销售；数码电子产品研发、制造和销售；电子商务及网络应用服务；数字广播电视服务；经营本企业生产、科研所需的原辅材料，机械设备，仪器仪表，零配件的进口业务及相关技术服务；轻工业品的出口业务；有色金属矿产品贸易；贵稀金属的国内贸易（仅限黄金、白银制品的国内销售）；货物及技术进出口业务（国家限定公司经营或禁止进出口的商品及技术除外）；以下经营范围中法律法规规定应经审批的，获得审批后方可经营：水力发供电、市政基础设施建设；有色金属、黑色金属矿山开发（仅限取得许可的下属子公司经营）；有色金属冶炼。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 26.24 亿元，负债合计 2.82 亿元，所有者权益（含少数股东权益）23.41 亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2018 年公司实现营业收入 12.26 亿元，净利润（含少数股东损益）4.03 亿元，归属于母公司所有者的净利润 4.05 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.77 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.42 亿元。

截至 2019 年 6 月底，公司合并资产总额 27.24 亿元，负债合计 4.85 亿元，所有者权益（含少数股东权益）22.39 亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2019 年 1—6 月公司实现营业收入 5.58 亿元，净利润（含少数股东损益）1.55 亿元，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 2.08 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.30 亿元。

公司注册地址：重庆涪陵江东群沱子路 31 号；法定代表人：吴城。

二、本次债券及债券募集资金用途

1. 本次可转换公司债券概况

本次债券名称为“国城矿业股份有限公司 2019 年可转换公司债券”，发行规模不超过人民币 8.60 亿元（含 8.60 亿元）。本次可转债的期限为自发行之日起 6 年。本次可转债每张面值为 100 元，按面值发行。本次可转债票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

本次债券采用每年付息一次的付息方式，到期归还本金和支付最后一年利息。

（1）转股条款

转股期限：本次发行的可转债转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。

转股价格的确定：本次发行的可转债初始转股价格不低于募集说明书公告之日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前 1 个交易日公司 A 股股票交易均价，以及最近一期经审计的每股净资产和股票面值。具体初始转股价格由公司股东大会授权公司董事会或董事会授权人士在发行前根据市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定。

前 N 个交易日公司股票交易均价 = 前 N 个交易日公司股票交易总额 / 该 N 个交易日公司股票交易总量。

转股价格的调整方式：具体初始转股价格由公司股东大会授权公司董事会或董事会授权人士

在发行前根据市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定，将按下述公式进行转股价格的调整（保留小数点后两位，最后一位四舍五入）：

设调整前转股价为 P_0 ，每股送股或转增股本率为 n ，每股增发新股或配股率为 k ，增发新股价或配股价为 A ，每股派发现金股利为 D ，调整后转股价为 P_1 ，则：

派送股票股利或转增股本： $P_1 = P_0 / (1+n)$ ；

增发新股或配股： $P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+k)$ ；

上述两项同时进行： $P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+n+k)$ ；

派送现金股利： $P_1 = P_0 - D$ ；

上述三项同时进行： $P_1 = (P_0 - D + A \times k) / (1+n+k)$ 。

当公司出现上述股份和/或股东权益变化情况时，将依次进行转股价格调整，并在深圳证券交易所网站（www.szse.cn）和中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上刊登转股价格调整的公告，并于公告中载明转股价格调整日、调整办法及暂停转股期间（如需）。当转股价格调整日为本次发行的可转换公司债券持有人转股申请日或之后，转换股份登记日之前，则该持有人的转股申请按公司调整后的转股价格执行。

当公司可能发生股份回购、合并、分立或任何其他情形使公司股份类别、数量和/或股东权益发生变化从而可能影响本次发行的可转换公司债券持有人的债权利益或转股衍生权益时，公司将视具体情况按照公平、公正、公允的原则以及充分保护本次发行的可转换公司债券持有人权益的原则调整转股价格。有关转股价格调整内容及操作办法将依据届时国家有关法律法规及证券监管部门的相关规定来制订。

（2）转股价格向下修正条款

在本次发行的可转债存续期间，当公司A股股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。

上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次发行的可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于前述的股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日公司股票交易均价之间的较高者，同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产和股票面值。

若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

（3）赎回条款

到期赎回条款：在本次发行的可转债期满后五个交易日内，公司将赎回未转股的可转债，具体赎回价格由股东大会授权董事会或董事会授权人士在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

有条件赎回条款：

在本次发行的可转债转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债：

（1）在本次发行的可转债转股期内，如果公司股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%）。

（2）当本次发行的可转债未转股余额不足3,000万元时。

当期应计利息的计算公式为： $IA=B2 \times i \times t/365$

IA：指当期应计利息；

B2：指本次发行的可转债持有人持有的将赎回的可转债票面总金额；

i：指可转债当年票面利率；

t：指计息天数，即从上一个付息日起至本计息年度赎回日止的实际日历天数（算头不算尾）。

若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

（4）回售条款

有条件回售条款：

本次发行的可转债最后两个计息年度，如果公司 A 股股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，可转债持有人有权将其持有的全部或部分可转债按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

若在上述交易日内发生过转股价格因派送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。

最后两个计息年度可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。

附加回售条款：

若公司本次发行的可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。

持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不能再行使附加回售权。

当期应计利息的计算公式为： $IA=B3 \times i \times t/365$

IA：指当期应计利息；

B3：指本次发行的可转债持有人持有的将赎回的可转债票面总金额；

i：指可转债当年票面利率；

t：指计息天数，即从上一个付息日起至本计息年度赎回日止的实际日历天数（算头不算尾）。

2. 本次债券募集资金用途

本次发行可转债的募集资金总额不超过 8.60 亿元（含 8.60 亿元），扣除发行费用后的募集资金净额将用于投资以下项目，具体来看：

硫酸钛项目建设规模和产品主要为 100 万吨/年的工业硫酸、20 万吨/年的金红石型二氧化钛和 110 万吨/年铁精粉，主要采用硫酸法钛白粉生产工艺。该项目建成投产后，预计年平均销售收入达 331,788.46 万元，年平均利润总额 64,321.89 万元，年均税后利润 48,241.41 万元（所得税后），

平均投资销售利润率 19.39%。该项目的建设有利于公司将采矿中低附加值的附属品低硫高铁铁粉、高硫低铁硫精砂转换为经济效益，同时有利于提升公司整体产能规模。该项目计划总投资 298,351.43 万元，其中公司拟向项目公司内蒙古国城资源综合利用有限公司注资 6 亿元（截至本报告出具日，注册资本已到位 1 亿元），发行可转债 8.60 亿元，剩余资金缺口拟向银行借款。目前尚处于施工图设计阶段，未来拟投资规模较大，且未来三年是主要的投资期。

表1 本次可转换公司债券募集资金用途（单位：万元）

序号	项目名称	项目投资额	拟使用募集资金金额
1	硫钛铁资源循环综合利用项目	298,351.43	86,000.00
	合计	298,351.43	86,000.00

资料来源：公司提供

总体看，该项目的建设有利于公司将采矿中低附加值的附属品低硫高铁铁粉、高硫低铁硫精砂转换为经济效益，未来公司募投项目若投产，公司产能将大幅增长，收入及盈利水平有望获得提升。

三、行业分析

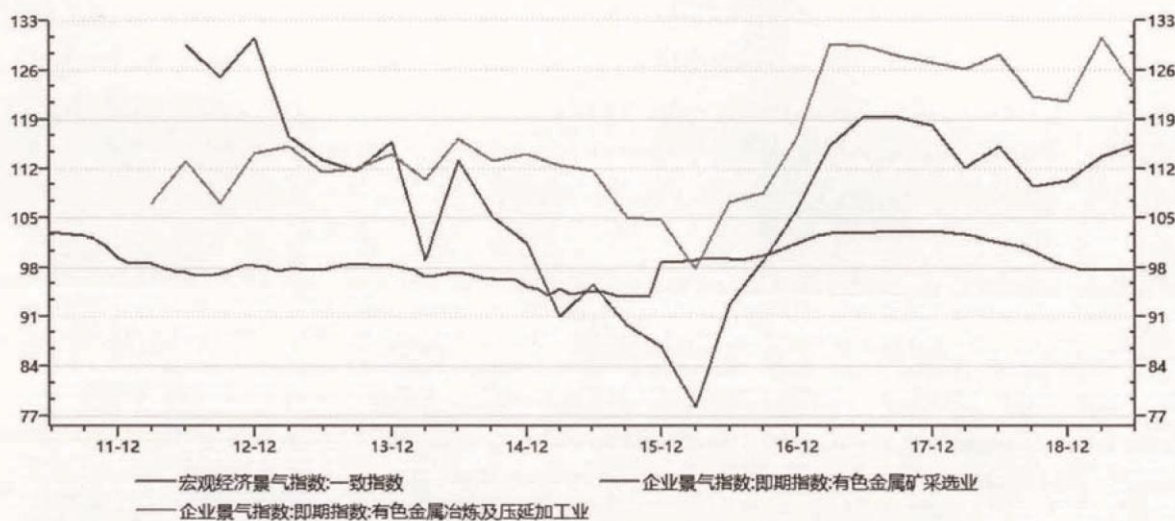
公司主营业务为有色金属的采选，主要产品为锌精粉、铅精粉等精矿产品，属于有色金属矿采选行业，处于有色金属产业链的前端。

1. 行业概况

有色金属作为重要基础原材料，在经济建设、国防建设和社会发展中发挥着重要作用。有色金属行业是与宏观经济高度相关的行业，其需求受固定资产投资、消费、出口等因素影响较大，属于强周期性行业。

2012 年以来，我国经济增速在不断转型过程中明显放缓，国内消费和投资需求增速下降，贸易出口增长乏力，宏观经济景气指数在 100 以下震荡。与此同时，有色金属产品终端需求疲弱，行业景气度持续下滑。2014 年初，我国不断推出有针对性的局部刺激政策，有色金属行业整体景气度企稳并略有回升，但有色金属行业供应过剩局面尚未根本改变。2014 年下半年至 2016 年一季度，受国内外有色金属市场价格（铜、铅等金属品种）震荡走低的影响，有色金属矿采选业与冶炼及延压加工业景气度指数持续走低；2016 年二季度以后，景气度大幅回升。2017 年以来，受供给侧改革影响，有色金属行业景气度持续回升并处于近年高位，但 2018 年四季度开始有所回落。

图 2 近年来我国宏观经济景气指数与有色金属行业景气指数（单位：点）

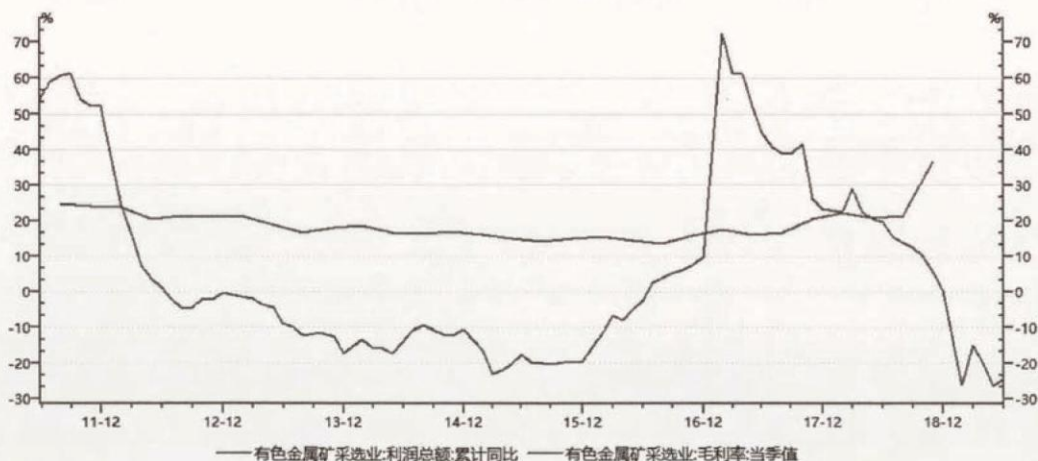


注：宏观经济景气指数为当季平均值；有色金属矿采选业与有色金属冶炼及压延加工业景气度指数为当季值
资料来源：Wind

2015 年以前，由于宏观经济波动下行，有色金属产品终端需求不旺导致产品价格下跌，并通过冶炼企业不断向上传导至采矿企业。2016 年，受冶炼行业景气度回升带动，采矿与冶炼企业景气度大幅反弹，当年四季度有色金属采选业和冶炼及压延加工业景气度分别为 106.20 点和 116.40 点。2017 年四季度，有色金属采选业及冶炼及压延加工业景气度分别升至 115.40 点及 124.60 点，均较上年提升明显。2018 年四季度，有色金属采选业和冶炼及压延加工业景气度分别为 108.70 点及 108.10 点，均较上年有所回落，但整体维持高位。

从行业盈利情况来看，受近几年宏观经济景气度下降的影响，2013—2015 年，有色金属矿采选行业毛利率整体呈波动下降态势。2016 年，有色金属采选行业毛利率继续下降，平均毛利率约为 14.95%，较 2015 年下降 0.09 个百分点。2017 年以来，有色金属采选行业毛利率波动增长，年底已上升至 20.70%。2018 年，有色金属采选行业毛利率继续攀升，2018 年 11 月有色金属采选行业毛利率升至 36.66%，但 2019 年以来受国内经济增速下滑及中美贸易冲突等因素影响，2019 上半年有色金属价格较 2018 年同期相比普遍下行，行业盈利能力下滑。

