信用等级公告

联合〔2020〕384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

二〇二〇年二月二十七日

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
发行人	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 2 月 27 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
有色金属企业信用评级方法	V3.0.201907
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，主要产品包括电解镍、阴极铜、标准金、稀有金属锂等，同时辅以房产销售及商贸物流等多元业务板块。

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。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、公司主要子公司新疆五鑫铜业有限责任公司（以下简称“五鑫铜业”）债务负担较重、盈利情况欠佳，西部黄金股份有限公司（以下简称“西部黄金”）因安全环保事故停产造成冶炼产能利用率有所降低等原因给公司信用水平带来的不利影响。

未来随着主要子公司五鑫铜业铜冶炼产能达产后稳定运行，公司将继续保持产量规模优势，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。
2. 2019 年前三季度，公司黄金精炼业务规模增长，黄金板块收入大幅增长。

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

关注

1. 2019 年前三季度，受五鑫铜业设备检修期延长影响，公司阴极铜产量有所下降；镍和铜价格有所回落，公司铜镍板块盈利水平有所下降。
2. 跟踪期内，公司整体盈利水平仍较低。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
现金类资产(亿元)	23.23	35.83	44.63	29.88
资产总额(亿元)	193.40	223.11	230.92	244.14
所有者权益(亿元)	110.46	111.62	114.01	121.76
短期债务(亿元)	23.30	38.15	54.81	49.51
长期债务(亿元)	35.27	40.08	33.36	31.14
全部债务(亿元)	58.57	78.22	88.16	80.65
营业收入(亿元)	60.31	126.29	94.51	83.99
利润总额(亿元)	0.20	1.42	1.56	1.15
EBITDA(亿元)	8.75	11.92	11.00	--
经营性净现金流(亿元)	13.37	14.46	10.03	4.77
营业利润率(%)	11.98	5.75	8.39	8.51
净资产收益率(%)	-0.16	1.20	1.18	--
资产负债率(%)	42.89	49.97	50.63	50.13
全部债务资本化比率(%)	32.64	39.60	43.61	39.84
流动比率(%)	200.40	142.29	133.69	111.22
经营现金流动负债比(%)	31.81	22.19	13.14	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.18	4.16	2.69	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.12	6.14	8.01	--

公司本部（母公司）

项　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额(亿元)	81.71	85.69	94.65	91.96
所有者权益(亿元)	56.49	58.64	62.24	63.05
全部债务(亿元)	23.36	23.40	30.74	20.60
营业收入(亿元)	0.62	1.11	1.09	0.16
利润总额(亿元)	1.19	2.30	3.78	0.82
资产负债率(%)	30.87	31.57	34.25	31.44
全部债务资本化比率(%)	29.25	28.52	33.06	24.62
流动比率(%)	1098.33	833.43	293.99	183.98
经营现金流动负债比(%)	0.06	28.30	11.57	--

注：1. 公司 2019 年前三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

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	2019/8/9	张文选 刘莉婕	有色金属企业信用评级方法	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

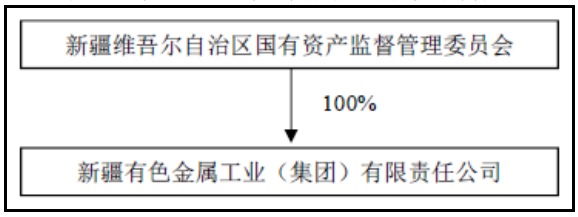
一、跟踪评级原因

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”）的跟踪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 2019 年 9 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 2019 年 9 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变化。截至 2019 年 9 月底，公司合并范围子公司包括 25 个一级子公司、41 个二级子公司和 1 个三级子公司（详见附件 1-2）。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 230.92 亿元，所有者权益合计 114.01 亿元（含少数股东权益 32.30 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 94.51 亿元，利润总额 1.56 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司合并资产总额 244.14 亿元，所有者权益合计 121.76 亿元（含少数股东权益 38.25 亿元）；2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 83.99 亿元，利润总额 1.15 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。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。

四、宏观政策和经济环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有 所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季

度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

表 1　2016－2019 年上半年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年上半年
GDP（万亿元）	74.0	82.1	90.0	45.1
GDP 增速（%）	6.7	6.8	6.6	6.3
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	6.0
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.8
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.4
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	6.1
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.4
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.2
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	0.3
城镇登记失业率（%）	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	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；4. 固定资产投资增速为不含农户投资增速；5. 城镇登记失业率为期末值
资料来源：国家统计局、Wind

2019 年 1－6 月，中国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。2019 年 1－6 月，中国一般公共预算收入和支出分别为 10.8 万亿元和 12.4 万亿元，收入同比增幅（3.4%）远低于支出同比增幅（10.7%），财政赤字（1.6 万亿元）较上年同期（7261 亿元）大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下，2019 年 1－6 月，中国国内生产总值 45.1 万亿元，同比实际增长 6.3%。中西部地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI 温和上涨；PPI 和 PPIRM 基本平稳；就业形势总体稳定。

2019 年 1－6 月，中国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工业生产继续放缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增速略有放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。

固定资产投资增速有所放缓，制造业投资、基础设施建设投资和房地产投资增速均有所回落。2019 年 1－6 月，全国固定资产投资（不含农户）29.9 万亿元，同比增长 5.8%，增速有所放缓。其中，民间固定资产投资 18.0 万亿元，同比增长 5.7%，增速明显回落。从三大主要投资领域来看，2019 年 1－6 月，全国房地产开发投资 6.2 万亿元，同比增长 10.9%，增速较 1－3 月回落 0.9 个百分点，主要源于近期房企融资约束持续加强，但受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响，房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 4.1%，较上年同期明显下降，但在 2018 年年底全国人大授权国务院提前下达部分 2019 年度新增地方政府债务限额，今年 4 月、6 月先后发布相关政策加快地方债发行进度，同时允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下，今年以来基础设施建设投资持续企稳。制造业投资同比增长 3.0%，增幅明显回落。其中，汽车制造业投资增速依旧维持在 0.2%的低位水平，是制造业投资放缓的重要原因。

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019 年 1－6 月，全国社会消费品零售总额 19.5 万亿元，同比增长 8.4%，增速较 1－3 月（8.3%）略有回升，较上年同期（9.4%）有所回落，较 1－3 月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速（1.2%）较 1－3 月转负为正。具体来看，生活日常类消费仍保持较高增速，升级类消费增速较快，服务类消费增幅明显。此外，网上零

售继续保持快速增长。中国居民消费持续平稳增长，消费结构进一步改善，在中国经济面临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进，贸易顺差有所扩大。2019年1—6月，中国货物贸易进出口总值14.7万亿元，同比增速（3.9%）较1—3月略有回升，较上年同期大幅回落，主要受中美贸易摩擦和中国内需放缓等因素影响。出口方面，机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主，集成电路进口额增速（-6.9%）较上年同期下滑了38.9个百分点，是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2019年下半年，国际贸易紧张局势可能加剧、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程，中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大逆周期政策调节力度稳投资，同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长，推动经济健康高质量发展。从三大需求看，一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加大，以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复，基础设施投资有望持续企稳；减税降费的落实将进一步修复企业盈利，激发企业主体活力，加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和设备制造领域的发展，制造业投资有望企稳；在“房住不炒”的定位下，房地产投资增速或有所回落，但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求，可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响，加上当前中国居民部门杠杆率持续攀升、房地产对消费的挤出效应仍强，居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将继续放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素，外部需求或继续放缓；随着相关扩大进口政策的进一步实施，以及中国加强与“一带一路”沿线国家的交往，中国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定，但国内经济下行压力有所加大，中国内需压力未消也会对进口产生一定抑制。总体来看，2019年下半年，中国经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在6.2%左右。

五、行业分析

(一) 镍

镍钴金属具有优异的储能、防腐、耐磨、耐高温和高强度等特殊性能，是不锈钢、充电电池、电镀、汽车配件、关键工具、军工器件等行业的关键原料，是国民经济发展的重要战略物资。镍的主要用途主要有：不锈钢、合金钢、特种干、镍基合金、电镀和非合金领域。近年来，采用电解镍酸溶成硫酸镍用在电池领域尤其是在动力电池上的应用也逐渐增多。

