信用等级公告

联合〔2020〕1919号

联合资信评估有限公司通过对新疆有色金属工业（集团）有限责任公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持新疆有色金属工业（集团）有限责任公司主体长期信用等级为AA^+，并维持“19新疆有色CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月二十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

新疆有色金属工业（集团）有限责任公司
2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
新疆有色金属工业（集团）有限责任公司	AA^+	稳定	AA^+	稳定
19 新疆有色 CP001	A-1	稳定	A-1	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 新疆有色 CP001	8 亿元	8 亿元	2020/10/21

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2020 年 6 月 29 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估有限公司有色金属企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司有色金属企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa^+		评级结果	AA^+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	3
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

新疆有色金属工业（集团）有限责任公司（以下简称“公司”或“新疆有色”）为新疆维吾尔自治区国有资产监督管理委员会（以下简称“新疆国资委”）下属的大型有色金属综合生产企业，镍矿资源储量全国第二。

跟踪期内，公司保持在产业布局、产能规模、镍资源储备等方面的综合优势，黄金精炼业务规模增长带动公司整体营业收入提升。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）同时也关注到金属价格波动幅度大、公司盈利能力较弱等因素给公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量对待偿还债券的保障能力强，经营活动现金净额和现金类资产对待偿还债券的保障能力较强。

未来公司将继续保持产能规模优势，盈利水平有望逐步提高。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，维持“19 新疆有色 CP001”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

1. **公司镍矿资源储量全国第二，镍矿自给率高。**截至 2020 年 3 月底，公司镍金属资源量（含储量）55.38 万吨；电解镍的生产原料自给率维持在 60%以上。
2. **2019 年，公司黄金精炼业务规模扩大，黄金板块收入大幅增长。**2019 年，公司黄金业务收入为 38.58 亿元，同比大幅增长。
3. **存续债券保障能力较强。**公司经营活动现金流入量对待偿还债券的保障能力强，经营活动现金净额和现金类资产对待偿还债券的保障能力较强。

关注

1. **公司盈利水平易受金属价格波动影响。**2019 年，受铜价下跌影响，公司铜镍板块毛利率同比下降 0.85 个百分点至 7.30%。
2. **跟踪期内，公司综合毛利率有所下降。**2019 年，公司综合毛利率为 9.12%，同比下降 0.49 个百分点；

分析师：张文选　刘莉婕
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

2020 年一季度，公司综合毛利率为 2.29%，较 2019 年同期下降 5.73 个百分点，并出现季节性期间亏损。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	35.83	44.30	29.89	31.22
资产总额(亿元)	223.11	227.36	244.83	247.77
所有者权益合计(亿元)	111.62	110.45	117.36	114.60
短期债务(亿元)	38.15	54.81	60.85	66.67
长期债务(亿元)	40.08	33.36	27.41	29.30
全部债务(亿元)	78.22	88.16	88.26	95.97
营业收入(亿元)	126.29	94.51	123.58	21.64
利润总额(亿元)	1.42	1.16	2.01	-2.82
EBITDA(亿元)	11.92	10.59	12.09	--
经营性净现金流(亿元)	14.46	10.03	9.33	-5.57
营业利润率(%)	5.75	8.39	8.05	1.13
净资产收益率(%)	1.20	0.85	1.23	--
资产负债率(%)	49.97	51.42	52.07	53.75
全部债务资本化比率(%)	41.21	44.39	42.93	45.58
流动比率(%)	142.29	129.86	94.31	97.35
经营现金流动负债比(%)	22.19	13.14	10.43	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.16	2.59	3.28	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.56	8.32	7.30	--

公司本部（母公司）				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	85.69	91.40	94.60	97.04
所有者权益(亿元)	58.64	58.98	60.08	59.64
全部债务(亿元)	23.40	30.74	32.59	35.59
营业收入(亿元)	1.11	1.09	0.99	0.00
利润总额(亿元)	2.30	3.73	1.48	-0.44
资产负债率(%)	31.57	35.47	36.49	38.54
全部债务资本化比率(%)	28.52	34.26	35.17	37.37
流动比率(%)	833.43	277.79	175.00	192.81
经营现金流动负债比(%)	28.30	11.57	-7.03	--

注：1. 公司 2020 年一季度财务数据未经审计；2. 长期应付款中融资租赁款及其他非流动负债中黄金租赁款调整至长期债务；3. 2018 年财务数据采用 2019 年期初数；集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

债项评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 新疆有色 CP001	A-1	AA+	稳定	2020/2/27	张文选 刘莉婕	联合资信评估有限公司有色金属企业信用评级方法/联合资信评估有限公司有色金属企业主体信用评级模型（打分表）	阅读原文
19 新疆有色 CP001	A-1	AA+	稳定	2019/8/9	张文选 刘莉婕	联合资信评估有限公司有色金属企业信用评级方法/联合资信评估有限公司有色金属企业主体信用评级模型（打分表）	阅读原文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由新疆有色金属工业（集团）有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

新疆有色金属工业（集团）有限责任公司 2020年跟踪评级报告

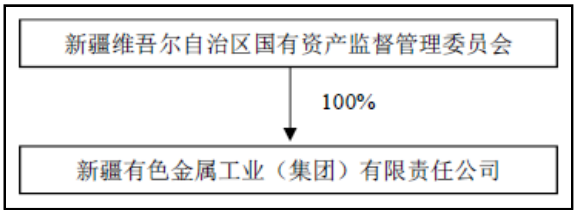
一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于新疆有色金属工业（集团）有限责任公司（以下简称“公司”或“新疆有色”）及相关债券的评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

新疆有色前身为根据《中苏友好同盟互助条约》于1950年成立的中苏有色及稀有金属股份公司，是新中国成立后最早的中外合资企业之一，1955年更名为新疆有色金属工业公司，曾隶属中国有色金属工业总公司和国家有色金属管理局，并于2000年下划至新疆维吾尔自治区人民政府管理。2002年经新疆维吾尔自治区人民政府批准，新疆有色正式设立，注册资本为人民币12.63亿元，出资人为新疆维吾尔自治区国有资产监督管理委员会（以下简称“新疆国资委”）。2007年以来，新疆国资委多次调整公司资本金，截至2020年3月底，公司注册资本及实收资本为15.55亿元，新疆国资委为公司唯一股东及实际控制人。

图1　截至2020年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围及组织架构未发生明显变化。截至2020年3月底，公司合并范围子公司包括25个一级子公司、41个二级子公司（详见附件1-2）。

截至2019年底，公司合并资产总额244.83亿元，所有者权益合计117.36亿元（含少数股东权益38.57亿元）；2019年，公司实现营业收入123.58亿元，利润总额2.01亿元。

截至2020年3月底，公司合并资产总额247.77亿元，所有者权益合计114.60亿元（含少数股东权益38.14亿元）；2020年1—3月，公司实现营业收入21.64亿元，利润总额-2.82亿元。

公司注册地址：新疆乌鲁木齐市沙依巴克区友好北路4号；公司法定代表人：张国华。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于2019年10月发行了“19新疆有色CP001”，发行额度8亿元，将于2020年10月21日到期。所募资金用于补充营运资金及归还有息债务。截至目前，“19新疆有色CP001”资金全部按募集资金规划使用完毕，其中，3亿元用于补充营运资金，5亿元用于归还有息债务。

本期短期融资券无担保。

四、宏观政策和经济环境

1. 宏观经济环境

2019年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见下表），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长均为6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，受

到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 1　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020年一季度三大需求全面大幅收缩。2019年，社会消费品零售总额同比增长8.0%，较上年下滑1.0%，其中网上零售额10.6万亿元，同比增长16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.4%，比上年低0.5个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为3.1%，比上年低6.4个百分点；基础设施投资增速为3.8%，与上年持平；房地产投资增速为9.9%，比上年高0.4个百分点。民间投资增速为4.7%，比上年低4.0个百分点；国有投资增速为6.8%，比上年高4.9个百分点。2019年，货物进出口总额31.54万亿元，同比增长3.4%，增速比上年回落6.3个百分点。其中，出口增长5.0%，进口增长1.6%。进出口顺差2.92万亿元，同比扩大25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长8.0%、14.1%、-10.7%和0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口9.27万亿元，增长10.8%。2020年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%，占GDP比重分别为7.1%、39.0%和53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长5.7%，增速较上年同期回落0.5个百分点；2019年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长9.4%和5.4%，服务业增长势头较好。2020年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%

和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.9%，涨幅比上年扩大0.8个百分点，其中食品价格全年上涨9.2%，涨幅比上年提高7.4个百分点；非食品价格上涨1.4%，涨幅比上年回落0.8个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.6%，涨幅比上年回落0.3个百分点。2019年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降0.3%，比上年回落3.8个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降0.7%，涨幅比上年回落4.8个百分点。2020年一季度，CPI和PPI分别累计同比增长4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019年，全国一般公共预算收入190382亿元，同比增长3.8%，增速比上年回落2.4个百分点。其中税收收入157992亿元，同比增长1.0%；非税收入32390亿元，同比增长20.2%。2019年，全国一般公共预算支出238874亿元，同比增长8.1%，增速比上年低0.6个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长16.1%、14.4%和18.2%。2019年财政收支差额4.85万亿元，较去年同期大增2.91万亿元。2020年一季度，全国一般公共预算收入4.6万亿元，同比增长-14.3%；支出5.5万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在5%（含）以上，较上年有所提高。制造业PMI和非制造业PMI的从业人员指数，2019年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020年1－3月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为5.3%、6.2%和5.9%，3月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至2.15万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情

负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业分析

(一) 镍

中国镍资源储备有限，对进口依赖程度较大；镍资源下游用途广泛，近些年动力锂电池行业的快速发展带动镍需求量的大幅增长，带动镍价格的上涨，2019 年三季度以来，镍价呈

下行趋势。

世界镍资源储量十分丰富，镍矿资源分布中，红土镍矿约占 55%，硫化物型镍矿占 28%，海底铁锰结核中的镍占 17%。海底铁锰结核由于开采技术及对海洋污染等因素，目前尚未实际开发。

美国地质调查局数据显示，截至 2019 年底，全球探明镍基础储量约 8900 万吨，其中，印度尼西亚超过 2000 万吨，澳大利亚 1900 万吨，新喀里多尼亚 1200 万吨，巴西 1100 万吨，俄罗斯 760 万吨，古巴 550 万吨，基础储量的约 60%为红土镍矿，约 40%为硫化镍矿。我国镍矿资源相对匮乏，截至 2019 年底，储量约为 290 万吨，占全球镍资源的比重为 3.26%，中国的镍矿资源以硫化镍矿为主，红土镍矿资源贫乏。区域分布方面，中国镍矿资源主要分布在西北、西南和东北，其保有储量分别占全国总储量的 76.8%、12.1%和 4.9%。我国每年需要进口大量的镍砂矿及精矿满足国内需求。2019 年全年，中国累计进口红土镍 5615 万吨，其中，从印尼累计进口 2388 万吨；从菲律宾累计进口 2988 万吨。

