

信用等级公告

联合[2012] 075 号

联合资信评估有限公司通过对红河恒昊矿业股份有限公司信用状况进行综合分析和评估, 确定

红河恒昊矿业股份有限公司
主体长期信用等级为
A⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年二月一日

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) 85679628
邮编: 100022
网址: www.lianhecredit.com.cn

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与红河恒昊矿业股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与红河恒昊矿业股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因红河恒昊矿业股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由红河恒昊矿业股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、红河恒昊矿业股份有限公司主体长期信用等级自 2012 年 2 月 1 日至 2013 年 1 月 31 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一二年二月一日

红河恒昊矿业股份有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：A⁺

评级展望：稳定

评级时间：2012 年 2 月 1 日

财务数据

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 9 月
资产总额（万元）	116035.84	149763.92	175709.08	211119.37
所有者权益（万元）	64622.03	69843.20	75849.07	103019.91
长期债务（万元）	4975.00	12030.00	4930.00	1930.00
全部债务（万元）	29036.44	51142.22	68947.02	65070.76
营业收入（万元）	82607.46	55700.81	105770.00	52514.26
利润总额（万元）	2908.22	2515.08	9760.95	7210.70
EBITDA（万元）	8886.61	9136.72	18582.03	--
营业利润率（%）	18.98	18.43	27.82	37.40
净资产收益率（%）	2.10	4.42	9.69	--
资产负债率（%）	44.31	53.36	56.83	51.20
全部债务资本化比率（%）	31.00	42.27	47.62	38.71
流动比率（%）	124.47	124.72	82.49	102.83
全部债务/EBITDA（倍）	3.27	5.60	3.71	--
EBITDA 利息倍数（倍）	5.26	4.40	5.33	--

注：公司 2011 年三季度财务报表未经审计。

分析师

刘新宇 陈立扬

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）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对红河恒昊矿业股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了其作为中国国内重要的镍供应商之一，在矿产资源、产业链完整性、采购成本、财务弹性等方面具有一定优势。联合资信也关注到中国镍矿出口国的经贸关系波动性、镍价格周期性波动剧烈，短期债务占比较大等因素可能给公司经营及发展带来的不利影响。

公司下游不锈钢行业目前产能过剩，镍价存在较大的波动性。但是公司积极储备矿产资源，丰富产品结构，有利于增强公司在行业内的竞争力。同时，公司多次吸引注资并扩充股本，增强所有者权益的稳定性。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 公司拥有硫化铜镍矿和红土镍矿储备，矿产资源供应较充足。
2. 公司拥有矿山开采、选矿、冶炼的完整产业链。
3. 公司红土镍矿销量增长较快，且完成对印尼伟丰公司的收购后，采购均价显著下降，红土镍矿业务发展状况良好。
4. 公司多次接受注资并扩充股本，加大了实收资本和资本公积的规模，使所有者权益增加，稳定性不断增强。

关注

1. 中国镍矿资源储量有限，镍矿砂和精矿进口高度依赖印度尼西亚和菲律宾两国。中国与两国，尤其是菲律宾在政治、外交关系中的不确定性可能将影响经贸关系的未来走向。

2. 公司营业收入和利润的实现镍产品市场价格的倚重程度较高，镍产品价格的波动对公司经营的稳定性存在较大影响。
3. 公司债务构成以短期债务为主，债务结构有待改善。
4. 公司应收账款和其他应收款2年以上欠款占比较大，且欠款单位集中度较高，存在一定款项回收风险。

一、主体概况

红河恒昊矿业股份有限公司（以下简称“恒昊矿业”或“公司”）的前身是云南省红河哈尼族彝族自治州金平苗族瑶族傣族自治县国有企业金平县有色金属矿产公司（以下简称“金平有色”）。2003年，原经营层收购了金平有色，并改制为金平恒昊有色金属有限责任公司（以下简称“恒昊有色”）；经吸收合并原子公司以及数次增资，2007年4月，恒昊有色以2007年3月31日为基准日经审计的净资产进行折股，整体变更为本公司；后经数次增资及转股，截至2011年9月底，公司注册资本40000万元，其中，朱骏先生持有公司24.30%的股权，为公司实际控制人，另外9家机构和51名自然人持有公司其余股份（见附件1）。

公司主要从事镍、铜、钼、锰、钒等有色金属矿产的勘探、开采、选矿和冶炼业务，以及含镍产品（高冰镍、红土镍矿、镍精矿、镍铁等）的销售，公司主导产品为高冰镍、红土镍矿和镍精矿。

截至2011年9月底，公司下设投资发展部、证券法务部、企划部、财务部、资源开发部、供销部、海外发展部、技术中心等11个部门和金平分公司。并拥有云南恒昊进出口有限公司（以下简称“进出口公司”）、印度尼西亚恒丰矿业有限公司（以下简称“印尼恒丰公司”）等11家全资或控股子公司（见附件2）。

截至2010年底，公司资产总额175709.08万元，所有者权益75849.07万元，其中少数股东权益18084.86万元；2010年公司实现营业收入105770.00万元，利润总额9760.95万元。

截至2011年9月底，公司资产总额211119.37万元，所有者权益103019.91万元，其中少数股东权益19125.16万元；2011年1~9月，公司实现营业收入52514.26万元，利润总额7210.70万元。

公司地址：云南省红河工业园区冶金材料

加工区；法定代表人：朱骏。

二、行业分析

公司主要从事镍、铜、钼、锰和钒等有色金属的开采、选矿和冶炼业务。主导产品为高冰镍、红土镍矿和镍精矿。此外，公司还参与镍铁贸易业务。

镍为银白色金属，由于其良好的机械强度、延展性、难熔性和强化学稳定性，被广泛应用于不锈钢、电池、电镀等行业。不锈钢制造业为主要的镍金属消费领域，约占镍金属总消费量的65%。

