大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

跟踪评级公告

大公报 SD【2017】032 号

大公国际资信评估有限公司通过对天津物产九江国际贸易有限公司及“16 物产九江 CP001”的信用状况进行跟踪评级，确定天津物产九江国际贸易有限公司的主体长期信用等级维持 AA-，评级展望维持稳定，“16 物产九江 CP001”的信用等级维持 A-1。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇一七年二月十七日

天津物产九江国际贸易有限公司
主体与相关债项 2017 年度跟踪评级报告

大公报 SD【2017】032 号

主体信用

跟踪评级结果：AA-　评级展望：稳定

上次评级结果：AA-　评级展望：稳定

债项信用

债券简称	额度（亿元）	期限（天）	跟踪评级结果	上次评级结果
16 物产九江 CP001	2	365	A-1	A-1

主要财务数据和指标　（人民币亿元）

项 目	2016.9	2015	2014	2013
总资产	100.18	83.83	90.11	94.47
所有者权益	21.09	20.98	20.62	20.12
营业收入	340.11	336.10	318.25	340.72
利润总额	0.96	1.00	0.66	0.68
经营性净现金流	1.04	0.48	5.93	6.39
资产负债率（%）	78.95	74.98	77.12	78.70
债务资本比率（%）	56.64	52.93	62.74	65.74
毛利率（%）	0.62	1.11	1.46	1.21
总资产报酬率（%）	1.49	2.31	2.36	2.40
净资产收益率（%）	3.39	3.57	2.41	2.54
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	1.96	0.52	4.05	4.03
经营性净现金流/总负债（%）	1.47	0.73	8.25	11.23

注：2016 年 9 月财务数据未经审计。

评级小组负责人：郑孝君
评级小组成员：宋莹莹　王桐桐
联系电话：010-51087768
客服电话：4008-84-4008
传　　真：010-84583355
Email　：rating@dagongcredit.com

跟踪评级观点

天津物产九江国际贸易有限公司（以下简称“天九国际”或“公司”）主要从事钢铁原料及制品等国内外贸易业务。评级结果反映了天津市优越的区位条件为贸易企业提供良好的发展环境，公司销售方式仍较为灵活，以及存货周转效率仍处于行业较好水平等有利因素；同时也反映了公司毛利率仍较低，关联交易仍较多，集中偿债压力依旧较大，全额分配利润仍不利于净资产积累等不利因素。

综合分析，大公对公司“16 物产九江 CP001”信用等级维持 A-1，主体信用等级维持 AA-，评级展望维持稳定。

有利因素

- 天津市优越的区位条件仍为区域内贸易企业提供了良好的发展环境；
- 公司继续利用自身优势，以代理和自营相结合的经营模式销售铁矿，并不断扩大自营规模，销售方式仍较为灵活；
- 2016 年前三季度，公司存货周转率仍较高，处于行业较好水平。

不利因素

- 受大宗商品贸易企业盈利特征及关联交易影响，公司毛利率仍较低；
- 公司与股东关联交易依旧较多，存在上下游企业重合情况，同时预付给迁安市九江线材有限责任公司的款项金额较大，存在一定经营风险；
- 公司的有息债务仍以短期有息债务为主，集中偿付压力较大；
- 公司全额分配利润的方式仍不利于净资产的积累。

大公保留对企业及相关债项信用状况跟踪评估并公布信用等级变化之权利

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

跟踪评级说明

根据大公承做的天津物产九江国际贸易有限公司存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对公司的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合公司外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

发债主体

天九国际成立于 2012 年 4 月，由天津物产集团有限公司（以下简称“天物集团”）与迁安市九江线材有限责任公司（以下简称“九江线材”）分别出资 5 亿元共同组建，初始注册资本为人民币 10 亿元。经 2013 年 7 月增资 10 亿元后，截至 2016 年 9 月末，公司注册资本为 20 亿元，天物集团和九江线材分别持股 50%。公司董事会成员共 5 人，其中天物集团委派董事 3 人，占表决权的 60%，天物集团对公司具有控制权，故天物集团为公司实际控制人。

公司处于生产性服务行业，主要通过与大型钢厂、贸易商及钢材加工生产企业合作，从事钢铁原料及制品的国内、国际贸易。

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表示：

表 1　本次跟踪债券概况及募集资金使用情况

债券简称	发行额度	发行期限	募集资金用途	进展情况
16 物产九江 CP001	2 亿元	2016.09.14～2017.09.14	偿还银行贷款	已按募集资金要求使用

数据来源：根据公开资料整理

宏观经济和政策环境

2015 年以来我国经济增速有所回落，但主要经济指标仍处于合理区间，产业结构更趋优化；短期内我国经济下行压力仍较大，但随着“十三五”规划和供给侧结构性改革的持续推进，我国经济仍具有保持中高速增长的潜力

2015 年，我国经济整体表现为稳中趋缓、稳中有进、稳中有忧，产业结构持续优化，主要经济指标仍处于合理区间。2015 年，我国实现国内生产总值 676,708 亿元，同比增长 6.9%，增速同比下降 0.4 个百分点。根据国家统计局初步核算数据，2016 年前三季度，我国实现国内生产总值 529,971 亿元，同比增长 6.7%，增速同比下降 0.2 个百分点。分产业看，第一产业增加值 40,666 亿元，比上年增长 3.5%；第二产业增加值 209,415 亿元，比上年增长 6.1%；第三产业增加值 279,890 亿元，比上年增长 7.6%，占国内生产总值的比重为 52.8%，比上年提高 1.4 个百分点，高于第二产业 13.3 个百分点，产业结构更趋

优化。经济景气度方面，2016 年 10 月，中国制造业 PMI 终值为 51.2%，较上月回升 0.8 个百分点，继续位于临界点之上。总的来看，2013 年以来，国民经济增速有所回落，但主要经济指标仍处于合理区间，运行较为平稳，结构调整在加快推进，保持稳中有进的态势，产业结构更趋优化。

从国际形势来看，2015 年以来，世界经济复苏总体不及预期，世界银行于2016年6月下调了世界经济增长的预期，由2.9%下调至2.4%，同时将 2017 年增长预期由 3.1%下调至 2.4%。世界经济总体上仍处在危机后的深度调整之中，呈现出一种低增长、低物价、低利率、不平衡，且振荡加剧的特点。在宏观经济方面，美、欧、日等发达经济体总需求不足和长期增长率不高现象并存，新兴市场经济体总体增长率下滑趋势难以得到有效遏制；在金融市场方面，发达经济体政府债务负担有所好转，但新兴市场经济体和发展中经济体政府债务负担未见改观，此外，全球非金融企业债务水平进一步升高，成为全球金融市场中新的风险点。2016 年 11 月 9 日，特朗普当选美国总统，其团队所主张的医疗、贸易、金融、外交等方面政策，预示美国战略收缩力度将加大，继英国脱欧之后，美国大选结果将增加全球经济的不可预见性和波动性。整体而言，世界经济复苏存在一定的不稳定性和不确定性。

2015 年以来，央行延续之前稳健的货币政策基调，更加注重松紧适度，适度预调微调。2015 年内多次降息、降准，有效压低了短期流动性价格及社会融资成本。国务院通过出台文件扩大社保基金的投资范围向市场补充流动性，改善社会融资结构，同时颁布促进互联网金融、电子商务、小微企业发展的优惠政策，不断改善企业经营所面临的融资难问题。2015 年 11 月 3 日，国家发布“十三五”规划建议稿，建议稿提出了创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，这五大发展理念将是“十三五”乃至更长时期我国发展思路、发展方向、发展着力点的集中体现。2015 年 12 月，中央财经领导小组在中央经济工作会议中，强调推进供给侧结构性改革，做好“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”工作，积极稳妥化解产能过剩，扩大有效供给。2016 年，央行在继续稳健货币政策的基础上，加强对供给侧结构性改革中的总需求管理，为结构性改革营造中性适度的货币金融环境，促进经济科学发展和可持续发展。

总的来看，我国经济正处在调结构、转方式的关键阶段，国内经济下行的压力仍然较大。同时，我国工业化和城镇化仍处在一个加快发展的过程之中，“十三五”规划建议稿将创新置于最核心地位，新老产业交替时期，以“互联网+”为代表的新型产业是大势所趋，新型产业将会与工业化和城镇化高度融合，创造出新的经济增长动力。供给侧结构性改革将持续化解过剩产能和房产库存，促进基础设施和房地产行业的有效投资。从长期来看，我国经济仍具有保持中高速增长的潜力。

行业及区域经济环境

● 铁矿贸易

我国铁矿产品对进口的依赖程度仍然较高，价格受市场供需失衡的影响较大

我国钢铁行业产能较大，对铁矿石需求持续旺盛，而我国铁矿石资源相对较为贫乏且品位较低，全球优质铁矿石集中在澳大利亚和巴西等国，主要由巴西淡水河谷公司、澳大利亚力拓集团、必和必拓公司三大矿业巨头垄断。我国钢铁行业对进口铁矿石的依赖度较高，2013～2015 年，铁矿石进口量分别为 8.19 亿吨、9.33 亿吨和 9.53 亿吨，逐年增长，2016 年 1～9 月，铁矿石进口量 7.63 亿吨，同比增长 9.13%。2013～2015 年，铁矿石的价格不断下跌，导致国内外很多成本较高的企业亏损、减产甚至退出市场，这也使得我国对国外铁矿石的依存度越来越高、进口来源地也愈发集中，目前进口铁矿石占我国全部铁矿需求的比例超过 80%。