图 3 近年来有色金属采选行业毛利率（单位：%）



资料来源：Wind

总体看，有色金属行业与宏观经济密切相关，2010年以来国内宏观经济下行导致有色金属行业景气度不断下降，进入2016年后，受有色金属价格回升带动，行业盈利水平有所好转，但2019年以来受国内经济增速下滑及中美贸易冲突等因素影响，上半年有色金属价格较2018年同期相比普遍下行，行业盈利能力下滑。

2. 资源储量与供给

2018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83,000万吨，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8,300万吨，主要分布在澳大利亚、中国、俄罗斯、美国、秘鲁和墨西哥六国。

表2 近年来有色金属储量情况（单位：千吨、%）

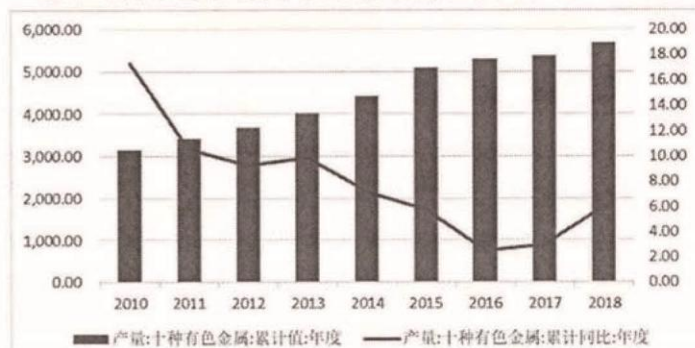
项目	2016年	2017年	2018年
锌	全球	220,000	230,000
	中国	40,000	41,000
	中国储量占比	18.18	17.83
铅	全球	88,000	83,000
	中国	17,000	18,000
	中国储量占比	19.32	21.69
铜	全球	720,000	790,000
	中国	28,000	27,000
	中国储量占比	3.89	3.42

资料来源：Wind

我国铅锌资源较丰富，其中，中国锌资源主要以铅锌伴生矿为主，铅锌矿主要集中于云南、内蒙古、甘肃、广东、湖南、广西等省区。

近年来，我国铜、铝、铅、锌等十种主要有色金属的产量持续上升。2017年，十种主要有色金属产量达5,377.80万吨，同比增长3.00%，增速同比提高0.50个百分点；2018年，十种主要有色金属产量达5,687.90万吨，同比增长6.00%，增速同比提高3.00个百分点。

图4 近年来我国主要有色金属产量情况（单位：万吨、%）



注：十种主要有色金属指铜、铝、铅、锌、镍、镁、钛、锡、锑、汞
资料来源：Wind

从进口情况看，由于我国铅锌量储量较为丰富，2015—2017年，我国铅矿砂及其精矿进口量分别为190万吨、141万吨和128万吨，进口量较小且逐年下降。由于我国铜矿资源禀赋不佳，

品位低、采选难，远不能满足国内冶炼的需求，因此需要大量进口；2016—2018 年我国铜矿砂及其精矿合计进口数量分别为 1,696.00 万吨、1,734.96 万吨和 1,971.62 万吨，同比分别增长 27.60%、2.28%和 13.64%。

总体看，我国有色金属资源（除铜外）较为丰富、分布广泛。近年来我国有色金属采选量不断上升，但仍不能满足国内需求，其中部分产品仍需大量进口。

3. 下游需求

有色金属是现代工业不可或缺的基本金属材料，广泛应用于电力、建材、汽车、通讯、电子、机械制造及航空等行业，近年来，房地产、家电、汽车等主要有色金属应用消费领域需求增速整体有所回落，部分产品增速缓慢提高。

从房地产行业来看，2016 年以来，随着我国整体经济环境的回暖，房地产需求有所增长，但增幅有限；其中 2018 年受房地产开发商加快开工以回笼资金影响，房地产投资力度加大；2018 年全国房地产开发投资完成额 120,264 亿元，同比增长 9.5%，投资增速同比提高 2.5 个百分点；房地产新开工面积增速为 17.2%，同比大幅提高 10.2 个百分点，开发商开工建设积极性较高；商品房销售面积为 17.17 亿万平方米，同比增长 1.3%，同比下降 4.4 个百分点，销售增速虽有所放缓，但整体销量继续提升；商品房待售面积由 2017 年底的 5.89 亿平方米下降至 5.24 亿平方米。从基建行业看，受去杠杆政策影响，2018 年我国基础设施建设投资增速由 2017 年的 14.93%大幅下滑至 1.79%。从家电行业看，家用电器产量整体较为稳定；2018 年空调、彩电和家用电冰箱的产量分别为 20,486.00 万台、20,381.50 万台和 7,876.70 万台，同比分别增长 13.56%、增长 18.27%和下降 9.15%，增速同比分别提高 1.16 个百分点、提高 19.70 个百分点和下滑 3.00 个百分点。

我国锌消费以镀锌领域为主，约占锌消费的 60%。2017 年和 2018 年 1—11 月，国内镀层板（带）累计产量分别为 5,22.99 万吨和 4,576.57 万吨，同比分别增长 0.54%和减少 0.33%；镀层板（带）产量整体较为稳定，其中 2018 年小幅减少。

中国精炼铅消费结构中，铅酸电池占 80.00%，氧化物占 12.00%，其他如铅材、铅合金等综合仅占 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 年开始，电动自行车行业的表现持续恶化。近年来，我国汽车保有量维持高位，需求增长有序，2017 年以来，我国汽车产业发展增速放缓，但受“一带一路”政策及新能源汽车影响，新能源汽车产业迎来新的发展；具体看 2018 年，我国全年汽车产量和销量分别为 2,796.80 万辆和 2,808.06 万辆，同比分别减少 6.59%和 2.76%，增速较 2017 年的 6.20%和 3.04%分别下降 12.80 个百分点和 5.80 个百分点，汽车产量和销量均有所减少；2018 年，我国全年新能源汽车产量和销量分别为 129.60 万辆和 125.62 万辆，同比分别增长 81.01%和 61.67%，增速较 2017 年的 57.36%和 53.25%分别提高 23.64 个百分点和 8.42 个百分点，新能源汽车产业快速发展。

总体看，近年来，随着我国经济增速放缓及消费结构调整，有色金属主要下游行业的需求增速整体有所回落，部分产品需求增速缓慢提高。

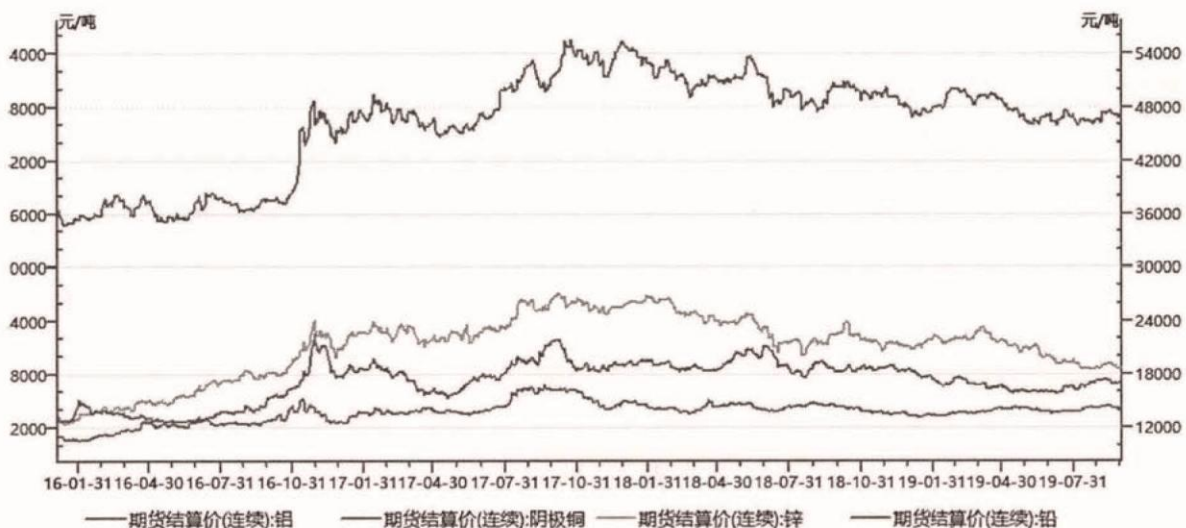
4. 产品价格

有色金属价格方面，自 2012 年起，世界有色金属市场开始进入周期性下行通道，铜、铝、锌、镍等主要有色金属价格持续下滑，2015 年出现断崖式下跌。我国为全球最大的有色金属生产国和消费国，随着全球有色金属企业生产经营形势恶化，国内行业利润规模大幅度减少，亏损不断增

加，投资明显萎缩，资产严重缩水，行业下行压力加大。

2016 年开始，受我国去产能政策、美元加息、全球经济回暖、大宗商品价格修复等多方面因素影响，有色金属价格持续上涨。2016 年 12 月底，上海期货交易所阴极铜、铝、锌、铅价格分别为 45,210.00 元/吨、12,765.00 元/吨、20,755.00 元/吨和 17,720.00 元/吨，同比分别上涨 23.05%、14.79%、55.53%和 34.19%。2017 年以来，有色金属价格继续震荡上涨；2017 年 12 月底，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 19,105.00 元/吨，同比分别上涨 22.61%、17.67%、23.58%和 7.82%。2018 年，受我国宏观经济增速放缓及下游需求增速回落影响，有色金属价格震荡回落，但整体维持高位；2018 年 12 月底，上海期货交易所阴极铜、铝、锌、铅价格分别为 48,190.00 元/吨、13,550.00 元/吨、21,175.00 元/吨和 18,550.00 元/吨，分别同比下降 13.06%、9.79%、17.45%和 2.90%。2019 年 9 月底，上海期货交易所阴极铜、铝、锌、铅价格分别为 47,140.00 元/吨、13,990.00 元/吨、18,730.00 元/吨和 17,005.00 元/吨。

图 5 近年来上海期货交易阴极铜、铝、铅、锌期货价格（单位：元/吨）



资料来源：Wind，联合评级整理

总体看，2016 年以来，受我国去产能政策、美元加息、全球经济回暖、大宗商品价格修复等利好因素的带动，有色金属价格明显回升，有色金属行业整体景气性明显提升；2018 年以来，主要有色金属价格震荡回落，但整体维持高位，2019 年以来，由于下游需求减弱，有色金属价格震荡下行，预计未来价格或将于中低位震荡运行。

5. 竞争格局

有色金属行业属于资金密集型行业，行业进入壁垒较高；同时，作为资源性行业，有色金属行业集中度较高。有色金属包含金属种类达十多种，不同矿采选企业的规模、产业链情况又各不相同，根据企业的规模和销售市场覆盖的范围，有色金属行业企业可分为以下几类：

(1) 大型中央企业

该类企业由中国铝业公司、中国五矿集团公司、中国有色矿业集团公司三家中央企业构成，该类企业具备产品类型多元、业务延伸性强，海外市场规模较大等特点，具备行业领先地位，市场竞争优势明显。

（2）综合性有色金属企业

国内综合性有色金属企业主要包括深圳市中金岭南有色金属股份有限公司（以下简称“中金岭南”）、云南驰宏锌锗股份有限公司（以下简称“驰宏锌锗”）和紫金矿业集团股份有限公司等，其中，中金岭南及驰宏锌锗规模较大，处于同行业上市公司领先地位。该类公司不以单一的精矿为销售产品，以经冶炼后的金属产品或深加工的金属制品为主要收入来源，产品销售覆盖国内多个地区并在海外市场有一定的业务规模。

（3）地区性有色金属企业

地区性有色金属企业的生产和销售主要以某一或几个省份为主，生产流程主要包括矿石采选和冶炼两个环节，以精矿产品作为主要销售产品。该类企业中生产铅锌产品的上市公司包括内蒙古兴业矿业股份有限公司和盛达矿业股份有限公司等。

总体看，有色金属企业主要以开采、冶炼为主，大型央企及综合性企业由于拥有较丰富的资源，企业规模较大，市场覆盖范围广，在行业内具备较强的竞争力。

6. 行业政策

我国《中华人民共和国矿产资源法》及其实施细则，以法律形式对矿产资源的勘探、开采、保护做出了明确规定。2014年5月国土资源部发布《关于推荐矿产资源节约与综合利用先进适用技术的通知》，健全了矿产资源节约集约利用机制，促进了矿业领域科技创新。

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。

在安全生产方面，我国颁布了《中华人民共和国矿山安全法》《中华人民共和国矿山安全法实施条例》及《安全生产许可证条例》等。采矿企业实行安全生产许可制度，采矿企业均需持有有效安全生产许可证，方可从事生产活动。国家安全生产监督管理总局负责对矿产开采进行安全生产监督管理等工作，县级以上安全生产监督管理部门负责其辖区内的安全生产工作监督及管理工作，矿山开采必须具备保障安全生产的条件，建立、健全安全管理制度。安监总局印发《金属矿产地质勘查坑探工程安全编写提纲》，进一步规范和加强对金属非金属矿产资源地质勘查坑探工程项目的安全监管。

在环境保护方面，2015年10月以来，十八届五中全会通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》把绿色发展作为五大发展理念之一，有色金属行业废水、废气、废渣产生量大，排放浓度高，形态复杂，对生态环境影响较大。国务院将有色金属行业列为重金属污染防治的重点行业。随着《环境保护法》、国际汞公约、“大气十条”、“水十条”等一系列新的环境政策实施，使得有色金属企业的减排压力进一步加大。2018年1月1日起实施《中