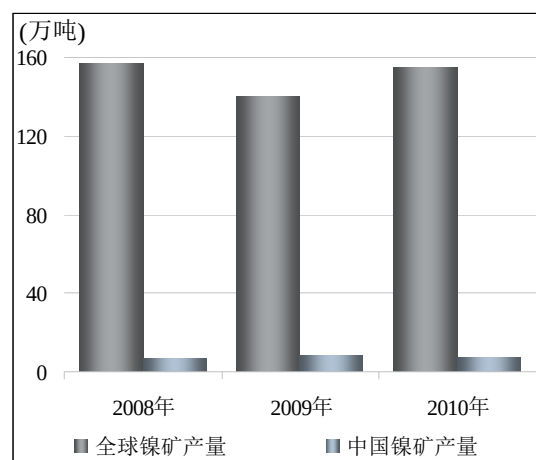
资源储备

镍原料矿主要划分为硫化铜镍矿和红土镍矿。全球范围内，由于采选难度较低，以硫化铜镍矿开采方式为主导；但随着镍价的攀升，红土镍矿开采也逐渐受到市场的追捧。

全球镍矿资源主要分布于古巴、加拿大、俄罗斯、新喀里多尼亚、印度尼西亚、南非、澳大利亚、中国和巴西9个国家，其储量之和约占全球总储量的91%，集中度很高。中国镍矿资源及产能集中分布于甘肃、吉林、云南、新疆四省（自治区），中国62%的镍矿储量和80%的镍精矿产量均集中在甘肃省金川。

供需状况

图1 全球及中国镍矿产量状况

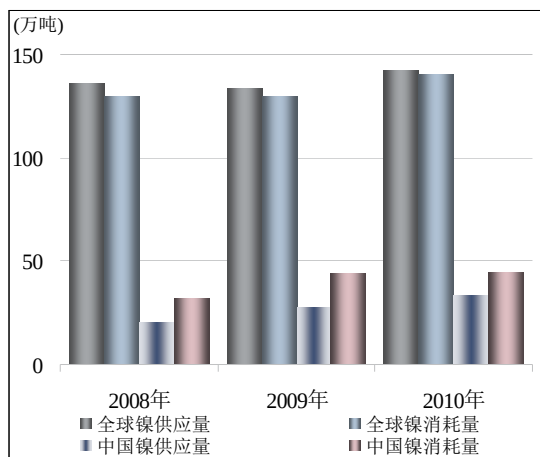


资料来源：国家统计局数据，联合资信整理

国家统计局的数据显示，2008~2010 年，全球镍矿的产量总体保持稳定，三年产量分别为 157.00 万吨、140 万吨和 155.00 万吨，2009 年产量下降主要系金融危机的影响。同期，中国镍矿的产量呈现波动上升的态势，三年产量分别为 6.84 万吨、7.94 万吨和 7.70 万吨，2009 年产量同比上升主要系中国有色金属产业振兴计划出台，刺激国内产能产量扩张所致。

2008~2010 年，全球镍供过于求，但总体供需差额不大；随着中国镍消费量的快速增长，全球镍供需差额呈现逐年缩小的趋势。同期，中国镍呈现供不应求的状况，尽管镍产量呈现逐年增长的态势，但下游行业需求量的增长加剧了供需的失衡。2008~2011 年 9 月，中国镍产量和消费量均总体呈现增长的态势。2010 年，中国镍产量为 33.30 万吨，同比增长 19.78%；中国镍消费量为 44.70 万吨，同比增长 1.13%。2011 年 1~9 月，中国镍产量为 18.20 万吨，同比增长 18.95%；中国镍消费量为 35.10 万吨，同比增长 41.36%。

图 2 全球及中国镍供求状况

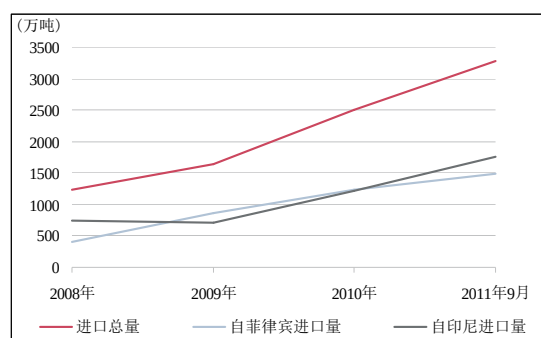


资料来源：国家统计局数据，联合资信整理

中国镍业需求的放大刺激了镍产量的增长。由于中国镍矿资源有限，约 50% 的镍矿砂及精矿资源依赖进口。2011 年 1~9 月，中国进口镍矿砂及精矿共计 3283.57 万吨，其中，菲律宾和印度尼西亚提供了进口总量的 99.03%，占据绝对垄断地位。进入 2011 年，

由于在中国南海地区的领土争端，中国与菲律宾的政治及外交关系有所恶化，也影响了双方的经贸关系，印尼已经超越菲律宾成为中国最大的镍矿砂及精矿供应国。未来中国的镍矿砂及精矿进口量仍将保持增长态势，但对于印尼和菲律宾镍矿的进口依赖将持续较长时间，中国与两国、尤其是与菲律宾在政治、外交关系中的不确定性可能将影响双方经贸关系的未来走向。

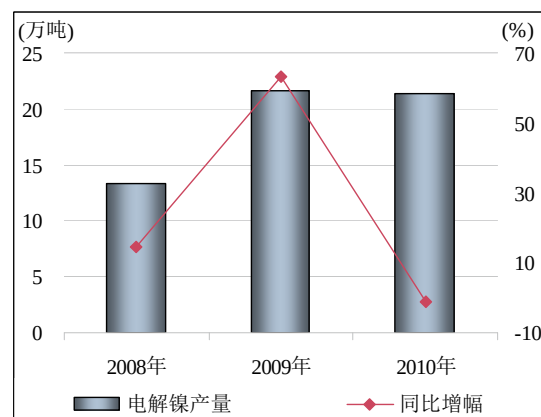
图 3 中国镍矿砂及精矿进口状况



资料来源：国家统计局数据，联合资信整理

2008~2011 年 9 月，电解镍产量总体呈现增长的态势。2008~2010 年，年复合增长率为 27.04%，其中，2009 年产量同比大幅上升主要系中国有色金属产业振兴计划出台，国内电解镍产能产量大幅扩张所致。2010 年电解镍产量为 21.41 万吨，小幅下降 1.05%。2011 年 1~9 月，电解镍产量为 22.27 万吨，同比增长 53.64%。