据美国地质调查局数据，世界镍储量为6400万吨，主要分布在澳大利亚、俄罗斯、古巴、加拿大、巴西、新喀里多尼亚、南非、印度尼西亚和中国，它们约占世界镍总储量的90.6%。根据中国国土资源部新公布的数据显示，中国镍储量为232万吨，占全球总量的3.56%，位居世界第九位。中国镍矿资源储量分布于19个省（区），70%的镍矿集中在甘肃，其次分布在新疆、云南、吉林、四川、山西、青海和湖北7个省（区）。这7个省（区）的镍资源合计保有储量占全国镍资源储量的27%，其余镍资源分布在江西、福建、广西、湖南、内蒙古、黑龙江、浙江、河北、海南、贵州和山东11个省（区），这些地区的镍资源合计保有储量占总储量的3%。据美国地质调查局数据，全球镍矿产量自2014—2017年持续下降，至2017年约为216万吨，2018年镍矿产量有所回升为230万吨，镍矿供给相对宽松。

从类型上看，世界镍资源主要有红土型矿及硫化物型矿两种，其中以红土型矿为主、约占总量 60%，因含有大量铁氧化物而成红褐色，主要分布在赤道附近的古巴、新喀里多尼亚、印度尼西亚、菲律宾、巴西、哥伦比亚等国；硫化物型矿只占 40%，一般都含有铜、钴等贵金属，主要分布在加拿大、俄罗斯、澳大利亚、中国、南非等国家。此外，在深海特别是在太平洋深海的锰结核中也蕴藏着丰富的镍。红土镍的冶炼成本相对较低。

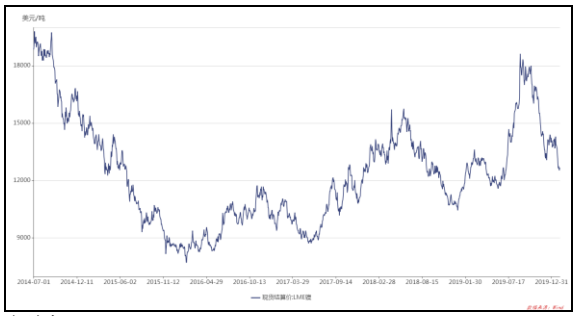
由于我国镍资源缺乏，每年需要进口镍矿砂及精矿、精炼镍来满足国内需求，2016—2018 年，镍矿砂及精矿进口量随着不锈钢市场的回暖和电池材料对镍需求的增加持续增长，2018 年为 4698.53 万吨。

2016—2018 年，全球精炼镍产量整体上升，2018 年精炼镍产量总计 227.2 万吨。从国内来看，2016—2018 年，中国电解镍产量受原料供应和产能向硫酸镍转移影响持续下降，分别为 21.99 万吨、20.26 万吨和 18.00 万吨；镍铁方面，近三年产量有所波动，分别为 941.69 万吨、972.25 万吨和 836.47 万吨，主要受到环保影响。随着 2019 年下半年中国和印尼的镍铁产能将持续投放，原生镍供应或将增加。

需求方面，2016—2018 年，全球镍需求量受不锈钢和三元电池产量增长影响小幅增长，随着全球特别是中国经济增长放缓，预计将趋稳，供应缺口逐渐缩窄。

中国是是镍的消费大国，但在全球镍矿垄断的背景下，国内镍价走势受制于国际市场，近年来国内镍铁生产企业随着生产规模的扩大和产能集中度的提升，绕过港口采购现货的方式直接同印尼和菲律宾的矿石供应商进行谈判，议价能力有所提升。近年来，国际市场镍价波动较大，2010 年后，在全球主要经济体的政策刺激下，世界经济缓慢复苏，镍价出现振荡上扬趋势，金属镍价格逐步上升至 2011 年初最高 2.9 万美元/吨，之后随着全球经济复苏放缓，特别是国内经济增速逐渐回落，镍价不断下降。2014 年初，受印尼出口镍矿禁令的影响，镍价大幅上涨，其后市场趋于理性，价格持续回落，2015—2017 年上半年价格稳定在较低位置。2017 年下半年开始大宗市场回暖，镍市场供应偏紧，下游不锈钢需求稳中有增，新能源电池需求增长等多重因素导致镍价走高。随着供应端产能释放、汽车行业需求增速放缓 2018 年四季度以来镍价整体回落，呈波动态势，截至 2020 年 1 月底，LME 镍现货结算价在 12675 美元/吨左右。

图 2　近年来镍金属价格变动情况



资料来源：Wind

整体看，有色金属行业属于周期性行业，与宏观经济联系较为紧密，产品价格和企业盈利水平随景气度波动较大。中国经济增速进一步下滑并对周期性行业形成增长压力。

(二) 铜

1. 行业概况

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）、在冶炼过程中生产的铜基合金等。

近年来，中国一直为全球最大的精炼铜生产国及消费国。根据国家统计局数据，2016－2018 年，中国精铜产量分别为 847.65 万吨、888.90 万吨和 902.90 万吨；2019 年 1－9 月，中国精铜产量为 698.60 万吨，同比增长 6.40%。2016－2018 年，中国精铜产量占全球精铜产量

（根据国际铜业研究小组统计数据计算）比例分别为 36.29%、37.75%和 37.46%。根据国际铜业研究小组统计数据，2016－2018 年，中国精铜消费量分别为 1153.46 万吨、1180.68 万吨和 1250.06 万吨，占全球精铜消费量比例分别为 49.21%、49.82%和 51.61%；2019 年 1－6 月，中国精铜消费量为 612.20 万吨（同期产量为 452.37 万吨），占全球精铜消费量比例为 51.16%。中国仅精铜就需大量进口，叠加铜矿资源较为匮乏而冶炼能力较为充足的行业条件，中国亦需大量进口铜精矿，资源自给率低。

2.上游供给

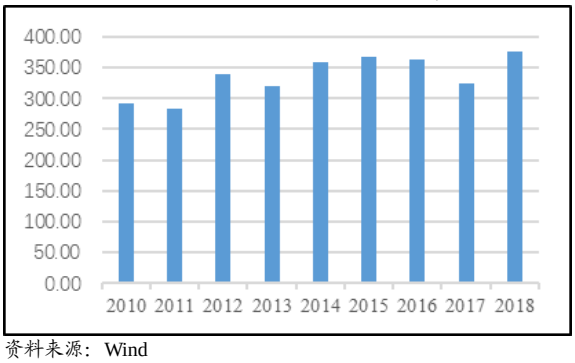
铜精矿是铜冶炼的主要原料。根据美国地质调查局美国地质勘探局 2018 年公布数据显示：全球已探明铜储量约为 8.30 亿吨，主要集中在智利（1.70 亿吨）、秘鲁（0.83 亿吨）、墨西哥（0.50 亿吨）和美国（0.48 亿吨），中国铜储量 0.26 亿吨，仅占全球储量的 3.13%。全球前十大铜业公司掌握约九成铜矿储量，铜矿资源垄断程度高，下游话语权弱。

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勘探局 2018 年公布数据显示：2018 年，全球铜矿产量为 2100 万吨，中国铜矿产量为 160 万吨，占全球总产量的 7.62%。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，2010 年进口 646.81 万吨，2018 年已增至 1971.62 万吨。相比而言，近年来中国进口精炼铜数量相对较为平稳，2018 年进口精炼铜 375.30 万吨。

图 3　2009－2018 年中国精炼铜进口数量

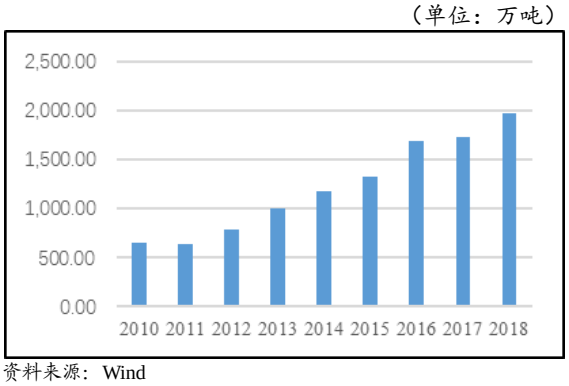
（单位：万吨）



资料来源：Wind

图 4　2009－2018 年中国铜矿石精矿进口数量

（单位：万吨）



资料来源：Wind

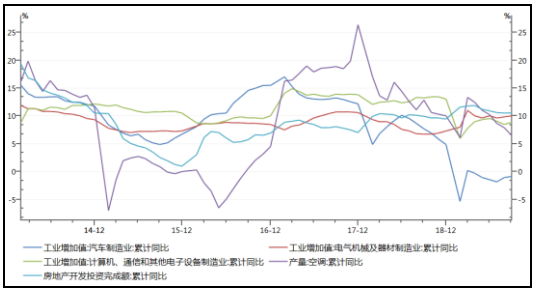
另外，再生铜作为铜重要供应来源，其原料废铜在环保日益受到重视的环境下愈发重要。由于 2017 年至今中国对于《限制进口类可用作原料的固体废物目录》和《禁止进口固体废物目录》不断收紧，部分海关编号所对应的含铜矿渣和冶炼渣、铜废碎料等受到限制。根据海关总署数据，2018 年中国进口废铜量 241.29 万吨，同比下降 32.20%；2019 年 1－8 月进口废铜量 108.12 万吨，同比下降 31.50%。未来，中国进口废铜量将进一步下降，消费量缺口有望通过国内新增的冶炼产能得以弥补。