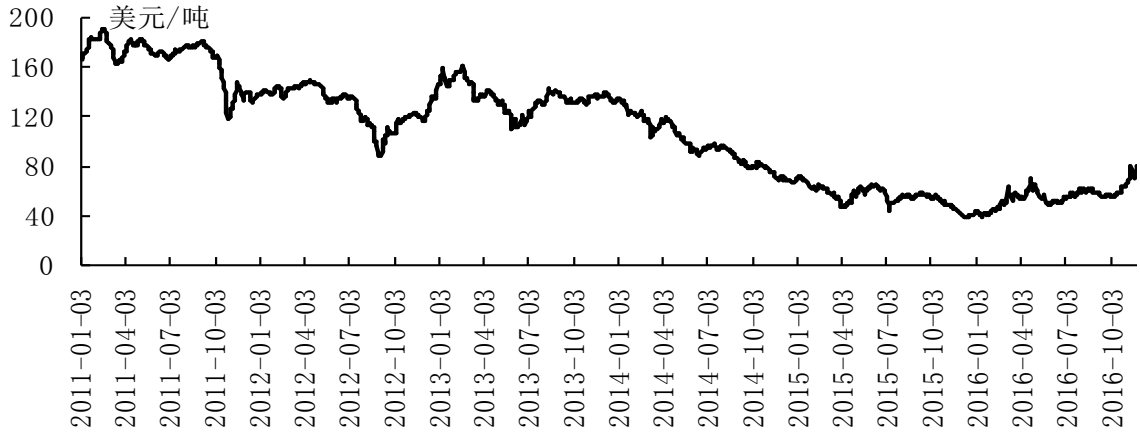


图 1　2011 年以来铁矿石普氏价格指数（62%CFR）走势

数据来源：Wind 资讯

由于中国经济放缓，终端需求呈下行趋势，导致钢铁产量增速下降明显，钢铁产能过剩现象较严重，对铁矿石的需求不足，同时受国际铁矿石供应商产能增长等因素影响，2013～2015 年，铁矿石价格进入下降通道。进口铁矿石价格指数由 2013 年末的 517.85 点下跌至 2015 年末的 157.72 点。2016 年以来，受三大矿业巨头及非主流矿山产品供应变化、下游钢铁产品价格震荡等因素影响，铁矿石价格波动增长，回升到 2016 年 10 月末的 235.17 点。

从长远来看，随着我国钢铁行业整合和钢铁去产能政策的进一步实施，对铁矿石的需求将会走低，严重依赖进口的局面难以发生实质性改变，贸易企业经营将面临着一定的挑战。

● 钢铁贸易

我国是钢铁大国，钢铁贸易仍存在很大市场空间；钢铁行业供需矛盾突出，产能过剩现象严重，2016 年以来，钢价波动幅度较大，增加了钢贸企业经营风险

我国是钢铁生产与需求大国，作为最重要的大宗商品之一，钢铁存在巨大的流通需求，钢铁贸易存在很大的市场空间。钢贸行业准入门槛较低，随着钢铁行业的快速发展，钢贸企业、个体户数量快速增长，行业竞争激烈。在钢铁产业链中，上游钢铁企业一般要求全额预付，而下游需求方相对比较分散，钢贸商为加大业务承揽，多以一定比例保证金成交，通过银行融得周转资金，需承担较大钢材价格波动风险、下游客户违约风险及资金成本上涨风险。

钢铁主要的下游行业包括建筑业、重型机械、汽车和船舶制造等。建筑业是我国最重要的钢材消费对象，其消费量占钢铁总消费量的一半以上。钢材的销量在 2010 年实现高速增长后，受国外主要发达国家经济普遍下滑、国内货币紧缩政策以及房地产调控政策的影响，市场需求大幅减少。上游钢铁企业由于其固定资产比重大，市场化退出壁垒较高，加之受到行政干预较强，所以主动减产、停产的积极性不高，在下游企业需求不振的影响下，主要钢铁产品处于供大于求状态，2016 年国家加强去产能力度，虽然去产能工作按计划顺利进行，但总体看，尚未解决钢铁行业供需矛盾。2016 年以来，钢材价格波动幅度较大，2016 年 1～2 月，钢材价格低位盘整，3 月份受供需格局的阶段性错配、投机因素及市场乐观预期影响，钢价迎来“过山车”式走势，中钢协钢材综合价格指数一度冲高至 84.66（相较 2016 年初增长 45.66%），随后受钢厂复产引致供给端压力及投机情绪平复等影响，3 月份至 6 月初钢材价格大幅回落，但自 6 月初开始钢价持续呈现反弹趋势，至 8 月下旬达到 77.54 点，之后小幅下跌至 9 月末的 75.56 点，6～8 月钢价上涨主要由于去产能政策、唐山限产、G20 限产以及习主席关于下半年适度扩大总需求的讲话等因素带来的供需格局改善所致，但到了 8 月下旬，地产调控力度较大，各种限产因素陆续放松带来供需格局发展，致使钢价小幅下跌。9 月以来，受城市轨道交通项目及 PPP 项目落地提振影响，短期内钢材需求量增加，钢材价格有所上升。

钢材价格大幅波动一定程度上影响了钢贸商盈利的稳定性，增加了钢贸商经营风险，同时库存压力较大、客户质量差以及行业内存在的仓单重复质押、相互担保现象使得钢贸企业大量倒闭。钢贸风险的加大也使得银行收紧放贷条件，钢贸行业进入调整期，盈利模式从简单的购销差到通过提供物流、融资等多种附加服务方式转变。

● 煤炭贸易

煤炭是重要的一次能源，煤炭行业生产与消费布局的矛盾依旧突出，2016 年 1～9 月，受煤炭供应缩减影响，煤炭价格和进口量有所提升

煤炭是我国最主要的一次能源，在我国能源消费中长期保持基础性地位。从需求来看，煤炭下游需求主要集中在电力、建材和冶金等方面，2016 年 1～9 月，我国电力、建材和冶金的产量仍处于较高水平，其中，火电累计发电量 32,289 亿千瓦小时，同比增加 0.80%；钢材产量为 85,029.60 万吨，同比增加 1.20%；水泥累计产量为 17.65 亿吨，同比增加 2.60%。

从煤炭供给来看，2016 年 4 月，国家发改委、人社部、国家能源局和国家煤炭安监局联合发布《关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知》，要求全国煤矿自 2016 年起全年作业时间不超过 276 个工作日，以推动煤矿减产，2016 年 1～9 月，原煤产量 245,632.10 万吨，同比下降 10.50%。发改委表示，截至 2016 年 9 月末，煤炭行业退出产能任务量已完成 80%以上，2016 年全年过剩产能退出任务有望提前完成。从煤炭价格来看，煤炭去产能政策导致煤炭产量下降，2016 年 6 月以来，受夏季用电高峰及南方洪涝灾害的影响，煤炭市场供应紧张，电厂库存处于低位，煤炭价格开始企稳回升，且受北方进入供暖季及煤炭去产能的影响，秦皇岛港 5,500 大卡市场动力煤平仓价为 565 元/吨，较 2016 年初已上涨 52.70%。9 月 29 日，为促进供需平衡，抑制煤价过快上涨，发改委发布通知称中国煤炭工业协会评定的 74 座先进产能煤矿、国家煤矿安监局公布的 2015 年度一级安全质量标准化煤矿和各地向中国煤炭工业协会申报的安全高效煤矿可在 2016 年 10 月 1 日～12 月 31 日期间在 276～330 个工作日之间释放产能，若以上煤矿全部改为 330 个工作日，日均可增加 116 万吨。不过，根据国家统计局数据，10 月份原煤产量为 2.82 亿吨，较 9 月份仅增长 1.80%，煤炭日均产量增加仅 18 万吨，与政策允许的 116 万吨差距较大，短期内抑制煤炭价格上涨的政策效果不明显，煤炭价格继续上涨，截至 2016 年 11 月 9 日秦皇岛港 5,500 大卡市场动力煤平仓价为 610 元/吨，比年初上涨 240 元/吨左右。11 月 16 日，为稳定煤炭供应，发改委同国家能源局、国家煤矿安全生产监察局和中国煤炭工业协会召开电视电话会议，声明所有具备安全生产条件的合法合规煤矿在采暖季结束前都可按 330 个工作日组织生产。

根据国家能源局制定的《科学发展 2030 年国家能源战略》，2007～2030 年我国煤炭消费量将增加 12 亿吨原煤，煤炭占一次能源消费比例约为 70%。在未来相当长的时期内，煤炭作为主体能源的地位不会改变，保障煤炭的持续稳定供应具有重要的意义，我国煤炭贸易行业景气度有望提升。

我国煤炭主要来源于国内重要煤炭供应基地以及进口采购。我国

煤炭供应基地主要分布在晋陕蒙新等地，随着我国经济发展和产业结构调整，煤炭生产与消费布局的矛盾加剧：东部煤炭资源日渐枯竭，产量萎缩；中部受资源与环境约束的矛盾加剧，煤炭净调入省增加；煤炭生产进一步向西部地区集中，“北煤南运、西煤东调”的趋势日益显现。作为煤炭运输的主要方式，铁路运力曾经一度紧张，但通过近几年的建设，我国煤炭铁路运力已经出现大幅提升，随着张唐、蒙冀铁路线先后开通，以及神华铁路、港口设备、设施对外开放，煤炭行业面临的铁路外运瓶颈彻底被打破，发煤企业运输通道的可选性增强。