图 4 中国电解镍产量



资料来源：Wind 资讯

从生产厂商的角度，诺里尔斯克、淡水河谷和必和必拓是世界三大镍生产商，2010 年的产量分别为 28.8 万吨、16 万吨和 13.1 万吨。按镍金属吨的产量划分，金川集团公司、吉恩镍业公司和山东沾化庆祥公司是我国最大的三家镍产品生产商，2010 年的产量分别为 13 万吨、1.5 万吨和 1.3 万吨。

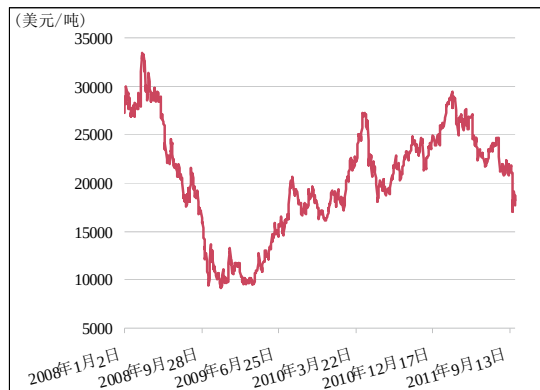
表 1 世界 10 大镍生产商的镍产量
(单位: 万吨)

序号	公司	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 预测
1	诺里尔斯克	27.60	27.40	28.80	30.40
2	淡水河谷	24.20	15.50	16.00	26.00
3	必和必拓	12.00	13.60	13.10	11.20
4	金川集团	10.40	13.10	12.50	13.70
5	斯特拉塔	10.80	8.90	9.00	8.80
6	埃赫曼	5.10	5.10	5.50	5.80
7	SMM	5.60	4.90	5.80	6.30
8	Cubanique	3.60	3.20	3.50	3.70
9	Sherritte	3.20	3.40	3.30	3.30
10	QNI	0.00	0.00	2.80	3.20

资料来源: 公司提供

镍价走势

图 5 LME 3 个月镍期货收盘价格走势
(单位: 美元/吨)



资料来源: Wind 资讯数据, 联合资信整理

近年来受有色金属整体行情的影响，国际市场上镍价呈现较大的波动性。一方面，镍价受供需关系作用；另一方面，镍作为期货品种，投资资金的炒作也对镍价格波动产生了重要影响。2008 年 10 月，LME 3 个月期货镍价跌到了近 10 年来最低的 8800 美元/吨左右，随着不锈钢行业的逐步复苏，截至 2010 年底，价格回升至 24000 美元/吨左右。2011 年 2 月底，镍价曾上

涨至 29400 美元/吨，但之后逐渐下滑。截至 2011 年 9 月底，镍价格为 17690 美元/吨，未来价格有持续下跌的可能。中国市场镍价基本与国际市场走势一致。

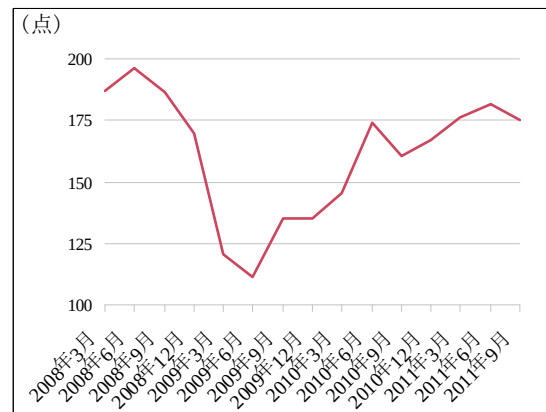
产业链结构

中国对镍的消费主要集中在不锈钢方面，不锈钢镍消费占镍总消费量的 50% 左右，其他消费主要在电镀方面，占总消费量的 26%。目前含镍比例高的 300 系不锈钢占不锈钢总量的比率超过 60%。在 300 系不锈钢中，金属镍、铬、废钢等原材料占不锈钢成本的 80% 以上，其中金属镍占成本的 70% 以上。

近年来，各钢厂大量进入不锈钢市场，不锈钢产能逐步释放，竞争激烈。目前不锈钢市场的竞争厂商主要包括太钢集团、宝山钢铁股份有限公司、浙江青山控股集团、福建吴航不锈钢制品有限公司、酒泉钢铁（集团）有限责任公司、唐钢不锈钢公司等，太钢集团以年产 300 万吨产能居国内不锈钢产能之首。

从不锈钢价格指数看，2008 年 6 月～2009 年 9 月，受全球金融危机影响，不锈钢价格指数大幅下降，降幅为 31.09%。2009 年 9 月～2011 年 6 月，价格指数总体呈上升趋势，截至 2011 年 9 月底，价格指数为 175.30，较 2011 年 6 月底的指数有所下降。

图 6 国际钢铁价格指数 (CRU: 不锈钢)



资料来源: Wind

未来发展

目前中国已成为世界第一大不锈钢生

产国和消费国。近年来不锈钢行业已呈现产能过剩的状态，受全球经济增长放缓预期影响，不锈钢行业景气度下降，全球范围内的不锈钢生产企业纷纷减产。2010年以来，受益于全球经济的回暖，对不锈钢制品的需求逐渐恢复，刺激了对不锈钢产品的需求，不锈钢价格逐步回升。