3.下游需求

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，主要分为电气电缆 40%，机械设备 16%、建筑 14%（以房地产为主）、家电 9%（以空调为主）、交通 16%（以汽车为主）、电子及合金材料 5%。2014 年以来，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工业增加值整体增速

较为平稳，而空调产量和房地产开发出现了较大波动，但整体维持了增长趋势。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维持稳定增长的态势，但汽车制造业受新能源汽车（新能源汽车为燃油汽车用铜量的 3~4 倍）推广、汽车下乡等因素综合影响，用铜量将加速增长；由于中国确定“住不炒”的政策定位并出现出生率下降等情况，房地产开发投资额增速可能有所下滑并带动空调产量增速有所下滑。总体看，未来中国铜的下游需求结构变动不大，整体需求增速较为有限。

图 5　近年来中国铜下游产业增速



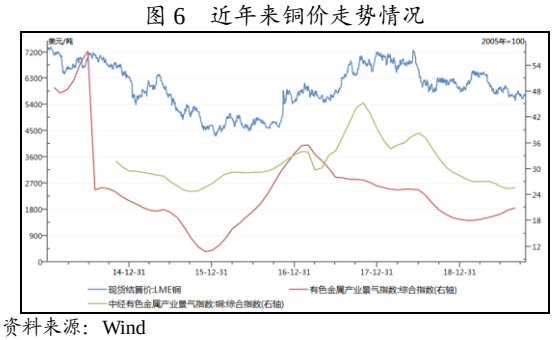
资料来源：Wind

4.价格走势

铜金属价格

从铜价走势来看，以伦敦金属交易所 LME 铜结算价（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 4310.50 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 7262.50 美元/吨，反弹力度为 68.48%。随后铜价受中美贸易战因素再次出现大幅下跌，最低触及 5823.00 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、罢工等因素减产而有所反弹；随着市场对于中美贸易战的担忧，中色铜综合景气指数持续降，铜价最低触及 5537.00 美元/吨。

图 6　近年来铜价走势情况



资料来源：Wind

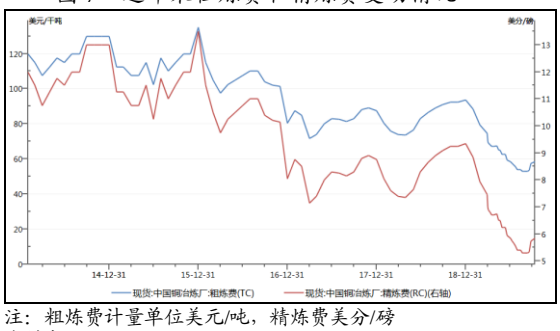
铜精矿加工费（TC/RC）价格

因中国铜资源稀缺，中国铜企主要涉足冶炼环节赚取加工费，加工费水平的高低对铜企盈利水平影响大。因此，拥有一定矿产资源的企业可在一定程度上中和该影响。

国内铜精矿结算价格＝上海期货交易所电解铜期货月平均结算价×铜精矿计价系数±其他调整因素。其中铜精矿计价系数一般小于 1，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。由于国际铜精矿基于铜冶炼加工费的定价机制，铜冶炼企业所面临的行业波动风险要弱于下游铜加工行业。

图 7　近年来粗炼费和精炼费变动情况



注：粗炼费计量单位美元/吨，精炼费美分/磅
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 呈小幅波动趋势。受智利、秘鲁、刚果金等主产国因事故、罢工等因素影响，2019 年 1－9 月，TC/RC 再次大幅下降。在全球各国经济放缓的大背景下，短期内预计 TC/RC 难有起色，甚至可能进一步下降。

5.行业展望

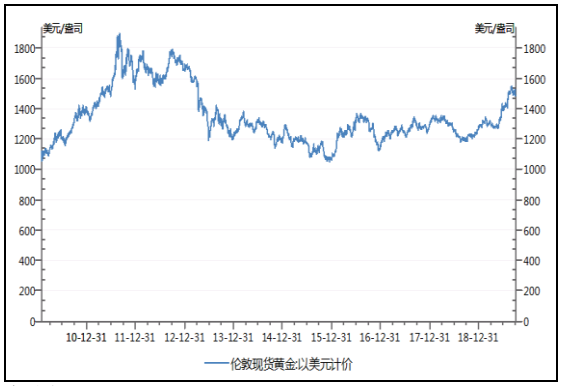
未来，预计中国仍将作为全球最大的精炼铜生产国及消费国，且仍将受自给率低的影响而继续大量进口铜精矿和精铜。具备较强资本实力的企业或通过收并购不断增加国外矿产资源的掌控力度。由于中国GDP增速缓慢下降且铜产品下游行业普遍为与宏观经济关联度较高的行业，将对铜产品需求增速形成一定压力。整体看，中国宏观经济整体平稳发展为铜产品需求形成较强支撑，行业将稳定发展，但增速有限。部分冶炼企业将因成本控制、环境保护、资源掌握方面的不足而退出市场，行业集中度将进一步提高。

(三) 黄金

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 2019 年 9 月底，黄金价格较上年底增长 10%。

图 8 近期现货黄金价格

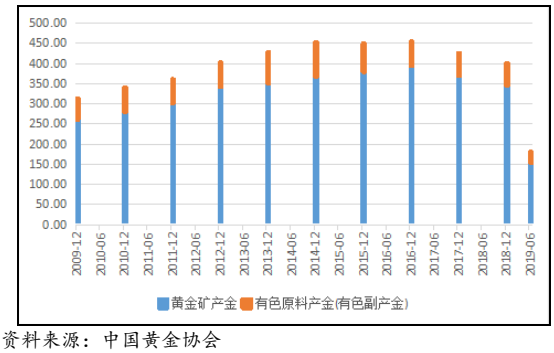


资料来源：Wind

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。2018 年和 2019 年上半年，中国黄金产量（不含进口原料产金）分别为 401.12 吨和 180.68 吨，同比分别下降 5.87%和 5.05%，而黄金矿产金同比分别下降 5.87%和 4.78%，主要原因为国内黄金企业矿石品位下降，低位的黄金价格使得黄金矿山企业的盈利空间进一步减小；部分省区出台自然保护区内矿业权清理工作方案，矿山企业面临较大环保压力，部分黄金矿山企业减产或关停整改，山东、江西、福建等重点产金地区的黄金产量都出现了不同程度的下降。除上述两种方式外，中国亦通过进口原料进行黄金生产，2018 年和 2019 年 1－6 月分别通过该方式生产黄金

112.80 吨和 54.30 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。

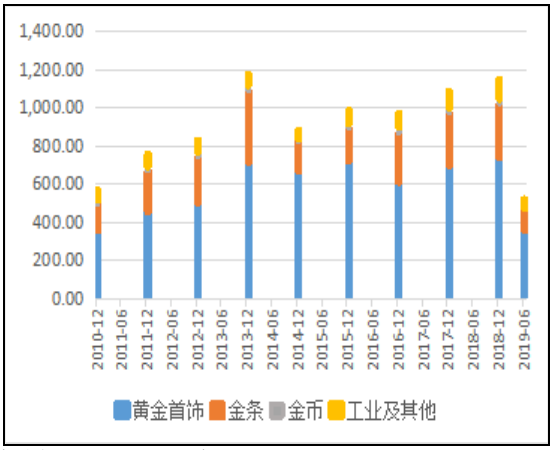
图 9 近年中国黄金产量情况（单位：吨）



资料来源：中国黄金协会

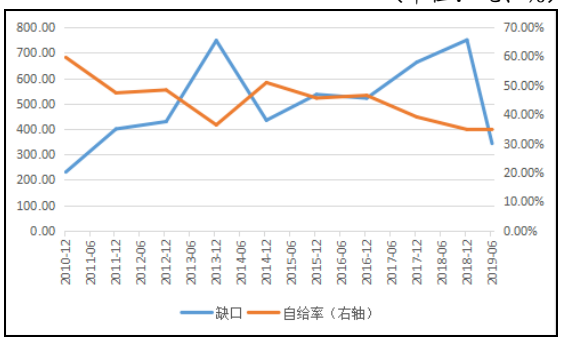
消费量方面，中国黄金首饰及金条消费量合计占总消费量比重一直维持在 90%上下，其中黄金首饰消费量占总消费量比重一直持续维持在 60%以上。2018 年，中国消费量为 1151.40 吨，较 2017 年增加 5.90%，其中黄金首饰消费量 736.29 吨，金条消费量 285.20 吨，分别较 2017 年增加 5.71%和 3.19%。2019 年上半年，中国消费量为 523.50 吨，同比下降 3.30%，其中黄金首饰消费量 358.80 吨，同比增长 2.00%；金条消费量 110.50 吨，同比下降 17.30%。根据黄金十三五预测，2020 年黄金消费量为 1200 吨。结合黄金十三五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。