《中华人民共和国环境保护税法》，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。

总体看，我国制定一系列法律法规和规章以保护矿产资源有序开采、合理利用，调整产业结构，同时兼顾矿山企业安全生产以及环境保护工作，有利于有色金属行业健康、可持续发展。

7. 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，随着新环保法和环境保护税法的实施，环保投入大幅增加。

(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。

8. 未来发展

2019年初以来，全球经济呈现走弱态势，受美国发起的贸易冲突影响，全球主要经济体制造业均表现疲软，多项经济数据出现不同程度恶化。2019年以来国内经济面临较大挑战，中美贸易摩擦不断加剧带动外部需求走弱，国内消费端在汽车消费与房地产的拖累下也表现疲软，多数金属价格将维持震荡走势。鉴于国内外严峻的经济环境，政府积极落实逆周期调节政策，财政政策与货币政策共同发力推动投资与消费端增长，随着政策效果逐渐显现，经济或将呈现复苏态势，金属价格未来有望企稳。

总体看，2019年全球经济呈现走弱态势导致有色金属下游需求疲软，多数金属价格将维持震荡走势。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

优质矿产资源与生产力

内蒙古地区为中国铅锌矿主要产地之一，锌资源储量全国占比排名第二，公司主要矿山东升庙硫铁矿的铅锌矿石储量、品位在内蒙古地区具有优势，单一矿山铅、锌精矿产量均位居全国前列。截至2018年底，公司下属各矿山企业剩余资源（矿石）总量合计19,965万吨，铅金属量21.7万吨，锌金属量179.7万吨，铜金属量3.3万吨，金21,821公斤，银1,179吨。公司现已通过扩产形成年产铅锌矿180万吨的生产规模，提升了公司在国内独立铅锌矿采选企业的行业地位。2018年全国铅精矿产量133万金属吨，公司产量0.89万金属吨，占比0.67%；全国锌精矿产量284万金属吨，公司产量5.37万金属吨，占比1.89%。

区位优势

公司主要矿山东升庙硫铁矿位于内蒙古巴彦淖尔，该地区有色金属采选和冶炼均形成了完整的产业链，国家产业政策和税收政策对该地区有一定倾斜，同时该地区人工和材料成本较低。此外，公司下属各矿山企业及冶炼厂均邻近城镇，运输条件好，方便公司矿产品的销售。

工业技术优势

公司下属企业东矿公司目前拥有“一种低品位千枚岩型铅锌矿的选矿方法”、“一种铅锌银多金属矿的选矿方法”、“一种难选铅锌矿铅锌分离选矿方法”三项发明专利，东矿公司先后荣获“全国矿产资源合理开发利用先进矿山企业”、“国家级绿色矿山试点单位”等诸多荣誉。“复杂空区灾害隐患环境下倾斜厚矿体安全高效连续回采关键技术”荣获2016年中国有色金属工业科学技术奖三等奖，采矿厂、尾矿库获得安全生产标准化二级企业证书，选矿厂获得安全生产标准化三级企业证书，东矿生产设备先进，采用直径6.4*3.3m半自磨机，实现了选矿全流程自动化。公司下属企业临河新海公司生产的工业硫酸2016年获“内蒙古名牌产品证书”。

总体看，公司目前所拥有的矿产资源丰富，具有一定的生产规模优势和工业技术优势，同时区位优势产业链完善，具有材料、人力、运输成本优势。综合看，公司竞争实力较强。

2. 人员素质

截至2018年底，公司董事、监事及高级管理人员共16人，其中包括7名董事、3名监事和6名高级管理人员。

公司董事长吴城先生，1986年生，清华大学五道口金融学院全球金融GFD金博课程在读。2018年5月至今任公司董事长，同时兼任国城控股董事长，建新实业董事长、总经理，粤港澳大湾区产融投资有限公司董事。

公司副董事长熊为民先生，1964年生，工学硕士。历任建新矿业总经理助理、副总经理、总经理、董事、董事会秘书等职。2018年5月至今任公司副董事长。

公司总经理吴建元先生，1965年生，中共党员，教授级高级工程师。历任铁道部第十一工程局工程师，段长，处长，局长助理，中国铁路工程总公司副总工程师，中国中铁资源集团有限公司副总经理，总经理，董事长，国城控股总裁，2019年3月至今任公司总经理。

截至2018年末，公司在职工1,039人，其中生产人员占40.90%，销售人员占1.35%，技术人员占23.68%，财务人员占2.02%，行政人员占32.05%。从文化程度看，硕士及硕士以上占0.58%、本科占10.59%、专科占15.69%、中专占12.42%、高中及以下占60.73%。

总体看，公司高管人员行业从业经历较为丰富，人员构成以生产人员和技术人员为主，符合公司所在行业特点，目前的人才梯队结构能满足公司目前生产经营发展需要。

五、管理分析

1. 治理结构

公司按照《公司法》《证券法》和证监会、深圳交易所有关法律、法规及部门规章，规范运作，不断完善公司法人治理结构，提高信息披露透明度。依照监管部门的要求，结合行业特征，公司建立并完善了相关制度，积极推动公司治理结构优化，持续完善公司法人治理结构，保障高效运作。

公司股东大会的召集、召开等相关程序完全符合《公司章程》及《股东大会议事规则》的相关规定，公司能够确保所有股东尤其是中小股东的合法权益，对关联交易严格按规定的程序进行，关联股东在表决时采取回避原则，保证关联交易符合公平、公正、公开、合理的原则。

公司董事依据《董事会议事规则》等要求认真履行诚实守信、勤勉尽责的义务，认真出席董事会和股东大会，积极参加相关培训，熟悉有关法律法规，维护公司和股东的利益。公司董事会由7名董事组成，其中3名为独立董事。

公司监事会除依法履行日常工作外，还列席公司的股东大会、董事会，及时全面掌握公司的经营情况，对董事会和管理层进行有效监督。监事会设有 3 名监事，其中监事会主席 1 名。

总体看，公司履行了上市公司的相关监管规定，股东大会、董事会、监事会独立运作，法人治理结构较为完善，运行情况良好。

2. 管理体系

截至 2019 年 6 月底，公司设行政办公室、企管部、生产技术部、营销管理部、投资发展部、国际业务部、采购部、财务部、资源部、董事会办公室等 12 个职能部门，拥有 9 家子公司。公司逐步建立健全了系统的内部控制制度，涵盖公司生产技术、销售、采购、财务、人力资源、企业文化、基建施工等各个经营管理环节，各部门、岗位的目标、职责和权限得以进一步明确，在公司总部与子公司之间进行权限的划分，形成了完善的内部职能部门之间、岗位之间的相互制衡和监督的机制。

在财务管理方面，公司制定了《财务报告内部控制制度》等制度，对财务管理体制、投融资资金管理、资产运营、成本控制、财务信息管理等做了详细规定。公司相关会计人员已获得了会计从业人员资格证书，会计岗位的设置贯彻了“责任分离、相互制约”原则，重要会计业务和电算化操作的授权符合相互牵制的原则，公司定时组织对账工作。

在重大事项决策方面，公司严格遵守《公司章程》的相关规定，建立健全法人治理结构，制定了《股东大会议事规则》《董事会议事规则》《监事会议事规则》《总经理工作细则》等制度，规范各部门工作内容、职责和权限。公司还新建了《对外担保制度》《对外投资管理制度》及《关联交易决策制度》，从而为公司在重大事项决策方面提供了较为完善的制度安排，充分保障公司合理作出重大决策。

对子公司的管理方面，公司明确向控股子公司委派的董事、监事及重要高级管理人员的选任方式和职责权限，依据经营策略和风险管理政策，督导各控股子公司建立起相应的经营计划、风险管理程序；下属各分、子公司应根据重大事项报告制度和审议程序，及时向总部分管负责人报告重大业务事项、重大财务事项并严格按照授权规定将重大事项报公司董事会审议或股东大会审议。

对外投资管理方面，公司根据《中华人民共和国公司法》《深圳证券交易所上市规则》等相关规定制定了对外投资管理制度，明确了公司对外投资相关岗位的职责分工、投资的基本策略、财管管理、决策权限与程序。公司在确定对外投资方案时，听取评估小组专家及有关部门及人员的意见及建议，注重对外投资决策的几个关键指标，在充分考虑了项目投资风险、预计投资收益，并权衡各方面利弊的基础上，选择最优投资方案。公司对外投资项目实施后，由公司负责对外投资管理的部门进行跟踪，并对投资效果进行评价。符合一定标准的重大投资事项需在董事会审议通过后提交股东大会审议。

安全生产管理方面，公司根据相关法律法规，结合公司实际情况制订了安全生产管理制度，明确了安全工作职责和组织领导，组织所有从业人员定期学习，加强安全法制观念，严格遵守安全技术操作并努力提高安全防范意识，减少安全事故发生。公司要求编制安全技术措施计划，对安全生产行为及安全设备的引进、使用和维护做出了相关规定；各公司安全生产管理部门对安全生产进行实行定期和不定期检查，排除安全隐患。

总体看，公司财务管理、风险控制、安全生产等内部管理制度基本健全，管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

2013 年重大资产重组后，公司主营业务变更为有色金属采选，同时利用采选过程中产生的余料开展相应的化工业务。作为控股型公司，公司不直接从事有色金属采选及硫酸及其附属产品的生产，由下属子公司从事具体生产经营活动，公司本部只开展有色金属销售业务。近三年，公司收入基本保持稳定，分别为 11.14 亿元、12.40 亿元和 12.26 亿元，年均复合增长 4.88%，营业利润分别为 3.02 亿元、5.35 亿元和 4.90 亿元，年均复合增长 27.29%，其中 2017 年营业利润同比增长 76.98%，增幅较大，主要系有色金属采选业务销售价格上涨带动其毛利率上升所致；2018 年营业利润同比下降 8.46%，主要系销售价格回调所致。近三年公司净利润分别为 2.33 亿元、4.10 亿元和 4.03 亿元，年均复合增长 31.62%。

从收入构成看，有色金属采选为公司主要收入来源。近三年，有色金属采选业务收入分别为 10.00 亿元、12.00 亿元和 11.73 亿元，波动上升，年均复合增长 8.33%，主要系销售价格波动上涨所致；其占比逐年提升，2018 年达到 95.71%。硫酸及附属业务方面，公司利用有色金属采选过程中产生的硫精沙生产硫酸及次铁精粉，近三年由于硫酸价格上涨带动其收入规模逐年增长，年均复合增长 26.33%，其占比也逐年提高，2018 年为 4.63%，但占比仍较小。

表 3 2016-2019 年 6 月公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1-6 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
有色金属采选	99,979.74	89.72	46.29	120,034.54	96.77	58.71	117,323.99	95.71	55.22	52,887.21	94.73	41.95
硫酸及其附属	3,557.69	3.19	23.96	4,215.10	3.40	32.68	5,677.69	4.63	36.26	2,525.50	4.52	1.38
有色金属矿产品贸易	8,321.82	7.47	-0.89	--	--	--	0.00	--	--	--	--	--
其他业务收入	120.12	0.11	-80.92	315.50	0.25	-75.55	380.21	0.31	-61.75	881.98	1.58	75.22
内部抵消	-548.09	-0.49	22.41	-519.99	-0.42	-0.42	-798.19	-0.65	-3.68	-489.37	-0.88	-46.49
合计	111,431.28	100.00	42.04	124,045.15	100.00	57.72	122,583.70	100.00	54.37	55,832.10	100.00	41.44

资料来源：公司提供

公司属于资源性企业，有色金属采选业务是公司的主要利润来源，近三年，有色金属采选业务毛利率分别为 46.29%、58.71%和 55.22%，其中 2017 年由于有色金属产品价格上升导致其毛利率同比提高 12.42 个百分点，增幅较大。近三年，硫酸及其附属业务毛利率分别为 23.96%、32.68%和 36.26%，毛利率逐年提高，主要系硫酸价格提升所致。受上述因素综合影响，近三年公司毛利率波动增长，分别为 42.04%、57.72%和 54.37%，处于较高水平。

2019 年 1-6 月，公司实现营业收入 5.58 亿元，同比下降 18.78%，主要系产品销售价格下降所致，营业成本为 3.27 亿元，同比增长 14.56%，主要系原矿入选品位同比下降，单位产品原矿消耗量增加，导致精矿单位成本升高所致。有色金属采选业务毛利率同比下降 17.03 个百分点至 41.95%，主要系产品销售价格下降，同时叠加单位生产成本增加所致；硫酸及其附属业务毛利率同比下降 37.49 个百分点至 1.38%，主要系产品平均价格大幅下滑，生产成本升高所致。2019 年 1-6 月，公司实现营业利润和净利润分别为 1.78 亿元和 1.55 亿元，分别同比下降 41.69%和 39.12%。

总体看，有色金属采选业务是公司的主要收入和利润来源，近三年有色金属销售价格提升带动其收入和利润实现波动增长；由于原矿入选品位同比下降以及销售价格回落，2019 年以来其毛

利率下降幅度较大，但仍处于较高水平。近三年硫酸及附属业务收入及毛利率持续增长，2019年以来由于产品平均价格大幅下滑以及生产成本升高，其毛利率下降至较低水平，但其收入占比较小，对公司整体利润影响有限。整体看，公司经营情况良好。

2. 有色金属采选业务

(1) 主要矿产储量

截至2018年底，公司拥有3家有色金属采选生产企业，分别为东矿公司、凤阳县金鹏矿业有限公司（以下简称“金鹏矿业”）和凤阳县中都矿产开发服务有限公司（以下简称“中都矿产”）。公司主要产品为锌精矿、铅精矿，其余产品包括铜精矿和硫精矿，同时公司还根据所开采矿石伴生的硫精沙生产硫酸及次铁精粉。目前，东矿公司为公司的主要生产企业，金鹏矿业生产规模相对较小，而中都矿产目前采矿权证尚在申请中，未进行生产。