在全球不锈钢产能过剩的大背景下，镍的需求增长率有所下降，整体需求量也有可能减少，对镍价的波动产生了一定的影响。对于中国国内镍生产加工企业来说，具有矿产资源、选矿、冶炼和初级加工环节的企业将拥有成本和资源的优势，能抵御镍价波动带来的负面影响，持续保持一定的竞争力。同时联合资信也关注到企业盈利随镍价的波动存在较大的不确定性。

三、基础素质

1. 企业规模

截至 2011 年 9 月底，公司具有采矿、选矿、冶炼的完整产业链，并具备年产 3000 金属吨高冰镍，1000 吨镍精矿，1000000 吨红土镍矿，800 吨铜精矿以及 100 吨钼精矿的能力。此外，公司还从事镍铁贸易，主要方式为：通过在印度尼西亚合作开采红土镍矿，将原矿运回国内，供贸易伙伴沾益县鑫福有限公司（以下简称“鑫福公司”）冶炼成镍铁，再购入镍铁进行贸易。公司是国内重要的高冰镍供应商和红土镍矿资源开发商之一。

2. 人员素质

公司现有高管人员6人，其中多位高管在公司工作超过20年，熟悉公司情况，具有丰富的行业经验和经营管理能力。

公司董事长兼总经理朱骏先生，现年52岁，大学本科学历。朱骏先生于1982年进入公司前身金平有色下属金平铜矿工作；1984年任金平铜矿矿长；2003年12月起担任恒昊有色公

司董事长兼总经理；2007年4月至今任公司董事长兼总经理。

截至2011年9月底，公司员工总数为2036人，其中，研发人员、生产人员、财务人员、供销人员、后勤人员、管理及其他人员分别占7.27%、60.31%、1.72%、3.09%、13.46%和14.15%。从学历构成看，大专及以上学历的员工占12.87%，大专及以下学历的员工占87.13%。从年龄构成看，30岁以下的员工占42.14%，30~50岁的员工占55.84%；50岁以上的员工占2.02%。

综合看，公司高层管理人员对行业熟悉，具备较丰富的行业管理经验；公司岗位构成、员工素质和年龄结构符合行业特点，能够满足公司生产经营的需要。

3. 研发及成果转化

公司始终关注技术与开发，拥有一个省级技术研发中心。自 2004 年以来，公司分别与昆明理工大学、中南大学、湖南省建筑材料设计研究院、长沙矿山研究院等高等院校及科研院所合作了 9 项国家级或省级科研项目。截至 2010 年底，公司共获得《粗制镍铁氧气一步除杂精炼方法》以及《粗制镍铁空气一步除杂精炼方法》2 项发明专利，并与昆明理工大学共同获得《从氧化镍矿硅酸镍矿中回收镍钴的方法》的发明专利。

在专利成果转化和生产工艺创新方面，公司利用《红土镍矿电炉还原熔炼粗镍铁技术》和《粗镍铁空气/氧气一步法除杂精炼技术》的原理，优化红土镍矿高炉冶炼镍铁生产工艺，成功的使高炉镍铁中硫与磷含量分别降至 0.1%与 0.04%以下；此外，公司还利用自主研发的《石煤型钒矿提钒新工艺技术》简化了五氧化二钒生产工艺流程，并大幅提升了 75%的产品回收率，降低了 10%的生产成本。

四、管理体制

1. 法人治理结构

公司是从原国有企业改制而形成的民营股份制企业，并已按照《中华人民共和国公司法》等相关法律法规，设立了股东会、董事会和监事会，建立了相对完善的法人治理结构。

根据《公司章程》，股东大会是公司的最高权力机构，依法行使决定公司的经营方针和投资计划；审议批准董事会报告、监事会报告、公司的年度财务预算方案和决算方案；审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案等职权。股东大会由董事会依法召集，由董事长主持。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，公司董事会对股东大会负责，目前公司董事会成员 9 名，设董事长和副董事长各 1 名。董事会行使决定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案；制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案等职权。

公司监事会由 5 人组成，设监事会主席 1 人，监事会主席由全体监事过半数选举产生。监事会包括股东代表和公司职工代表，其中公司职工代表的比例不低于 1/3。股东担任的监事由股东大会选举或更换，公司职工代表担任的监事由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。

公司设总经理 1 名，目前由董事长兼任，由董事会聘任或解聘，对董事会负责。公司设 4 名副总经理，由董事会聘任或解聘。总经理、副总经理、财务负责人和董事会秘书为公司高级管理人员，高管人员共 6 人。

公司已按照上市的要求制定了《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《总经理工作细则》、《董事会秘书工作细则》、《投资者关系管理制度》、《重大信息内部报告制度》、《信息披露制度》、《关联交易实施办法》、《对外担保工作细则》、《对外投资工作细则》等制度，通过制度建设

规范公司内部治理结构的完善，使公司各项制度符合上市要求。

总体看，法人治理结构较完善。

2. 内部控制

截至2011年9月底，公司下设投资发展部、证券法务部、企划部、财务部、资源开发部、供销部、海外发展部、技术中心等11个部门。

公司理顺了产权结构，统一了管理模式，深化了管理制度化、流程化建设，获得了质量、环境、职业健康安全体系认证和ISO9000认证；并完成了物流财务系统ERP建设和OA项目建设。

在财务管理上，公司实施“集中管理，全面预算，合理授权，加强监督”的资金管理办法。由本部统一控制和协调下属各参控股公司的融资、资金调度工作，强化了财务资源的聚合协同效应。

在安全生产上，公司制定了《安全生产管理办法》、《各部门、岗位安全职责》、《安全教育培训管理规定》等各项规章制度和各岗位设备的安全技术操作规程；建立了安全管理的组织机构；配备了专职安全管理人员。公司各生产单位层层签定安全责任书，并将安全考核列入各单位的经济责任制考核，严格执行“安全一票否决”制度。由于安全措施有效，工作到位，公司近年来无重大安全事故。