图 10 近年中国黄金消费量情况（单位：吨）



资料来源：中国黄金协会

图 11 近年中国黄金供需缺口及自给率情况（单位：吨、%）



资料来源：中国黄金协会，联合资信整理。

总体看，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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2019年9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2019年9月底，公司具备年产1.3万吨镍、12.2万吨铜、8吨黄金的能力。

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2019年9月底，公司下属矿山铜资源储量达到52.81万吨，镍资源储量达到55.69万吨，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2019年9月底，公司拥有金的权益资源量为38.93吨。2018年，公司黄金板块矿石采选能力达到79万吨/年。2016—2018年以及2019年1—9月，西部黄金矿石产量分别为118.31万吨、84.42万吨、100.79万吨和68.60万吨。

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

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构及管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，公司经营业务未发生变化。2018年，公司营业收入为 94.51 亿元，同比下降25.16%，主要系 2018 年公司合并范围变动，商贸物流板块部分收入合并抵消所致。

分板块看，2018 年，铜镍板块收入为 69.41 亿元，同比大幅增长，其中，阴极铜收入为 48.80 亿元，同比大幅增长，主要系公司曾于 2016 年 11 月将五鑫铜业对外转让，后于 2017 年底将五鑫铜业重新纳入合并范围，公司 2017 年阴极铜产品收入规模较小所致。2018 年，公司黄金业务收入为 9.48 亿元，同比下降 31.25%，主要系国际贵金属市场波动，黄金下半年售价下降，以及公司下属金矿因涉及安全环保事故而停产，标准金业务产能利用率有所下降所致。2018年，公司商贸流通业务收入为 3.33 亿元，同比大幅下降，主要系五鑫铜业纳入合并范围，商贸流通板块部分收入合并抵消所致。2018 年，房产销售和稀有板块收入规模较小，其他业务主要为公司下属建筑、物业、热力公司形成的收入，对公司收入规模影响较小。

毛利率方面，2018 年，公司综合毛利率为 9.61%，同比增长 3.03 个百分点，主要系毛利较低的商贸流通板块收入占比大幅下降所致。其中，2018 年，铜镍板块毛利率为 8.15%，同比下降 6.11 个百分点，主要系新鑫矿业阴极铜产品原材料主要来自于自有矿山，而五鑫铜业无自有矿山，其并表后，铜矿主要外采导致原材料成本上升所致。2018 年贸易板块毛利率维持较低水平，为 0.96%。2018 年，公司黄金板块毛利率为 20.61%，同比下降 9.83 个百分点，主要系外购金精矿比例提高，成本上升所致。

2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 83.99 亿元，为 2018 年全年的 88.87%，综合毛利率为 9.63%，较 2018 年略有增长。其中，铜镍板块收入为 52.02 亿元，为 2018 年全年的 74.95%，毛利率较 2018 年底下降 2.07 个百分点至 6.08%，主要系电解镍及阴极铜销售价格下降所致；黄金板块收入为 24.40 亿元，较 2018 年大幅增长，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，但毛利率较 2018 年底下降 10.04 个百分点至 10.57%，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；商贸流通板块收入为 0.46 亿元，为 2018 年全年的 13.81%，主要系铜供应链业务结束，由物流商贸公司代采购铜精矿规模减少所致，毛利率大幅增长至 25.53%，主要系毛利率较低的铜精矿代采购规模大幅减少所致。

表 2　近年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

板 块	2017 年			2018 年			2019 年 1—9 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	13.86	10.97	14.26	69.41	73.45	8.15	52.02	61.94	6.08
其中：阴极铜	2.36	1.87	24.30	48.80	51.64	12.46	35.96	42.82	0.90
电解镍	7.69	6.09	1.95	11.79	12.48	23.13	9.05	10.78	16.46
黄金板块	13.79	10.92	30.44	9.48	10.03	20.61	24.40	29.05	10.57
稀有板块	4.50	3.56	19.55	3.48	3.68	15.43	3.03	3.61	16.11
房产销售	1.58	1.25	21.82	2.42	2.57	11.01	2.29	2.73	8.96
商贸流通	87.79	69.51	0.65	3.33	3.52	0.96	0.46	0.55	25.53
其他业务	4.78	3.78	7.11	6.38	6.75	10.02	1.79	2.13	85.71
合计	**126.29**	**100.00**	**6.58**	**94.51**	**100.00**	**9.61**	**83.99**	**100.00**	**9.63**

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

公司铜镍板块主要由子公司新鑫矿业和五鑫铜业运营，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 2019 年 9 月底，公司拥有的铜镍资源量（含储量）达到 108.50 万吨，其中镍金属资源量（含储量）55.69 万吨，铜金属资源量（含储量）52.81 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 3　截至 2019 年 9 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	3056.37	0.56	0.95	17.10	29.09	12.35	19.79	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	645.76	0.52	0.33	3.35	2.12	3.11	1.90	24	10
合计	--	**11541.09**	--	--	**55.69**	**52.81**	**29.83**	**30.78**	--	--

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。2018 年实际矿石开采出矿量为 90.79 万吨，实际生产镍铜混合精矿 12.74 万吨，2019 年 1—9 月实际矿石开采出矿量为 65.54 万吨，实际生产镍铜混合精矿 9.46 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。2018 年实际矿石开采出矿量 129.81 万吨，实际生产镍精矿 6.11 万吨、铜精矿 0.92 万吨。2019 年 1—9 月实际矿石开采出矿量 85.31 万吨，实际生产镍精矿 3.96 万吨、铜精矿 0.70 万吨。

公司图拉尔根铜镍矿开采矿石产能为 60 万吨/年。2018 年实际矿石开采出矿量 46.89 万吨，实际生产镍精矿 2.77 万吨、铜精矿 0.53 万吨。2019 年 1—9 月实际矿石开采出矿量 28.37 万吨，实际生产镍精矿 2.20 万吨、铜精矿 0.38 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 4　近年来公司铜镍板块原料采购情况（单位：万吨、元/吨）

原材料		2017 年		2018 年		2019 年 1—9 月	
		采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价
高冰镍	自给部分	2.40	/	2.48	/	/	/
	外购部分	--	--	--	--	/	/
镍精矿	自给部分	9.31	/	8.29	/	/	/
	外购部分	3.86	/	0.50	/	/	/
铜精矿	自给部分	/	/	--	--	/	/
	外购部分	/	/	10.53	36875.42	6.98	36399.62
粗铜	自给部分	--	--	--	--	/	/
	外购部分	/	/	1.02	41188.96	0.58	41143.09

注：1. 2016 年起公司将对外采购的铜精矿和粗铜的采购量和采购均价折算成金属量核算；
2. 表中铜精矿及粗铜为包含五鑫铜业采购量的合并口径；
3.“--”代表相关数据为零，“/”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 2019 年 9 月底，公司电解镍产能为 1.3 万吨/年，阴极铜产能为 12.2 万吨/年，其中新鑫矿业产能为 1.2 万吨/年、五鑫铜业产能为 11 万吨/年。

表 5　公司铜镍板块产品产销情况（单位：万吨、元/吨、%）

产品	项目	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
电解镍	产量	1.00	1.01	0.78
	销量	1.00	1.23	0.96
	平均销售单价	76767	95830	94769
	产销率	99.90	121.51	123.08
阴极铜	产量	0.80	11.85	8.15
	销量	0.73	11.72	8.67
	平均销售单价	41623	42496	41714
	产销率	91.56	98.87	106.38

注：由于五鑫铜业于 2016 年 11 月出表，于 2017 年底重新并表，因此公司阴极铜板块 2017 年产销量数据仅包括新疆新鑫矿业
资料来源：公司提供

2018 年，公司电解镍产品产量和销量分别为 1.01 万吨和 1.23 万吨，均较上年有所增长。同期，镍价继续回升，公司电解镍平均售价达到 95830 元/吨，公司增加库存镍的销售，产销率提升为 121.51%。2019 年 1—9 月，公司电解镍产量为 0.78 万吨，为 2018 年全年的 77.23%；销量为 0.96 万吨，为 2018 年全年的 78.05%；产销率小幅提升至 123.08%；销售单价略有下降至 94769 元/吨。