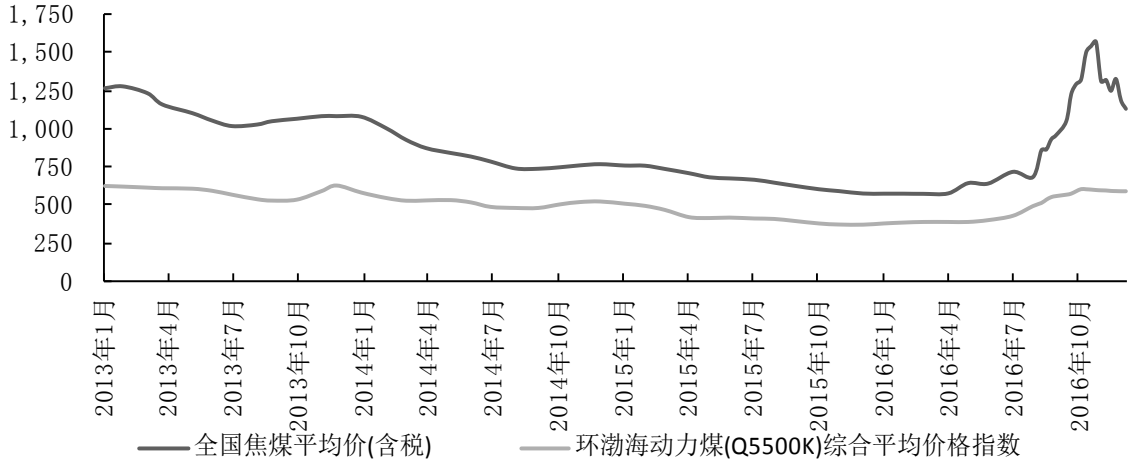


图 2　2013 年以来全国焦煤均价及环渤海动力煤价格走势（单位：元/吨）

数据来源：Wind 资讯

我国为煤炭净进口国，煤炭主要从澳大利亚、印尼、俄罗斯进口。按煤种分，我国进口煤可分为动力煤、炼焦煤、无烟煤和褐煤四大类，动力煤包括其他烟煤和其他煤。受国内煤炭限制产能影响，国内煤炭供给不足，我国煤炭进口量增加，2016 年 1～9 月，我国累计进口煤炭 1.31 亿吨，同比增加 10.50%。

天津市位于我国环渤海经济圈的中心，交通便捷以及经济快速发展仍为区域内领先的大宗商品贸易企业创造了良好的发展环境，但 2016 年，渤海钢铁集团有限公司出现大额贷款逾期，对区域内钢铁行业金融环境造成不利影响

天津市是我国环渤海地区经济中心，也是我国北方最大的沿海开放城市。天津市依托京哈、京沪、京津三条铁路干线，放射状的公路网络及天津港，形成了颇具规模的立体交通集疏体系，交通便捷。天津商贸中心的作用不断加强，成为全国南北物资交流的重要枢纽和辐射东北、西北、华北地区的商品集散地。

近年来，国家对沿海地区发展重心向环渤海地区转移，《天津市城市总体规划（2005 年～2020 年）》明确了将天津市建设为国际港口城市和北方经济中心的规划，推动当地经济较快发展。2016 年前 3 季度，全市生产总值 13,339.44 亿元，同比增长 9.10%。天津市经济快速发展

为区域内领先的大宗商品贸易企业创造了良好的发展环境。2014 年 12 月 12 日，李克强在国务院常务会中正式批准设立天津市滨海新区的区域性自由贸易园区。根据中商情报网数据，2016 年前 3 季度，滨海新区经济运行稳中向好，产业结构调整成效明显。全区完成生产总值 6,809.25 亿元，按可比价格计算，同比增长 10.70%。其中，第一产业增加值 8.77 亿元，增长 2.50%；第二产业增加值 4,110.39 亿元，增长 11.30%；第三产业增加值 2,690.09 亿元，增长 9.90%。

2016 年，渤海钢铁集团有限公司（以下简称“渤钢集团”）出现债务困境，渤钢集团原下属子公司天津天钢集团有限公司（以下简称“天津天钢”）及天津冶金集团有限公司（以下简称“冶金集团”）陆续出现贷款逾期问题，涉及金额约 1,920 亿元，涉及债权人银行约 105 家。2016 年 5 月，渤钢集团应付点心债（15 亿元）利息 4,800 万元人民币，未在一个月的豁免期内缴纳相应款项，进而发生违约。2016 年 6 月 15 日，渤钢集团偿付了该点心债应付债息。近年来，钢铁行业产能过剩明显，产品价格大幅下降，对钢铁企业盈利造成较大冲击，债务偿还压力增大。渤海集团违约事件涉案金额较大、范围较广，对天津区域内钢铁行业金融环境造成不利影响，钢铁行业融资环境趋紧。

经营与竞争

公司依旧主要从事钢铁原料及制品等国内外贸易业务，铁矿和钢材销售仍是主要收入和利润来源；2016 年 1～9 月，公司营业收入同比增长，毛利润和毛利率同比有所下降，毛利率仍偏低

公司仍主要从事铁矿、钢材、煤、焦炭、锰矿、硅锰合金、天然气等产品的贸易业务。2016 年 1～9 月，铁矿和钢材对公司收入贡献度依旧较大，两者收入合计占公司营业收入的比重继续增长，仍保持在75%以上，煤和焦炭贸易业务对公司营业收入贡献度合计继续降低；其他产品贸易收入规模仍旧较小。

2016 年 1～9 月，公司实现营业收入 340.11 亿元，同比增长 85.90%，主要由于 2016 年以来钢材产品价格与 2015 年同期相比有所回升，导致客户单笔货款的订货额增加，同时由于市场回暖，产品需求量有所增长，导致客户订货量增加；公司实现毛利润 2.09 亿元，同比下降 32.01%；公司毛利率为 0.62%，同比减少 1.07 个百分点，主要是由于公司自 2016 年开始将钢材产品的运费计入营业成本所致，整体看，公司毛利率仍处于偏低水平。

综上所述，2016 年 1～9 月，公司业务规模继续扩大，收入继续增加。预计未来 1～2 年，公司主营业务板块将继续保持增长。

表2 2013～2015年及2016年1～9月公司营业收入、毛利润及毛利率情况 （单位：亿元、%）

项目	2016年1～9月		2015年		2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	**340.11**	**100.00**	**336.10**	**100.00**	**318.25**	**100.00**	**340.72**	**100.00**
铁矿	125.06	36.77	143.15	42.59	134.22	42.17	111.91	32.85
钢材	154.91	45.55	122.12	36.33	105.32	33.09	124.03	36.40
煤	36.23	10.65	43.84	13.04	36.83	11.57	53.78	15.78
焦炭	16.23	4.77	20.18	6.00	38.09	11.97	46.95	13.78
其他	7.68	2.26	6.81	2.03	3.80	1.19	4.05	1.19
毛利润	**2.09**	**100.00**	**3.74**	**100.00**	**4.67**	**100.00**	**4.10**	**100.00**
铁矿	1.05	50.24	2.07	55.22	1.22	26.06	1.96	47.89
钢材	0.55	26.31	0.66	17.56	1.90	40.70	1.65	40.30
煤	0.38	18.18	0.89	23.79	1.38	29.67	0.31	7.51
焦炭	0.10	4.78	0.11	2.99	0.16	3.47	0.17	4.21
其他	0.01	0.49	0.02	0.43	0.005	0.10	0.004	0.10
毛利率	**0.62**		**1.11**		**1.46**		**1.21**	
铁矿	0.84		1.44		0.91		1.75	
钢材	0.36		0.54		1.80		1.33	
煤	1.05		2.03		3.76		0.57	
焦炭	0.62		0.55		0.43		0.37	
其他	0.13		0.23		0.12		0.10	

数据来源：根据公司提供的资料整理

公司销售方式灵活，继续依托股东天物集团和九江线材在生产资料流通领域和钢铁生产领域的优势地位，同时继续拓宽销售渠道，增加产品种类；但经营依旧过度依赖关联方，股东关联交易较多，有上下游企业重合情况，存在一定风险

公司股东天物集团与九江线材经过多年的业务往来，实现了国有、民营企业融合，创建了“天九模式”，即国有生产资料流通企业与钢铁生产企业以资本为纽带达成战略联盟，双方业务人员共同开发上、下游市场，二三产业联动发展的互促格局。

九江线材现仍有高速线材生产线19条、炼钢转炉10座、炼铁高炉12座、焦炉8座以及配套的烧结、球团、发电、制氧等设施，已具备年产铁1,000万吨、钢1,000万吨、线材1,000万吨、矿渣微粉240万吨、铁合金8万吨、煤焦油产品14万吨的生产能力，其中主要产品为Φ5.5mm～Φ19mm高速线材。产品仍主要销往华北、华东、华南等各大市场，在国内具有较强的市场竞争力，品牌知名度高。公司仍依托九江线材稳定的大量原材料需求、优质的钢材产品和稳定的下游客户群，向九江线材销售铁矿、焦炭等原材料的同时，为其销售钢材产品。公司有上下游企业重合情况，2016年1～9月，天九国际销售给九江线