在人力资源方面，公司强化人才的培养和储备工作，建立专门的培训中心。同时，公司制定了《后备干部培养制度》、《中层干部选拔和培养制度》、《新员工培养制度》、《师带徒培养制度》等一系列的制度，为人才的培养和成长提供了制度保障。此外，公司还通过选送基层员工到专业职业技术学院学习，储备初级技术人才。并通过提供专业津贴，吸引和挽留急缺的地质、采矿、冶炼等核心专业人才。

总体看，公司内部管理机制较为完备，管理较规范，基本能满足公司业务运营的需要。

五、生产经营

1. 经营现状

公司主要从事镍矿及金属产品的开采、选矿及冶炼业务，主要产品包括高冰镍、红土镍矿和镍精矿，并有一定规模的镍铁贸易业务。公司镍矿及金属产品对主营业务收入的贡献超过90%。

从营业收入看，2008~2010年，受镍产品销售价格波动上升，以及红土镍矿贸易需求旺盛等因素的影响，公司营业收入年均复合增长13.15%。2010年，公司实现营业收入105770.00万元。2011年1~9月，公司实现营业收入52514.26万元，同比下降26.97%，主要系2011年上半年印尼的雨季提早来临，限制了红土镍矿的产量。同时，考虑到鑫福公司生产周期较长，及购销镍铁毛利率较低等因素，公司明显减少了镍铁的购销贸易规模。

从产品收入构成看，2008~2010年，红土镍矿的收入占比逐年提升，2010年达到35.57%。同期，高冰镍的收入占比由2008年的63.62%下降至2010年的23.64%，主要系2009年高冰镍价格跌至生产成本以下，公司于当年2~5月停产高冰镍，主营业务收入受到较大影响所致。此外，公司拓展铜、钼、锰等金属矿的开采及选矿业务，改变了原有的收入结构。2011年1~9月，由于镍铁购销贸易规模萎缩，镍铁收入占比显著下降。红土镍矿和高冰镍仍然为最主要的产品。

综合看，红土镍矿业务发展状况良好，已超过高冰镍成为收入占比最高的产品。考虑到公司高冰镍产业已形成的资源储量、产品质量、生产技术、产量规模以及较成熟的供销网络等优势，高冰镍仍然是公司的核心产品之一，未来公司将维持红土镍矿和高冰镍业务共同发展的局面。

表2 公司主营产品收入情况

产品	2008年			2009年				2010年				2011年1-9月		
	收入 (万元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (万元)	同比变动 率 (%)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (万元)	同比变动 率 (%)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (万元)	占比 (%)	毛利率 (%)
高冰镍	48167.80	63.62	18.04	14129.54	-70.67	25.82	32.79	24509.35	73.46	23.64	39.16	14219.41	27.08	30.52
红土镍矿	8470.49	11.19	32.49	14908.13	76.00	27.25	22.28	36874.43	147.34	35.57	31.95	22973.64	43.75	46.97
镍铁	4866.59	6.43	-11.74	11895.80	144.44	21.74	-8.96	16226.76	36.41	15.65	6.11	2759.07	5.25	-12.39
镍精矿	6646.74	8.78	50.00	5293.91	-20.35	9.68	48.45	10227.65	93.20	9.87	59.92	6706.98	12.77	57.09
其他	7565.14	9.98	17.22	8489.36	12.22	15.51	10.85	15818.42	86.33	15.27	12.91	5855.16	11.15	20.67
合计	75716.76	100	20.47	54716.74	27.43	100	18.96	103656.61	89.44	100	29.46	52514.26	100.00	37.76

资料来源：公司年报

从毛利率来看，2009年，受镍价逐步回升，高冰镍停工降低成本，以及复工后高冰镍供不应求等因素影响，高冰镍毛利率同比增幅明显。2010年，受镍价大幅上涨的影响，高冰镍毛利率同比增长了6.37个百分点。2011年1~9月，高冰镍毛利率有所下降主要是2011年下半年后镍价快速下滑所致。

2008年红土镍矿主要依靠外购。2009年，公司与印度尼西亚伟丰矿业有限公司（以下简称“印尼伟丰公司”）合作开发红土镍矿，由于前期成本投入较大，毛利率同比下滑。2010年，

红土镍矿收入和毛利率均快速回升，主要受红土镍矿销售旺盛，以及镍价上升等因素的作用。2011年1~9月，红土镍矿毛利率继续上升，主要系公司加大红土镍矿的销售量，以及完成对印尼伟丰公司的收购后，红土镍矿的采购价格大幅下降所致。

2008~2010年，镍铁毛利率由负逐步转正，毛利率为负主要是公司从鑫福公司采购镍铁的成本较高；随着镍价上涨，毛利率转正。2011年1~9月，镍铁收入及毛利率均较2010年显著下降，主要系公司减少镍铁购销贸易规模所致。

2008~2010年，镍精矿的毛利率维持在48.45%~59.92%的高水平。2011年1~9月，镍精矿毛利率小幅下降，但仍达到57.09%。

2. 原料供应

公司的原材料主要为铜镍矿、铜钼矿、锰矿、钒矿等自产矿；外购的红土镍矿、部分铜镍矿、镍精矿等含镍矿料；以及焦炭、原煤、电极糊等辅助材料，其中含镍矿料和辅助材料主要向国内供应商采购，红土镍矿全部从印尼进口。

公司对目标金属矿产资源的需求量较大，因此，各目标金属矿尤其是镍矿的持续、稳定供应是公司取得良好效益的关键。

矿山储量

公司共拥有7个自产矿区，包括铜镍矿、铜钼矿和锰矿矿区各2个，以及1个钒矿矿区，分布于云南金平、云南建水、新疆哈密以及湖南洪江等地。公司共持有8个采矿权证和11个探矿权证。截至2011年底，以金属吨计算，公司拥有储量分别为18.94万吨、10.56万吨、20.70万吨、16.30万吨和33.46万吨的镍、铜、钒、锰和钼金属资源。