2018 年，公司阴极铜产量 11.85 万吨，销量 11.72 万吨，产销率处于较高水平。同期，阴极铜销售价格随着行业景气度的回升，上升至 42496 元/吨。2019 年 1—9 月，公司阴极铜产量为 8.15 万吨，为 2018 年全年的 68.78%，

主要系五鑫铜业检修期为4—5月，较上年延长一个月，阴极铜产量下降所致；销量为8.67万吨，为2018年全年的73.98%；产销率提升至106.38%；销售单价回落至41714元/吨。

2019年前三季度，受五鑫铜业设备检修期延长影响，公司阴极铜产量有所下降；镍和铜价格有所回落，公司铜镍板块盈利水平有所下降。

3. 黄金板块

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。2018年，西部黄金实现营业收入10.02亿元，利润总额0.20亿元；2019年1—9月，西部黄金实现营业收入24.40亿元，利润总额0.52亿元，收入同比大幅增长，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。

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2019年9月末，公司拥有金的权益资源量为38.93吨；2018年，公司黄金板块矿石采选能力达到79万吨/年；2018年及2019年1—9月，西部黄金矿石产量分别为100.79万吨和68.60万吨。

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。2018年，西部黄金对外采购金精矿2.84万吨，同比下降7.82%，采购金额为2.07亿元，同比下降13.37%；2019年1—9月，西部黄金对外采购金精矿2.30万吨，为2018年全年的81.09%，采购金额为2.19亿元，为2018年全年的105.82%，主要系黄金价格上涨所致。

表6 西部黄金金精矿对外采购情况

（单位：吨、千克、元/克、万元）

项目	2017年	2018年	2019年1—9月
采购量	30758.49	28353.22	22991.57
金属量	1061.08	932.08	841.89
金属单价	225.60	222.51	260.65
采购金额	23937.61	20737.86	21944.26

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2019年9月底，天山星公司黄金精炼产能为8000.00千克/年。2018年及2019年1—9月，天山星公司分别生产标准金3059.14千克和8373.23千克。为充分利用天山星公司富余产能，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加工为达到金交所标准的标砖金锭，并对外出售，2018年及2019年1—9月，天山星公司黄金精炼对外加工量分别为561.75千克和5926.22千克，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7 天山星公司黄金精炼情况（单位：千克）

项目	2017年	2018年	2019年1—9月
精炼产能	8000.00	8000.00	8000.00
标准金产量	3633.56	3059.14	8373.23
对外加工量	852.90	561.75	5926.22

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。

2018，天山星公司标准金平均售价为272.02元/克，较上年小幅下降；标准金销售量为3260.37千克，较上年下降27.85%。同期，金精矿平均售价为237.76元/克，较上年略有上升；金精矿销量（已折算为金属量）224.12千克，同比大幅增长。其中，2018年标准金销量有所下降、而金精矿销量大幅增加主要系西部黄金伊犁有限责任公司（以下简称“伊犁公司”）冶炼厂因环保原因，于2018年8月1日起自行停产整改近4个月，冶炼厂停产期间，由于采矿、选厂正常生产积存了较多的金精粉，为减少库存、盘活资金，降低伊犁公司冶炼厂环保整改停产对公司的影响，故对伊犁公司冶炼厂积存的金精矿进行了销售。2019年1—9月，受益于黄金精炼对外加工业务增加及黄金价格上涨，天山星公司标准金销量增加至5081.00千克，平均售价上升至307.96元/克。

表8　天山星公司主要产品销售情况

（单位：千克、元/克）

项目	2017年	2018年	2019年1—9月
标准金：			
销量	4519.05	3260.37	5081.00
平均售价	274.63	272.02	307.96
金精矿：			
销量	21.09	224.12	/
平均售价	231.29	237.76	/

注：1.销量均按金属量计算；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

环保和安全

2018年5月18日，新疆维吾尔自治区环保厅对伊犁公司进行了工作检查，并提出了相关整改意见。伊犁公司自2018年8月1日起冶炼厂停产，采矿厂、选矿厂正常生产。2018年11月25日，伊犁公司冶炼厂完成环保治理工程，11月28日恢复生产。

2018年8月1日，哈密金矿金窝子矿区发生一起坍塌事故，造成1人死亡。公司于2018年10月29日收到哈密市伊州区安全生产监督管理局出具的《行政处罚决定书》（单位）（伊区）安监罚〔2018〕第SG0601号，给予哈密金矿罚款人民币贰拾伍万元整的行政处罚。

2018年，西部黄金下属矿山及冶炼厂发生安全及环保事故，对公司造成停产等不利影响，反映出公司安全投入不足、机械化程度不高、管理上存在不到位的现象。

总体看，2018年，西部黄金因安全及环保事故停产，公司黄金业务产能利用率有所降低；2019年以来，受益于天山星公司黄金精炼对外加工量大幅增长，及黄金价格增长，公司黄金板块收入大幅增长。

4. 经营效率

从经营效率来看，2018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17.59次、2.28次和0.42次，均较2017年有所下降，主要系2018年商贸流通业务收入合并抵消后，公司营业收入和营业成本下降所致。总体看，公司整体经营效率尚可。

5. 在建项目及未来发展

在建项目

截至2019年9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、昊鑫锂盐厂土地开发项目、黄山西矿山采选工程等，项目计划总投资额32.20亿元，已投资金额22.51亿元，尚需投资9.68亿元，资本支出压力不大。

表 9　截至 2019 年 9 月底公司主要在建项目概况 （单位：万元）

序号	项目名称	预算总投资	截至 2019 年 9 月末已投资	未来投资计划		
				2019 年 10-12 月	2020 年	2021 年
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	24079.00	7500.00	500.00	--	--
2	昊鑫锂盐厂土地开发项目	60000.00	400.00	0.00	--	--
3	喀拉通克后期采矿项目	17400.00	16000.00	100.00	--	--
4	哈密黄山东聚宝二期技改项目	8500.00	45.00	0.00	--	--
5	哈图金矿深部采矿项目	23319.00	23900.00	150.00	--	--
6	黄山西矿山采选工程	153126.00	142500.00	--	--	--
7	黄山东 12 号矿零星工程	17731.00	17731.00	--	--	--
8	研发仓储基地建设项目	17800.00	17067.00	--	--	--
合计		**321955.00**	**225143.00**	**750.00**	--	--

注：1. 公司在建工程投资计划每年年初由集团董事会讨论并书面通过后决定，故表中未列明 2020、2021 年在建工程投资计划；2. 公司未提供哈图金矿深部采矿项已投资金额超出预算总投资金额的原因
资料来源：公司提供

未来发展

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。

总体看，公司未来发展方向明确。

九、财务分析

1. 财务质量及财务状况

公司提供了 2018 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。2019 年 1—9 月财务数据未经审计。

从合并范围看，2018 年，公司新投资设立阿克陶县锰兴矿产资源开发有限责任公司和新疆昆仑蓝钻矿业开发有限责任公司两家二级子公司，注销乌鲁木齐佳居物业管理有限公司和阜康市亚欧稀有金属有限责任公司两家三级子公司。截至 2019 年 9 月底，公司合并范围子公司包括 25 个一级子公司、41 个二级子公司和 1 个三级子公司。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 230.92 亿元，所有者权益合计 114.01 亿元（含少数股东权益 32.30 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 94.51 亿元，利润总额 1.56 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司合并资产总额 244.14 亿元，所有者权益合计 121.76 亿元（含少数股东权益 38.25 亿元）；2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 83.99 亿元，利润总额 1.15 亿元。

2. 资产质量

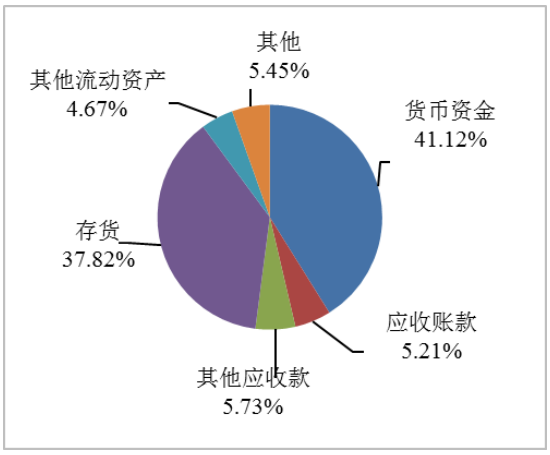
截至 2018 年底，公司资产总额 230.92 亿元，较上年底增长 3.50%。从资产结构来看，流动资产占 44.20%，非流动资产占 55.80%，资产结构较上年底变化不大。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产合计 102.07 亿元，较上年底增长 10.07%，主要系货币资金增长所致。公司流动资产由货币资金（占 41.12%）、应收账款（占 5.21%）、其他应收款（占 5.73%）、存货（占 37.82%）和其他流