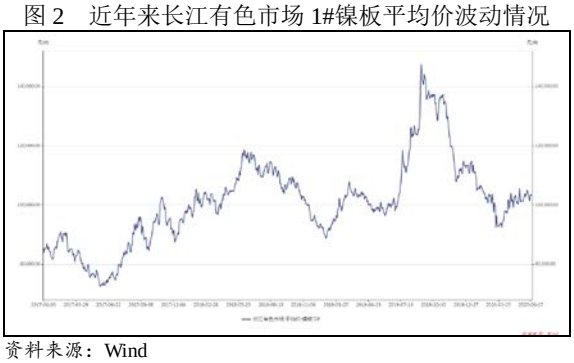
中国三大镍矿分别为：金川镍矿、喀拉通克镍矿、黄山镍矿。主要生产厂家有：金川集团有限公司，吉林吉恩镍业股份有限公司，新疆有色金属工业(集团)阜康冶炼厂。

由于镍具有较好的耐腐蚀，耐高温，防锈等性能，因此被广泛应用到不锈钢和合金钢等钢铁领域。在不锈钢应用中镍的消耗量最大，全球 2/3 的初级镍矿都用于不锈钢的生产。镀金属镍还被应用到电池领域，主要有镍-氢电池、镉-镍电池还和镍-锰电池等。近年来发展最迅速的是应用日趋实用化的 MHx-Ni 蓄电池，其优点是无毒绿色无污染，电池储量比镍镉电池多 30%，比镍镉电池更轻，使用寿命更长，缺点是价格比镍镉电池要贵，性能比锂电池差。主要应用于移动通讯，笔记本、录像机等领域同时也用于军工、国防、高科技等领域。以此类电池作为动力的汽车也已投入市场。镍复合材料可用于石油化工的氢化和合成甲烷时的催化剂，优点是不易被 H2S、S02 所毒化。镍的化合物可制作颜料和染料。镍还能制成镍铁素体和镍锌铁素等新型陶瓷，做变压器的铁心和无线电的天线等。

近年来，全球及中国镍表观需求量快速增长，2019 年，全球精炼镍表观需求量为 241.05 万吨，同比增长 2.77%；中国精炼镍表观需求量为 130.43 万吨，同比增长 18.97%。2019 年，全球及中国精炼镍产量分别为 240.83 万吨和 86.69 万吨，均低于表观需求量。

镍金属和镍矿价格走势基本一致，镍金属价格一方面受到供需因素影响，一方面受到商品周期及资金炒作影响。受大宗商品市场回暖影响，2018 年上半年镍价大幅回升，下半年冲高回落；2019 年前三季度，镍价整体呈反弹走势；2019 年第四季度以来，镍价呈下行趋势，截至 2020 年 3 月底，镍板价格为 9.40 万元/吨。

图 2　近年来长江有色市场 1#镍板平均价波动情况



资料来源：Wind

(二) 铜

1. 行业概况

中国为全球最大的精炼铜生产国及消费国，铜矿资源匮乏，资源自给率低。

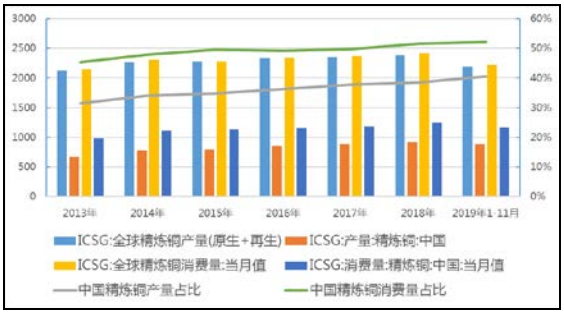
铜工业包括采矿、选矿、粗铜冶炼、精铜冶炼、铜加工整个产业链。其中铜冶炼行业处于产业链中铜矿业与铜加工业的中间环节，指对铜精矿等矿山原料、废杂铜料进行熔炼、精炼、电解等提炼铜的生产活动。铜冶炼行业主要产品包括：粗铜、精炼铜、阴极铜（电解铜），以及在冶炼过程中生产的铜基合金等。

根据国际铜业研究小组统计数据计算，

2017－2018 年及 2019 年 1－11 月，中国精炼铜产量占全球精炼铜产量比例分别为 37.85%、38.52%和 40.57%。2017、2018 年及 2019 年 1－11 月，中国精炼铜消费量占全球精炼铜消费量比例分别为 49.82%、51.61%和 52.11%。中国为全球最大的精炼铜生产国及消费国。

图 3　全球及中国精炼铜产量及消费量情况

（单位：万吨）



资料来源：Wind

根据工业与信息化部数据，2019 年，中国生产铜精矿金属含量 163 万吨，同比增长 4.1%；精炼铜产量为 978 万吨，同比增长 10.2%。据此估算，2019 年中国国内矿山铜精矿自给率约为 16.64%，资源自给率低。同期，铜冶炼总回收率 98.6%，同比提高 0.1 个百分点；铜冶炼综合能耗 226 千克标煤/吨，同比下降 2%。全年规模以上铜企业实现利润 412 亿元，同比增长 8.2%，增速较 2018 年提升 3.9 个百分点。其中，铜矿采选行业实现利润 56 亿元，同比下降 3.9%；铜冶炼、铜压延加工行业分别实现利润 144 亿元、212 亿元，同比分别增长 16.6%、6.5%。

2．上游供给

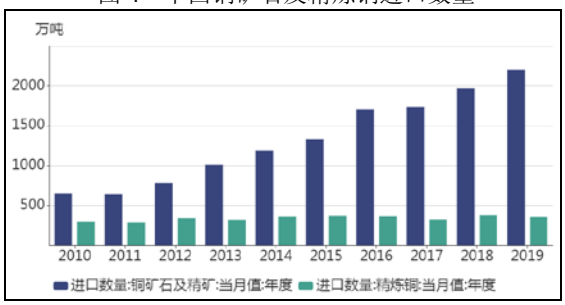
中国国内矿山过度开发，开采深度增加；同时进口铜矿石数量快速增长，对外依存度进一步提升。

铜精矿是铜冶炼的主要原料。根据美国地质调查局 2019 年公布的数据：全球已探明铜储量约为 8.70 亿吨，主要集中在智利（2.00 亿吨）、秘鲁（0.87 亿吨）、墨西哥（0.53 亿吨）和美国（0.51 亿吨），中国铜储量 0.26 亿吨，仅占全球储量的 2.99%。全球前十大铜业公司掌握约九成铜矿储量，铜矿资源垄断程度高，下游话语权弱。

随着世界经济的不断发展，工业和生活中对铜的需求不断增加，凭借铜矿开采技术的不断提高，全球铜矿开采呈增长趋势。根据美国地质调查局美国地质调查局 2019 年公布的数据：2019 年，全球铜矿产量为 2000 万吨，中国铜矿产量为 160 万吨（工业与信息化部与美国地质调查局产量统计结果存在差异），占全球总产量的 8.00%。中国铜矿资源产量占全球铜矿产量的比重远高于铜矿资源储量占全球总储量的比重，资源储量与开采量的不匹配造成中国铜矿资源开采过度，进而加速了铜矿品位下降、开采深度增加、开采成本增加的困境。

中国有色金属工业“十三五”规划中指出，2015 年，国内铜矿产原料对外依存度达 73%。近年来，中国进口铜矿石及精矿数量快速增长。据海关总署统计，2015 年中国铜矿石进口 1329.38 万吨，2019 年已增至 2198.99 万吨。从铜矿石进口增速及中国精炼铜产量增速的对比数据看，中国铜矿石对外依存度进一步提升。相比而言，近年来中国进口精炼铜数量相对较为平稳，2019 年进口精炼铜 355.02 万吨。

图 4　中国铜矿石及精炼铜进口数量



资料来源：海关总署、Wind

另外，再生铜作为铜重要的供应来源，其原料废铜在环保日益受到重视的环境下愈发重要。根据海关总署数据，2017－2019 年，中国废铜进口量持续下降，分别为 355.71 万吨、241.29 万吨和 148.65 万吨；2020 年 1－2 月进口废铜量 11.95 万吨，同比下降 48.49%，废铜进口量下降带来的缺口一定程度上刺激铜精矿、精炼铜等价格上升。

图 5　中国铜矿石及精炼铜进口数量

（单位：万吨）



资料来源：海关总署、Wind

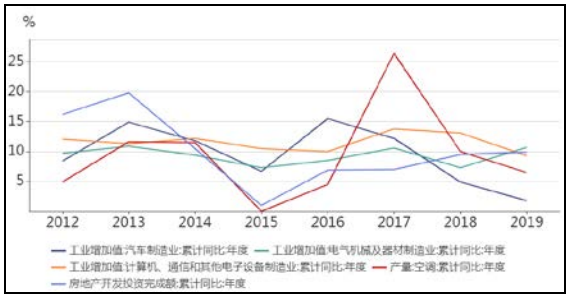
3．下游需求

未来中国铜的下游需求结构变动不大，整体需求保持增长，但增速有所下降。

铜的下游需求较为分散，使用领域遍布工业生产的各个行业。其中，电气电缆约占 40%、机械设备约占 16%、建筑约占 14%（以房地产为主）、家电约占 9%（以空调为主）、交通约占 16%（以汽车为主）、电子及合金材料约占 5%。2014 年以来，中国电气机械及器材制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业工业增加值整体增速较为平稳；空调产量和房地产开发工业增加值出现了较大波动；汽车制造业工业增加值同比增速自 2017 年开始持续下降，但整体维持了增长趋势。进入 2020 年，受中国新冠疫情影响，除了计算机、通信和其他电子设备制造业工业增加值同比有所增长外，其他铜下游行业工业增加值同比均出现了不用程度的下降。为了稳定经济运行，中国在电力、房地产、5G、特高压及新能源车充电桩等新老基建投资上持续加码。其中，针对铜消费占比较高的电力板块，国家电网初步安排 2020 年电网投资约 4500 亿元，比年初计划上调约 10%，铜需求有望改善。

疫情影响短期需求，基于对中国宏观经济的判断，中国汽车制造业、电气机械及器材制造业和计算机、通信和其他电子设备制造业将长期维持稳定增长的态势。受新能源汽车（新能源汽车为燃油汽车用铜量的 3~4 倍）推广、相关充电设施建设的扩充、汽车下乡等因素综合影响，铜需求量将加速增长。由于中国确定了“房住不炒”的政策并且出生率出现下降等情况，房地产开发投资额增速可能将有所下滑并带动空调产量增速下滑。