表3 截至2011年底，公司自产矿山区域分布及资源量统计表（单位：吨）

项目	白马寨铜镍矿	铜厂铜钼矿	长安冲铜钼矿	上白沙水锰矿	建水华通锰矿	振远钒电钒矿	黄山东铜镍矿17号（16—44线）	合计
镍	储量	3519900	--	--	--	--	31033900	34553800
	品位	0.502	--	--	--	--	0.593	0.548
铜	储量	3519900	--	648360	--	--	31033900	35202160
	品位	0.352	--	1.590	--	--	0.267	0.300
钼	储量	--	147944	186632	--	--	--	334576
	品位	--	0.207	0.204	--	--	--	0.206
钒	储量	--	--	--	--	23520000	--	23520000
	品位	--	--	--	--	0.88	--	0.88
锰	储量	--	--	--	587300	400800	--	988100
	品位	--	--	--	18.05	14.49	--	16.61
所在区域	云南金平	云南金平	云南金平	云南建水	云南建水	湖南洪江	新疆哈密	--

资料来源：公司提供

2008~2010年，公司自产和外购铜镍矿的采购规模均总体呈现下降趋势，2009年采购规模同比降幅较大主要系高冰镍停产所致。2011年1~9月，自产和外购的铜镍矿分别为1531.71吨和234.21吨。外购铜镍矿的价格基本以市场价成交，2011年1~9月，外购铜镍矿的采购均价为11.06万元/吨。此外，公司已与周边小型矿山签订了长期供销合同，矿料供应能满足正常生产需求。

表4 公司铜镍矿的自产和外购状况

时间	自产铜镍矿	外购铜镍矿	
	采购量（吨）	采购量（吨）	采购均价（元/吨）
2008年	2598.20	1309.69	147242.90
2009年	1891.02	55.77	78008.31
2010年	2401.07	211.83	101599.33
2011年1-9月	1531.71	234.21	110604.84

资料来源：公司提供

进口红土镍矿

公司主要通过进出口公司从印度尼西亚马布里地区进口红土镍矿。该矿区已探明储量为16.58万金属吨，平均品位1.78%，于2008年7月份正式开采出矿，自2011年起，年产能为150万吨矿（含镍金属15000吨）。截至2011年9月底，公司红土镍矿全部从印尼进口，为71.53万吨。

红土镍矿为公司与印尼伟丰公司合作开采的矿品，此前因红土镍矿矿权归属于印尼伟丰公司，公司采购红土镍矿在法律形式上为外购；截至2011年9月底，公司已通过全资子公司印尼恒丰公司实现对印尼伟丰公司78.92%的控股权，在法律形式上完成对红土镍矿的实际控制，使之完全归属于公司自有产品。受镍矿资源稀缺及镍价上涨等因素的影响，2010年红土

镍矿采购同比价量齐升。2011年1~9月，随着镍价的下跌，以及实现对印尼红土镍矿的实际控制，公司红土镍矿的采购均价下降至略高于2009年的水平，采购量略高于2010年1~9月的水平。

公司下属进出口公司作为最重要的红土镍矿进口供应平台，负责公司红土镍矿的采购、销售、发货、结算、海运等业务。

表5 公司红土镍矿采购状况

时间	采购量(吨)	采购均价(元/吨)
2008年	283601.95	365.14
2009年	808926.95	203.84
2010年	1071843.74	248.03
2011年1-9月	715326.10	217.71

注：红土镍矿采购价格包含了海运费和其他杂费，即 CIF 价格。采购价格不含税。
资料来源：公司提供

外购辅料

辅料由各生产单位自行采购。此外，为保障燃料需求，公司与周边的泸西县恒顺煤业有限公司签订了长期焦炭供销合同。

综合看，目前公司控制或合作开发的镍资源储量丰富，为公司持续发展提供了一定的保障。

3. 产品生产

公司产品有高冰镍、红土镍矿、镍精矿、铜精矿、钼精矿、五氧化二钒等。主要生产主体见表6。

表6 公司主要生产型分公司和子公司状况

分、子公司	原料矿	矿区	产品
金平分公司	铜镍矿、铜钼矿	云南金平	高冰镍、镍精矿（仅用于高冰镍生产，未出售）、铜精矿、钼精矿；镍、铜、钼、钴等金属
哈密天隆	铜镍矿	新疆哈密	镍精矿（供出售）、铜精矿；镍和铜金属
华通锰业	锰矿	云南建水	锰矿和锰铁
印尼恒丰公司	红土镍矿	印尼	红土镍矿运回国内供给公司进行贸易
振远钒电	钒矿	湖南洪江	采、选、冶钒矿，并用余热发电

资料来源：公司提供

2008~2010年，公司产量呈波动上升趋势。受高冰镍价格和镍价大幅下滑，以及高冰镍2009年2~5月停产的影响，2009年高冰镍的产量同比下降52.05%；镍精矿限产造成其产量同比下滑23.07%。随着高冰镍价格和镍价逐步攀升，2010年，公司高冰镍和镍精矿的产量恢复至接近2008年的水平。红土镍矿作为公司未来资源战略的核心，产量大，增速快。2010年产量为95.71万吨，同比增长22.71%；未来公司镍铁冶炼业务的开展将进一步促进红土镍矿的产销量扩张。由于铜精矿和钼精矿主要来自于铜镍矿或铜钼矿等伴生矿藏，受铜价上涨因素的影响，2010年铜精矿的产量为802吨，同比上涨12.32%。2010年，公司对钼矿矿山实施开拓工程，因而未生产钼精矿，只销售库存。2011年1~9月，由于印尼上半年的雨季提早来临，红土镍矿的产量受到一定的影响；其他主要产品产量维持正常水平；钼矿山开拓工程仍在继续。