表4 截至2018年底主要子公司的矿种及产品情况

公司名称	年生产规模 (采矿)	被许可内容	许可证编号	发证日	到期日	矿种
东矿公司	130万吨/年	采矿权	C1000002009016220002664	2009年01月04日	2029年01月04日	硫铁矿、铅矿、锌矿、铜矿
金鹏矿业	5万吨/年 (已停产)	采矿权	C3400002010123210098203	2018年12月26日	2021年10月10日	铅矿、锌矿
金鹏矿业	15万吨/年	采矿权	C3400002010123210098208	2018年7月23日	2027年7月23日	铅矿、锌矿
中都矿产	--	探矿权	T34120080802013154	2018年12月26日	2020年8月23日	铅金矿、锌金矿、硫金矿

注：公司决定在东矿公司130万吨/年矿石采选能力的基础上，将生产规模进一步扩建到180万吨/年的采选能力。截至2019年6月底，新建选厂已完工，新建采厂二期工程进行中
资料来源：公司提供

东矿公司地处内蒙古巴彦淖尔，是公司目前最大的采矿企业，下辖2个采矿厂、生产井2座，拥有4个原矿石处理能力分别为107万吨/年、60万吨/年、15万吨/年和3.5万吨/年的选矿生产线，分别处理铅锌矿石、硫铁矿石、铜锌矿石和铜矿石。目前年采矿能力130万吨/年，公司决定将生产规模进一步扩建到180万吨/年的采选能力。截至2019年6月，新建选厂已完工，新建采厂二期工程进行中，但目前技改项目尚有部分相关证照在办理过程中，可能会涉及公司的合法合规经营风险。截至2018年底，东矿公司矿产剩余服务年限16年，根据公司提供的《内蒙古东升庙矿业有限责任公司东升庙硫铁矿矿产资源储量2018年年度检测报告》，截至2018年底，东矿公司采矿许可证范围内保有资源储量中硫铁矿石量4,749.19万吨，平均品位TS22.10%；锌矿石2,825.20万吨，锌金属量81.53万吨，平均品位2.89%；铅矿石2,906.61万吨，铅金属量4.53万吨，铅平均品位0.16%；铜矿石241.28万吨，铜金属量2.52万吨，铜平均品位1.04%。

金鹏矿业生产规模次于东矿公司，地处安徽省，目前为公司第二大生产企业。金鹏矿业目前拥有3个采区，拥有选矿生产线1条，年选矿能力15万吨。截至2018年底，金鹏矿业矿产剩余服务年限9年。根据公司提供的《凤阳县中家山铅锌（金银）矿床中家山矿段、马山矿段2018年度矿山储量年报》显示金鹏矿业保有铅锌工业矿石（122b+333类）资源总量130.65万吨，铅金属量3.44万吨，平均品位2.63%；锌金属量4.25万吨，平均品位3.26%。共伴生金、银资源量，金2,142.52千克，平均品位1.64g/t；银70,942.08千克，平均品位54.30g/t。金鹏矿业矿产规模较小，但铅锌矿原矿石品位较高。

2014年12月，公司收购中都矿产100%股权，根据公司提供的统计数据，中都矿业拥有金、铅锌矿体，总矿石量994万吨，其中铜0.14万吨，铅4.19万吨、锌3.29万吨，金16,216Kg，银146kg。2015年上半年，中都矿产进行了基本的矿山开采建设及采矿手续办理，预计投产后年处理

矿石量 30 万吨，生产规模将超过金鹏矿业，但目前仍未开采。

表 5 近年来公司主要子公司的矿种及产品情况（单位：万吨/年、金属吨、年）

公司名称	设计产能	剩余服务年限	保有资源储量	主要矿种	品位
东矿公司	130	16	Zn: 81,5259.44; Pb: 45,283.44 Cu: 25,181.17	铅、锌、硫、铜	TS:22.10%; Zn: 2.89% Pb: 0.16%; Cu: 1.04%
金鹏矿业	15	9	Pb: 34,381.33; Zn: 42,547.09 Au:2,142.52(千克); Ag: 70,942.08(千克)	铅、锌、金、银	Pb:2.63%; Zn: 3.26% Au:1.64g/t; Ag:54.30g/t

注：东矿公司统计范围为采矿许可证范围内的保有资源储量

资料来源：公司提供

总体看，公司矿产资源储量较大，东矿公司的产品品位较高，可采年限较长，矿产资源较为优质。中都矿产相关矿产资源尚处于前期探矿和证照办理过程，短期内无法给公司带来现金收益，对公司资金形成较大占用。

（2）生产经营情况

公司有色金属精矿的生产过程主要分为采矿和选矿两个流程。采矿方面，公司根据资源赋存条件确定合理的产能规模、年生产计划、出产品位和回收率标准。公司将主要的掘进和采矿作业外包给当地具有资质的采矿队伍（以下简称“工程队”）完成，公司技术人员根据掌握的矿体形态和技术特征，对工程队的开采作业进行技术指导，并对工程队采矿工作的质量进行监督，一般使用回收率和贫化率等作为主要的考核指标。公司主要根据工程队的资质、施工业绩和经验、人员配备、项目经理情况和商务条件等对工程队进行筛选。公司按月计提应付工程队的开采费用，并在工程队所采矿石经公司洗选厂加工获得精粉后支付对应的矿石开采费用。工程队负责开采过程中小型设备的采购，开采过程中使用的大型设备（如卷扬机、鼓风机等）及火工品和水电等由公司负责提供。

洗选方面，公司运用成熟的洗选技术，金属矿石开采出来后，一般经过破碎、磨矿、选矿等工艺，成为可以满足冶炼或其他工业加工要求的精矿（精粉）。公司根据不同矿物的物理、化学性质，采用浮选法、重选法等，使各种共生的有用矿种尽可能相互分离，除去或降低有害杂质。对尾矿的处理则采用干排系统进行水粉分离，分离后直接回水，在不影响选矿的情况下进行循环利用，以保证最大限度的减少环境污染。

从生产情况来看，近三年，铅锌矿石年开采规模分别为 244.39 万吨、216.96 万吨和 222.22 万吨，其中 2017 年开采规模同比下降 11.22%，降幅较大，主要系环保限产所致；选矿规模分别为 225.23 万吨、228.26 万吨和 230.25 万吨，基本保持稳定。近三年，铜矿石的开采规模分别为 23.27 万吨、21.74 万吨和 20.66 万吨，开采规模持续减少，主要系铅锌矿中伴生铜品味下降所致，选矿规模分别为 22.22 万吨、22.95 万吨和 23.62 万吨，基本保持稳定。从金属量来看，铅精矿和锌精矿的生产量逐年减少，分别年均复合下降 22.41%和 20.28%，主要由于东矿公司品位较高的 2 号和 11 号矿体已基本开采完毕，现在开采的 9 号和 10 号矿体铅锌品位下降所致。

表 6 2016-2019 年 6 月公司矿石采选情况（单位：万吨、金属吨）

产品名称	项目类别	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—6 月
铅锌矿石	年生产规模（采矿）	244.39	216.96	222.22	121.02
	原矿石处理量（选矿）	225.23	228.26	230.25	118.32
铜矿石	年生产规模（采矿）	23.27	21.74	20.66	12.05
	原矿石处理量（选矿）	22.22	22.95	23.62	12.92
铅精矿	生产量	14,781.06	12,129.59	8,899.50	3,757.67

锌精矿	生产量	84,530.64	68,318.61	53,725.12	27,461.35
铜精矿	生产量	2,012.39	2,126.79	2,840.13	1,285.95
硫精矿	生产量	370,297.16	396,212.36	396,645.39	145,500.80

资料来源：公司年报

安全生产方面，公司与工程队建立了完整的安全生产管理制度。公司在每个矿山子公司设置安全部，协调并监督工程队的安全生产情况，并将安全生产情况与工程队的报酬相关联。公司下属矿山实行每日下井前的安全会议制度和日间巡视制度，并购置专门的仪器检测矿井中的危险气体和矿体结构变化。有色金属矿的天然结构好于煤矿，不易出现透水、塌方和瓦斯泄漏事故，公司近三年未出现重大安全生产事故，公司下属矿山安全生产形势良好。

环境保护方面，公司遵守《中华人民共和国环境保护法》，不断加强所属企业的环保工作，减少或防止对自然生态的破坏和污染。生产子公司的工业废物主要是矿山井下废石、废渣、选矿废水、井下废水、生活废水和垃圾等。公司尾矿采用湿排方式排入尾矿库储存，锅炉灰渣暂存于炉渣场用于铺路或外售作建筑材料，炉渣场四周设有防风抑尘网。精矿浓密压滤废水与尾矿浓密废水经回水泵站的水泵加压输送至选厂的高位水池，用于选矿用水系统，无废水外排。废气及粉尘处理方面，破碎筛分车间全封闭，安装集尘罩和袋式除尘器，经高度不小于 15m 排气筒排放；集尘罩收尘效率 95%、除尘器除尘率 99%，锅炉配备有多管除尘脱硫器，除尘效率 95%，脱硫效率 68%。按照环保局要求，公司对尾矿水和选矿废水开展重金属日监测，每季度汇总上报当地环保局。环保处罚方面，2018 年 5 月，东矿公司随着库容增加存在未经批准使用草原，收到乌拉特后旗农牧业局罚款 26.15 万元；乌拉特后旗环境保护局检查发现矿井涌水通过井下水仓沉淀后部分用于选矿生产，剩余部分排入蒙华支沟，东矿公司被其责令改正并罚款 30 万元，被巴彦淖尔水务局处以罚款 5 万元；2018 年 12 月，东矿公司铅锌多金属矿 180 万吨/年采矿扩能工程项目因建设项目未完成环境保护设施验收即投入生产，被内蒙古自治区生态环境厅行政处罚：限期 2019 年 3 月 1 日前完成铅锌多金属矿 180 万吨/年采矿扩能工程项目环境保护设施的验收工作，并处以人民币 20 万元罚款。随着国家日益重视环境保护，环保法规和规定的要求也趋于严格，公司仍存在一定的营业务环保风险，且可能导致未来加大环保投入，增加生产成本。

从公司采矿业务的成本结构来看，公司采矿业务生产成本以劳务成本为主（占比约 50%~60%），其次为原材料（占比约 20%~30%），主要指有色金属精矿生产过程中所需的化学制剂和设备配件，由于原材料相关采购金额占成本比例不大，原材料供应充足，公司授权各个矿山自行选取合适的供应商进行独立采购，公司对采购合同进行审核，化工原料、备品备件，采取货到付款；大型设备按招标合同分期付款。

总体看，公司具有一定矿产资源优势，主导产品在所在地区生产规模较大，生产经营稳定，但铅锌品位下降，导致精矿产量逐年下降。同时，公司近年来受到多次行政处罚，公司合法合规经营意识需进一步提高。

（3）有色金属产品销售

公司所生产的有色金属矿石精粉主要用作金属冶炼的原料，销售价格随下游终端市场需求波动。公司参照专业网站的金属报价作为基础价格，在基础价格上扣减一定的金属冶炼加工费用作为公司产品的一般销售价格。2016 年开始，受我国去产能政策、美元加息、全球经济回暖、大宗商品价格修复等多方面因素影响，有色金属价格持续上涨。2016—2018 年，公司主导产品铅精矿、锌精矿和铜精矿的销售价格分别年均复合增长 14.59%、28.15%和 9.79%。由于环保限产等因素影响，硫酸价格逐渐企稳，硫精矿销售价格年均复合增长 14.59%。

目前，公司的销售模式为以产定销，每年末开始对次年的生产、销售计划进行安排和合理统筹，保证经营指标的顺利完成。铅精矿和锌精矿由于产量下降导致其销售数量逐年下降，分别年均复合下降 5.97% 和 18.44%。铜精矿产量逐年增长带动其销量年均复合增长 18.26%。硫精矿产量和销量走势背离，导致其产销率逐年下降，主要由于东矿公司现在开采的 9 号和 10 号矿体含硫品位提高导致硫精矿产量提高，但是下游部分硫酸厂环保不达标而停产导致硫精矿需求减少所致。近年来，公司主要有色金属产品产销率维持在 100% 左右，基本实现产销平衡。

表 7 2016-2019 年 6 月公司主要产品的产、销量及价格变化情况（单位：金属吨、%、元/金属吨、万元）

产品类别	项目类别	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-6 月
铅精矿	销售量	12,237.70	12,547.37	10,820.80	3,888.20
	产销率	82.79	103.44	121.59	103.50
	销售均价	13,508.11	16,399.45	17,737.67	16,011.09
	销售收入	16,530.82	20,577.00	19,193.58	6,225.43
锌精矿	销售量	82,649.68	64,296.63	54,972.64	31,880.06
	产销率	97.77	94.11	102.32	116.09
	销售均价	8,923.83	13,605.81	14,655.57	11,793.71
	销售收入	73,755.19	87,480.80	80,565.54	37,598.41
铜精矿	销售量	2,009.37	2,129.84	2,810.22	1,218.15
	产销率	99.85	100.14	98.95	94.73
	销售均价	40,330.31	48,354.50	48,612.77	48,530.70
	销售收入	8,103.85	10,298.73	13,661.26	5,911.77
硫精矿	销售量	372,033.94	392,290.62	338,822.77	205,637.70
	产销率	100.47	99.01	85.42	141.33
	销售均价	42.74	42.77	56.12	77.41
	销售收入	1,589.89	1,678.00	1,901.31	1,591.86