材及其关联公司的铁矿石、煤、焦炭分别占各产品总销售量的 42.35%、13.45%和 97.79%，天九国际销售的线材全部来自九江线材。

天物集团是国内主要的生产资料流通企业，经营区域覆盖全国，并在美国、德国、香港等国家和地区建立了 18 家境外经营网点，具有覆盖全球的网络布局。公司继续依托天物集团的优势地位采购铁矿、煤、焦炭等原料，并销售钢铁产品，其中 2016 年 1～9 月公司从天物集团及关联公司采购的铁矿产品占同产品采购总量的 36.26%；从天物集团及关联公司采购的煤占公司同产品采购总量的 26.78%；销售给天物集团及关联公司的钢材产品占公司钢材产品销售总量的 20.15%。

在“天九模式”下，公司利用天物集团的原材料采购平台及钢材销售渠道，为九江线材供应铁矿石、煤等产品，同时为其销售钢材，为公司业务规模提供保障。但“天九模式”也使得公司铁矿、钢材、煤、焦炭等产品采购和销售过度依靠天物集团供销网络及九江线材的原料需求，股东关联交易占比较大，九江线材的经营状况对公司影响较大，公司经营存在一定的风险性。公司继续扩大自营规模，拓展销售渠道，利用大宗商品电子商务平台发展线上交易，增加销售产品种类，2016 年第 1 季度，公司增加硅铝铁和中碳锰铁的采购销售，2016 年第 3 季度，公司增加废硫铵和低碳锰铁产品的采购销售。

人民币汇率走势仍对公司业务产生一定影响，2016 年 1～9 月，公司汇兑损失同比有所减少

公司进口的业务结算仍以美元为主，外币支付易受到人民币汇率波动影响，但由于公司是贸易服务型企业，其可以将大部分汇兑损失转嫁给下游客户，汇兑风险相应减少。公司销售铁矿石采取代理模式和自营模式相结合的方式。代理模式中，公司与下游客户结算以支付货款当天汇率为准确认销售价格，汇率风险转嫁下游客户承担；自营模式中，公司需要自行承担汇兑风险。2016 年 1～9 月，随着人民币对美元汇率不断下行，公司汇兑损益情况继续为净损失，净损失金额同比大幅减少 69.78%，主要是由于公司采取较为保守的汇兑策略，增加了人民币押汇和美元保证金的比例。

表 3　2013～2015 年及 2016 年 1～9 月公司汇兑损益情况（单位：万元）

项目	2016 年 1～9 月	2015 年	2014 年	2013 年
汇兑损益	-2,500.29	-10,224.15	-2,208.06	1,497.22

数据来源：根据公司提供资料整理

● 铁矿贸易

公司采购渠道通畅，并拥有稳定的终端客户，关联交易占比仍较大；公司仍采取代理和自营相结合的经营模式销售铁矿产品，确保稳定收入的同时，自营规模占比增幅明显，销售量继续增长

公司铁矿贸易仍主要经营铁矿石及铁精粉等产品，近年来得到了

迅速发展，公司可自行进口铁矿产品，采购铁矿仍采用委托代理开证采购和自主开证采购两种方式。公司铁矿贸易采购渠道较为稳定，截至 2016 年 9 月末，前五大供应商的铁矿产品供应金额占公司总采购额的 64.99%，其中两家为天物集团分子公司，占比为 35.44%。

表 4　2016 年 1～9 月公司铁矿产品贸易前五大供应商情况（单位：亿元、%）[1]

供应商名称	采购额	占铁矿产品采购总额的比重	与公司关系
JIUJIANG INTERNATIONAL (HONGKONG) TRADING CO., LIMITED	28.20	22.67	非关联方
天津物产能源资源发展有限公司	28.09	22.58	关联方
天津市盈通物资有限公司	15.99	12.86	关联方
HENGHOU INDUSTRIES (HONGKONG) LIMITED	6.40	5.15	非关联方
METINVEST INTERNATIONAL S.A.	2.16	1.73	非关联方
合计	**108.84**	**64.99**	-

数据来源：根据公司提供资料整理

公司继续实施为九江线材代理采购与自营相结合的销售模式。2016 年 1～9 月，公司对九江线材的销售额占铁矿石贸易销售总额比重为 42.35%，同比下降 34.52 个百分点，公司对九江线材依赖有所减弱，主要是因为公司在与九江线材保持稳定合作关系的前提下，继续提高自营规模，导致自营规模占比增幅明显。前五大下游客户铁矿产品销售额合计占铁矿石总销售额的 58.92%，较 2015 年末有所下降，但销售集中程度仍较高。公司铁矿产品销售主要分布在华北地区，除客户特殊要求外，全部为客户自行安排货物运输。

表 5　2016 年 1～9 月公司铁矿产品贸易前五大客户情况（单位：亿元、%）

销售客户名称	销售额	占铁矿产品销售总额的比重	与公司关系
迁安市九江线材有限责任公司	52.97	42.35	关联方
河北安丰钢铁有限公司	8.20	6.55	非关联方
迁安市九江工贸有限公司	5.26	4.21	非关联方
浙江物产金属集团有限公司	3.87	3.09	非关联方
唐山东海钢铁集团有限公司	3.39	2.71	非关联方
合计	**73.69**	**58.92**	-

数据来源：根据公司提供资料整理

2016 年 1～9 月，公司铁矿产品营业收入继续保持增长，同比增加 58.88 亿元，但公司铁矿产品销售价格较 2015 年末小幅下降，主要是公司增加采购价格较低的低品位矿所致。为九江线材代理采购的模式下，公司仍以采购价格为基础上浮 5 元/吨来确定铁矿产品的销售价格，

[1] 天津物产能源资源发展有限公司、天津市盈通物资有限公司均为天物集团下属子公司。

有利于规避市场风险；但公司银行授信额度有限，部分进口需要由天物集团及其子公司代理采购，该部分铁矿价格为采购价格基础上浮 2 元/吨，一定程度压缩了公司利润空间。代理采购模式下，九江线材一般需在信用证结算到期日之前与公司进行结算，公司收到货款后开具发票并确认收入。自营模式下，公司依托自身供销渠道，寻找新客户及优质低价的铁矿资源，扩大销售规模，结算方式为现款现货。2016 年 1～9 月，公司共销售铁矿石 3,440.76 万吨，同比增加 1,838.35 万吨，其中 1,456 万吨全部销售给九江线材，其余为公司自营部分，自营占比同比增加 48.56 个百分点，自营占比继续提高。

表 6　2013～2015 年及 2016 年 1～9 月公司铁矿产品采购与销售情况（单位：元/吨、万吨）

项目		2016 年 1～9 月	2015 年	2014 年	2013 年
平均采购价		360.47	363.12	647.39	801.49
采购量	内贸	2,590.48	2,847.27	1,175.00	1,339.00
	外贸	859.44	1,048.61	901.00	57.00
	合计	**3,449.92**	**3,895.88**	**2,076.00**	**1,396.00**
平均销售价		363.47	374.55	658.95	816.82
销售量		3,440.76	3,829.14	2,037.00	1,370.00

数据来源：根据公司提供资料整理

● 钢材贸易

公司仍依托九江线材，获得优质、稳定的钢铁产品供应，同时预付给九江线材款项金额仍较大，对资金形成一定占用，存在一定风险

钢材产品仍是公司主要经营种类之一，所有钢材产品全部从九江线材采购，品种主要为线材和钢坯，线材占比较高。2015 年，公司线材年经销能力近 560 万吨以上，占九江线材年生产量的 50%～60%。

表 7　2013～2015 年末及 2016 年 9 月末公司与九江线材往来款情况（单位：亿元）

单位名称	2016 年 9 月末	2015 年末	2014 年末	2013 年末
预付账款	40.33	44.67	48.99	32.09

数据来源：根据公司提供资料整理

公司依靠九江线材，在钢材采购方面继续保持优势，首先，九江线材的生产能力能够及时保证产品供应；其次，九江线材产品质量较好，在行业内认可度较高，客户群稳定，在华北、华东和华南等地市场占有率较高，便于公司建立销售网络，扩大下游客户。公司从九江线材采购货物时，在采购价格上，九江线材给予每吨低于市场价 10 元的优惠价格为公司提供产品。在付款结算上，九江线材要求各贸易商全额预付钢材采购款，如以银行承兑汇票支付需加收贴息费用，但天九国际可以按 50%现款和 50%银行承兑汇票的方式全额预付货款，不另收银行贴息费用，加大了公司盈利空间。2016 年 1～9 月，公司与九江线材往来款规模仍较大，对公司资金形成一定占用。

公司钢材产品的销售模式仍为逐笔销售和招标等方式，其中，逐笔销售中，签订长期协议销售钢材产品的数量占钢材总销售量的比重仍在60%左右，公司下游客户较为稳定。长期协议模式下，采购方在前一年与公司签订采购协议，约定产品型号、供应时间等，不涉及销售价格，具体价格以市场行情为准。结算方式上，在长期协议中，公司采取全额预收下游客户货款的方式进行结算；非长期协议及招标的销售方式下，采取当月预收50%货款、次月上旬收取另外50%货款，当月预收30%货款、次月现款现货以及当月预收10%货款、次月现款现货等3种收款模式，以满足不同的用户需求。