图 6　近年来中国铜下游产业增速



资料来源：国家统计局、Wind

4．价格走势

（1）铜金属价格

2019 年，随着市场对于中美贸易战的担忧，铜价持续降低。2020 年，受新冠疫情影响需求下滑，铜价将持续承压。

从铜价走势来看，以伦敦金属交易所 LME 铜官方价（以下简称“铜价”）为例，由于全球经济环境不佳，铜价经历了四年的下跌，于 2016 年初触底，最低价为 4320.50 美元/吨。2016 年 10 月以来，受经济数据超预期、美国大选提振美股上涨、OPEC 达成冻产协议等因素影响，市场情绪高涨，铜价在长期低迷后强势反弹，于 2018 年中最高触及 7268.00 美元/吨，较 2016 年最低点上涨 68.22%。随后铜价受中美贸易战影响再次出现大幅下跌，最低触及 5849.00 美元/吨。进入 2019 年，铜价于年初受智利、秘鲁、刚果金等主产国因事故、罢工等因素减产影响而有所反弹，最高触及 6533 美元/吨；随着市场对于中美贸易战的担忧，铜价持续降低，最低触及 5562.00 美元/吨。随着 LME 铜官方价格运行区间下降，据工信部统计，2019 年全年铜现货均价 47739 元/吨，较上年下降 5.8%。进入 2020 年，受新冠疫情影响需求下滑，铜价大幅下降，最低触及 4626.50 美元/吨。之后随着中国国内疫情好转、海外疫情持续扩散以及海

外矿山纷纷减产，导致铜原料供给紧张，铜价有所回升，截至 2020 年 6 月 2 日为 5487.50 美元/吨，但仍较年初下跌 11.25%。随着海外疫情持续发展，且海外发达国家类似基建等的刺激措施较少，预计需求下滑压力将使铜价持续承压。

图 7　近年来铜价走势情况



资料来源：Wind

（2）铜精矿加工费（TC/RC）价格

中国铜企主要涉足冶炼环节赚取加工费，加工费持续下降压缩了铜冶炼企业的盈利空间。

国内铜精矿结算价格＝上海期货交易所电解铜-体现冶炼企业的加工成本±其他调整因素（主要指具体每批次铜精矿的金属含量等指标以及其他双方商定的调整因素）。

国际铜精矿价格基于 LME 期铜结算价与 TC/RC 费用决定，铜精矿加工费（TC/RC）是决定铜冶炼企业利润的重要因素。铜加工费分为粗炼费 TC（指由 1 吨铜精矿提炼阳极铜的费用）和精炼费 RC（指由 1 磅阳极铜提炼阴极铜的费用），且 TC 与 RC 相关性极高。大体上，TC/RC 的变化反映着铜精矿供需的松紧状况，在铜精矿供不应求的情况下，TC/RC 会接近铜冶炼行业平均成本线，压薄铜冶炼企业利润。

图 8　近年来粗炼费和精炼费变动情况



资料来源：Wind

近年来，TC/RC 整体呈下降趋势，进一步压缩了铜冶炼企业的盈利空间。受铜冶炼产能陆续投产形成一定过剩影响，2016 年 TC/RC 出现大幅下降。2017－2018 年，TC/RC 现货价呈小幅波动趋势，TC 整体运行区间维持在 70~90 美元/干吨，RC 整体运行区间维持在 7.0~9.0 美分/磅。2019 年，受智利、秘鲁、刚果金等主产国事故、罢工等因素影响，铜原料供应紧张，TC/RC 现货价再次大幅下降，最低分别触及 53 美元/干吨和 5.3 美分/磅。2020 年 2 月，中国国内新冠疫情短期内压制了铜矿需求，TC/RC 现货价大幅反弹，但在全球各国经济放缓的大背景下，预计 TC/RC 难有起色，甚至可能进一步下降。TC/RC 长期协议方面，2016 年 11 月，江西铜业集团有限公司（以下简称“江西铜业”）与自由港麦克莫伦公司达成协议，约定 2017 年 TC/RC 分别为 92.50 美元/干吨和 9.25 美分/磅。2017 年底，铜陵有色金属集团控股有限公司（以下简称“铜陵有色”）与自由港麦克莫伦公司达成协议，约定 TC/RC 分别为 82 25 美元/干吨和 8.225 美分/磅，同比均下滑 11.08%。2018 年，江西铜业与智利矿业公司安托法加斯塔达成协议，同意将 2019 年 TC/RC 分别下调至 80.80 美元/干吨和 8.08 美分/磅。2019 年底，江西铜业、铜陵有色、中国铜业有限公司（以下简称“中国铜业”）与自由港麦克莫伦公司达成协议，约定 2020 年 TC/RC 分别为 62 美元/干吨和 6.2 美分/磅，较 2019 年下降 23.27%，为铜加工精炼费长期协议价的连续第五年下跌，同时也为 2011 年以来的最低水平。

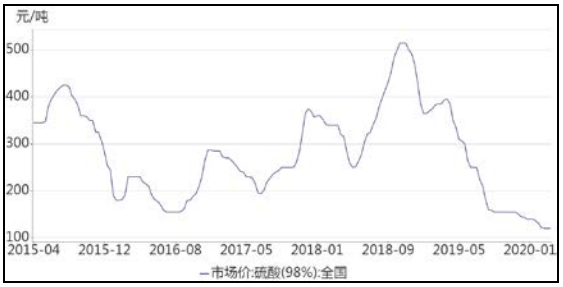
（3）硫酸价格

中国硫酸产能持续过剩导致硫酸价格大幅下降，铜冶炼厂利润及开工率承压。

硫酸为铜冶炼环节的副产品。据中国硫酸工业协会统计，截至 2019 年底，全国 98%硫酸均价 150 元/吨，较上年下降 56.5%，部分地区出现负价，企业需要贴钱出货。严重的产能过剩是价格大跌的原因，一方面硫酸产能不断增

长，致使供应量不断攀高；另一方面以磷肥为主的下游产品需求不佳，导致硫酸销路难寻。双重压力之下，硫酸企业的利润不断被挤压，运行艰难。由于硫酸产能还有进一步扩大的趋势，再加上沙特等国不断增加磷肥产能，中国磷肥出口减少，硫酸价格或将进一步下降。硫酸价格的持续下降，铜冶炼厂的开工率及盈利水平或将受到压制。

图 9　近年来中国硫酸价格走势情况



资料来源：国家统计局、Wind

5．行业政策

近年来，政府在废铜进口方面进行较为严格的控制，并通过行业规范促进行业技术进步，推动行业高质量发展。

废铜进口政策方面，2017 年 7 月，中国环保部向 WTO 递交通知，宣布从 2017 年 9 月起，中国将禁止进口 4 大类 24 种洋垃圾。其中七类废杂铜属于限制进口许可废料，进口此类废料需获得相关批文。2018 年 4 月，生态环境部、商务部、发展改革委、海关总署联合发布关于调整《进口废物管理目录》的公告，自 2018 年底开始，以回收铜为主的废电机等（包括电机、电线、电缆、五金电器）的铜产品从“限制”调为“禁止”进口。此次《进口废物管理目录》意味着禁止进口七类废铜政策正式落地。2018 年 12 月，生态环境部、商务部、发展改革委、海关总署对现行的《非限制进口类可用作原料的固体废物目录》和《限制进口类可用作原料的固体废物目录》进行以下调整：将于 2019 年 7 月 1 日起限制进口“六类”废铜。受废铜进口政策影响，废铜进口量逐年下降。废铜进口下降带来的缺口一定程度上影响铜精矿加工费走向。

行业规范方面，2019 年 9 月 4 日，工业与信息化部发布了《铜冶炼行业规范条件》，进一步加快铜产业转型升级，促进铜冶炼行业技术进步，提升资源综合利用率和节能环保水平，促进铜冶炼行业持续健康发展。

表 2　近年来出台的铜行业相关产业政策

出台时间	内容	政策影响
2017 年 7 月	环保部向 WTO 递交通知，宣布自 2017 年 9 月起将七类废杂铜列为限制进口许可废料，进口此类废料需获得相关批文	污染治理
2018 年 4 月	生态环境部、商务部、发展改革委、海关总署联合发布关于调整《进口废物管理目录》的公告	污染治理
2018 年 12 月	生态环境部、商务部、发展改革委、海关总署对《非限制进口类可用作原料的固体废物目录》和《限制进口类可用作原料的固体废物目录》进行调整	污染治理
2019 年 9 月	工信部发布了《铜行业规范条件》	标准制定

资料来源：公开信息，联合资信整理

6．行业展望

疫情影响短期需求，中国宏观经济长期平稳发展为铜产品需求形成较强支撑，行业将稳定发展，但增速或将有所下降，行业集中度将进一步提高。

未来，预计中国仍将作为全球最大的精炼铜生产国及消费国，且仍将受自给率低的影响而继续大量进口铜精矿和精铜。具备较强资本实力的企业或通过收并购不断增加国外矿产资源的掌控力度。由于铜产品下游行业普遍为与宏观经济关联度较高的行业，受中国 GDP 增速下降影响，铜产品需求增速承压。部分冶炼企业将因成本控制、环境保护、资源掌握方面的不足而退出市场，行业集中度将进一步提高。

(三) 黄金

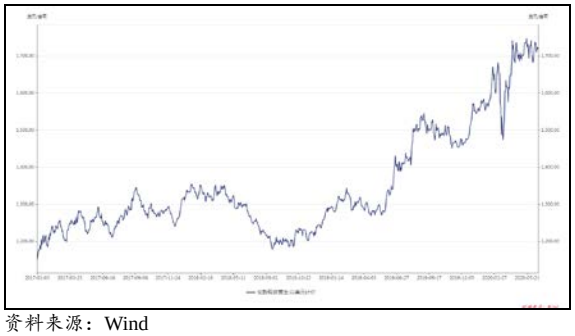
近两年黄金价格波动较大，影响当前黄金

价格的因素错综复杂，黄金价格未来走势仍存在不确定性。

黄金属于贵金属。国际上一般黄金都是以盎司为单位，是一种非常重要的金属。不仅是用于储备和投资的特殊通货，同时又是首饰业、电子业、现代通讯、航天航空业等部门的重要材料。

2017 年至今，黄金呈现先扬后抑的价格走势。以伦敦现货黄金为例，2016 年 12 月 30 日为 1159.10 美元/盎司，随后黄金价格震荡上行，于 2018 年 1 月 25 日上涨至该期间的最高价 1354.95 美元/盎司，自 2018 年 4 月下旬开始震荡下跌并于 2018 年 5 月中旬跌破 1300 美元/盎司的整数关口，随后黄金价格持续下跌并于 2018 年 8 月 17 日下跌至该期间的最低价 1178.40 美元/盎司；2018 年底黄金价格已回升至 1281.65 美元/盎司。其中，黄金价格自 2017 年年初开始了一次较为明显的上涨趋势的原因为美联储进行加息，但由于美联储 2017 年 9 月公布了缩表计划，黄金价格自此出现了较为明显的下跌并持续至 2017 年底；而 2018 年 4 月下旬受美联储紧缩货币政策预期压制和美元指数走强影响，黄金价格持续下跌；2018 年 9 月，受贸易战摩擦、美国加息、油价高企及对中国商品增加关税税收的多种影响，黄金价格有所上涨，2019 年 1 月起，黄金价格有所波动，但随着 5 月中美贸易摩擦担忧升级，黄金价格持续上涨，截至 2020 年 3 月底，黄金价格上涨至 1608.95 美元/盎司。