动资产（占 4.67%）等构成。

图 12　截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至 2018 年底，公司货币资金 41.97 亿元，较上年底增长 24.08%，主要系公司短期借款增加所致。公司货币资金以银行存款（占 69.91%）和其他货币资金（占 30.09%）为主，其余为少量库存现金，其他货币资金主要为企业办理的通知存款、结构性存款、投资理财资金以及受限的保证金等。截至 2018 年底，公司使用权受到限制的货币资金 2.90 亿元，主要为银行承兑汇票保证金以及信用证保证金。

截至 2018 年底，公司应收账款 5.32 亿元，较上年底增长 98.70%，主要系新疆新鑫矿业部分销售附加 180 天信用期以及五鑫铜业销售收入增加所致。公司按账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额 5.84 亿元，其中 1 年以内的占 86.07%。截至 2018 年底，公司应收账款按欠款方归集的期末余额前五名应收账款余额为 3.19 亿元，占期末应收账款余额的 52.42%，应收账款集中度较高，其中公司应收托克投资（中国）有限公司（以下简称“托克投资”）1.78 亿元，占比较高，但考虑到托克投资系国际大型贸易商，资本实力及信誉良好，公司未对其计提坏账准备；基于公司商品属性的考虑，公司应收账款集中度尚可。

截至 2018 年底，公司预付款项 2.89 亿元，较上年底下降 63.69%，主要系公司物资公司与五鑫铜业供应链业务变化，物资公司较上年底减少预付账款所致。从预付款项账龄来看，主要为公司预付的原料采购款，公司共对预付款项计提坏账准备 0.17 亿元，账龄在 1 年以内预付款项账面余额占比为 81.53%。

截至 2018 年底，公司其他应收款为 5.85 亿元，较上年底增长 7.22%，主要系业务往来增加所致。

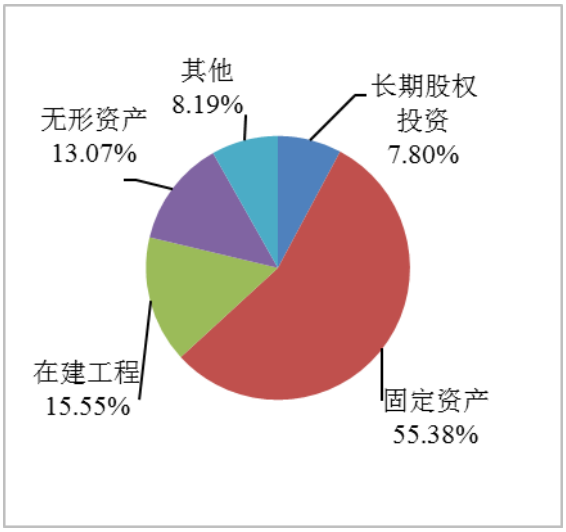
截至 2018 年底，公司存货 38.60 亿元，较上年底增长 5.91%，主要系原材料和自制半成品和在产品的增加所致，从存货构成上看，主要包括原材料（占 18.65%）、自制半成品及在产品（占 55.13%）和库存商品（占 26.14%）。截至 2018 年底，公司共计提存货跌价准备 0.56 亿元，其中对库存商品计提跌价准备 0.45 亿元，主要系 2018 年下半年镍价回落所致。

截至 2018 年底，公司其他流动资产 4.77 亿元，较上年底增长 9.16%，主要系划分为其他流动资产的本期资产增加所致。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 128.85 亿元，较上年底减少 1.18%；公司非流动资产主要由长期股权投资（占 7.80%）、固定资产（占 55.38%）、在建工程（占 15.55%）和无形资产（占 13.07%）等构成。

图 13　截至 2018 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至 2018 年底，公司长期股权投资 10.06

亿元，较上年底增长 6.00%，主要系追加阿舍勒铜业的投资所致。截至 2018 年底，公司长期股权投资被投资单位主要为阿舍勒铜业（4.86 亿元）、新疆千鑫矿业有限责任公司（3.10 亿元）。

截至 2018 年底，公司固定资产 71.36 亿元，较上年底减少 3.46%。公司累计对固定资产计提折旧 33.19 亿元，成新率为 68.42%，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 2018 年底，公司在建工程 20.04 亿元，较上年底增长 13.86%，主要系在建 20 万吨铜冶炼综合回收技术改造项目以及黄山西矿山采选工程的在建项目增加所致。

截至 2018 年底，公司无形资产 16.84 亿元，较上年底减少 13.43%，主要系公司拥有的探矿权为 2011 年收购陕西新鑫矿业有限公司（以下简称“陕西新鑫”）所得，截至 2018 年底，该探矿权权证登记已到期，公司仍在申请延长期限所致；其中黄山东铜镍矿 17 号矿区（6-16 线）采矿权证目前延续报告已通过自然资源厅厅长办公会议，将要发证；哈密黄山东铜镍矿（11-6 线）采矿权证由于要整合周边的矿权，需要整体做资源核实、评估工作，后续将发整合后的采矿证，尚在办理中。公司无形资产主要为土地使用权（占 63.95%）和探矿权、采矿权等特许权（35.57%）。公司无形资产累计摊销 6.79 亿元，累计计提减值准备 52.82 万元。截至 2018 年底，公司尚未办妥土地权证的土地净值为 132.55 万元，新鑫矿业拥有的探矿权正在申请有效期延长。

截至 2018 年底，公司所有权受到限制的资产合计 17.21 亿元，占资产总额的 7.45%，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 10　截至 2018 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	2.90	保证金
固定资产	12.62	贷款抵押
无形资产	0.22	贷款抵押
其他	1.47	贷款抵押、质押
合计	**17.21**	--

资料来源：公司提供

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额 244.14 亿元，较 2018 年底增长 3.50%。其中，流动资产 88.58 亿元，较 2018 年底下降 13.21%，主要系货币资金下降所致，公司货币资金 26.57 亿元，较 2018 年底下降 36.68%，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；非流动资产 155.56 亿元，较 2018 年底增长 20.73%，主要系开发支出增长所致，公司开发支出 19.17 亿元，较 2018 年底大幅增长，主要系 2019 年 9 月公司出资约 13 亿元收购阿克陶科邦锰业制造有限公司（以下简称“科邦锰业”），探矿权因合并范围变化增加所致。

2019 年前三季度，公司资产规模有所增长，公司资产结构中非流动资产占比仍较高；因偿还债务公司货币资金大幅下降；因收购科邦锰业公司探矿权大幅增长。

3. 负债和所有者权益

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益 114.01 亿元，较上年底增长 2.15%。公司所有者权益中，归属于母公司的所有者权益占比 71.67%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 19.04%、资本公积占 35.90%、专项储备占 0.08%、未分配利润占 41.00%，盈余公积占 3.98%。公司所有者权益中未分配利润占比较大，所有者权益结构稳定性一般。

截至 2019 年 9 月底，公司所有者权益合计 121.76 亿元，较上年底增长 6.80%，主要系未分配利润及少数股东权益增长所致；归属于母公司所有者权益中，实收资本占 18.62%、资本

公积占 35.12%、专项储备占 0.13%、未分配利润占 42.22%、盈余公积占 3.90%，结构较上年底变化不大。

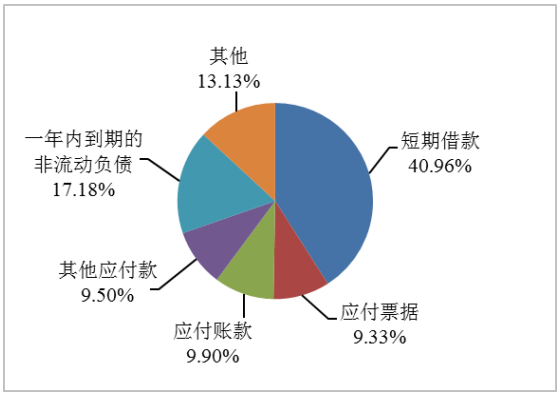
2019 年前三季度，公司所有者权益规模小幅增长；所有者权益中未分配利润及少数股东权益占比仍高，权益结构稳定性一般。

负债

截至 2018 年底，公司负债总额 116.91 亿元，较上年底增长 4.85%。负债构成上，流动负债和非流动负债分别占 65.31%和 34.69%，以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债为 76.35 亿元，较上年底增长 17.15%，主要系短期借款增加所致。公司流动负债以短期借款（占 40.96%）、应付票据（占 9.33%）、应付账款（占 9.90%）、其他应付款（占 9.50%）和一年内到期的非流动负债（占 17.18%）为主。