资料来源：公司提供

公司精矿产品的销售方式以直销为主，销售对象主要为大型冶炼企业。公司凭借在赤峰地区良好的企业声誉和丰富的资源优势，与大型冶炼厂已建立常年合作机制，较大的生产规模可以有效的满足大型企业对生产原料的需求，使得公司的产品销量和价格具有保障。公司的货款结算方式基本为先款后货，销售回款情况较好。

近三年，公司对前五大客户销售总额在销售收入中的占比较高，其中巴彦淖尔紫金有色金属有限公司近三年销售额占比分别为 38.00%、63.13% 和 54.84%，公司客户集中度较高，对单一客户依赖度较高。但另一方面，作为资源性企业，公司与大型终端客户的长期紧密合作，有助于公司的稳定发展。

表 8 2016-2018 年公司前 5 大销售客户情况（单位：万元、%）

年份	客户名称	金额	占比
2016	巴彦淖尔紫金有色金属有限公司	42,317.95	38.00
	陕西东岭物资有限责任公司	14,574.75	13.09
	托克投资（中国）有限公司	12,777.21	11.47
	芜湖鼎鑫矿业销售有限公司	8,103.85	7.28
	银川淡水矿产贸易有限公司	5,637.06	5.06
	合计	83,410.82	74.89
2017	巴彦淖尔紫金有色金属有限公司	78,116.01	63.13
	芜湖鼎鑫矿业销售有限公司	10,298.73	8.32

	银川淡水矿产贸易有限公司	7,245.86	5.86
	陕西东岭物资有限公司	3,670.04	2.97
	灵宝市新凌铅业有限责任公司	3,371.15	2.72
	合计	102,701.79	83.00
2018 年	巴彦淖尔紫金有色金属有限公司	67,017.99	54.84
	芜湖鼎鑫矿业销售有限公司	13,661.26	11.18
	内蒙古嘉雅金属有限责任公司	8,217.44	6.72
	陕西锌业有限公司	5,241.81	4.29
	白银有色集团股份有限公司	3,714.12	3.04
	合计	97,852.62	80.07

资料来源：公司提供

总体看，公司区域竞争优势较强，销售客户稳定，同时，近三年行业整体景气度上行，公司主要有色金属精矿产品售价逐年提高。有色金属采选行业受制于运输成本限制，销售半径多在公司周围，导致公司客户集中度较高，对单一客户依赖度较高，但产品销售情况较好，基本实现产销平衡。

3. 硫酸及其附属业务

公司硫酸及其附属业务由子公司内蒙古临河新海有色金属冶炼有限公司（以下简称“新海公司”）负责开展，目前拥有两套生产系统，利用东矿公司选矿过程中产生的硫精沙生产硫酸及次铁精粉，主要产品有 92.5%工业硫酸、98%工业硫酸以及次铁精粉。

原材料采购方面，新海公司主要采购产品为硫精矿，采购模式为计划采购，新海公司主要从东矿公司采购制酸所需的硫精矿，2016—2019 年 6 月，其采购量分别为 12.95 万吨、12.17 万吨、11.84 万吨和 5.52 万吨，采购均价分别为 42.86 元/吨、42.74 元/吨、67.39 元/吨和 88.62 元/吨。原材料采购结算方面，新海公司按月进行采购，先款后货。

生产方面，新海公司主要工艺为硫铁矿焙烧、烟气净化、两转两吸生产工艺，产品质量达到 GB/T534-2002 标准。年实际产能为工业硫酸 10 万吨、次铁精粉 9 万吨。近三年，新海公司硫酸和次铁精粉产量不断提升。2014 年，新海公司针对两套生产系统进行技改工作，利用生产过程产生的蒸汽自主发电，实现节能降耗的效果，有效控制了成本。

销售方面，新海公司主要采用以产定销的直销模式，稳定两到三家主要客户，保证硫酸 70% 以上的销售量，然后将剩余部分产品销往周边区域，同时扩展多行业市场。现有硫酸产品主要销往宁夏、呼和浩特、包头、鄂尔多斯、乌海等地，产品覆盖化肥、医药加工、精细化工等行业，客户需要支付预付款才可提货，月末按客户提货数量进行结算。近三年，新海公司主要产品硫酸销量和销售均价持续提高，导致公司硫酸及其附属业务收入持续增长。

表 9 2016—2019 年 6 月新海公司产品销售情况（单位：吨、元/吨）

产品类别	项目类别	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—6 月
硫酸	生产量	98,204.00	105,029.00	117,978.00	69,159.00
	销售量	98,000.06	104,874.30	117,978.16	65,948.52
	销售均价	104.65	118.13	155.73	65.52
次铁精粉	生产量	92,169.00	96,041.00	117,907.00	68,431.00
	销售量	91,856.01	96,320.89	117,940.10	67,987.70
	销售均价	275.66	308.99	325.71	307.91

资料来源：公司提供

总体看，公司利用有色金属采选过程中产生的硫精沙生产硫酸及次铁精粉，既能有效解决硫精砂的储存问题，又能提高产品附加值。2016—2018年，公司硫酸及次铁精粉的产量和销量逐年增长，销售价格不断提高，使得公司硫酸及其附属业务收入持续增长，2019年以来硫酸价格大幅回落，但由于其在营业收入中占比较小，对公司整体利润影响有限。

4. 在建项目

截至2019年6月底，公司在建项目包括铅锌硫新建采厂、硫酸系统安全环保技术改造工程、硫铁钛项目。其中铅锌硫新建采厂主要目的是在东矿公司130万吨/年矿石采选能力的基础上，将生产规模进一步扩建到180万吨/年的采选能力，合计投资6.60亿元，已经投资52,302.48万元，当前一期工程完工，二期工程进行中，未来拟投资规模不大。硫酸系统安全环保技术改造工程总体投资规模4,800万元，目前A系统技改已达产，65酸项目进行，未来拟投资规模不大。硫铁钛项目建设规模和产品主要为100万吨/年的工业硫酸、20万吨/年的金红石型二氧化钛和110万吨/年铁精粉，主要采用硫酸法钛白粉生产工艺。该项目全部建成投产后，预计年均销售收入达331,788.46万元，年均利润总额64,321.89万元，年均税后利润48,241.41万元，平均投资销售利润率19.39%，财务内部收益率（所得税后）19.51%。该项目的建设有利于公司将采矿中低附加值的附属品低硫高铁铁粉、高硫低铁硫精砂转换为经济效益，同时有利于提升公司整体产能规模。该项目计划总投资298,351.43万元，其中公司拟向项目公司内蒙古国城资源综合利用有限公司注资6亿元（截至本报告出具日，注册资本已到位1亿元），发行可转债8.60亿元，剩余资金缺口拟向银行借款。目前尚处于施工图设计阶段，未来拟投资规模较大，且未来三年是主要的投资期。

表 10 截至 2019 年 6 月底公司重大在建项目情况（单位：万元）

项目	计划总投资	资金来源	项目进度	2019 年 6 月底 已完成投资	投资规划		
					2019 年 7— 12 月	2020 年	2021 年
铅锌硫新建采厂	65,987.81	自筹	一期工程完工，二期工程进行中	52,302.48	9,635.33	2,250	1,800
硫酸系统安全环保技术改造工程	4,800	自筹	A 系统技改已达产，65 酸项目进行	4,732.39	419.01	--	--
硫铁钛项目	298,351.43	自筹	施工图设计进行中	563.05	29,483.68	176,902.05	88,451.03
合计	369,139.24	--	--	57,597.92	39,538.02	179,152.05	90,251.03

资料来源：公司提供

总体看，硫铁钛项目是未来公司的重点建设工程，该项目的建设有利于公司将采矿中低附加值的附属品低硫高铁铁粉、高硫低铁硫精砂转换为经济效益，同时提高公司整体收入规模，但该项目投资规模较大，使得公司未来面临较大的资金筹措压力。

5. 经营效率

公司主要采用先款后货的结算方式，2016—2018 年公司应收账款周转次数分别为 5.06 次、11.48 次和 10.72 次，其中 2017 年公司应收账款周转次数大幅提高，主要系公司收回上年货款，同时赊销额度同比下降所致。2016—2018 年公司存货周转次数分别为 12.61 次、6.68 次和 6.35 次，其中 2017 年公司存货周转次数大幅下降，主要系有色金属采、选库存商品余量增加所致。2016—2018 年，公司总资产周转次数分别为 0.57 次、0.57 次和 0.49 次，其中 2018 年公司总资产周转次数有所下降，主要系技改及环保投资较多导致资产增幅较大所致。

与同行业上市公司对比，公司应收账款周转率处于行业较低水平，总资产周转率处于行业中

等水平，公司产品产销情况良好，存货周转率处于行业较高水平。

总体看，公司经营效率处于一般水平。

表 11 2018 年有色金属上市公司经营效率指标情况（单位：次）

企业简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
中金岭南	38.43	7.83	1.04
驰宏锌锗	295.44	7.79	0.59
紫金矿业	92.06	7.80	1.05
西部资源	1.52	--	0.04
兴业矿业	53.78	4.01	0.27
国城矿业	10.90	6.35	0.12

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

资料来源：Wind 资讯

6. 重大事项

（1）原股东破产重整事件

公司原控股股东建新集团由于无法清偿债务于 2016 年 10 月向甘肃省陇南市中级人民法院申请破产重整。2018 年 1 月建新集团向公司转来法院出具的《民事裁定书》【(2016) 甘 12 民破字 01-10 号】，裁定批准建新集团的重整计划及修正案。公司现控股股东国城控股作为重整方对建新集团进行重整，重整方注资 50 亿元，其中 42.5 亿元用于清偿重整费用、共益债务、优先债权、职工债权、税收债权、普通债权、预留债权等；其余 7.5 亿元资金用于建新集团下属拟持续经营企业的扩建、技改、建设和正常生产等。2018 年 5 月建新集团管理人已收到破产重整偿债资金 42.50 亿元，重整完毕后国城矿业持有建新集团股份 100%，进而间接持有公司股份 40.99%，2018 年 7 月建新集团完成股权变更工商登记手续，公司控股股东由建新集团变更为国城控股。

根据《证券法》和《上市公司收购管理办法》的相关规定，收购人（国城控股）应当向除建新集团外的公司所有股东发出收购其所持有的全部已上市流通股的要约。2018 年 2 月 6 日，收购人与北京赛德万方投资有限责任公司（以下简称“赛德万方”）及北京智尚励合投资有限公司（以下简称“智尚励合”）分别签署了《预先接受要约收购的协议》，赛德万方持有的 30,150.83 万股（占公司总股本的 26.51%）及智尚励合持有的 7,353.86 万股（占公司总股本的 6.47%）将不可撤销地用于接受要约。本次要约收购的要约价格为 9.77 元/股。2018 年 4 月，本次要约收购股份的过户手续已办理完毕。国城控股直接持有公司 37,516.05 万股股份，占本公司总股份的 32.99%。加上国城控股因参与建新集团破产重整直接收购的股份，国城控股直接和间接持有公司 73.98% 的股份。

总体看，国城控股通过直接收购和要约收购的方式获得公司 73.98% 的股份，成为公司新的控股股东，有利于公司经营思路向更加积极的方向发展。

（2）控股股东资产注入进展

公司原控股股东建新集团承诺将旗下矿产资源注入公司，进一步增加公司资源储量及采选金属种类，为公司的后续发展提供有利支持。2018 年 7 月，公司控股股东由建新集团变更为国城控股，实际控制人由刘建民变更为吴城，建新集团尚未履行完毕的资产注入承诺由控股股东国城控股和实际控制人吴城承接并继续履行。未来预期将被注入上市公司的矿产资源最近情况如下：

表 12 拟注入的主要资产相关情况

公司名称	承诺时间	承诺期限	履行情况	股东资金拟投入金额
巴彦淖尔华峰氧化锌有限公司（以下简称“华峰氧化锌”）	2014.04.25	行业转暖且连续盈利 2 年后 1 年后注入	法院已受理破产重整申请，存在承诺无法履行风险	目前正处于破产重整阶段，拟引入外部重整方，国城控股拟不再投入资金。
乌拉特后旗瑞丰铅冶炼有限公司（以下简称“瑞丰铅冶炼”）	2014.04.25	行业转暖且连续盈利 2 年后 1 年后注入	法院已受理破产重整申请，存在承诺无法履行风险	目前正处于破产重整阶段，拟引入外部重整方，国城控股拟不再投入资金。
内蒙古中西矿业有限公司	2016.12.29	2020 年底前注入	法院已裁定重整计划，资产注入承诺尚具不确定性	国城控股承诺将另行投入 7 亿元建设资金用于中西矿业大苏计钼矿 500 万吨产能的技改扩建项目。
山西金德诚信矿业有限公司	2017.12.27	建成投产后 2 年内注入上市公司，2022 年底前注入	目前未建设生产，存在承诺无法履行风险	目前开展生产建设条件不具备，暂未安排投入资金。