图 10　近期现货黄金价格



资料来源：Wind

产量方面，中国主要通过黄金矿产金和有色原料产金两种途径进行黄金生产，但黄金矿产金吨数占总产量比重一直维持在 80%以上，起到决定性作用。2019 年和 2020 年一季度，中国黄金产量（不含进口原料产金）分别为 380.23 吨和 82.60 吨，同比分别下降 5.21%和 10.90%，除上述两种方式外，中国亦通过进口原料进行黄金生产，2019 年和 2020 年一季度分别通过该方式生产黄金 120.19 吨和 23.70 吨。但究其本质，该途径仍依赖其他国家，即使中国企业直接对外进行矿山投资仍可能面临较大政策风险。根据中国黄金协会 2017 年 2 月印发的《黄金行业“十三五”发展规划》（以下简称“黄金十三五”），预计“十三五”期间黄金产量年平均增长率 3%左右，2020 年规划黄金产量 500 吨/年（不包括进口原料产金 100 吨/年）；其中黄金矿山产金规划产量 415 吨/年，有色副产金规划产量 85 吨/年。

消费量方面，中国黄金首饰及金条消费量合计占总消费量比重一直维持在 90%上下，其中黄金首饰消费量占总消费量比重一直持续维持在 60%以上。2019 年，中国消费量为 1002.78 吨，较 2018 年下降 12.91%，其中黄金首饰消费量 676.23 吨，金条及金币消费量 225.80 吨，分别较 2018 年下降 8.16%和 26.97%。2020 年一季度，中国消费量为 148.60 吨，同比下降 48.20%，其中黄金首饰消费量 92.00 吨，同比下降 51.10%；金条及金币消费量 37.70 吨，同比下降 47.00%。根据黄金十三五预测，2020 年黄金消费量为 1200 吨。结合黄金十三五对产量及消费量的预测和规划，2020 年中国黄金自给率为 41.67%，预计未来中国黄金对外依存度仍维持在较高水平。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年3月底，公司注册资本及实收资本均为15.55亿元，新疆国资委为公司唯一股东及实际控制人。

2. 企业规模

公司作为大型综合有色金属冶炼企业，跟踪期内保持规模优势，多种金属实现协同发展。

公司是综合性有色金属生产企业，主要从事铜、镍、黄金等有色金属的生产，截至2020年3月底，公司具备年产1.3万吨镍、11.2万吨铜、8吨黄金的能力。

铜镍业务方面，公司镍矿资源储量丰富，镍矿资源储量全国第二，拥有喀拉通克铜镍矿、黄山、黄山东、香山地区铜镍矿和图拉尔根铜镍矿，截至2020年3月底，公司下属矿山铜资源储量达到52.28万吨，镍资源储量达到55.38万吨，其中喀拉通克铜镍矿为全国第二大铜镍矿。

黄金冶炼方面，公司子公司西部黄金股份有限公司（以下简称“西部黄金”）目前为西北地区最大的现代化黄金采冶企业，拥有哈图金矿、阿希金矿和哈密金矿等主要黄金生产矿山。截至 2020 年 3 月底，公司拥有金的权益资源量为 36.35 吨；2019 年，公司黄金板块矿石采选能力达到 79 万吨/年；2019 年及 2020 年 1—3 月，西部黄金矿石产量分别为 91.00 万吨和 5.20 万吨。

七、管理分析

跟踪期内，公司高级管理人员发生了一定变化，主要管理制度无重大变化。

2020 年 4 月，据新疆维吾尔自治区纪律检查委员会（以下简称“新疆纪检委”）网站披露信息，公司原副总经理徐存元严重违纪违法被“双开”。

2020 年 6 月，据新疆纪检委网站披露信息，公司党委副书记、董事金平钰接受纪律审查和监察调查。金平钰自 2019 年 11 月任公司党委副书记、董事。

联合资信将持续关注高级管理人员变动对公司生产经营等方面的影响。

八、经营分析

1. 经营概况

2019 年，受益于黄金精炼对外加工规模扩大及黄金价格增长，公司整体收入同比大幅增长，综合毛利率保持稳定；2020 年一季度，公司营业收入同比有所提升，但受疫情影响，盈利能力有所弱化。

跟踪期内，公司经营业务未发生变化。2019 年，公司营业收入为 123.58 亿元，同比增长 30.77%，主要系黄金板块收入大幅增长所致。

分板块看，2019 年，铜镍板块收入为 71.83 亿元，同比增长 3.49%，其中，阴极铜收入为 49.46 亿元，同比增长 1.35%；电解镍收入为 11.73 亿元，同比保持稳定。2019 年，公司黄金业务收入为 38.58 亿元，同比大幅增长，主要系西部黄金黄金精炼对外加工业务规模增加，主要产品标准金量价齐升所致。同期，公司稀有板块、房产销售和商贸流通收入规模较小，其他业务主要为下属子公司建筑、物业及热力等业务，对公司收入规模影响较小。

毛利率方面，2019 年，公司综合毛利率为 9.12%，同比下降 0.49 个百分点。其中，2019 年，铜镍板块毛利率为 7.30%，同比下降 0.85 个百分点，主要系铜价下跌所致；黄金板块毛利率为 9.24%，同比大幅下降，主要系毛利率较低的黄金精炼对外加工业务占比上升所致。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 21.64 亿元，较 2019 年同期增长 27.82%，主要系黄金板块收入提升所致。其中，阴极铜收入 8.72 亿元，较 2019 年同期下降 9.54%；电解镍收入 0.97 亿元，较 2019 年同期下降 33.56%，主要系受疫情影响销量下降所致；黄金板块收入 6.80 亿元，较 2019 年同期大幅增长，主要系公司外购金生产的标准金销量同比增加所致。毛利率方面，2020 年 1—3 月，公司综合毛利率为 2.29%，较 2019 年同期下降 5.73 个百分点，主要系阴极铜业务亏损以及黄金冶炼业务毛利率下滑所致。其中，阴极铜业务亏损，主要系

受疫情影响，阴极铜产销量下降，单位成本上涨所致；电解镍毛利率 17.20%，较 2019 年同期（9.74%）大幅增长，主要系电解镍销售价格较 2019 年同期（85254 元/吨）增长所致；黄金板块毛利率 3.14%，较 2019 年同期大幅下降，主要系自产黄金产量受矿山开工率不足而下降，黄金生产成本上涨以及金精矿及合质金采购成本增长所致；商贸流通板块毛利率较高主要系当期收入来源主要为仓储服务及装卸搬运，成本仅为折旧和修理费所致。

表 3　近年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

板 块	2018 年			2019 年			2020 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
铜镍板块	69.41	73.43	8.15	71.83	58.12	7.30	11.61	53.66	-0.25
其中：阴极铜	48.80	51.63	12.46	49.46	40.02	1.47	8.72	40.30	-4.50
电解镍	11.79	12.47	23.13	11.73	9.49	20.76	0.97	4.48	17.20
黄金板块	8.87	9.38	24.08	38.58	31.22	9.24	6.80	31.43	3.14
稀有板块	3.48	3.68	15.43	2.59	2.09	18.48	0.33	1.53	-4.69
房产销售	2.42	2.56	11.01	3.47	2.81	29.24	0.57	2.61	-4.46
商贸流通	3.33	3.52	0.96	0.39	0.32	-6.01	0.04	0.19	42.29
其他业务	7.01	7.42	10.02	6.72	5.44	14.31	2.29	10.58	14.59
合计	**94.51**	**100.00**	**9.61**	**123.58**	**100.00**	**9.12**	**21.64**	**100.00**	**2.29**

注：1. 黄金板块含黄金精炼对外加工业务；2. 尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2.　铜镍板块

2019 年，公司电解镍产销趋于平衡；阴极铜产销量同比保持稳定；受铜价下跌影响，铜镍板块毛利率小幅下降。2020 年一季度，受疫情影响，公司阴极铜和电解镍销量有所下降，盈利能力有所弱化。

跟踪期内，公司铜镍板块仍由子公司新疆新鑫矿业股份有限公司（以下简称“新鑫矿业”）和新疆五鑫铜业有限责任公司（以下简称“五鑫铜业”）运营，新鑫矿业为港交所上市公司（股票代码“3833.HK”），产品包括电解镍和阴极铜，五鑫铜业产品主要为阴极铜。

资源禀赋

跟踪期内，公司下属矿山资源及矿石采选模式未发生明显变化。截至 2020 年 3 月底，公司拥有的铜镍资源量（含储量）达到 107.66 万吨，其中，镍金属资源量（含储量）55.38 万吨，铜金属资源量（含储量）52.28 万吨，以上资源可以满足公司稳定生产 30 年以上的资源需求。

表 4　截至 2020 年 3 月底公司下属矿山资源情况（单位：万吨、%、年）

矿区		矿石量	品位		资源量（含储量）		储量		可开采年限	剩余开采年限
			镍	铜	镍	铜	镍	铜		
新疆喀拉通克矿业有限责任公司	喀拉通克铜镍矿	3032.93	0.56	0.95	16.87	28.78	12.12	19.47	52	21
新疆亚克斯资源开发股份有限公司及哈密市聚宝资源开发有限公司	黄山、黄山东、香山地区铜镍矿	7838.96	0.45	0.28	35.24	21.60	14.37	9.09	58	40
哈密和鑫有限公司	图拉尔根铜镍矿	645.00	0.51	0.29	3.27	1.90	2.50	1.56	24	11
合计	--	**11516.89**	--	--	**55.38**	**52.28**	**28.99**	**30.12**	--	--

资料来源：公司提供

目前，公司喀拉通克铜镍矿开采矿石产能为 104 万吨/年。2019 年实际矿石开采出矿量为 87.80 万吨，实际生产镍铜混合精矿 13.41 万吨；2020 年 1—3 月实际矿石开采出矿量为 9.25 万吨，实际生产镍铜混合精矿 0.31 万吨。

公司黄山、黄山东、香山地区三座铜镍矿开采矿石产能 209 万吨/年。2019 年实际矿石开采出矿量 126.47 万吨，实际生产镍精矿 6.22 万吨、铜精矿 1.01 万吨；2020 年 1—3 月实际矿石开采出矿量 10.37 万吨，实际生产镍精矿 0.37 万吨、铜精矿 0.05 万吨。

公司图拉尔根铜镍矿开采矿石产能为 60 万吨/年。2019 年实际矿石开采出矿量 41.80 万吨，实际生产镍精矿 3.15 万吨、铜精矿 0.65 万吨；2020 年 1—3 月实际矿石开采出矿量 2.30 万吨，实际生产镍精矿 0.23 万吨、铜精矿 0.03 万吨。

原料采购

公司电解镍的原材料主要是水淬高冰镍，生产水淬高冰镍的主要原料为铜镍混合精矿及镍精矿。阴极铜所需原材料主要为铜精矿，此外也采购少量粗铜。

目前，公司电解镍的生产原料自给率维持在 60%以上。未来，随着采选矿技改项目的完成并达产，公司镍金属原料自给率将达到 90%—100%。

表 5　近年来公司铜镍板块原料采购情况（单位：万吨、元/吨）

原材料		2018 年		2019 年		2020 年 1—3 月	
		采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价
高冰镍	自给部分	2.48	/	1.24	/	0.33	/
	外购部分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
镍精矿	自给部分	8.29	/	/	/	/	/
	外购部分	0.19	69835.00	0.32	78625.00	0.03	70793.00
铜精矿	自给部分	0.00	0.00	/	/	/	/
	外购部分	10.53	36875.42	11.10	36832.68	2.23	36303.71
粗铜	自给部分	0.00	0.00	/	/	/	/
	外购部分	1.02	41188.96	/	/	/	/