表7 公司主要产品产量状况

产品	单位	2008年	2009年	2010年	2011年1-9月
高冰镍	金属吨	2734	1311	1756	1018
红土镍矿	湿吨	310322	779975	957077	715327
镍精矿	金属吨	843	655	937	720
铜精矿	金属吨	755	714	802	548
钼精矿	金属吨	52	97	--	--

注：产量为公司自主生产的产品产量
资料来源：公司提供

4. 产品销售

公司的产品全部内销，没有出口的产品。

销售管理方面，公司本部及进出口公司分别管控高冰镍和红土镍矿的销售；此外，公司本部也负责销售从鑫福公司采购的镍铁。除哈密天隆镍业有限责任公司（以下简称“哈密天隆”公司，为子公司云南同昌隆工贸有限公司控股60%）以及子公司云南建水县华通锰业有限公司（以下简称“华通锰业”）分别自产自销镍精矿、铜精矿以及锰铁、水洗铁等产品外，其他子公司的主要产品均由公司本部进行销售。

公司产品多采用直供销售的方式，高冰镍、

镍精矿和铜精矿产品的客户群较为稳定，产品销售大都采用 1 年期合同，价格则根据相关产品市场挂牌价随行就市。由于红土镍矿和镍铁等产品的市场客户较多，且近两年市场行情波动较大，红土镍矿和镍铁销售多采用短期合同，价格随行就市。从货款结算方式看，公司先预收 50%~80%的款项，余款在最终确认结算时一次性收取，预收比例随市场行情有所波动。

产品销量方面，2008~2010 年，受资源稀缺和公司产品战略转向等因素的影响，公司红土镍矿和镍铁的销售量均逐年迅速增长，年均复合增长率分别为 171.61%和 109.96%。2010 年红土镍矿销售由上一年的供给超过需求近一倍转变为供不应求的状况。受镍价格下跌，公司停产高冰镍 4 个月等因素的影响，2009 年高

冰镍、镍精矿和铜精矿的销量均同比有所下滑，2010 年镍价攀升及需求恢复推动这三种产品的销量有不同程度的回升。

从产销率看，2008~2010 年，高冰镍和铜精矿的销售始终维持供不应求的状态，但随着产品库存的增长，产销率有所下降。2008 和 2009 年，红土镍矿销量低迷，产销率仅为 50%左右；同期，公司镍精矿销量也超过产量。随着镍价的大幅上涨，2010 年，红土镍矿和镍精矿的产销率均超过 100%，产品供不应求。2011 年 1~9 月，高冰镍产销率小幅下降。镍精矿和铜精矿的产销率上升主要系产品价格降幅较大刺激销量增长所致。红土镍矿产销率下降由于镍精矿畅销的替代效应所致，但产销量基本相同，销售状况较好。

表 8 公司主要产品销量及含税价格状况

产品	销量 (吨)				含税均价 (元/吨)				产销率 (倍)			
	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1-9 月	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1-9 月	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1-9 月
高冰镍	3166	1392	1796	989	177984.59	118803.21	159685.95	168211.88	1.16	1.06	1.02	0.97
红土镍矿	152921	415733	1128121	715326	648.08	419.56	382.43	375.76	0.49	0.53	1.18	1.00
镍铁	5493	24154	24216	3256.62	10365.75	5762.30	7839.97	9912.47	-	-	-	-
镍精矿	700	645	964	956	111011.47	96027.73	124122.09	82099.31	0.83	0.98	1.03	1.33
铜精矿	804	743	825	712	47630.82	35188.16	47961.54	42033.99	1.06	1.04	1.03	1.30
钴精矿	58	88	15	-	252381.43	204613.97	179908.41	-	1.12	0.91	-	-

注：销量为公司自主销售的产品销量
资料来源：公司提供

表 9 截至 2011 年 9 月底，主要产品销售及客户状况

产品	主要客户	销售占比
高冰镍	金川集团镍都实业公司	33.52%
红土镍矿	沾益县鑫福有限公司	20.81%
	宝钢资源有限公司	8.62%
	江西江锂科技有限公司	6.53%
镍铁	振石集团东方特钢股份有限公司	5.33%
镍精矿	金川集团镍都实业公司	12.15%
其他	--	13.04%

资料来源：公司提供

公司的产品销售区域遍及国内 16 个省，2011 年销售区域主要分布在甘肃、云南和四川三省以及上海市。截至 2011 年 9 月底，甘肃和云南省的销售金额分别占总销售额的 32%和 19%。

5. 经营效率

2008~2010 年，公司资产总额、所有者权

益、营业收入和利润总额年均复合增长率分别为 23.06%、8.34%、13.15%和 83.20%。总体看，公司近年呈现较快速发展的状况。

2008~2010 年，受 2007 年以来镍价波动影响，公司 2007 年应收账款减少，相应销售债权周转次数波动较大，2010 年为 5.87 次；公司存货周转次数也相应呈现波动趋势，三年平均值为 3.89 次，2010 年为 4.04 次。公司资产和收入规模同向增长，但是资产增长速度高于收入增长速度，相应总资产周转次数略有下降，2010 年为 0.65 次。

从以上各项经营指标来看，目前公司的生产、销售、内部管理等各个经营环节运转情况良好，整体经营效率较高。

6. 未来发展

发展规划

获取新矿源、产品结构调整和 IPO 上市是公司未来三年内的主要发展战略。

2011 年公司已经同印尼伟丰公司签订了收购合同，收购其 78.92% 的股权。同时，公司在国内西北、西南、东北地区进行风险勘探，不断投入人力、物力、财力，希望能在有前景的区域内取得较大突破，进一步扩充矿源储备。