资料来源：公司提供

内蒙古中西矿业有限公司（以下简称“中西矿业”）拥有的钼矿石位于内蒙古自治区卓资县，根据公司提供的《内蒙古自治区卓资县大苏计矿区钼矿生产及外围勘探报告》统计，截至 2017 年底，矿区保有资源储量硫化钼矿石量 31,770 万吨，金属量 388,698 吨，矿体边界目前尚未完全控制。2019 年 7 月 22 日，国城控股根据法院裁定批准的重整计划，向中西矿业破产管理人已支付全部偿债资金 104,180.00 万元。2019 年 7 月 23 日上午，中西矿业举行了大苏计钼矿 500 万吨产能技改扩建项目开园典礼。根据重整计划，国城控股承诺将另行投入 7 亿元建设资金用于中西矿业大苏计钼矿 500 万吨产能的技改扩建项目。中西矿业重整计划的推进有利于其恢复持续经营能力，也为国城控股资产注入承诺的履行奠定基础。但由于目前中西矿业破产重整计划尚未执行完毕，技改扩建项目尚在建设，资产注入承诺尚具不确定性。

山西金德成诚信矿业有限公司（以下简称“金德诚信”）拥有的钼矿位于山西省繁峙县，根据公司提供的资料，截至 2018 年底，矿区拥有总矿石量 3,1805 万吨，铜金属量 4.60 万吨，钼金属量 17.95 万吨，目前仍未开展建设生产，存在承诺无法履行风险。

总体看，公司受到控股股东的支持，随着未来成熟的矿产资源陆续注入公司，公司资源储备有所增加，资源优势将会得到进一步提升；但承诺的进度尚存不确定性。

7. 关联交易

2018 年 6 月，公司将持有的北京建新嘉德投资有限公司 51% 股权以 2,139.42 万元的价格转让给关联方国城控股，确认投资收益 188.66 万元。其余关联交易主要产生于日常经营相关的房屋租赁、采购、出售商品劳务等业务，金额较小。关联方建新集团在上市公司体系外仍经营多个矿山，为切实履行避免与解决同业竞争相关承诺，2019 年 3 月公司与关联方建新集团签署《股权托管协议》，建新集团委托公司对其所持有的中西矿业、金德诚信、瑞峰铅冶炼、华峰氧化锌、新疆宝盛矿业开发有限责任公司、甘肃万星实业股份有限公司、四川兰天化工科技有限公司、巴彦淖尔华澳矿业化工集团有限公司、乌拉特后旗欧布拉克铜矿有限责任公司、察哈尔右翼前旗博海矿业有限公司、西藏圣凯矿业有限公司等 11 家公司股权进行管理，托管费用为 2,800 万元/年，委托管理期限暂定为 1 年。

总体看，关联方建新集团在上市公司体系外仍经营多个矿山，与公司形成同业竞争。关联方委托公司管理其所持有矿山，避免了同业竞争情况。

8. 经营关注

(1) 产品结构单一，抗风险能力较小

公司的经营状况、盈利能力和发展前景与有色金属行业发展有密切关系，尤其是铅、锌等金属品种的价格波动及供需关系变化将对公司的盈利能力产生重要影响。

(2) 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。同时，公司下属子公司近三年受到多笔行政处罚，公司的合法合规经营意识仍需进一步提高。

(3) 矿产品位降低的风险

公司主要矿山东升庙硫铁矿原矿入选品位有所下降导致近年来铅锌产量逐年减少，精矿单位成本升高，易对公司的经营业绩产生不利影响。

(4) 部分矿山尚未开采无法产生效益的风险

中都矿产自收购以来持续处于前期探矿和证照办理过程，短期内无法给公司带来现金收益，对公司资金形成较大占用，未来取的采矿证的时间仍存在不确定性。

(5) 硫铁钛项目投资规模较大的风险

硫铁钛项目是未来公司的重点建设工程，该项目投资规模较大，使得公司未来面临较大的资金筹措压力。

9. 未来发展

公司发展战略为：坚持矿产资源开发的主业定位和优先战略，通过加强勘探技术和能力推进现有矿山的探矿增储，通过开展优质矿业资源项目并购，确保资源储量持续增长；坚持矿山资源纵向一体化经营发展战略，发掘利用资源优势，延伸产业链条，发展循环经济；探索矿业与科技、金融、贸易相结合路径，扩大产业规模。为实现公司的业务目标，公司制定了以下具体发展规划：

(一) 扩大资源储量和矿山建设规模计划

(1) 加强对公司现有铅锌矿产资源的勘探工作，利用已有的技术和人才优势，并通过与国内优秀的地质勘探队合作，做好现有铅锌矿山资源增储和已有资源储量升级工作。进一步提升现有矿山的开采能力，通过升级选矿装备技术和工艺技术，使得矿山产能与矿山资源储量的增加相匹配。

(2) 会同控股股东国城控股全力推进现有承诺注入矿山的资源储量评审与备案、项目建设以及采矿权证等资质许可证照的办理工作。计划完成中西矿业等优质大型矿山的注入工作。

(3) 积极寻找优质矿山，扩展矿山品种。公司计划从外部收购、建设优质矿山，从而形成铅锌、铜钼、贵金属（金、银）、非金属（钾盐）多金属协同开发的新局面，从而更好地应对有色金属行业周期性波动，实现公司持续、稳定、高效的发展。

(二) 有色金属采选下游产业延伸计划

为充分发挥内蒙古乌拉特后旗地区硫资源丰富的区域优势，综合利用东矿公司尾矿资源，延伸资源产业链，2018年12月，东矿公司收购内蒙古国城资源综合利用有限公司（以下简称“国城资源”），主要负责在内蒙古乌拉特后旗青山工业园区投资建设硫铁钛资源循环综合利用项目。该项目是公司未来重点推进项目。

总体看，公司战略目标明确，工作重点清晰，通过不断强化公司的核心竞争力，为公司的未来健康发展奠定基础。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2016—2018 年度合并财务报表已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留意见的审计报告，公司 2019 年 1—6 月财务报表未经审计。公司财务报表按照财政部编制的最新会计准则编制。

合并范围方面，2016—2017 年公司合并范围未发生变化，2018 年公司合并范围新增加了 3 家子公司，其中新设北京国城嘉华科技有限公司、国城国际发展有限公司，新并购了内蒙古国城资源综合利用有限公司；减少了 2 家子公司，其中出售了北京国城嘉德投资有限公司，注销了西藏建元大通投资有限公司，上述公司的规模均不大，对公司财务数据的影响有限，近三年及一期财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 26.24 亿元，负债合计 2.82 亿元，所有者权益（含少数股东权益）23.41 亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2018 年公司实现营业收入 12.26 亿元，净利润（含少数股东损益）4.03 亿元，归属于母公司所有者的净利润 4.05 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.77 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.42 亿元。

截至 2019 年 6 月底，公司合并资产总额 27.24 亿元，负债合计 4.85 亿元，所有者权益（含少数股东权益）22.39 亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2019 年 1—6 月公司实现营业收入 5.58 亿元，净利润（含少数股东损益）1.55 亿元，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 2.08 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.30 亿元。

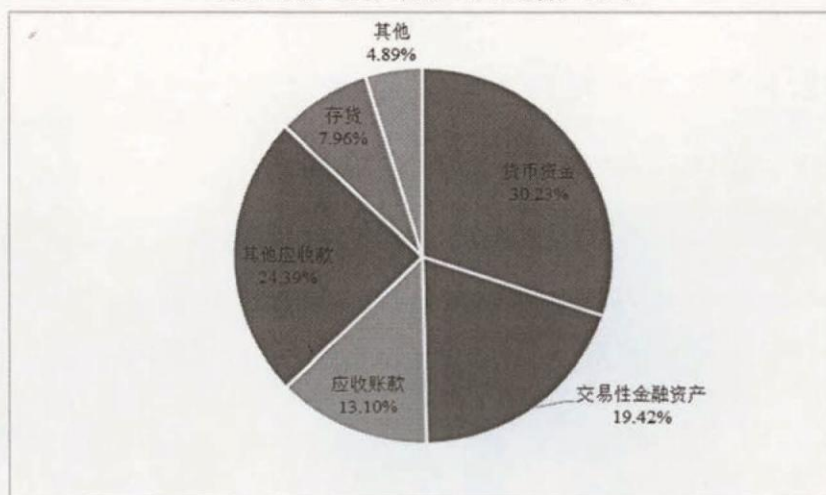
2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产规模增长较快，年均复合增长率为 15.79%，截至 2018 年底，公司资产规模达 26.24 亿元，其中流动资产占比 40.14%，非流动资产占比 59.86%，非流动资产占比高，符合公司所在行业特点。

流动资产

2016—2018 年，公司流动资产呈持续增长趋势，年均复合增长 33.71%，截至 2018 年底，公司流动资产合计 10.53 亿元，以货币资金（占 30.23%）、交易性金融资产（占 19.42%）、应收账款（占 13.10%）、其他应收款（占 24.39%）和存货（占 7.96%）为主（见下图）。

图 6 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2016—2018 年，公司货币资金较为充足，但呈波动下降趋势，年均复合减少 4.83%。截至 2018 年底，公司货币资金余额为 3.18 亿元，较年初减少 58.24%，主要系公司用闲置资金开展金融资产（股票）投资业务以及筹划购买额尔古纳诚诚矿业有限公司（以下简称“诚诚矿业”）支付保证金 2.00 亿元所致。截至 2018 年底，公司货币资金主要由银行存款（占 90.50%）和其他货币资金（占 9.49%）构成，其他货币资金主要系公司存出投资款与用于安全事故而存储的安全生产风险抵押金。截至 2018 年底，公司受限的货币资金为 30.52 万元（占 0.10%），主要为安全生产风险抵押金及保证金，受限资金占比较小。

截至 2018 年底，公司交易性金融资产金额为 2.05 亿元，全部为当年新增，主要系公司用闲置资金开展金融资产（股票）投资业务所致。

2016—2018 年，公司应收账款波动增长，年均复合增长 4.55%，截至 2018 年底，公司应收账款为 1.38 亿元，较年初增长 58.82%，主要系期末销售货款跨期结算所致。公司应收账款共计提坏账准备 183.65 万元，计提比列为 1.31%，其中按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款余额为 0.88 亿元，占比为 98.83%，组合中，按账龄分析法计提坏账准备的应收账款账龄在 1 年以内的占 95.83%，账龄较短。按欠款方归集的年末余额前五名应收账款汇总金额为 1.29 亿元，占应收账款年末余额合计 92.16%，集中度较高。

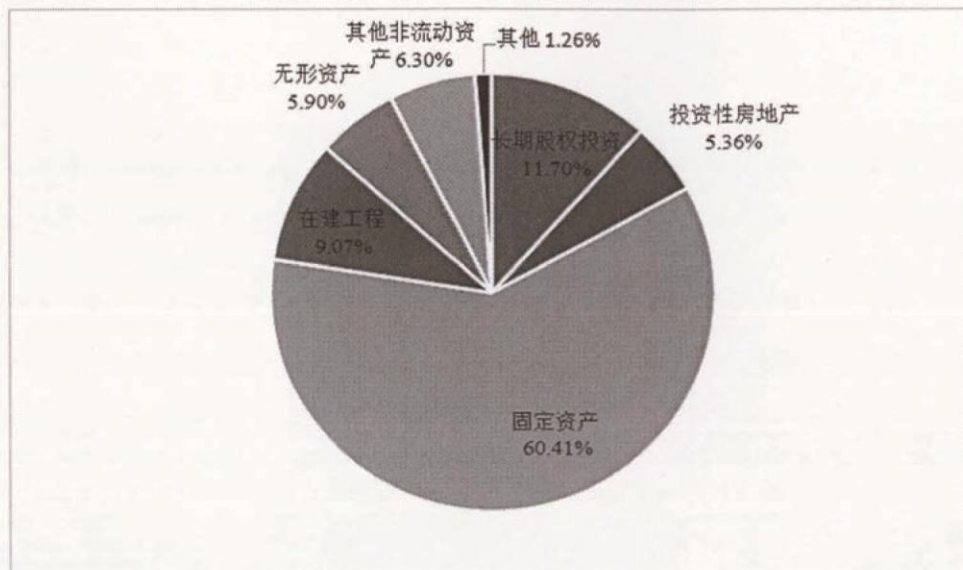
2016—2018 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 714.89%，截至 2018 年底，公司其他应收款为 2.57 亿元，较年初增加 2.53 亿元，主要系公司新增期权投资保证金 1,443.02 万元及筹划购买诚诚矿业支付保证金 2.00 亿元所致。截至 2018 年底，公司共对其他应收款计提坏账准备 297.59 万元，计提比例为 1.15%；其他应收款账龄主要在 1 以内，账龄较短；按欠款方归集的年末余额前五名的其他应收款占比 97.43%，集中度较高，其中投资意向金占比 76.96%，代垫款占 14.92%，期权保证金、权利金占 5.55%。公司终止购买诚诚矿业股权，保证金已于 2019 年 10 月 18 日之前全部收回。

2016—2018 年，公司存货波动增长，年均复合增长 13.79%，截至 2017 年底，公司存货为 0.92 亿元，较年初增长 42.39%，主要系期末库存商品中锌精矿和硫铁矿库存余量同比增加所致。截至 2018 年底，公司存货为 0.84 亿元，较年初下降 9.07%；公司存货主要由原材料（占 33.66%）和库存商品（占 57.95%）构成，公司对库存商品计提了 7.83 万元的跌价准备，主要是硫酸市场价格下跌，导致可变现净值低于账面成本。

非流动资产

受公司投资力度逐年加大的影响，2016—2018 年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 7.15%。截至 2018 年底，公司非流动资产合计 15.71 亿元，较年初增加 11.94%，主要系长期股权投资款增加所致。非流动资产主要由长期股权投资款、投资性房地产、固定资产、在建工程、无形资产和其他流动资产构成（见下图）。