注：1. 铜精矿和粗铜的采购量及采购均价折算成金属量核算；2. “/”代表公司未提供且从公开信息无法获取相关数据
资料来源：公司提供

产品生产及销售

跟踪期内，公司电解镍及阴极铜产品生产及销售模式未发生变化。

截至 2020 年 3 月底，公司电解镍产能为 1.3 万吨/年，阴极铜产能为 11.2 万吨/年，其中，新鑫矿业产能为 1.2 万吨/年、五鑫铜业产能下降至 10 万吨/年，主要系五鑫铜业增加金精矿处置业务，调减阴极铜产能所致。

表 6　公司铜镍板块产品产销情况（单位：万吨、元/吨、%）

产品	项目	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
电解镍	产量	1.01	1.11	0.26
	销量	1.23	1.20	0.10
	平均销售单价	95843.61	97813.90	96668.65
	产销率	121.78	108.11	38.46
阴极铜	产量	11.85	11.89	2.70
	销量	11.72	11.95	2.19
	平均销售单价	42496.00	41509.83	41608.71
	产销率	98.87	100.50	81.11

资料来源：公司提供

2019 年，公司电解镍产品产量和销量分别为 1.11 万吨和 1.20 万吨，产量较 2018 年有所增长但销量小幅下滑。同期，镍价继续回升，公司电解镍平均售价达到 97813.90 元/吨，产销率为 108.11%，较 2018 年有所下降，主要系公司 2018 年因镍价回升加大库存镍销售，2019 年电解镍产销趋于平衡所致。2020 年 1—3 月，公司电解镍产量为 0.26 万吨，为 2019 年全年的 23.42%，较 2019 年同期保持稳定；销量为 0.10 万吨，为 2019 年全年的 8.33%，较 2019 年同期下降 41.18%，主要系疫情影响公司销售所致；产销率大幅下滑至 38.46%；销售单价回落至 96668.65 元/吨。

2019 年，公司阴极铜产量 11.89 万吨，销量 11.95 万吨，均较 2018 年保持稳定，产销率同比略有提升至 100.50%。同期，阴极铜销售价格回落至 41509.83 元/吨。2020 年 1—3 月，公司阴极铜产量为 2.70 万吨，为 2019 年全年的 22.71%；销量为 2.19 万吨，为 2019 年全年的 18.33%，主要系疫情影响公司销售所致；产销率下降至 81.11%；销售单价回升至 41609.71 元/吨。

3. 黄金板块

2019 年以来，受益于天山星公司黄金精炼对外加工量大幅增加及黄金价格上涨，公司黄金板块收入大幅增长。

公司标准金业务由子公司西部黄金（股票代码“601069.SH”）运营。西部黄金主要产品为标准金和金精矿，金精矿主要供给黄金冶炼企业生产标准金，标准金主要用于首饰、工业、官方储备和私人投资等。2019 年，西部黄金实现营业收入 38.63 亿元，利润总额 0.58 亿元，收入及利润较 2018 年大幅提升主要系西部黄金主要产品标准金量价齐升所致；2020 年 1—3 月，西部黄金实现营业收入 6.80 亿元，利润总额-0.54 亿元，亏损规模较 2019 年同期有所增加，主要系受疫情影响复工复产延迟，自产金产销量下降所致。

资源禀赋

跟踪期内，西部黄金主要黄金生产矿山未发生明显变化。截至 2020 年 3 月底，公司拥有金的权益资源量为 36.35 吨；2019 年，公司黄金板块矿石采选能力达到 79 万吨/年；2019 年及 2020 年 1—3 月，西部黄金矿石产量分别为 91.00 万吨和 5.20 万吨。

西部黄金除自有金矿供应外，另有部分外购金精矿，作为自产金精矿的有效补充，可以进一步充分利用现有冶炼产能。2019 年，西部黄金对外采购金精矿 2.65 万吨，同比下降 6.69%；采购金额为 2.45 亿元，同比增长 18.13%，主要系黄金价格提升及公司采购金精矿品位提高所致。2020 年 1—3 月，西部黄金对外采购金精矿 0.78 万吨，为 2019 年全年的 29.60%；采购金额为 0.78 亿元，为 2019 年全年的 31.87%，高于采购量增幅主要系黄金价格上涨所致。

表 7 西部黄金金精矿对外采购情况

（单位：吨、千克、元/克、万元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
采购量	28353.22	26456.45	7830.54
金属量	932.08	1031.87	258.21
金属单价	222.51	237.42	302.35
采购金额	20737.86	24498.39	7807.12

注：表中采购数据不含合质金采购数据
资料来源：公司提供

产品生产

跟踪期内，西部黄金产品生产模式未发生变化，位于伊宁县及哈密市的部分矿山的矿石采掘业务仍委托具有相关业务资质的专业化企业从事，选矿及冶炼中的粗炼环节由西部黄金负责，精炼业务全部由乌鲁木齐市天山星贵金属冶炼有限公司（以下简称“天山星公司”）负责。

截至 2020 年 3 月底，天山星公司黄金精炼产能为 8000.00 千克/年。2019 年及 2020 年 1—3 月，天山星公司分别生产标准金 11885.76 千克和 2020.75 千克，超出产能部分主要为外

购合质金加工业务。天山星公司选择优质客户承接对外精炼加工业务，采购合质金进行提纯并加工为达到上海黄金交易所标准的标砖金锭，并对外出售，2019 年及 2020 年 1—3 月，天山星公司黄金精炼对外加工量分别为 8117.05 千克和 1645.22 千克，2019 年初，天山星公司与金川集团股份有限公司、白银有色集团股份有限公司等公司签订合质金购销协议，黄金精炼业务规模增加。

表 8　天山星公司黄金精炼情况（单位：千克）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
精炼产能	8000.00	8000.00	8000.00
标准金产量	3059.14	11885.76	2020.75
对外加工量	561.75	8117.05	1645.22

注：标准金产量包含对外加工量
资料来源：公司提供

产品销售

跟踪期内，西部黄金产品销售仍由天山星公司负责，产品销售模式未发生变化。

2019 年，天山星公司标准金平均售价为 318.37 元/克，较 2018 年增长 17.04%；标准金销售量为 11936.88 千克，较 2018 年大幅增长，主要系黄金精炼对外加工规模大幅提升所致。同期，金精矿平均售价为 251.91 元/克，较 2018 年有所增长；金精矿销量（已折算为金属量）40.19 千克，同比大幅下降。2020 年 1—3 月，受疫情影响复工复产延迟，天山星公司标准金销量大幅下降至 1876.77 千克，但平均售价增长至 354.64 元/克；同期，金精矿销量为 33.27 千克，平均售价增长至 307.64 元/克。

表 9　天山星公司主要产品销售情况

（单位：千克、元/克）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
标准金：			
销量	3260.37	11936.88	1876.77
平均售价	272.02	318.37	354.64
金精矿：			
销量	224.12	40.19	33.27
平均售价	237.76	251.91	307.64

注：销量均按金属量计算
资料来源：公司提供

4.　经营效率

跟踪期内，公司经营效率有所提升。

2019 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 22.64 次、2.90 次和 0.52 次，均较 2018 年有所提升。

表 10　公司及同行业企业 2019 年主要经营指标

（单位：次）

经营指标	公司	西部矿业股份	紫金矿业
销售债权周转次数	22.64	153.99	139.30
存货周转次数	2.90	6.90	8.75
总资产周转次数	0.52	0.73	1.15

注：西部矿业股份有限公司（简称“西部矿业股份”）、紫金矿业集团股份有限公司（简称“紫金矿业”）
资料来源：联合资信整理

5.　在建项目及未来发展

公司在建项目主要为改扩建项目，未来资本支出压力不大；公司发展规划确立了五大战略，未来发展方向明确。

截至 2020 年 3 月底，公司主要在建项目包括新疆五鑫铜业 20 万吨铜冶炼综合回收技术改造项目—16 万吨/年阴极铜电解扩建项目和哈密黄山东聚宝二期技改项目等，项目计划总投资额 13.32 亿元，尚需投资 1.89 亿元，未来资本支出压力不大。

表 11　截至 2020 年 3 月底公司主要在建项目概况　（单位：亿元、%）

序号	项目名称	预算总投资	工程累计投入占预算比例	工程进度	尚需投入金额
1	新疆五鑫铜业20万吨铜冶炼综合回收技术改造项目—16万吨/年阴极铜电解扩建项目	2.40	46.00	80.00	0.60
2	昊鑫锂盐厂土地开发项目	6.00	6.60	0.00	--
3	喀拉通克后期采矿项目	1.74	91.40	93.00	0.15

4	哈密黄山东聚宝二期技改项目	0.85	5.30	0.00	0.84
5	哈图金矿深部采矿项目	2.33	105.00	80.00	0.30
合计		**13.32**	**--**	**--**	**1.89**

注：昊鑫锂盐厂土地开发项目目前处于暂停阶段
资料来源：公司提供

公司未来发展规划包括五大战略，即创新发展战略、资本运作战略、资源控制战略、人才强企战略及商贸物流战略。创新发展战略方面，公司规划将矿业、科技、金融相融合，收购、投资、培养与公司产品相关的前沿技术和科技创新公司；资本运作战略方面，公司将盘活存量资产，通过资本运作和资产重组，推进混合所有制经济发展，构建现代企业制度；资源控制战略方面，公司将加大矿产资源勘探开采、收购整合的投入，为集团公司生产经营提供资源保障；人才强企战略方面，公司将优化人力资源结构，提高劳动生产率，保障公司发展所需人才；商贸物流战略方面，公司计划推进商贸物流平台建设，挥互联网技术，集商业信息，形成公司新的经济增长点。

九、财务分析

1. 财务质量及财务状况

公司提供了2019年度合并财务报告，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2020年1—3月财务数据未经审计。

从合并范围看，2019年，公司新纳入合并范围子公司7家，不再纳入合并范围子公司5家，截至2019年底，公司合并范围子公司包括25个一级子公司、41个二级子公司；截至2020年3月底，公司合并范围较2019年底无变化。公司新纳入合并范围的阿克陶科邦锰业制造有限公司（以下简称“科邦锰业”）无形资产（探矿权）规模较大，对财务数据可比性有一定影响。

会计政策方面，公司根据财政部颁发的财会〔2019〕16号《关于修订印发合并财务报表格式（2019版）的通知》等相关要求进行会计政策变更，对财务报表部分列报项目进行调整；根据《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》《企业会计准则第23号——金融资产转移》《企业会计准则第24号——套期会计》《企业会计准则第37号——金融工具列报》和《企业会计准则第21号——租赁》相关规定，公司执行上述新准则并追溯调整了比较期报表。公司会计政策变更对财务数据可比性影响不大。会计差错更正方面，由于公司下属子公司新疆博鑫非金属新材料有限责任公司及新疆锦泰微晶材料有限责任公司已停产多年且在2018年存在资产减值迹象等原因，公司根据会计准则及业务实质对2018年度财务报表进行了追溯调整。本报告2018年财务数据采用2019年期初数。