表8　2016年1～9月公司钢材产品前五大客户情况（单位：亿元、%）

销售客户名称	销售额	占钢材产品销售总额的比重	与公司关系
天津物产能源资源发展有限公司	12.59	8.13	关联方
苏美达国际技术贸易有限公司	9.30	6.00	非关联方
天津市盈通物资有限公司	8.08	5.22	关联方
中材（天津）国际贸易有限公司	7.86	5.07	非关联方
苏州裕景泰贸易有限公司	7.57	4.89	非关联方
合计	45.40	29.31	-

数据来源：根据公司提供资料整理

公司钢材贸易下游客户均为大型贸易商，销售渠道保持稳定，2016年1～9月，公司前五大下游客户钢材产品销售量合计占钢材产品贸易总销售额的29.31%，其中关联交易销售额为20.67亿元，规模仍较大。同期，公司钢材产品销售量同比增加495.71万吨，大幅增长，主要是由于公司增加销售力度，销售客户继续增加。

表9　2013～2015年及2016年1～9月公司钢材产品采购与销售情况（单位：元/吨、万吨）[2]

项目	2016年1～9月	2015年	2014年	2013年
采购均价	1,770.73	1,661.18	2,430.72	2,782.48
采购量	891.28	700.75	434.00	440.00
销售均价	1,789.06	1,691.25	2,482.37	2,820.60
销售量	865.88	701.33	418.00	438.00

数据来源：根据公司提供资料整理

● 煤及焦炭贸易

公司的煤及焦炭仍主要为九江线材代理采购，采取“以销订购”方式，采购量和销售量随着九江线材需求变化波动仍较大

公司的煤炭贸易仍主要是为九江线材及迁安市九江煤炭储运有限公司（以下简称“九江煤炭”）提供煤炭采购服务，九江煤炭主要生产

[2] 表8和表9中采购均价为所属期间采购产品均价；销售均价为所属期间结算产品销售均价。

焦炭等原料，与九江线材存在关联关系。煤炭仍主要来源于国内重要的煤炭生产基地及澳大利亚和加拿大等产煤大国，公司的主要供应商仍为天物集团的分子公司及大型贸易商。2016 年 1～9 月，前五大煤炭供应商采购额占公司煤炭采购总额的 57.50%，采购集中度仍较高，其中 23.28%的煤炭采购来自关联方。

表 10　2016 年 1～9 月公司煤炭产品前五大供应商情况（单位：亿元、%）

供应商名称	采购额	占煤炭产品采购总额的比重	与公司关系
JIUJIANG INTERNATIONAL (HONGKONG) TRADING CO.,LIMITED	6.11	17.03	非关联方
天津市盈通物资有限公司	4.92	13.71	关联方
天津市天特国际贸易有限公司	3.66	10.19	非关联方
天津物产能源资源发展有限公司	3.44	9.57	关联方
辽宁沈焦国际贸易有限公司	2.51	6.99	非关联方
合计	**20.65**	**57.50**	-

数据来源：根据公司提供资料整理

公司煤炭贸易仍主要采取“以销订购”的方式，有效降低了公司的市场风险和存货风险。2016 年 1～9 月，公司煤炭贸易的下游客户仍为九江线材和九江煤炭。受市场行情的影响，2016 年上半年煤炭价格同比有所下降，造成 2016 年 1～9 月的采购均价较 2015 年采购均价有所下降。

表 11　2013～2015 年及 2016 年 1～9 月公司煤及焦炭产品采购与销售情况（单位：元/吨、万吨）

项目		2016 年 1～9 月		2015 年		2014 年		2013 年	
		煤	焦炭	煤	焦炭	煤	焦炭	煤	焦炭
采购均价		508.85	702.34	533.71	751.84	707.65	980.67	842.91	1,135.51
采购量	内贸	588.26	229.70	587.45	266.96	312.91	386.72	470.93	411.94
	外贸	117.37	0.00	205.98	0.00	179.85	0.00	169.26	0.00
	合计	**705.63**	**229.70**	**793.43**	**266.96**	**492.76**	**386.72**	**640.19**	**411.94**
销售均价		513.56	706.50	547.80	756.04	738.92	984.86	847.44	1,139.70
销售量		705.47	229.70	800.34	266.96	498.43	386.72	634.59	411.94

数据来源：根据公司提供资料整理

公司焦炭贸易仍全部是为九江线材采购焦炭原料，采购全部来自九江煤炭。公司对焦炭的销售与煤炭相同，仍采取“以销订购”的方式，主要根据九江线材对焦煤品质、数量及需求时间确定具体采购内容，销售价格仍以采购价格为基础上浮 5 元/吨，销售毛利率比较稳定。受市场行情影响，2016 年上半年煤炭价格较去年价格偏低，造成 2016 年 1～9 月的采购均价较 2015 年采购均价有所下降。

公司治理与管理

截至 2016 年 9 月末，公司注册资本 20 亿元，天物集团和九江线材持股比例均为 50%，天物集团委派董事 3 人，占表决权的 60%，天物集团为公司实际控制人。公司根据《公司法》等有关法律法规，制订了《公司章程》等规章制度，明确了股东、董事会、监事及经理层的权责范围，建立了法人治理的组织架构，2017 年 2 月 4 日，公司公布了《天津物产九江国际贸易有限公司关于变更章程的公告》，对章程部分内容进行了变更，以确保公司依照章程顺利运营。截至 2016 年 9 月末，公司董事长为李福德，系九江线材委派的董事，后经董事会选举为公司董事长。

公司在传承现有贸易的基础上，稳固原有业务，继续开创新业务渠道，充分利用上下游客户资源。公司继续向产业链上下游延伸，逐步扩大销售品种，提高销售利润比例，依托九江线材的煤化工产品开发市场，继续开拓钢厂焦化化工品、LNG 环保资源等非钢产品的销售网络，扩大市场影响力。公司仍拥有较为严谨的管理架构，管理水平较为稳定。公司管理层负责日常生产经营管理工作，由董事会聘任。公司设立综合办公室、财务部、钢铁部和原料部四个职能部门。

公司是由天津市最大的国有生产资料流通企业天物集团和年产 1,000 万吨线材的九江线材共同出资成立的贸易企业，在矿产品进口贸易及钢材内贸等方面仍具有稳定的供应商和下游客户资源。公司一方面依托天物集团与世界三大矿山及大型矿产品贸易商的合作关系及境外经营网点，为九江线材及天津周边地区大型钢厂采购优质的铁矿、煤炭等矿产品资源；另一方面依托九江线材的品牌效应、产品质量优势及稳定的客户需求发展内贸，继续为华北、华南等贸易商提供优质的线材及钢坯等钢材资源。公司通过增加销售产品种类，扩大销售渠道，积极拓展上下游大客户，实现营业收入增长。但公司大部分业务仍是与天物集团及其分子公司以及九江线材开展，关联方交易占比仍较大，具有一定的经营风险。综合来看，公司抗风险能力很强。

财务分析

公司提供了未经审计的 2016 年 1～9 月财务报表。

资产质量

2016 年 9 月末，公司资产规模有所增加，仍以流动资产为主；关联交易形成的预付款项占比极大，对资金形成一定占用；公司无应收账款，存货周转率仍较高，处于行业较好水平

2016 年 9 月末，公司资产规模有所增加，总资产为 100.18 亿元，较 2015 年末略有增长，主要是预付款项增加所致；从资产结构看，非流动资产继续减少，流动资产占比为 99.99%，仍处于极高水平。

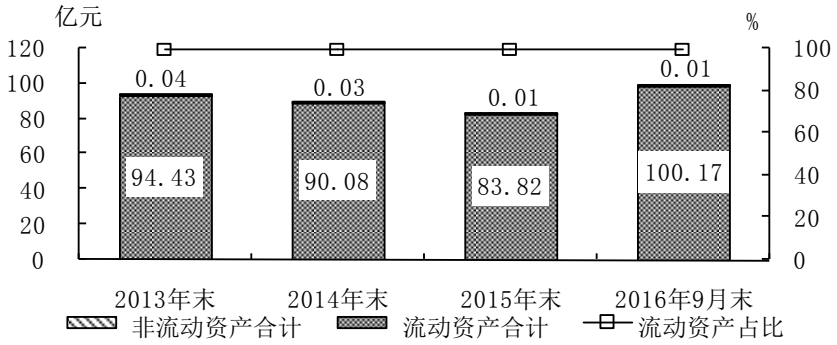


图 3　2013～2015 年末及 2016 年 9 月末公司资产构成情况

2016 年 9 月末，公司流动资产为 100.17 亿元，较 2015 年末增长 19.50%，仍主要由预付款项、货币资金和存货构成，该三项合计占流动资产比重约为 99%，其中，预付款项为 59.42 亿元，较 2015 年末增长 16.89%，账龄均在一年以内，其中关联方交易占比仍极高；货币资金为 28.96 亿元，较 2015 年末增加 13.78%，其中银行存款和其他货币资金分别为 16.19 亿元和 12.77 亿元，其他货币资金全部为保证金；存货为 11.77 亿元，较 2015 年末大幅增加 4.27 亿元，公司存货全部为已发货未开票结算的货物金额。