图 7 截至 2018 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2016—2018 年，公司投资性房地产基本保持不变，年均复合下降 3.48%。截至 2018 年底，公司投资性房地产为 0.84 亿元，主要为东矿公司对外出租的房产。

2018 年公司认购了朝阳银行 3.25% 的股权导致期末长期股权投资为 1.84 亿元。

近年来受公司固定资产投资规模不断扩大的影响，2016—2018 年，公司固定资产增速较快，年均复合增长 21.00%。截至 2018 年底，公司固定资产账面价值为 9.49 亿元，较年初增长 22.14%，主要系新建采厂及硫酸系统安全环保技术改造工程部分完工转固所致。截至 2018 年底，公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 83.24%）、机器设备（占 15.57%）和运输设备（占 0.85%）构成。截至 2018 年底，固定资产累计折旧为 4.96 亿元，固定资产成新率 65.65%，成新率一般。

2016—2018 年，公司在建工程年均复合减少 42.68%，主要系在建项目逐渐完工转固所致。截至 2018 年底，公司在建工程账面价值为 1.42 亿元，公司未对在建项目计提减值准备；从在建工程的构成上看，投入在建工程的资金主要用于新建采矿厂、选厂安装工程、硫酸系统安全环保技术改造工程和生态环境治理及入河排口整治项目，占比分别为 90.53%、6.09%、2.28%和 0.90%。

2016—2018 年，公司无形资产呈持续增长趋势，年均复合增长 4.98%，截至 2018 年底，公司无形资产账面价值为 0.93 亿元，较年初增长 7.10%，主要系购买土地使用权和用友软件所致。公司无形资产主要由土地使用权（占 61.64%）、采矿权（占 37.54%）、用友软件（占 0.77%）等构成。截至 2018 年末，公司无形资产累计摊销 0.54 亿元。

2016—2018 年，公司其他非流动资产持续增长，年均复合增长 19.61%，主要为钻井勘探支出和预付工程、设备款，其中钻井勘探支出主要系子公司东矿公司、中都矿产为探明矿山资源储量而发生的支出，相关勘探支出暂时予以资本化处理。截至 2018 年底，公司其他非流动资产为 0.99 亿元，同比增长 10.24%。

截至 2019 年 6 月底，公司资产总额为 27.24 亿元，较年初增长 3.81%，其中流动资产为 8.32 亿元，较年初下降 20.98%，主要系交易性金融资产和应收账款减少所致。截至 2019 年 6 月底，交易性金融资产较年初下降 75.94%至 0.49 亿元，主要系公司处置部分金融资产所致；应收账款较年初下降 19.60%至 1.11 亿元，主要系收回前期欠款所致。截至 2019 年 6 月底，公司非流动资产为 18.92 亿元，较年初增长 20.44%，主要系无形资产增长所致，公司无形资产较年初增长 284.18%

至 3.56 亿元，主要系东矿公司依据与内蒙古自治区自然资源厅签署的采矿权出让合同确认新增资源矿业权出让收益形成的无形资产 2.98 亿元。

截至 2019 年 6 月底，公司资产无使用受限情况。

总体看，公司资产构成以非流动资产为主，近年来随着对采厂和技改项目的投资规模不断扩大，公司非流动资产持续增长。公司流动资产中货币资金及交易性金融资产占比较大，流动性较好，但其他应收款中的保证金金额较大，同时交易方资金紧张，需关注其回款情况。非流动资产以长期股权投资、固定资产、在建工程和无形资产为主，其中长期股权投资为持有的银行股权，无形资产主要为采矿权权益金。公司资产无使用受限情况，整体资产质量较好。

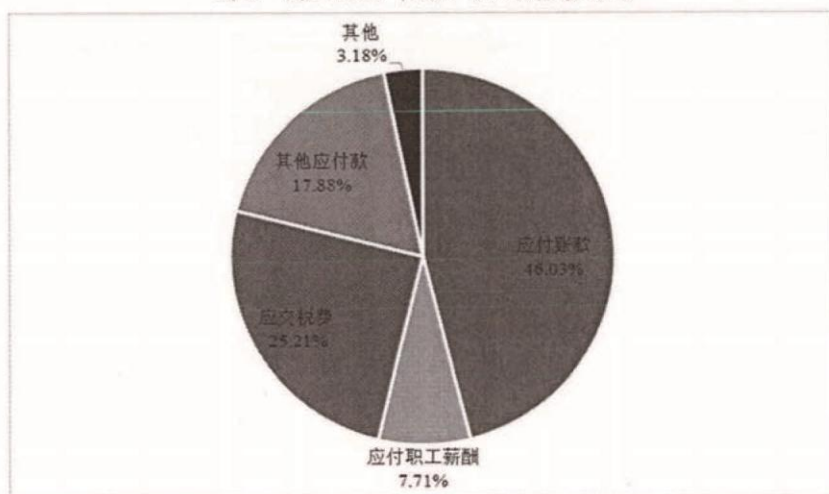
3. 负债及所有者权益

负债

2016—2018 年，公司负债波动增长，年均复合增长 23.46%。截至 2018 年底，公司负债合计 2.82 亿元，较年初增长 52.57%，主要系流动负债增长所致。近三年公司负债主要以流动负债为主，截至 2018 年底，公司流动负债和非流动负债分别占比 88.02%和 11.98%。

2016—2018 年，公司流动负债规模持续增长，年均复合增长 27.93%。截至 2018 年底，公司流动负债合计 2.49 亿元，以应付账款、应付职工薪酬、应交税费以及其他应付款为主（见下图）。

图 8 截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司应付账款持续增长，年均复合增长率为 19.83%，主要系公司应付工程材料款和劳务费增加所致。截至 2018 年底，公司应付账款为 1.14 亿元，较年初增长 32.07%，主要系东矿公司应付工程款和劳务费增加所致，应付账款主要为劳务款（占 41.35%）、工程款（占 18.26%）、预提费用（占 20.14%）以及材料款（占 16.92%）。

2016—2018 年，公司应付职工薪酬持续增长，年均复合增长 39.80%，主要系工资、奖金、津贴和补贴增加所致，截至 2018 年底，公司应付职工薪酬为 0.19 亿元。

2016—2018 年，公司应交税费持续增长，年均复合增长 43.80%，主要系公司业务规模扩大后应交增值税、资源税、企业所得税等增加所致，截至 2018 年底，公司应交税费为 0.63 亿元。

2016—2018 年，公司其他应付款持续增长，年均复合增长 78.39%，截至 2018 年底，公司其他应付款为 0.44 亿元，较年初增长 209.65%，主要系期权保证金增加所致。公司其他应付款主要

由保证金（占 75.63%）和重整债务（占 13.50%）构成。

2016—2018 年，公司非流动负债基本保持稳定，年均复合增长 0.66%，截至 2018 年底，公司非流动负债为 0.34 亿元，主要由预计负债（占 76.45%）和递延所得税负债（占 23.55%）构成。

2016—2018 年，公司预计负债基本保持稳定，年均复合增长 1.13%，截至 2018 年底，公司预计负债为 0.26 亿元，全部为矿山环境综合治理费。

2016—2018 年，公司递延所得税负债基本保持稳定，年均复合下降 0.84%，截至 2018 年底，公司递延所得税负债为 0.08 亿元。

2016 年，公司无有息债务。2017—2018 年，公司全部债务分别为 395.00 万元和 239.58 万元，全部为短期债务，公司债务负担较轻。2016—2018 年公司资产负债率分别为 9.47%、7.79%和 10.76%；2017—2018 年，公司全部债务资本化率分别为 0.18%和 0.10%。整体看，公司全部债务规模不大，偿付压力小。

截至 2019 年 6 月底，公司负债总额为 4.85 亿元，较年初增长 71.57%，主要系流动负债增长所致，其中流动负债为 4.50 亿元，较年初增长 81.07%，主要系其他应付款增加所致；公司采矿权价款增加 2.38 亿元使得其他应付款较年初增长 507.46%至 2.70 亿元。截至 2019 年 6 月底，公司非流动负债为 0.34 亿元，较年初基本保持稳定。截至 2019 年 6 月底，公司债务规模为 47.35 万元，全部由短期债务构成；资产负债率和全部债务资本化比率分别为 17.79%和 0.02%，债务负担轻。

总体看，公司负债以流动负债为主，规模较小，近年来有息债务仅有应付票据，偿付压力小，但随着未来公司投资规模的不断扩大，外部融资需求将会增强，预期未来债务规模将会有所增加。

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 14.95%，主要系未分配利润增加所致。截至 2018 年底，公司所有者权益合计 23.41 亿元，全部为归属于母公司所有者权益；归属于母公司所有者权益中，实收资本占 48.57%，资本公积占 8.06%，盈余公积占 8.31%，未分配利润占 38.40%。2016—2018 年，公司实收资本均为 11.37 亿元；资本公积均为 1.89 亿元；盈余公积分别为 1.54 亿元、1.72 亿元和 1.95 亿元，年均复合增长 12.37%，未分配利润分别为 2.36 亿元、6.31 亿元和 8.99 亿元，年均复合增长 95.19%。截至 2018 年底，公司所有者权益中实收资本占比高，权益稳定性较好。

截至 2019 年 6 月底，公司所有者权益为 22.39 亿元，较年初下降 4.36%，主要系公司回购部分股份用于股权激励或员工持股计划所致，所有者权益构成较年初变动不大。

总体看，由于公司未分配利润持续增长，带动公司所有者权益增加，公司所有者权益中实收资本占比高，权益的稳定性较好。

4. 盈利能力

2016—2018 年，公司营业收入波动增长，分别为 11.14 亿元、12.40 亿元和 12.26 亿元，年均复合增长 4.88%；营业利润分别为 3.02 亿元、5.35 亿元和 4.90 亿元；净利润分别为 2.33 元、4.10 亿元和 4.03 亿元，其中 2018 年公司营业利润和净利润较上年分别下降 8.46%和 1.76%，主要系 2018 年公司营业总成本增幅较快所致。

从期间费用来看，2016—2018 年，公司期间费用分别为 1.09 亿元、0.83 亿元和 0.83 亿元，年均复合下降 12.57%，主要系销售费用减少同时财务收入增加所致。具体来看，2016—2018 年，公司销售费用分别为 0.13 亿元、0.05 亿元和 0.08 亿元，年均复合减少 19.20%，其中变动的主要

原因为东矿公司根据市场行情改变运费模式所致。2016—2018 年，公司管理费用分别为 0.92 亿元、0.83 亿元和 0.97 亿元，年均复合增长 2.47%；财务费用分别为 0.04 亿元、-0.05 亿元和 -0.22 亿元，其中 2018 年公司利息收入金额同比增幅较大，主要系公司将暂时闲置的资金转为定期存款，银行存款利息收入同比增加，同时子公司金鹏矿业原开设矿山地质环境治理恢复保证金专户并缴存的保证金于 2018 年 12 月份由政府监管部门退还，并退还存款利息 921.04 万元所致。近三年，公司费用收入比分别为 9.76%、6.69%和 6.78%，公司费用控制能力较强。

从各项盈利指标来看，2016—2018 年，公司总资本收益率分别为 13.92%、20.70%和 17.78%；总资产报酬率分别为 15.01%、23.14%和 19.32%；净资产收益率分别为 14.25%、20.71%和 17.79%，与国内同行业其他主要上市公司比较，公司各项主要盈利指标处于较高水平。

表 13 2018 年有色金属上市公司盈利能力指标情况（单位：%）

企业简称	销售毛利率	净资产收益率（平均）	总资产报酬率
驰宏锌锗	18.99	4.42	4.87
中金岭南	13.50	9.05	7.52
紫金矿业	12.59	10.85	7.28
金岭矿业	24.12	4.28	4.75
兴业矿业	62.09	-3.25	3.24
国城矿业	54.37	17.95	18.42

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据资料来源：Wind 资讯

2019 年 1—6 月，公司实现营业收入 5.58 亿元，同比下降 18.78%，主要系产品销售价格下降所致，营业成本为 3.27 亿元，同比增长 14.56%，主要系原矿入选品位同比下降，单位产品原矿消耗量增加，导致精矿单位成本升高所致。2019 年 1—6 月，有色金属采选业务毛利率同比下降 17.03 个百分点至 41.95%，主要系产品销售价格下降，同时叠加单位生产成本增加所致；硫酸及其附属业务毛利率同比下降 37.49 个百分点至 1.38%，主要系产品平均价格大幅下滑，生产成本升高所致。2019 年 1—6 月，公司实现营业利润和净利润分别为 1.78 亿元和 1.55 亿元，分别同比下降 41.69%和 39.12%。

总体看，公司收入规模波动增长，期间费用控制较强，近年来公司利润规模波动上涨，盈利能力较强，优于行业平均水平。2019 年 1—6 月，受公司产品价格下降及生产成本升高影响，公司营业利润同比大幅下滑。

5. 现金流

从经营活动看，2016—2018 年，公司经营活动现金流入年均复合增长 4.74%，分别为 12.76 亿元、13.66 亿元和 14.00 亿元，主要来自销售商品、提供劳务收到的现金，经营活动现金流出分别为 8.63 亿元、8.57 亿元和 9.23 亿元，年均复合增长 3.42%，经营活动现金流量净额分别为 4.13 亿元、5.09 亿元和 4.77 亿元。近三年公司现金收入比分别为 113.76%、109.38%和 105.71%，现金收入比均大于 100%，总体看公司收入实现质量较好。