截至2019年底，公司合并资产总额244.83亿元，所有者权益合计117.36亿元（含少数股东权益38.57亿元）；2019年，公司实现营业收入123.58亿元，利润总额2.01亿元。

截至2020年3月底，公司合并资产总额247.77亿元，所有者权益合计114.60亿元（含少数股东权益38.14亿元）；2020年1—3月，公司实现营业收入21.64亿元，利润总额-2.82亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，资产结构中非流动资产占比提升；因偿还债务公司货币资金大幅下降；因收购科邦锰业公司无形资产（探矿权）大幅增长。总体看，公司资产质量一般。

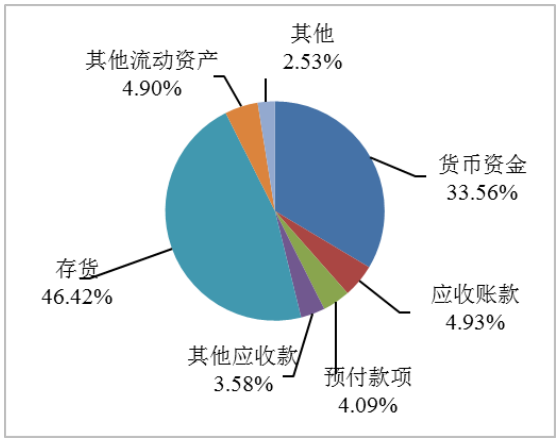
截至2019年底，公司资产总额244.83亿元，较2018年底增长7.69%。从资产结构来看，流动资产占34.43%，非流动资产占65.57%，非流动资产占比较2018年底增长9.18个百分点。

流动资产

截至2019年底，公司流动资产合计84.30

亿元，较 2018 年底下降 14.97%，主要系货币资金下降所致；公司流动资产由货币资金（占 33.56%）、应收账款（占 4.93%）、存货（占 46.42%）和其他流动资产（占 4.90%）等构成。

图 11　截至 2019 年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司财务报告整理

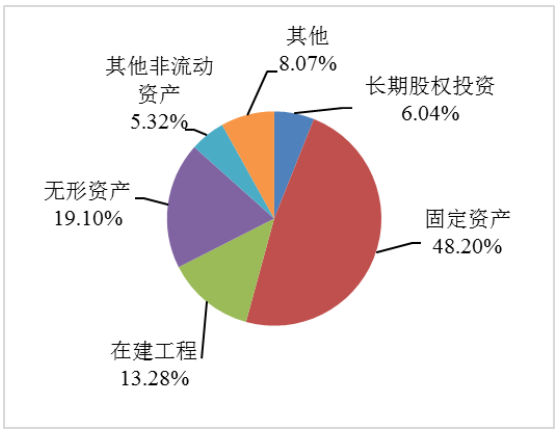
截至 2019 年底，公司货币资金 28.29 亿元，较 2018 年底下降 32.59%，主要系公司于 2019 年 2 月偿还 13 亿元公司债及新鑫矿业于 3 月偿还应付黄金租赁款所致。公司货币资金以银行存款（占 72.18%）和其他货币资金（占 27.81%）为主，其余为少量库存现金。截至 2019 年底，公司使用权受到限制的货币资金 4.69 亿元，主要为银行承兑汇票保证金以及信用证保证金。

截至 2019 年底，公司存货 39.13 亿元，较 2018 年底增长 1.90%，从存货构成上看，主要包括原材料（占 15.23%）、自制半成品及在产品（占 56.10%）和库存商品（占 28.45%）。截至 2019 年底，公司共计提存货跌价准备 0.80 亿元，其中对库存商品计提跌价准备 0.64 亿元。

非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产合计 160.54 亿元，较 2018 年底增长 25.21%，主要是固定资产、无形资产增长所致；公司非流动资产主要由长期股权投资（占 6.04%）、固定资产（占 48.20%）、在建工程（占 13.28%）、无形资产（占 19.10%）和其他非流动资产（占 5.32%）等构成。

图 12　截至 2019 年底公司非流动资产构成



资料来源：根据公司财务报告整理

截至 2019 年底，公司长期股权投资 9.69 亿元，较 2018 年底下降 3.43%。截至 2019 年底，公司长期股权投资被投资单位主要为阿舍勒铜业（5.02 亿元）和新疆千鑫矿业有限责任公司（2.89 亿元）；计提减值准备共计 0.44 亿元。

截至 2019 年底，公司固定资产 77.39 亿元，较 2018 年底增加 8.69%。公司累计对固定资产计提折旧 40.13 亿元，成新率为 67.12%，成新率尚可。公司共计提减值准备 0.54 亿元，公司固定资产以生产类设备为主，符合有色金属采选加工企业特点。

截至 2019 年底，公司在建工程 21.32 亿元，较 2018 年底增长 6.59%，主要系公司加大对 20 万吨铜冶炼综合回收技术改造项目投资所致。

截至 2019 年底，公司无形资产 30.66 亿元，较 2018 年底增长 82.03%，主要系 2019 年 9 月公司出资约 13 亿元收购科邦锰业，探矿权因合并范围变化增加所致。公司无形资产累计摊销 8.31 亿元，累计计提减值准备 28.42 万元。截至 2019 年底，公司尚未办妥土地权证的土地净值为 694.20 万元，新鑫矿业拥有的探矿权已到期，公司仍在申请延长有效期。

截至 2019 年底，公司所有权受到限制的资产合计 19.53 亿元，占资产总额的 7.98%，整体受限比例较低，受限原因主要为保证金及贷款抵质押。

表 12　截至 2019 年底公司资产受限情况（单位：亿元）

项目	受限金额	受限原因
货币资金	4.69	保证金
存货	2.35	短期借款抵押
投资性房地产	0.21	长期借款抵押
固定资产	12.06	贷款抵押
无形资产	0.21	贷款抵押
合计	**19.53**	--

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 247.77 亿元，较 2019 年底增长 1.20%。其中，流动资产 90.73 亿元，较 2019 年底增长 7.63%，主要系预付款项增长所致，公司预付款项 7.01 亿元，较 2019 年底增长 103.50%，主要系五鑫铜业预付材料款增加所致；非流动资产 157.04 亿元，较 2019 年底下降 2.18%，主要系固定资产、在建工程及无形资产下降所致。

3.　负债和所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益规模波动增长；所有者权益中未分配利润及少数股东权益占比仍高，权益结构稳定性一般。2019 年公司全部债务规模保持稳定，2020 年一季度债务负担有所上升，总体看，公司整体债务指标处在适宜水平。

所有者权益

截至 2019 年底，公司所有者权益 117.36 亿元，较 2018 年底增长 6.26%。公司所有者权益中，归属于母公司的所有者权益占比 67.14%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 19.74%、资本公积占 37.03%、专项储备占 0.04%、未分配利润占 38.87%，盈余公积占 4.32%。公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较大，所有者权益结构稳定性一般。

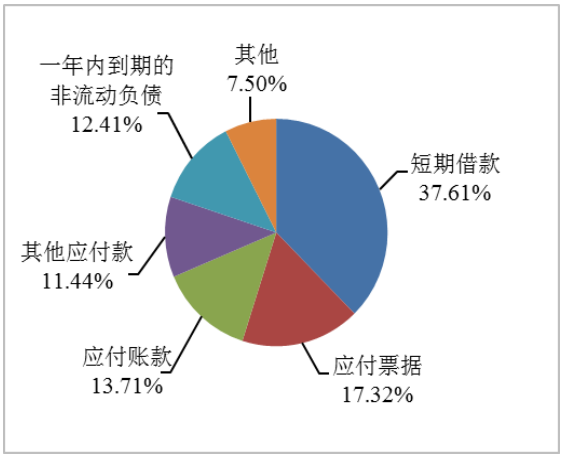
截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 114.60 亿元，较 2019 年底下降 2.35%，主要系未分配利润下降所致；归属于母公司所有者权益中，实收资本占 20.34%、资本公积占 38.16%、专项储备占 0.08%、未分配利润占 36.97%、盈余公积占 4.45%，结构较 2019 年底变化不大。

负债

截至 2019 年底，公司负债总额 127.48 亿元，较 2018 年底增长 9.04%。负债构成上，流动负债和非流动负债分别占 70.11%和 29.89%，流动负债占比较 2018 年底增长 4.80 个百分点。

截至 2019 年底，公司流动负债为 89.38 亿元，较 2018 年底增长 17.07%，主要系应付票据及应付账款增加所致。公司流动负债以短期借款（占 37.61%）、应付票据（占 17.32%）、应付账款（占 13.71%）、其他应付款（占 11.44%）和一年内到期的非流动负债（占 12.41%）为主。

图 13　截至 2019 年底公司流动负债构成



资料来源：根据公司财务报告整理

截至 2019 年底，公司短期借款为 33.62 亿元，较 2018 年底增长 7.50%。公司短期借款主要为信用借款（占 84.18%）和抵押借款（占 14.63%）。

截至 2019 年底，公司应付票据为 15.48 亿元，较 2018 年底大幅增长，主要系五鑫铜业银行承兑汇票增加及合并范围变动共同影响所致。公司应付票据全部为银行承兑汇票。

截至 2019 年底，公司应付账款为 12.26 亿元，较 2018 年底增长 62.16%，主要系五鑫铜业新增应付供应商原料货款及新疆金辉房地产开发有限责任公司房产工程项目决算挂账所致。公司应付账款账龄主要集中在 1 年以内（占比为 64.31%）。

截至 2019 年底，公司其他应付款 10.23 亿元，较 2018 年底增长 41.01%，主要系往来款大幅增长所致。截至 2019 年底，公司账龄超过一年的重要其他应付款为 2.99 亿元，占期末其他应付款的 29.24%，占比一般。

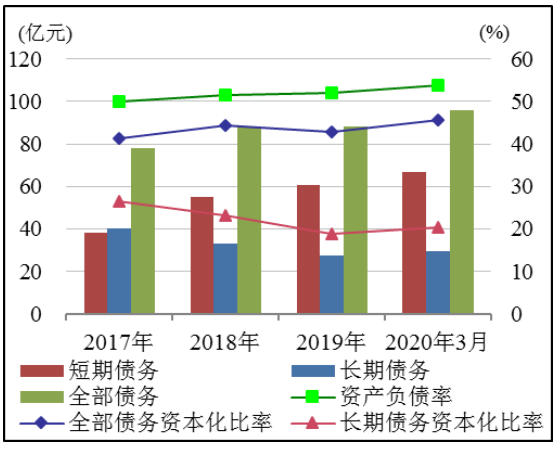
截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债为 11.09 亿元，较 2018 年底下降 15.49%，主要系一年内到期的其他长期负债下降所致。公司一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期借款（占 88.18%）和一年内到期的其他长期负债（占 11.82%）构成。

截至2019年底，公司非流动负债合计38.10亿元，较 2018 年底下降 6.07%，主要系公司偿付“16 新有色”本息，应付债券下降所致。公司非流动负债以长期借款（占 71.95%）和递延所得税负债（占 13.80%）为主。