表 12　2016 年 9 月末公司预付款项前五名情况（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占预付款项总额比例	与公司关系	账龄
迁安市九江线材有限责任公司	40.33	67.87	关联方	一年以内
迁安市九江煤炭储运有限公司	7.49	12.61	非关联方	一年以内
JIUJIANG INTERNATIONAL (HONGKONG) TRADING CO., LIMITED	3.52	5.92	非关联方	一年以内
METINVEST INTERNATIONAL S.A.	2.47	4.16	非关联方	一年以内
迁安市申盛合金有限公司	1.88	3.16	非关联方	一年以内
合计	**55.69**	**93.72**	-	-

2016 年 9 月末，公司非流动资产仍主要由无形资产和固定资产构成。其中，无形资产主要为软件，固定资产主要是公司的办公设备、办公用车等。非流动资产为 0.01 亿元，较 2015 年末减少 17.98%，主要是随着摊销和计提折旧而减少。

2015 年及 2016 年 1～9 月，公司存货周转天数分别为 8.65 天和 7.69 天，存货周转率有所上升。公司 2015 年末和 2016 年 9 月末均无应收账款[3]。根据 Wind 资讯，公司存货周转效率较高，处于行业较好水平[4]。

[3] 2015 年以来公司贸易业务结算方式主要采取现款现货或者预收等方式，故应收账款期末余额均为 0。
[4] 根据 Wind 资讯，2013～2015 年及 2016 年 9 月末，商业贸易行业中矿产品、建材及化工产品批发企业存货周转天数优秀值分别为 10.08 天、10.23 天、10.50 天和 10.50 天。

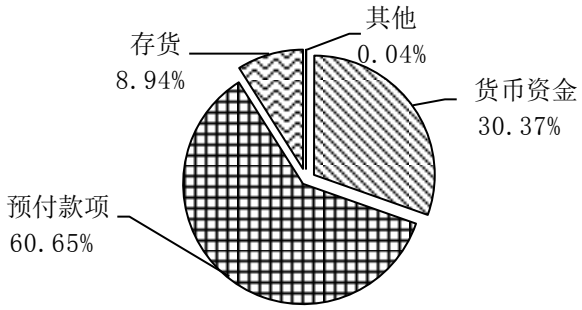


图 4　2016 年 9 月末公司流动资产构成情况

截至 2016 年 9 月末，公司受限资产为 12.77 亿元，全部为保证金，主要由银行承兑汇票和信用证保证金构成，公司受限资产占总资产的比例为 12.75%，占净资产的比例为 60.55%。

综上所述，2016 年 9 月末，公司资产规模有所增加，流动资产占比仍极高，预付款项金额较大，且关联交易占比仍较高，存货周转效率有所提高，仍处于行业优秀水平，公司受限资产仍全部为货币资金。

资本结构

2016 年 9 月末，公司负债有所增加，仍以流动负债为主，资产负债率仍较高；有息债务以短期为主，存在集中偿债压力；公司全额分配利润的方式不利于净资产的积累

2016 年 9 月末，公司负债总额为 79.09 亿元，较 2015 年末增加 25.84%，其中流动负债为 73.09 亿元，占总负债比重为 92.41%，占比仍然相对较高。

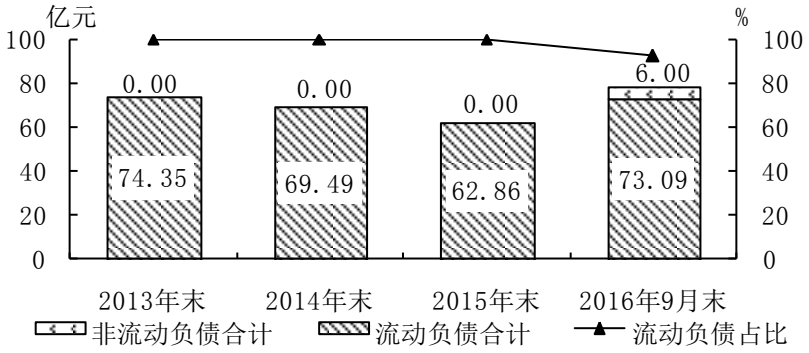


图 5　2013～2015 年末及 2016 年 9 月末公司负债构成情况

公司流动负债仍主要由预收账款、应付账款、应付票据和短期借款组成。2016 年 9 月末，公司流动负债较 2015 年末增长 16.29%，其中预收款项为 26.45 亿元，较 2015 年末下降 9.61%，预收款项主要来自于钢材贸易中预收的部分货款，预收款项前五名占预收款项总额的 25.24%，集中程度仍较高；

表 14　2016 年 9 月末公司预收款项前五名情况（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占预收款项总额比例	与公司存在关联关系	账龄
天津物产金属国际贸易有限公司	1.69	6.38	是	一年以内
物产中拓股份有限公司	1.56	5.89	否	一年以内
唐山东海钢铁集团有限公司	1.20	4.52	否	一年以内
天津滨海新区物资供应有限公司	1.18	4.48	否	一年以内
天津物产友发实业发展有限公司	1.05	3.96	否	一年以内
合计	6.67	25.24	-	-

2016 年 9 月末，应付账款为 24.58 亿元，较 2015 年末增加 15.37 亿元，增长幅度较大，主要是由于当期业务增加所致。

表 13　2016 年 9 月末公司应付账款前五名（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占应付账款总额比例	与公司存在关联关系	账龄
天津市盈通物资有限公司	8.96	36.43	是	三个月以内
天津物产能源资源发展有限公司	7.82	31.81	是	三个月以内
辽宁沈焦国际贸易有限公司	1.09	4.42	否	三个月以内
唐山港集团股份有限公司	0.81	3.30	否	三个月以内
迁安市赵店子镇腾龙铁矿	0.62	2.51	否	三个月以内
合计	19.29	78.47	-	-

2016 年 9 月末，应付票据为 12.51 亿元，较 2015 年末变化不大；短期借款为 7.04 亿元，较 2015 年末减少 4.22 亿元，全部为保证借款，主要是由于远期信用证续作以及押汇业务减少所致。

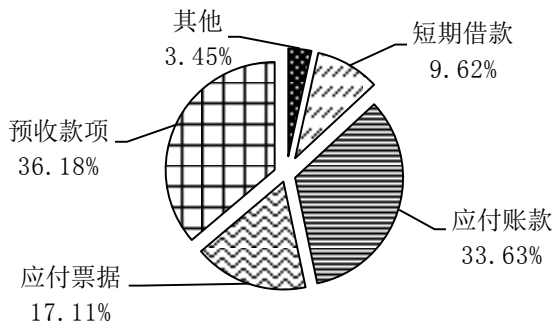


图 6　2016 年 9 月末公司流动负债构成情况

2016 年 9 月末，公司新增非流动负债为 6 亿元，为 2016 年 9 月发行的中期票据，公司 2015 年末无非流动负债。

2016 年 9 月末，公司总有息债务主要由短期有息债务构成，截至 2016 年 9 月末，公司一年内到期的有息债务为 21.54 亿元，长期有息债务为 6.00 亿元；总有息债务在总负债中的占比继续下降，2016 年 9

月末为 34.82%。

表 15　2013～2015 年末及 2016 年 9 月末公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年 9 月末	2015 年末	2014 年末	2013 年末
短期有息债务	21.54[5]	23.59	34.72	38.61
长期有息债务	6.00	0.00	0.00	0.00
总有息债务	**27.54**	**23.59**	**34.72**	**38.61**
总有息债务占总负债比重	34.82	37.54	49.96	51.93

公司的短期有息债务由短期借款、应付票据和交易性金融负债构成，截至 2016 年 9 月末，应付票据占比为 45.41%，公司在 2016 年第四季度偿还的债务占未来一年内到期的有息债务比重为 48.98%，偿付压力较集中。

表 16　截至 2016 年 9 月末公司未来一年有息债务期限结构（单位：亿元、%）

到期期限	短期借款	应付票据	交易性金融负债	小计	占比
2016 年四季度	2.14	8.41	-	10.55	48.98
2017 年一季度	3.30	5.00	-	3.80	17.64
2017 年二季度	-	2.24	-	2.24	10.40
2017 年三季度	1.60	1.36	2.00	4.96	23.03
合计	**7.04**	**12.51**	**2.00**	**21.54**	**100.00**

资料来源：根据公司提供资料整理

2016 年 9 月末，公司所有者权益为 21.09 亿元，较 2015 年末增加 0.52%，主要是未分配利润增加 0.10 亿元所致。2016 年 9 月末，实收资本为 20 亿元，盈余公积为 0.38 亿元，均较 2015 年末无明显变化。根据公司章程，股东在每个会计年度结束后根据实际情况，决定是否分红。公司每年上半年召开董事会，确定上一年度未分配利润额的分配比例，并于每年 8～9 月实际支付。2016 年 9 月末，未分配利润为 0.71 亿元，其中 2015 年末未分配利润已于 2016 年 9 月全额分配，公司全额分配利润的方式不利于净资产的积累；公司仍未发生资本公积。

2015 年末及 2016 年 9 月末，公司资产负债率整体较高，分别为 74.98%和 78.95%；流动比率和速动比率变化不大，流动资产对流动负债的覆盖程度一般。