图 14　截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告

截至 2018 年底，公司短期借款为 31.27 亿元，较上年底增长 79.81%，主要系公司提前预计 2019 年初 13 亿元公司债到期，提前通过银行借款等方式筹措还款资金所致。公司短期借款主要为信用借款（占 86.15%）和抵押借款（占 12.57%）。

截至 2018 年底，公司应付票据为 7.12 亿元，较上年底增长 23.73%，主要系五鑫铜业应付票据增加所致。公司应付票据全部为银行承兑汇票。

截至 2018 年底，公司应付账款为 7.56 亿元，较上年底减少 36.53%，主要系公司结清部分应付账款所致。公司应付账款账龄主要集中在 1 年以内（占比为 60.85%）。

截至 2018 年底，公司其他应付款 7.25 亿元，较上年底减少 21.80%，主要系公司本部将“三供一业”资金全部划拨给下属子公司，子公司将收到的上述款项计入专项应付款科目，从而导致公司其他应付款减少所致。截至 2018 年底，公司账龄超过一年的重要其他应付款为 2.66 亿元，占期末其他应付款的 36.69%，占比一般。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 13.12 亿元，较上年底增长 29.03%，主要系一年内到期的长期借款和一年内到期的其他长期借款的增加所致。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 61.68%）和一年内到期的其他长期借款（占 38.32%）构成。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 40.56 亿元，较上年底减少 12.45%，主要系长期借款和其他非流动负债的减少所致。公司非流动负债以长期借款（占 50.20%）和应付债券（占 32.04%）为主。

截至 2018 年底，公司长期借款合计 20.36 亿元，较上年底下降 7.82%，主要系即将到期的长期借款转入一年内到期的非流动负债所致。公司长期借款主要为信用借款（占比为 76.52%）。

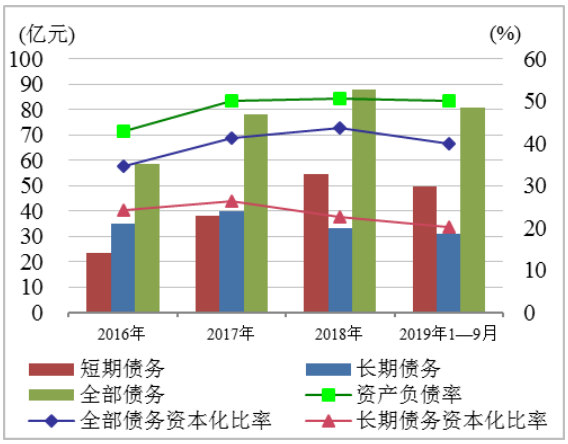
截至 2018 年底，公司应付债券 13.00 亿元，较上年底增加 0.30%。截至 2019 年 9 月底，公司已提前偿付“16 新有色”本息，公司无应付债券。

截至 2018 年底，其他非流动负债为 0.11 亿元，较上年底下降 97.77%，主要系新鑫矿业的黄金租赁款下降所致。

截至 2018 年底，公司全部债务为 88.16 亿元，较上年底增长 12.71%，主要系短期借款增加所致，短期债务占比增长至 62.16%，债务结构有待优化。2018 年，公司资产负债率和全部

债务资本化比率分别为 50.63%和 43.61%，较上年底分别增长 0.66 个百分点和 2.40 个百分点；长期债务资本化比率为 22.64%，较上年底下降 3.78 个百分点，主要系短期借款增加，且其他非流动负债中的黄金租赁款下降所致。

图 15　近年公司负债水平和债务负担情况



资料来源：公司财务报告

截至 2019 年 9 月底，公司负债合计 122.38 亿元，较 2018 年底增长 4.68%；其中，流动负债和非流动负债分别占 65.08%和 34.92%，较上年底变化不大。截至 2019 年 9 月底，公司全部债务 80.65 亿元，较 2018 年底下降 8.52%，其中短期债务占 61.39%。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 50.13%、39.84%和 20.37%，较上年底分别下降 0.50 个百分点、3.77 个百分点和 2.27 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司整体债务指标处在适宜水平。

4.　盈利能力

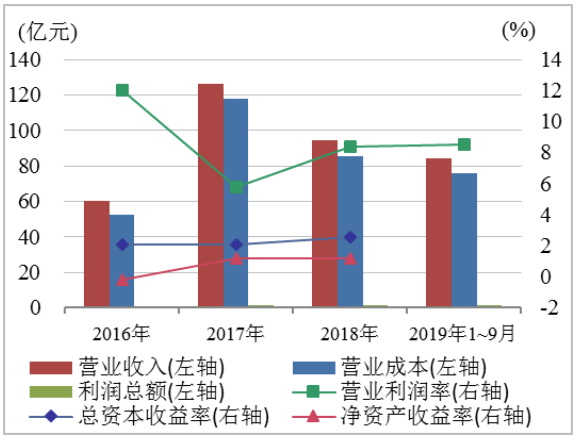
2018 年，五鑫铜业并表后，公司贸易板块收入因合并抵消大幅减少，公司营业收入为 94.51 亿元，较上年减少 25.17%；营业成本为 8.54 亿元，较上年同期减少 27.60%；营业利润率增长 2.64 个百分点至 8.39%。

期间费用方面，2018 年，公司期间费用合计 9.44 亿元，同比增长 25.00%，主要系销售费用和财务费用增长所致。2018 年销售费用为 1.21 亿元，同比增长 171.65%，主要系运输费增长所致；管理费用为 4.70 亿元，同比增长 4.67%；财务费用为 3.27 亿元，同比增长 42.33%，主要系债务规模上升所致；研发费用为 0.27 亿元，同比增长 64.77%，主要系研究项目增加所致。同期，公司期间费用占营业收入比为 9.99%，同比增长 4.14 个百分点，公司期间费用对利润有一定侵蚀。

非经营性损益方面，2018 年，公司资产减值损失为 1.06 亿元，同比下降 48.39%，主要为坏账损失；投资收益为 4.05 亿元，同比增长 49.01%，主要系对合营企业阿舍勒铜业确认投资收益增长所致；营业外收入为 0.81 亿元，同比增长 63.94%，主要系政府补助增加所致；营业外支出为 1.85 亿元，同比大幅增加，主要系新增预计负债 1.62 亿元。

2018 年利润总额为 1.56 亿元，同比增长 10.53%。公司非经营性损益对公司利润总额影响较大。

图 16　近年公司盈利能力情况



资料来源：公司财务报告

从盈利指标看，2018 年，公司总资本收益率为 2.53%，同比增长 0.48 个百分点；净资产收益率为 1.18%，同比下降 0.02 个百分点。整体看，公司盈利能力较弱。

2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 83.99 亿元，同比增长 38.57%，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，黄金板块收入增长所致；公司实现利润总额 1.15 亿元，同比增长 32.72%；公司营

业利润率为 8.51%，同比增长 0.61 个百分点。

跟踪期内，受益于黄金精炼对外加工业务增长，公司黄金板块收入同比大幅增长；公司盈利对投资收益依赖较大，主营业务盈利能力有待提高。公司整体盈利水平较低。

5. 现金流分析

从经营活动来看，2018 年，公司经营活动现金流入量为 118.19 亿元，同比下降 13.78%，主要系公司营业收入减少所致，其中公司销售商品、提供劳务收到的现金为 107.93 亿元，同比下降 13.68%；公司经营活动现金流出量为 108.16 亿元，同比下降 11.80%，其中购买商品、接受劳务支付的现金 80.77 亿元，同比下降 20.06%，主要系商贸流通业务现金流合并抵消所致；公司经营活动现金流量净额为 10.03 亿元，同比下降 30.63%。2018 年，公司现金收入比为 114.20%，公司收入实现质量较好。

从投资活动看，2018 年，公司投资活动现金流入为 59.47 亿元，同比大幅增长，主要系公司处置长期股权投资产生的投资收益增加以及收到委托贷款收益、收到子公司西部黄金分红等投资收益的增加所致；投资活动现金流出为 65.80 亿元，同比大幅增长，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金以及对联营企业投资的增加所致；公司的投资现金流净额为-6.33 亿元，同比由正转负。

2018 年，公司筹资活动前现金流量净额为 3.71 亿元，对外融资需求不大。

从筹资活动看，2018 年，公司筹资活动现金流入为 45.48 亿元，同比增长 91.35%，主要系借款增加所致；公司筹资活动现金流为 40.78 亿元，同比增长 32.25%；同期，公司筹资活动现金流净额为 4.69 亿元。