截至 2019 年底，公司长期借款合计 27.41 亿元，较 2018 年底增长 34.63%。公司长期借款主要为信用借款（占 95.04%）。

截至 2019 年底，公司全部债务为 88.26 亿元，较 2018 年底保持稳定，短期债务占比增长至 68.95%，债务结构有待优化。同期，公司资产负债率为 52.07%，较 2018 年底增长 0.65 个百分点；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 42.93%和 18.93%，较 2018 年底分别下降 1.46 个百分点和 4.27 个百分点。

图 14　近年公司负债水平和债务负担情况



资料来源：根据公司财务报告整理

截至 2020 年 3 月底，公司负债合计 133.17 亿元，较 2019 年底增长 4.47%；其中，流动负债和非流动负债分别占 69.99%和 30.01%，较 2019 年底变化不大。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务 95.97 亿元，较 2019 年底增长 8.73%，主要系借款增长所致，其中短期债务占比增长至 69.47%。同期，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 53.75%、45.58%和 20.36%，较 2019 年底分别增长 1.68 个百分点、2.65 个百分点和 1.43 个百分点。

从长期债务期限结构看，公司长期债务到期集中度尚可。

表 13　截至 2020 年 3 月底公司长期债务期限结构

（单位：亿元）

类型	1~2 年	2~3 年	5 年以上	小计
长期借款	8.92	19.78	0.60	29.30

资料来源：公司提供

4.　盈利能力

跟踪期内，受益于黄金精炼对外加工业务规模扩大，公司黄金板块收入大幅增长；非经营性损益对公司利润总额影响较大，主营业务盈利能力有待提高。2020 年一季度因成本上涨及投资损失，公司亏损规模较 2019 年同期扩大。

2019 年，随着公司黄金精炼对外加工业务规模增长及黄金价格提升，公司营业收入较 2018 年增长 30.77%至 123.58 亿元；营业成本同步增长 31.48%至 112.31 亿元；营业利润率下降 0.34 个百分点至 8.05%，主要系毛利率较低的黄金精炼对外加工业务占比提升所致。

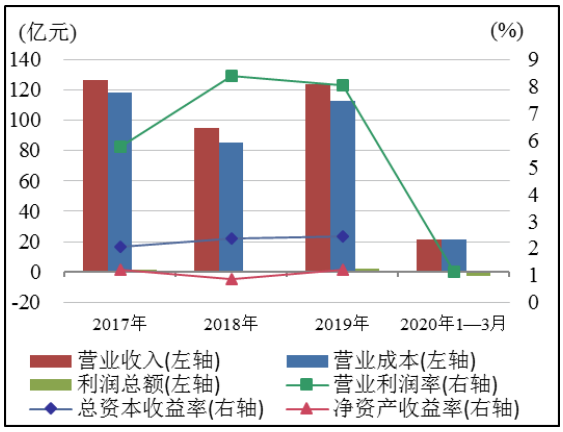
期间费用方面，2019 年，公司期间费用合计 10.96 亿元，较 2018 年增长 16.17%，主要系销售费用和管理费用增长所致。2019 年，销售费用为 2.20 亿元，较 2018 年增长 82.49%，主要系五鑫铜业硫酸运输成本增加及科邦锰业运输费用增长所致；管理费用为 5.23 亿元，较 2018 年增长 11.33%，主要系职工薪酬提升所致；财务费用为 3.30 亿元，较 2018 年保持稳

定；研发费用为 0.23 亿元，较 2018 年下降 13.66%。同期，公司期间费用占营业收入比为 8.87%，较 2018 年下降 1.12 个百分点，公司期间费用对利润侵蚀程度尚可。

非经营性损益方面，2019 年，公司资产减值损失为 0.89 亿元，较 2018 年下降 38.08%，主要系公司 2018 年计提坏账损失规模较大所致；投资收益为 2.86 亿元，较 2018 年下降 29.00%，主要系对合营企业阿舍勒铜业确认投资收益下降所致；营业外收入为 0.18 亿元，较 2018 年下降 77.95%，主要系“三供一业”补贴下降所致；营业外支出为 0.19 亿元，较 2018 年下降 89.85%，主要系预计负债下降所致。

受上述因素共同影响，2019 年利润总额为 2.01 亿元，较 2018 年增长 73.99%。公司非经营性损益对公司利润总额影响较大。

图 15　近年公司盈利能力情况



资料来源：根据公司财务报告整理

从盈利指标看，2019 年，公司总资本收益率为 2.43%，较 2018 年增长 0.05 个百分点；净资产收益率为 1.23%，较 2018 年增长 0.38 个百分点。整体看，公司盈利能力较弱。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 21.64 亿元，较 2019 年同期增长 27.85%，主要系黄金板块收入增长所致；公司实现利润总额-2.82 亿元，较 2019 年同期亏损规模大幅增长，主要系成本增长及投资损失所致；公司营业利润率为 1.13%，较 2019 年同期下降 5.28 个百分点。

5.　现金流分析

2019 年，公司经营活动现金净流入规模小幅下降，且投资支出规模增长，存在一定对外融资需求；2020 年一季度，筹资活动现金流呈净流入状态。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入量为 134.56 亿元，较 2018 年增长 13.85%，主要系公司营业收入增长所致，其中公司销售商品、提供劳务收到的现金为 123.00 亿元，较 2018 年增长 13.96%；公司经营活动现金流出量为 125.24 亿元，较 2018 年增长 15.79%；公司经营活动现金流量净额为 9.33 亿元，较 2018 年下降 7.06%。2019 年，公司现金收入比为 99.53%，收入实现质量有所弱化。

从投资活动看，2019 年，公司投资活动现金流入为 35.15 亿元，较 2018 年下降 40.89%，主要系本期新鑫矿业投资活动多为结构性存款业务，投资活动现金流入与流出抵消所致；投资活动现金流出为 54.67 亿元，较 2018 年下降 16.91%；公司的投资现金流净额为-19.52 亿元，净流出规模较 2018 年有所增长。

2019 年，公司筹资活动前现金流量净额为-10.19 亿元，存在一定对外融资需求。

从筹资活动看，2019 年，公司筹资活动现金流入为 64.16 亿元，较 2018 年增长 41.08%，主要系借款增加所致；公司筹资活动现金流出为 69.41 亿元，较 2018 年增长 70.19%，主要系偿还债务规模增加所致；同期，公司筹资活动现金流净额为-5.25 亿元，筹资活动由净流入转为净流出。

表 14　公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
经营活动现金流入量	118.19	134.56	28.76
经营活动现金流出量	108.16	125.24	34.33
经营活动现金净流量	10.03	9.33	-5.57
现金收入比	114.20	99.53	125.52
投资活动现金净流量	-6.33	-19.52	1.87
筹资活动现金净流量	4.69	-5.25	3.11

资料来源：根据公司财务报告整理

2020 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额为-5.57 亿元，较 2019 年同期净流出规模有所扩大，主要系采购支出增加所致；投资活动现金流量净额为 1.87 亿元，较 2019 年同期净流入规模有所下降；筹资活动现金流量净额为 3.11 亿元，较 2019 年同期由净流出转为净流入。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力指标有所弱化，但长期偿债能力指标有所改善，考虑到公司未使用授信额度较大，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2019 年，公司流动比率和速动比率分别为 94.31%和 50.53%，较 2018 年底分别下降 35.55 个百分点和 29.03 个百分点。同期，现金短期债务比由 2018 年的 0.81 倍下降至 0.49 倍；经营现金流动负债比为 10.43%，较 2018 年下降 2.71 个百分点。截至 2020 年 3 月底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为为 97.35%、54.05%和 0.47 倍。整体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 12.09 亿元，较 2018 年增长 14.14%；EBITDA 利息倍数为 3.28 倍，较 2018 年有所增长；全部债务/EBITDA 为 7.30 倍，较 2018 年有所下降。整体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保余额合计 1.00 亿元，被担保方为新疆雪峰投资控股有限责任公司，被担保方经营状况基本稳定，公司或有负债风险较小。

表 15 截至 2020 年 3 月底公司对外担保情况

（单位：亿元）

被担保方	担保余额	是否为关联方	担保期限
新疆雪峰投资控股有限责任公司	1.00	否	2019/04/30-2020/04/30
合计	**1.00**	--	

注：公司对新疆雪峰投资控股有限责任公司的担保已于 2020 年 4 月 30 日到期

资料来源：公司提供

公司与多家商业银行建立了良好的合作关系，截至 2020 年 3 月底，公司共获得银行授信 128.11 亿元，尚余 59.43 亿元未使用，公司间接融资渠道畅通。公司下属子公司新鑫矿业在香港联合交易所上市（股票代码“3833.HK”），西部黄金在上海交易所上市（股票代码“601069.SH”），具备直接融资渠道。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：91650000734468753P），截至 2020 年 6 月 28 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录。总体看公司过往债务履约情况良好。

8. 同行业对比

从 2019 年财务指标对比来看，公司债务水平适宜，盈利水平有待提升。

表 16 公司及同行业企业 2019 年主要财务指标

（单位：亿元、%）

项目	公司	西部矿业股份	紫金矿业
资产总额（亿元）	244.83	445.17	1238.31
所有者权益（亿元）	117.36	144.10	570.80
全部债务（亿元）	88.26	210.47	467.49
资产负债率（%）	52.07	67.63	53.91
全部债务资本化比率（%）	42.93	59.36	45.03
营业收入（亿元）	123.58	305.67	1360.98
利润总额（亿元）	2.01	15.44	69.74
营业利润率（%）	8.05	10.97	10.02

资料来源：联合资信整理

9. 母公司分析

公司本部营业收入规模较小，盈利主要来源于投资收益，偿债资金来源主要依靠下属子公司。跟踪期内，公司本部资产总额有所增长，负债水平变化不大，利润总额大幅下降。

公司本部资产总额逐年增长，截至2019年底为94.60亿元，其中流动资产占34.22%，非流动资产占65.78%，流动资产占比较2018年有所下降。同期，公司本部流动资产32.37亿元，主

要由其他应收款（占77.49%）和货币资金（占17.08%）构成。截至2019年底，公司本部非流动资产62.23亿元，主要由长期股权投资（占75.97%）、无形资产（占10.23%）和其他非流动资产（占11.65%）构成。截至2019年底，公司本部流动比率为175.00%。

截至2019年底，公司本部所有者权益合计60.08亿元，其中实收资本15.55亿元、资本公积8.05亿元、盈余公积2.79亿元、未分配利润33.69亿元，较2018年变化不大。

截至2019年底，公司本部负债合计34.52亿元，其中流动负债占53.58%，非流动负债占46.42%，较2018年变化不大。同期，公司本部流动负债18.50亿元，主要由短期借款（占90.29%））和其他应付款（占9.00%）构成。截至2019年底，公司本部非流动负债16.02亿元，主要为长期借款（占99.18%）。截至2019年底，公司本部全部债务为32.59亿元，资产负债率为36.49%，全部债务资本化比率为35.17%，较2018年变化不大，公司负债水平较低。