表 17　2013～2015 年末及 2016 年 9 月末公司部分偿债指标（单位：%、倍）

指标	2016 年 9 月末	2015 年末	2014 年末	2013 年末
资产负债率	78.95	74.98	77.12	78.70
债务资本比率	56.64	52.93	62.74	65.74
流动比率	1.37	1.33	1.30	1.27
速动比率	1.21	1.21	1.17	1.21

[5] 公司将 2016 年 9 月 14 日发行的 2 亿元短期融资券计入交易性金融负债。

截至 2016 年 9 月末，公司无对外担保事项。

综合分析，公司负债以流动负债为主，有息债务主要集中在 2016 年第四季度和 2017 年第三季度偿付，集中偿付压力较大，公司的利润分配政策不利于净资产的积累。

盈利能力

2016 年 1～9 月，公司营业收入继续增长，关联交易对公司收入影响仍较大；受行业特征及关联交易影响，公司毛利率仍很低

2016 年 1～9 月，公司实现营业收入 340.11 亿元，同比增长 85.90%，主要是由于 2016 年以来，钢材产品价格上涨，导致单笔货款订货额增加，且市场回暖，产品需求量有所增长，订货量增加。2016 年 1～9 月，公司毛利润为 2.09 亿元，毛利率为 0.62%，同比均有所下降，主要是由于公司自 2015 年开始实行“一票制”结算，将运费、仓储费用等逐渐计入采购成本，不再计入销售费用，导致销售费用减少至 0 元，营业成本增加，致使毛利润和毛利率降低。受行业特征及关联交易影响，公司毛利率仍很低。2016 年 1～9 月，公司与关联方交易产生的销售收入为 128 亿元，占营业收入的 37.76%，关联交易对公司营业收入影响仍然较大。

表 18　2013～2015 年及 2016 年 1～9 月公司期间费用及其占比情况（单位：万元、%）

项目	2016 年 1～9 月		2015 年		2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
销售费用	0.00	0.00	7,715	0.23	29,810	0.94	22,696	0.67
管理费用	1,944	0.06	960	0.03	943	0.03	991	0.03
财务费用	8,814	0.26	18,151	0.54	9,320	0.29	10,692	0.31
期间费用	**10,757**	**0.32**	**26,826**	**0.80**	**40,073**	**1.26**	**34,379**	**1.01**

2016 年 1～9 月，公司期间费用为 1.08 亿元，期间费用率为 0.32%，期间费用率依旧较低，同比下降 0.91 个百分点。财务费用同比下降 38.04%，主要是 2016 年汇兑同比损失减少所致；公司管理费用同比增加 0.10 亿元，主要是公司规模扩大导致的人员增加以及缴纳印花税增加所致。

在盈利水平方面，2016 年 1～9 月，公司利润总额为 0.96 亿元，同比增加 19.98%；净利润为 0.71 亿元，同比增加 19.03%；总资产报酬率为 1.49%；净资产收益率为 3.39%，受公司大宗商品经营业务的特点影响，总资产报酬率和净资产收益率均较低。

综合分析，预计未来 1～2 年，随着公司销售网络不断完善，自营规模不断扩大，公司收入和利润将保持平稳发展。

现金流

2016 年 1～9 月，公司经营性净现金流为净流入，但净流入规模同比有所下降，对债务的保障程度减弱

2016 年 1～9 月，公司经营性现金流为 1.04 亿元，同比下降 17.87%；公司无投资性现金流；筹资性现金流为 9.39 亿元，同比由净流出转为净流入，主要是公司发行债券，使筹资性现金流入增长。

表 19　2013～2015 年及 2016 年 1～9 月公司部分偿债指标（单位：%、倍）

项目	2016 年 1～9 月	2015 年	2014 年	2013 年
经营性净现金流/流动负债	1.54	0.73	8.25	11.23
经营性净现金流/总负债	1.47	0.73	8.25	11.23
经营性净现金流利息保障倍数	1.96	0.52	4.05	4.03
EBIT 利息保障倍数	2.80	2.07	1.45	1.43
EBITDA 利息保障倍数	-	2.09	1.47	1.44

从经营性净现金流对债务及利息覆盖情况来看，2016 年 1～9 月，经营性净现金流对债务及利息覆盖程度一般；EBIT 对利息的保证能力一般；公司现金回笼率为 116.02%，现金获取能力较好。

偿债能力

从资产构成来看，截至 2016 年 9 月末，公司资产规模有所增长，流动资产占比仍较高，存货周转效率仍较高。在债务方面，公司负债规模有所增加，流动负债在总负债中占比仍较高；总有息债务主要以短息有息债务为主，总有息债务占总负债比为 34.82%，主要集中在 2016 年第四季度偿还，集中偿付压力较大；资产负债率为 78.95%，仍处于较高水平。2016 年以来，公司流动比率和速动比率较为稳定，流动资产对流动负债的覆盖程度仍一般。从经营角度看，2016 年 1～9 月，公司营业收入及利润总额同比有所增长，毛利率同比略有下降，公司关联交易产生的销售收入占比仍较大，仍具有一定的经营风险；期间费用率同比有所下降。从现金流量角度来看，2016 年 1～9 月，公司经营性现金流净流入规模同比有所下降，对债务及利息的保障程度仍一般。从外部融资渠道看，公司与各大商业银行建立了稳定的业务往来，同时公司已经在债券市场发行了多期债券。综合分析，公司的偿债能力很强。

债务履约情况

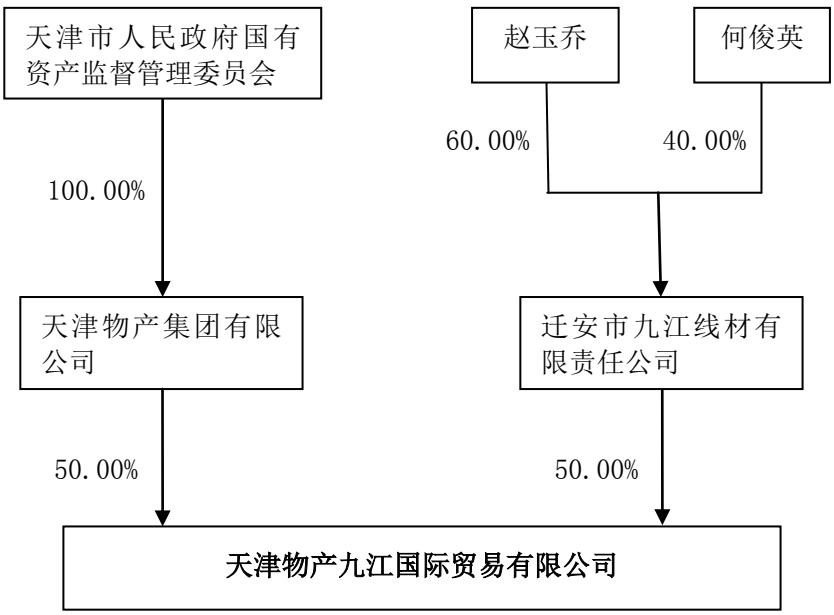
根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2016 年 11 月 1 日，公司无不良信贷记录；截至本报告出具日，公司于 2016 年 9 月发行的 2 亿元短期融资券和 6 亿元中期票据尚未到还本付息日。

结论

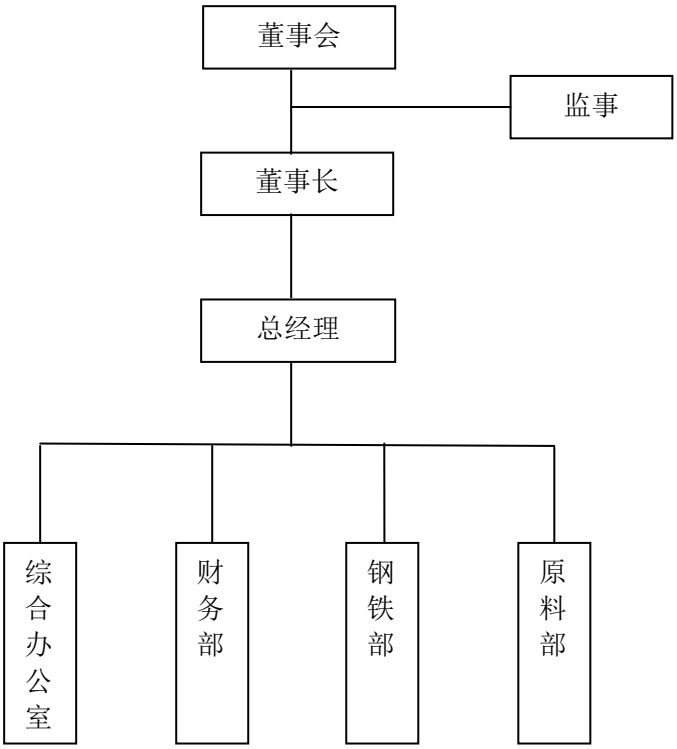
天津市地理位置优越，是我国北方最大的沿海开放城市，为公司营造了良好的外部经营环境。公司处于生产性服务行业，主要与大型钢厂、贸易商及钢材加工生产企业合作，从事钢铁原料及制品的国内、国际贸易。公司仍依托天物集团在生产资料流通领域的优势地位及其广阔的采购销售网络，以及与国内重要贸易商及世界主要矿山及产煤大国的贸易合作关系，继续采购铁矿、煤、焦炭等钢铁原料；同时继续依托九江线材在钢铁生产领域的地位及其产品的市场占有率，销售线材、钢坯等产品。公司上下游客户相对稳定，主要为天物集团及其分子公司、九江线材及国内外大型贸易商及生产加工型企业，关联交易占比较大，具有一定的经营风险。在销售模式上，铁矿等原料主要采取代理及自营模式，一方面“以销订购”，为长期稳定的客户提供原料，一方面利用自身资源，在市场上寻找合适原料并销售，扩大销售渠道；钢材产品主要采取长期协议和招标方式，其中以长期协议为主。2016 年以来，受市场行情的影响，铁矿石及钢材价格波动上涨，但由于公司主要为关联方代理采购原料销售钢材产品，且将运费全部记入营业成本，导致综合毛利率同比下降较多。公司经营性现金流为净流入，但净流入规模同比有所下降，对负债和利息的保障能力有所减弱。预计未来 1～2 年，公司主营业务仍以钢铁原料及制品等国内外贸易为主，营业收入将保持稳定。