从投资活动看，2016—2018 年，公司投资活动现金流入分别为 0.40 亿元、0.008 亿元和 0.55 亿元，波动幅度较大，主要由于提解卖出期权释放保证金导致收到其他与投资活动有关的现金波动所致；投资活动现金流出分别为 1.17 亿元、0.99 亿元、7.52 亿元，其中 2018 年投资活动现金流出规模同比变动幅度较大，主要系进行金融资产投资、认购朝阳银行股份及筹划购买诚诚矿业支付保证金所致。近三年，公司投资活动现金流量净流出规模分别为 0.77 亿元、0.98 亿元和 6.97

亿元。

从筹资活动看，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入分别为 0.58 亿元、0.00 亿元和 0.01 亿元，其中 2016 年金额较大，主要为公司吸收投资收到现金 0.20 亿元，取的借款收到现金 0.38 亿元。2016—2018 年，筹资活动现金流出分别为 1.96 亿元、0.00 亿元和 2.23 亿元，其中 2018 年公司分配股利支付利息支付的现金 1.14 亿元，支付股票回购款 1.08 亿元。2016—2018 年，公司筹资活动现金净流出金额分别为 1.39 亿元、0.00 亿元和 2.22 亿元。

2019 年 1—6 月，公司经营活动现金流量净额为 2.08 亿元，同比下降 49.40%，主要系主要产品销售价格下降，导致销售商品、提供劳务收到的现金同比减少所致；投资活动现金流量净额为 0.64 亿元，同比增长 125.93%，主要系公司处置股票投资，导致投资活动产生的现金流入同比大幅增加所致；筹资活动产生的现金流量净额为-2.42 亿元，较上年同期净流出规模扩大 1.75 亿元，主要系公司回购公司股票，导致筹资活动产生的现金流出同比大幅增加所致。

总体看，近年来公司经营活动产生的现金流入规模逐年提高，收入实现质量较高；随着公司股权投资和固定资产投入规模不断扩大，投资活动现金流出量有所增加，公司外部融资需求不断增加。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，受货币资金波动影响，近三年公司流动比率和速动比率波动增加。2016—2018 年公司流动比率分别为 3.88 倍、6.45 倍和 4.24 倍，速动比率分别为 3.45 倍、5.84 倍和 3.90 倍。2017 和 2018 年公司现金短期债务比分别为 197.35 倍和 230.13 倍，现金类资产对短期债务覆盖程度很强。2016—2018 年公司经营现金流动负债比率分别为 272.07%、336.89%和 191.89%。总体看，公司短期偿债压力小，短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2016—2018 年公司 EBITDA 分别为 3.61 亿元、5.84 亿元和 5.78 亿元，呈逐年波动趋势，主要系有色金属采选及相关业务收入规模波动增加所致，公司 EBITDA 主要由折旧、摊销和利润总额构成，2018 年上述占比分别为 15.22%、1.11%和 83.61%。2016 年公司 EBITDA 利息倍数为 68.09 倍，2017—2018 年公司利息收入超过利息支出，因此利息偿付压力较小。2016 年公司无有息债务，2017—2018 年，EBITDA 全部债务比分别为 147.88 倍和 241.05 倍，能够对债务形成很好的覆盖。总体看，公司长期偿债能力很强。

截至 2019 年 6 月底，公司无对外担保和重大诉讼仲裁事项。

截至 2019 年 6 月底，公司无银行等金融机构授信。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》(编号为【G1050010200009650R】)，截至 2019 年 11 月 27 日，公司无未结清不良记录，已结清不良记录中有 12 笔欠息记录，34 笔不良/违约类贷款，24 笔关注类贷款。

总体看，公司资产质量较好，整体负债水平较低，盈利能力强，经营活动创造现金能力强，整体偿债能力很强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2019 年 6 月末，公司债务总额为 47.35 万元，本次拟发行公司债规模不超过 8.60 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度很大。本次债券发行后，公司债务负担将明显加重，但资本结构仍处于合理水平。

以 2019 年 6 月末财务数据为基础,假设募集资金净额为 8.60 亿元,本次债券发行后,在其它因素不变的情况下,公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别将上升 27.75 个百分点、27.74 个百分点和 19.73 个百分点至 26.86%、26.92%和 32.79%,债务水平仍属较低。

2. 本次公司债偿债能力分析

以 2018 年的财务数据为基础,公司 2018 年 EBITDA 为 5.78 亿元,为本次公司债券发行额度(8.60 亿元)的 0.67 倍,EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高。公司 2018 年经营活动产生的现金流入 14.00 亿元,为本次公司债券发行额度(8.60 亿元)的 1.63 倍,公司经营活动现金流对本次债券覆盖程度一般。经营活动产生的现金净流量为 4.77 亿元,为本次公司债券发行额度(8.60 亿元)的 0.55 倍,公司经营活动现金流对本次债券覆盖程度较高。

从本次债券的发行条款看,公司制定了转股价格调整条款:当公司发生送红股、转增股本、增发新股(不包括因本次可转债转股而增加的股本)、配股以及派发现金股利等情况时,公司将按上述条件出现的先后顺序,依次对转股价格进行累积调整;转股价格修正条款:当公司股票在任意三十个连续交易日中至少十五个交易日的收盘价格低于当期转股价格 85%时,公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决,该方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施;有条件赎回条款:在转股期内,如果公司 A 股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%(含 130%),或当本次发行的可转债未转股余额不足 3,000 万元时,公司有权决定按照债券面值加应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债;以及有条件回售条款:本次发行的可转债最后两个计息年度,如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时,可转债持有人有权将其持有的全部或部分可转债按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

联合评级认为,公司为本次发行可转换公司债而设置的转股价格调整及转股价格向下修正的条款,一方面能够根据公司送股、派息等情况自然调整转股价格,同时,能够预防由于预期之外的事件导致公司股票在二级市场大幅下跌,致使转股不能顺利进行。设定的赎回条款可以有效促进债券持有人在市场行情高涨时进行转股。设定的回售条款可以有效促进当公司面临回售压力较大的时候及时向下修正转股价格。

本次可转债发行后,考虑到未来转股因素,预计公司的资产负债率将有进一步下降的可能,转股将有利于降低公司投资项目的资金压力,公司偿付债券的能力将进一步增强。

综合以上分析,并考虑到公司规模、行业特征及行业地位、资源储备、盈利能力等因素,联合评级认为,公司对本期债券的偿还能力很强。

九、综合评价

联合评级对国城矿业的评级反映了其作为国内上市的有色金属精矿生产企业,在生产规模、矿产资源、销售渠道、股东支持等方面所具备的优势;同时联合评级也关注到有色金属行业受宏观经济波动的影响较大、公司产品结构单一、部分矿产尚未产生现金流、在建项目资金支出压力较大、安全生产及环保成本上升以及控股股东股权质押比例较高等因素对公司信用水平带来的不利影响。

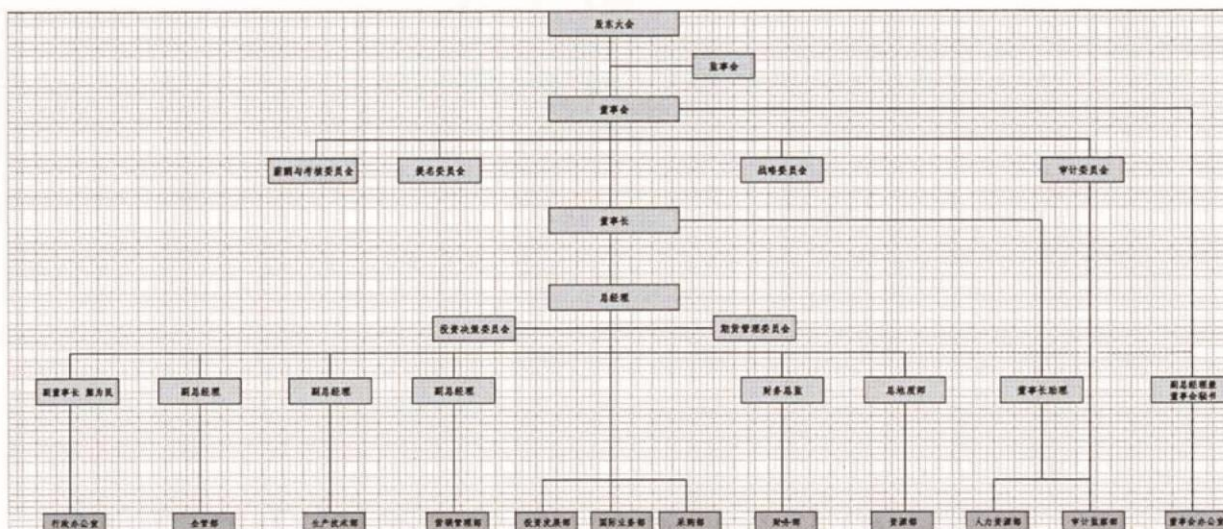
公司控股股东国城控股积极进行矿产资源储备,国城控股承诺其拥有优质矿产资源达到开采条件后将注入公司。未来,公司矿产资源储备量有望增加,产业链得以完善,整体综合竞争实力

有望得到提高。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次可转换公司债券设置了转股价格调整、转股价格向下修正、有条件赎回、有条件回售等条款，考虑到未来转股因素，公司的资本实力有可能进一步增强。

基于对公司主体及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

附件1 国城矿业股份有限公司组织结构图



附件 2 国城矿业股份有限公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额 (亿元)	19.57	23.77	26.24	27.24
所有者权益 (亿元)	17.72	21.92	23.41	22.39
短期债务 (亿元)	0.00	0.04	0.02	0.00
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务 (亿元)	0.00	0.04	0.02	0.005
营业收入 (亿元)	11.14	12.40	12.26	5.58
净利润 (亿元)	2.33	4.10	4.03	1.55
EBITDA (亿元)	3.61	5.84	5.78	--
经营性净现金流 (亿元)	4.13	5.09	4.77	2.08
应收账款周转次数 (次)	5.05	11.48	10.72	--
存货周转次数 (次)	12.61	6.68	6.35	--
总资产周转次数 (次)	0.57	0.57	0.49	0.21
现金收入比率 (%)	113.76	109.38	105.71	112.79
总资本收益率 (%)	13.92	20.70	17.78	6.61
总资产报酬率 (%)	15.01	23.14	19.32	6.68
净资产收益率 (%)	14.25	20.71	17.79	6.76
营业利润率 (%)	36.98	49.94	46.33	34.17
费用收入比 (%)	9.76	6.69	6.78	10.80
资产负债率 (%)	9.47	7.79	10.76	17.79
全部债务资本化比率 (%)	0.00	0.18	0.10	0.02
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00
EBITDA 利息倍数 (倍)	68.09	2,164.85	1,837.41	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	--	147.88	241.05	--
流动比率 (倍)	3.88	6.45	4.24	1.85
速动比率 (倍)	3.45	5.84	3.90	1.77
现金短期债务比 (倍)	--	197.35	230.13	914.68
经营现金流动负债比率 (%)	272.07	336.89	191.89	46.13
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.42	0.68	0.67	--

注：1. 公司 2019 年半年度财务报告未经审计，相关指标未年化。2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币

附件 3 有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资产收益率	(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)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的交易性金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的交易性金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 国城矿业股份有限公司 2019 年可转换公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，并在每年国城矿业股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

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

联合评级将密切关注国城矿业股份有限公司的相关状况，以及包括转股、赎回及回售等在内的可转换债券下设特殊条款，如发现国城矿业股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如国城矿业股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至国城矿业股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送国城矿业股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇一九年十二月四日

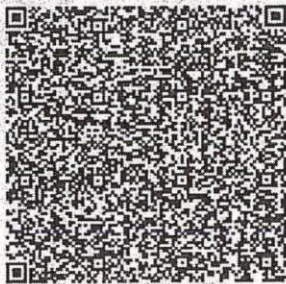


营业执照

(副本)
统一社会信用代码 91120104738471845H

名称 联合信用评级有限公司
类型 有限责任公司(外商投资企业法人独资)
住所 天津市南开区水上公园北道38号爱丽园公寓508
法定代表人 万华伟
注册资本 叁仟万元人民币
成立日期 二00二年五月十日
营业期限 2002年05月10日至 2032年05月09日

从事企业资信评估及相关业务的人员培训、咨询服务(不含中介);从事证券市场资信评级业务。(国家有专项专营规定的按国家专项专营规定办理)

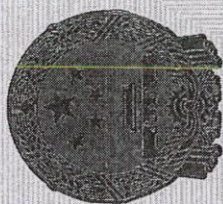


登记机关



2018 年 07 月 09 日

每年1月1日至6月30日,应登录公示系统报送年度报告,
逾期列入经营异常名录



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：联合信用评级有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：万华伟

注册地址：天津市南开区水上公园北道38号爱丽园公寓508

编号：ZPJ005

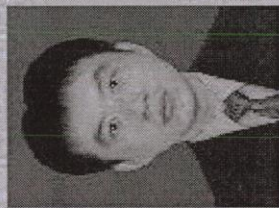
中国证券监督管理委员会(公章)



中国证券业执业证书

执业注册记录

2015-07-25 联合信用评级有限公司 证券投资咨询业务(其他) R0040215070002



姓名: 任贵永

性别: 男

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 联合信用评级有限公司

编号: R0040215070002

证书取得日期 2015-07-25 证书有效截止日期 2019-12-31



2018年03月06日

以该评级业务使用
复印无效

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名: 樊思

性别: 女

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 联合信用评级有限公司

编号: R0040218010005

证书取得日期 2018-01-09

证书有效截止日期 2020-12-31



仅限评级业务使用
复印无效

2018年03月28日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。