2019年，公司本部营业收入为0.99亿元，较2018年下降9.75%；期间费用1.51亿元，较2018年增长14.32%；投资收益为2.13亿元，较2018年下降58.09%，主要系2018年公司本部减持股票1.31亿元，2019年无此收益所致；利润总额为1.48亿元，较2018年下降60.43%。

2019年，公司本部经营活动现金流净额-1.30亿元，较2018年由净流入转为净流出；投资活动现金流净额为-14.36亿元，较2018年净流出规模大幅增长，主要系投资收益下降所致；筹资活动现金流净额0.37亿元，净流入规模较2018年有所下降。

截至2020年3月底，公司本部资产97.04亿元，较2019年底增长2.58%；所有者权益59.64亿元，较2019年底保持稳定。截至2020年3月底，公司本部全部债务为35.59亿元，较2019年底增长9.20%；资产负债率和全部债务资本化比率分别为38.54%和37.37%，较2019年底上升2.05和2.20个百分点。

2020年1－3月，公司本部利润总额-0.44亿元，亏损主要系本期母公司无收入及财务费用规模较大所致。2020年1－3月，公司本部经营活动净现金流-0.32亿元，投资活动净现金流0.71亿元，融资活动净现金流2.73亿元。

10. 抗风险能力

公司为新疆国资委下属的大型有色金属综合生产企业，镍矿资源储量全国第二，同时具备较大规模阴极铜生产能力，子公司西部黄金为西北最大的标准金冶炼公司，公司规模优势明显，组织结构完善，各项管理制度健全规范。

基于对行业运行情况，区域经济环境，公司基础素质，经营情况和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力很强。

十、存续期内偿还能力分析

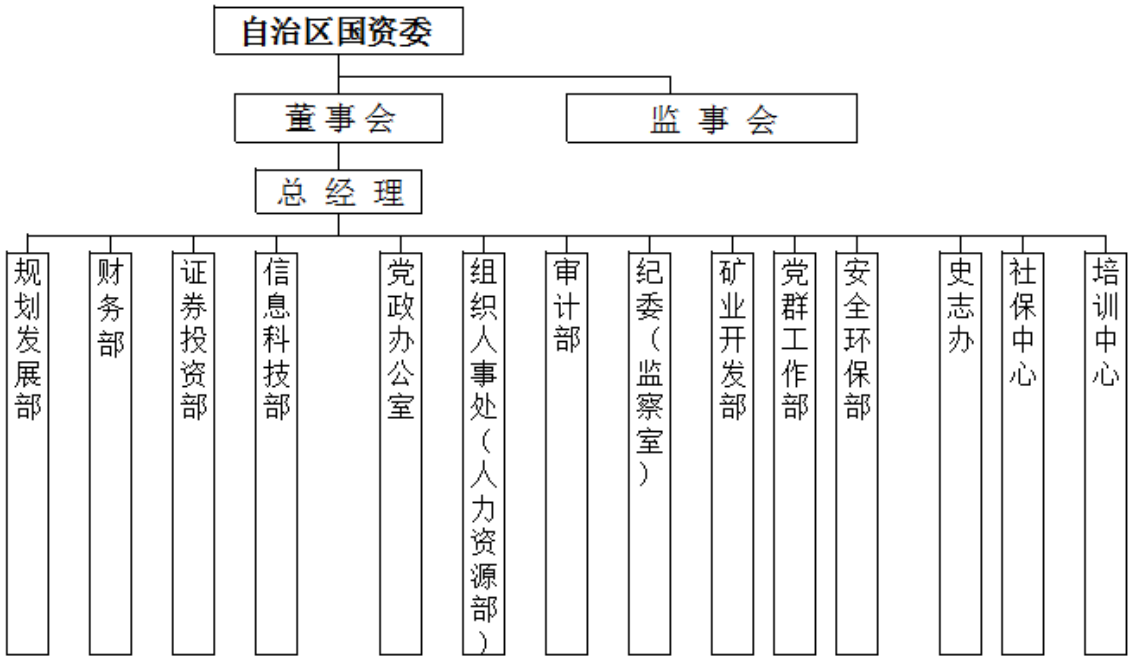
公司经营活动现金流入量对待偿还债券的保障能力强，经营活动现金净额和现金类资产对待偿还债券的保障能力较强。

截至2020年5月底，公司存续期内债券为“19新疆有色CP001”，尚需偿还债券本金8亿元。2019年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为待偿还债券余额的16.82倍和1.17倍。截至2019年底和2020年3月底，公司现金类资产分别为待偿还债券余额的3.74倍和3.90倍。

十一、 结论

综合评估，联合资信确定维持新疆有色金属工业（集团）有限责任公司主体长期信用等级为AA^{+}，维持“19新疆有色CP001”信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司一级子公司

序号	企业名称	业务范围	注册资本（万元）	持股比例（%）	表决权比例（%）
1	西部黄金股份有限公司	黄金、铬矿石、铁矿采选	63600.00	66.81	66.81
2	新疆新鑫矿业股份有限公司	铜矿、镍矿的选矿、冶炼；铜、镍、铅、锌及其他有色金属的加工及自产产品的销售	55250.00	40.05	40.05
3	新疆亚欧稀有金属股份有限公司	稀有金属矿采选	10000.00	51.00	51.00
4	富蕴恒盛铍业有限责任公司	铍产品加工、销售	10000.00	45.26	45.26
5	新疆有色金属工业（集团）富蕴兴铜服务有限公司	饮食住宿、百货、劳务及租赁	2193.00	100.00	100.00
6	北京宝地新迪科贸有限公司	技术开发；销售金属材料、非金属矿产品、五金交电	50.00	100.00	100.00
7	新疆有色金属工业集团宏鑫商贸有限公司	汽车配件、机械及配件、房屋租赁	400.00	100.00	100.00
8	新疆有色金属研究所	金属产品的研制、开发	5670.00	100.00	100.00
9	阜康有色发展有限责任公司	运输、矿产品收购	1800.00	100.00	100.00
10	新疆有色金属工业集团伊犁铝厂	铝冶炼	345.83	100.00	100.00
11	新疆有色金属工业集团稀有金属有限责任公司	矿产品加工、销售	63800.00	100.00	100.00
12	新疆昊鑫锂盐开发有限公司	锂系列产品销售、进出口	4000.00	100.00	100.00
13	新疆有色金属工业（集团）全鑫建设有限公司	起重机械安装、改造、维修；工矿工程建筑施工	7510.17	100.00	100.00
14	新疆有色金属工业集团物资有限公司	运输、材料销售、仓储	2000.00	100.00	100.00
15	中国有色金属进出口新疆公司	经营和代理进出口业务	1446.00	100.00	100.00
16	新疆金辉房地产开发有限责任公司	房地产开发与经营	4782.70	100.00	100.00
17	新疆有色金属地边贸公司	边境贸易	600.00	100.00	100.00
18	乌鲁木齐国博工贸有限责任公司	金属材料、百货的销售	50.00	89.60	89.50
19	新疆五鑫铜业有限责任公司	有色金属的冶炼、加工、销售及进出口业务	101989.58	99.34	99.34
20	阿克陶县锰兴矿产资源开发有限责任公司	金属矿开采	100.00	100.00	100.00
21	新疆昆仑蓝钻矿业开发有限责任公司	矿产勘查与开发	51.00	51.00	51.00
22	新疆有色金属工业（集团）售电有限责任公司	电力供应、电力检修技术咨询、新能源技术的技术开发、咨询、转让	10001.00	100.00	100.00
23	敦煌市立安钒业有限责任公司	矿产品的加工和销售	1000.00	100.00.	100.00
24	阿克陶科邦锰业制造有限公司	电解锰生产制造	26000.00	65.00	65.00
25	阿克陶百源丰矿业有限公司	--	5000.00	65.00	65.00

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	35.83	44.30	29.89	31.22
资产总额(亿元)	223.11	227.36	244.83	247.77
所有者权益合计(亿元)	111.62	110.45	117.36	114.60
短期债务(亿元)	38.15	54.81	60.85	66.67
长期债务(亿元)	40.08	33.36	27.41	29.30
全部债务(亿元)	78.22	88.16	88.26	95.97
营业收入(亿元)	126.29	94.51	123.58	21.64
利润总额(亿元)	1.42	1.16	2.01	-2.82
EBITDA(亿元)	11.92	10.59	12.09	--
经营性净现金流(亿元)	14.46	10.03	9.33	-5.57
财务指标				
销售债权周转次数(次)	26.19	18.10	22.64	--
存货周转次数(次)	3.92	2.28	2.90	--
总资产周转次数(次)	0.61	0.42	0.52	--
现金收入比(%)	99.00	114.20	99.53	125.52
营业利润率(%)	5.75	8.39	8.05	1.13
总资本收益率(%)	2.05	2.38	2.43	--
净资产收益率(%)	1.20	0.85	1.23	--
长期债务资本化比率(%)	26.42	23.20	18.93	20.36
全部债务资本化比率(%)	41.21	44.39	42.93	45.58
资产负债率(%)	49.97	51.42	52.07	53.75
流动比率(%)	142.29	129.86	94.31	97.35
速动比率(%)	86.37	79.56	50.53	54.05
经营现金流动负债比(%)	22.19	13.14	10.43	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.16	2.59	3.28	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.56	8.32	7.30	--

注：1.公司 2020 年一季度财务报表未经审计；2. 长期应付款中融资租赁款及其他非流动负债中黄金租赁款调整至长期债务；3. 2018 年财务数据采用 2019 年期初数

附件 2-2　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	13.58	20.82	5.53	8.65
资产总额(亿元)	85.69	91.40	94.60	97.04
所有者权益合计(亿元)	58.64	58.98	60.08	59.64
短期债务(亿元)	3.00	15.70	16.70	16.70
长期债务(亿元)	20.40	15.04	15.89	18.89
全部债务(亿元)	23.40	30.74	32.59	35.59
营业收入(亿元)	1.11	1.09	0.99	0.00
利润总额(亿元)	2.30	3.73	1.48	-0.44
EBITDA(亿元)	3.54	5.02	2.66	--
经营性净现金流(亿元)	1.86	2.00	-1.30	-0.32
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.45	--	--	0.00
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.01	0.01	0.00
现金收入比(%)	15.77	11.35	18.76	--
营业利润率(%)	95.86	93.54	93.25	--
总资本收益率(%)	4.05	5.01	2.62	--
净资产收益率(%)	3.93	5.80	2.44	--
长期债务资本化比率(%)	25.81	20.31	20.92	24.06
全部债务资本化比率(%)	28.52	34.26	35.17	37.37
资产负债率(%)	31.57	35.47	36.49	38.54
流动比率(%)	833.43	277.79	175.00	192.81
速动比率(%)	833.43	277.79	175.00	192.81
经营现金流动负债比(%)	28.30	11.57	-7.03	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.47	4.66	2.76	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.62	6.12	12.25	--

注：1.公司 2020 年一季度财务报表未经审计；2.2018 年财务数据采用 2019 年期初数；集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

附件 3　主要财务指标的计算公式

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

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

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

附件 4-2　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

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

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变