综合分析，大公对公司“16 物产九江 CP001”信用等级维持 A-1，主体信用等级维持 AA-，评级展望维持稳定。

附件 1　截至 2016 年 9 月末天津物产九江国际贸易有限公司股权结构图



附件 2　截至 2016 年 9 月末天津物产九江国际贸易有限公司组织结构图



附件 3　　天津物产九江国际贸易有限公司主要财务指标

单位：万元

年　份	2016 年 9 月（未经审计）	2015 年	2014 年	2013 年
资产类				
货币资金	289,617	254,535	258,456	314,433
预付款项	594,229	508,382	521,231	437,799
存货	117,682	74,971	84,755	41,825
流动资产合计	1,001,736	838,245	900,834	944,300
固定资产	18	21	57	76
非流动资产合计	73	89	254	368
总资产	1,001,809	838,335	901,088	944,668
占资产总额比（%）				
货币资金	28.91	30.36	28.68	33.29
预付款项	59.32	60.64	57.84	46.34
存货	11.75	8.94	9.41	4.43
流动资产合计	99.99	99.99	99.97	99.96
固定资产	0.00	0.00	0.01	0.01
非流动资产合计	0.01	0.01	0.03	0.04
负债类				
短期借款	70,352	112,519	58,272	160,798
应付票据	125,089	123,422	288,919	225,306
应付账款	245,846	92,145	127,105	47,900
预收款项	264,455	292,557	210,800	299,864
其他应付款	3,781	7,240	9,255	5,100
交易性金融负债	20,000	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	730,948	628,555	694,908	743,454
应付债券	60,000	-	-	-
非流动负债合计	60,000	-	-	-
负债合计	790,948	628,555	694,908	743,454
占负债总额比（%）				
短期借款	8.89	17.90	8.39	21.63
应付票据	15.82	19.64	41.58	30.31
应付账款	31.08	14.66	18.29	6.44
预收账款	33.44	46.54	30.33	40.33
其他应付款	0.48	1.15	1.33	0.69
交易性金融负债	2.53	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	92.41	100.00	100.00	100.00
应付债券	7.59	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	7.59	0.00	0.00	0.00

附件 3　天津物产九江国际贸易有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年　份	2016 年 9 月（未经审计）	2015 年	2014 年	2013 年
权益类				
实收资本（股本）	200,000	200,000	200,000	200,000
资本公积	0	0	0	0
盈余公积	3,719	3,707	2,207	1,214
未分配利润	7,142	6,072	3,973	0
归属于母公司所有者权益	210,861	209,779	206,180	201,214
所有者权益合计	210,861	209,779	206,180	201,214
损益类				
营业收入	3,401,118	3,361,049	3,182,477	3,407,177
营业成本	3,380,176	3,323,613	3,136,077	3,365,932
销售费用	0	7,715	29,810	22,696
管理费用	1,944	960	943	991
财务费用	8,814	18,151	9,320	10,692
营业利润	9,590	9,973	6,300	6,685
利润总额	9,602	10,001	6,624	6,820
所得税	2,459	2,502	1,658	1,716
净利润	7,142	7,499	4,966	5,104
占营业收入比（%）				
营业成本	99.38	98.89	98.54	98.79
销售费用	0.00	0.23	0.94	0.67
管理费用	0.06	0.03	0.03	0.03
财务费用	0.26	0.54	0.29	0.31
营业利润	0.28	0.30	0.20	0.20
利润总额	0.28	0.30	0.21	0.20
净利润	0.21	0.22	0.16	0.15
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	10,444	4,805	59,322	63,876
投资活动产生的现金流量净额	0	22	-16	-96
筹资活动产生的现金流量净额	93,868	11,497	-69,813	23,511
财务指标				
EBIT	14,926	19,327	21,286	22,654
EBITDA	-	19,477	21,486	22,839
总有息负债	275,442	235,941	347,190	386,104

附件 3　天津物产九江国际贸易有限公司主要财务指标（续表 2）

年　份	2016 年 9 月（未经审计）	2015 年	2014 年	2013 年
财务指标				
毛利率（%）	0.62	1.11	1.46	1.21
营业利润率（%）	0.28	0.30	0.20	0.20
总资产报酬率（%）	1.49	2.31	2.36	2.40
净资产收益率（%）	3.39	3.57	2.41	2.54
资产负债率（%）	78.95	74.98	77.12	78.70
债务资本比率（%）	56.64	52.93	62.74	65.74
长期资产适合率（%）	368,560.30	235,112.47	81,204.06	54,742.37
流动比率（倍）	1.37	1.33	1.30	1.27
速动比率（倍）	1.21	1.21	1.17	1.21
保守速动比率（倍）	0.40	0.40	0.37	0.52
存货周转天数（天）	7.69	8.65	7.27	2.95
应收账款周转天数（天）	-	3.54	6.39	4.64
经营性净现金流/流动负债（%）	1.54	0.73	8.25	11.23
经营性净现金流/总负债（%）	1.47	0.73	8.25	11.23
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	1.96	0.52	4.05	4.03
EBIT 利息保障倍数（倍）	2.80	2.07	1.45	1.43
EBITDA 利息保障倍数（倍）	-	2.09	1.47	1.44
现金比率（%）	39.62	40.50	37.19	42.29
现金回笼率（%）	116.02	131.19	118.55	120.51
担保比率（%）	0.00	0.00	0.00	0.00

附件 4　　各项指标的计算公式

1. 毛利率（%）＝（1－营业成本/营业收入）× 100%
2. 营业利润率（%）＝营业利润/营业收入×100%
3. 总资产报酬率（%）＝ EBIT/年末资产总额×100%
4. 净资产收益率（%）＝净利润/年末净资产×100%
5. EBIT ＝利润总额＋计入财务费用的利息支出
6. EBITDA ＝ EBIT＋折旧＋摊销（无形资产摊销＋长期待摊费用摊销）
7. 资产负债率（%）＝负债总额/资产总额×100%
8. 长期资产适合率（%）＝（所有者权益＋非流动负债）/ 非流动资产×100%
9. 债务资本比率（%）＝总有息债务/资本化总额×100%
10. 总有息债务＝ 短期有息债务＋长期有息债务
11. 短期有息债务＝ 短期借款＋应付票据＋其他流动负债（应付短期债券）＋ 一年内到期的非流动负债＋其他应付款（付息项）
12. 长期有息债务＝长期借款＋应付债券＋长期应付款（付息项）
13. 资本化总额＝总有息债务＋所有者权益
14. 流动比率＝流动资产/流动负债
15. 速动比率＝（流动资产-存货）/ 流动负债
16. 保守速动比率＝（货币资金＋应收票据＋交易性金融资产）/ 流动负债
17. 现金比率（%）＝（货币资金＋交易性金融资产）/ 流动负债×100%
18. 存货周转天数[6]＝ 360 /（营业成本/年初末平均存货）
19. 应收账款周转天数[7]＝ 360 /(营业收入/年初末平均应收账款）
20. 现金回笼率（%）＝销售商品及提供劳务收到的现金/营业收入×100%
21. EBIT 利息保障倍数（倍）＝ EBIT/利息支出＝ EBIT/（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

[6] 前三季度取 270 天。
[7] 前三季度取 270 天。

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）＝ EBITDA/利息支出＝ EBITDA /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）＝ 经营性现金流量净额/利息支出＝ 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

24. 担保比率（%）＝担保余额/所有者权益×100%

25. 经营性净现金流/流动负债（%）＝ 经营性现金流量净额/[（期初流动负债＋期末流动负债）/2]×100%

26. 经营性净现金流/总负债（%）＝经营性现金流量净额/[（期初负债总额＋期末负债总额）/2]×100%

附件 5　　中长期债券及主体信用等级符号和定义

大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同。

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，有较高违约风险。

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。

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。

大公评级展望定义：

正面 ：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定 ：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面 ：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

附件 6　　短期债券信用等级符号和定义

A-1 级：为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。

A-2 级：还本付息能力较强，安全性较高。

A-3 级：还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。

B 级：还本付息能力较低，有一定的违约风险。

C 级：还本付息能力很低，违约风险较高。

D 级：不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。