2019 年 1—9 月，公司经营活动产生的现金流量净流入 4.77 亿元，同比由净流出转为净流入，其中公司销售商品、提供劳务收到的现金为 103.55 亿元，同比增长 19.24%，现金收入比为 123.29%，公司收入实现质量较好；同期，投资活动产生的现金流量净流出 1.30 亿元，同比净流出规模有所下降，其中收回投资收到的现金和投资支付的现金规模较大主要系银行理财到期赎回及购买银行理财所致；筹资活动产生的现金流量净流出 18.86 亿元，同比由净流入转为净流出。

跟踪期内，公司经营活动现金净流入规模较大；对外融资需求不大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018 年，公司流动比率和速动比率分别为 133.69%和 83.13%，较上年底分别下降 8.60 个百分点和 3.24 个百分点。同期，现金短期债务比为 0.81 倍。截至 2019 年 9 月底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为为 111.22%、60.24%和 0.60 倍。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 11.00 亿元，同比下降 7.69%；EBITDA 利息倍数为 2.69 倍，同比有所下降；全部债务/EBITDA 为 8.01 倍，同比有所增长。整体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2019 年 9 月底，公司对外担保余额合计 1.29 亿元，被担保方为公司参股企业新疆千鑫矿业有限公司及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，其中对新疆千鑫矿业有限公司的担保已于 2019 年 12 月 22 日到期，公司或有负债风险较小。

表 11 截至 2019 年 9 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
新疆千鑫矿业有限公司	0.29	是	2016/12/22-2019/12/22
合计	**1.29**	--	

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 2019 年 9 月底，公司共获得银行授信 140.36 亿元，尚余 72.93 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（机构信用代码为 G1065010300114390A），截至 2020 年 1 月 14 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. 母公司分析

公司本部资产总额逐年增长，截至2018年底为94.65亿元，其中流动资产占53.61%，非流动资产占46.39%。同期，公司本部流动资产50.75亿元，主要由其他应收款（占54.73%）和货币资金（占41.03%）构成。截至2018年底，公司本部非流动资产43.91亿元，主要由长期股权投资（占78.45%）、无形资产（占14.93%）和其他非流动资产（占4.42%）构成。截至2018年底，公司本部流动比率为293.99%。

截至2018年底，公司本部所有者权益合计62.24亿元，其中实收资本15.55亿元、资本公积7.95亿元、盈余公积2.65亿元、未分配利润36.09亿元。

截至2018年底，公司本部负债合计32.42亿元，其中流动负债占53.25%，非流动负债占46.75%。同期，公司本部流动负债17.26亿元，主要由短期借款（占61.99%））和一年内到期的非流动负债（占29.97%）构成。截至2018年底，公司本部非流动负债15.16亿元，主要由应付债券（85.75%）和长期借款（占13.46%）构成。截至2018年底，公司本部资产负债率为34.25%，全部债务资本化比率为33.06%，负债水平较低。

2018年，公司本部营业收入为1.09亿元，期间费用1.32亿元，投资收益为5.10亿元，利润总额为3.78亿元。

公司本部营业收入规模较小，盈利主要来源于投资收益。

9. 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，子公司西部黄金为西北最大的标准金冶炼公司，同时具备较大规模阴极铜生产能力，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、存续期内偿债能力分析

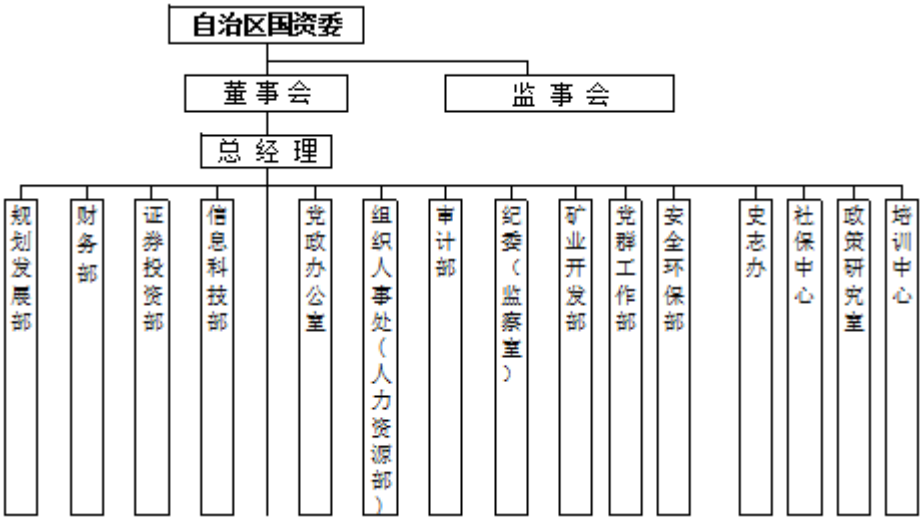
截至2020年1月底，公司存续期内债券为“19新疆有色CP001”，尚需偿还债券本金8亿元。2018年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为待偿还债券余额的14.77倍和1.25倍。截至2018年底和2019年9月底，公司现金类资产分别为待偿还债券余额的5.58倍和3.74倍。

总体看，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。

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 2019 年 9 月底公司组织结构图



附件 1-2　截至 2019 年 9 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	新疆有色中南大学联合研究院	技术服务与开发	200.00	100.00	100.00
20	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
21	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
22	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
23	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	100.00	100.00
24	敦煌市立安钒业有限责任公司	矿产品的加工和销售	1000	100.00.	100.00
25	阿克陶科邦锰业制造有限公司	电解锰生产制造	26000	65.00	65.00

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	23.23	35.83	44.63	29.88
资产总额(亿元)	193.40	223.11	230.92	244.14
所有者权益合计(亿元)	110.46	111.62	114.01	121.76
短期债务(亿元)	23.30	38.15	54.81	49.51
长期债务(亿元)	35.27	40.08	33.36	31.14
全部债务(亿元)	58.57	78.22	88.16	80.65
营业收入(亿元)	60.31	126.29	94.51	83.99
利润总额(亿元)	0.20	1.42	1.56	1.15
EBITDA(亿元)	8.75	11.92	11.00	--
经营性净现金流(亿元)	13.37	14.46	10.03	4.77
财务指标				
销售债权周转次数(次)	13.67	26.19	17.59	--
存货周转次数(次)	1.73	3.92	2.28	--
总资产周转次数(次)	0.30	0.61	0.42	--
现金收入比(%)	104.08	99.00	114.20	123.29
营业利润率(%)	11.98	5.75	8.39	8.51
总资本收益率(%)	2.05	2.05	2.53	--
净资产收益率(%)	-0.16	1.20	1.18	--
长期债务资本化比率(%)	24.20	26.42	22.64	20.37
全部债务资本化比率(%)	34.65	41.21	43.61	39.84
资产负债率(%)	42.89	49.97	50.63	50.13
流动比率(%)	200.40	142.29	133.69	111.22
速动比率(%)	143.83	86.37	83.13	60.24
经营现金流动负债比(%)	31.81	22.19	13.14	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.18	4.16	2.69	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.69	6.56	8.01	--

注：1.公司 2019 年三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

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	11.26	13.58	20.83	7.62
资产总额(亿元)	81.71	85.69	94.65	91.96
所有者权益合计(亿元)	56.49	58.64	62.24	63.05
短期债务(亿元)	3.00	3.00	15.70	10.70
长期债务(亿元)	20.36	20.40	15.04	9.90
全部债务(亿元)	23.36	23.40	30.74	20.60
营业收入(亿元)	0.62	1.11	1.09	0.16
利润总额(亿元)	1.19	2.30	3.78	0.82
EBITDA(亿元)	2.24	3.54	5.07	--
经营性净现金流(亿元)	0.00	1.86	2.00	-0.53
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.40	111.05	--	--
存货周转次数(次)	--	716.45	1580.28	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比(%)	9.35	15.77	11.35	12.23
营业利润率(%)	94.56	95.86	93.54	65.90
总资本收益率(%)	2.53	4.05	4.89	--
净资产收益率(%)	2.11	3.93	5.57	--
长期债务资本化比率(%)	26.49	25.81	19.46	13.57
全部债务资本化比率(%)	29.25	28.52	33.06	24.62
资产负债率(%)	30.87	31.57	34.25	31.44
流动比率(%)	1098.33	833.43	293.99	183.98
速动比率(%)	1098.33	833.43	293.99	183.98
经营现金流动负债比(%)	0.06	28.30	11.57	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.44	6.62	6.06	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.71	3.47	4.70	--

注：1.公司 2019 年三季度财务报表未经审计

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/短期投资+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