从 2010 年开始，公司的红土矿开采、运输、贸易、镍铁销售产业链的产量、销售额及利润全面超过硫化镍产业链，这标志着公司的战略重心已经转移到红土镍产业链上。公司将引进更多的进口、物流、销售方面的各类人才，尝试拓展各类增值业务，提高贸易水平，拓展销售渠道，进一步提高公司在红土镍、镍铁领域的知名度和商业信誉度。此外，公司还大力发展铜、钼、钒、锰等金属及矿物的开采、洗选及冶炼业务，充分利用矿山资源，丰富产品结构，使这些非镍金属业务成为镍系金属业务的重要补充。

2007~2008 年度的 IPO 工作受金融危机的影响而暂停，公司计划自 2011 年起三年内完成 IPO 上市。

项目投资

2012~2013 年，公司主要投资项目有 2 个：

洪江市振远钒电有限责任公司（以下简称“振远钒电公司”）异地改扩建 25 万吨/年石煤综合利用项目（以下简称“振远钒电石煤利用项目”）和金平分公司镍选厂 1200 吨/日规模扩建工程项目（以下简称“镍选厂 1200 吨/日规模扩建工程项目”）。由于国内信贷紧缩，项目前期投资规模和资金占用量大，建设周期较长等因素，公司暂缓 2012 年对钦州镍铁冶炼厂项目（以下简称“钦州项目”）的投资计划。截至 2011 年底，两项目的主体投资均已完成；2012~2013 年，共需新增投资 4300.00 万元。

①振远钒电公司石煤利用项目

本项目已经湘发改工[2007]932号文批复，总投资额为35078万元，预计项目竣工达产后能年产五氧化二钒1200吨，实现年销售收入15000万元，利税2449万元。截至2011年底，公司已完成投资额31078万元，尚需投资4000万元。本项目工程已于2008年7月正式动工兴建，目前已完成设备安装工作和主体厂房的建设，正在进行工艺试验和改进。

②镍选厂1200吨/日规模扩建工程项目

本项目正在申请批文，总投资额为1200万元，预计项目竣工达产后能实现1200吨/日的镍精矿洗选能力。截至2011年底，公司已完成投资额900万元，尚需投资300万元。

表 10 2012 年~2013 年公司主要投资计划

序号	项目名称	项目内容	项目批文	总投资规模 (万元)	资金来源	项目进展	未来资金投入安排	
							2012 年 (万元)	2013 年 (万元)
1	洪江市振远钒电有限责任公司异地改扩建 45 万吨/年石煤型钒矿综合利用工程	该项目采用无钠焙烧-酸浸-离子交换提钒工艺，年处理矿石量 45 万吨，年产五氧化二钒 2400 吨（一期 1200 吨）。	湘发改工[2007]932号	35078.00	股东增资和公司借款	设备安装工作和主体厂房的建设已经完成，已经完成投资 31078 万元	2000.00	2000.00
2	金平分公司镍选厂 1200 吨/日规模扩建工程项目	通过技术改造将选厂的选矿规模从 600 吨/日扩建至 1200 吨/日	批文申请中	1200.00	100%自筹	已完成投资 900 万元	300.00	0.00
合计		--	--	36278.00	--	--	2300.00	2000.00

资料来源：公司提供

未来展望

伴随着宏观经济回暖和红土镍矿业务的良好发展，以及未来振远钒电公司石煤利用项目和金平分公司镍选厂 1200 吨/日规模扩建工程项目完工，公司产品结构将进一步丰富，生产装备技术水平将有较大幅度提升，产能规模也将有所增长。公司营业收入和利润总额将可能有所增长，能对公司的基本面加以支撑。

总体看，公司未来的发展规划符合目前公司的实际经营情况，有助于公司产业链的延伸和产品多样化的发展，对提高公司核心竞争力和盈利水平起到一定的促进作用。未来两年内，项目投资所需资金规模较少，有一定的对外项目融资需求。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2008~2010年度会计报表已经信永中和会计师事务所有限公司审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2010 年底，公司纳入合并报表口径的子公司数量未发生变化，财务数据具备较好的延续性和可比性，本报告财务分析以新会计准则下的 2008~2010 年合并报表数据为基础。

截至2010年底，公司资产总额175709.08万元，所有者权益75849.07万元，其中少数股东权益18084.86万元；2010年公司实现营业收入105770.00万元，利润总额9760.95万元。

截至2011年9月底，公司资产总额211119.37万元，所有者权益103019.91万元，其中少数股东权益19125.16万元；2011年1~9月，公司实现营业收入52514.26万元，利润总额7210.70万元。

2. 资产质量

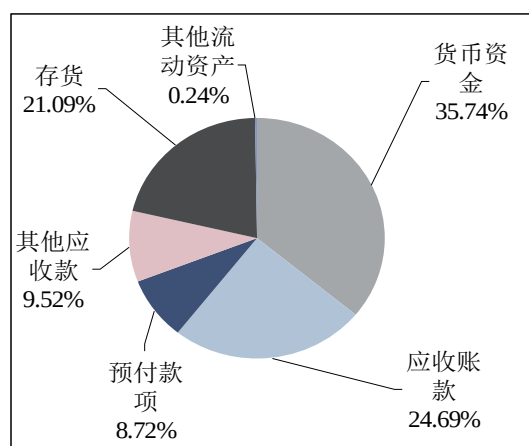
2008~2010 年，公司资产规模实现较快增长，年均复合增幅为 23.06%，主要受公司逐步加大红土镍矿的开采、贸易和库存，以及新五

氧化二钒厂建设工程和 3000 吨镍铁原料制备系统技改项目逐步开工建设所致。截至 2010 年底，公司资产总额为 175709.08 万元，其中流动资产和非流动资产分别占 42.83%和 57.17%，公司资产结构稳定。

流动资产

2008~2010 年，公司流动资产年均复合增长 17.55%，主要由货币资金、应收账款和存货的增长所致。截至 2010 年底，公司流动资产合计 75264.20 万元，主要以货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货为主。

图 7 公司 2010 年底流动资产构成情况



资料来源：公司年报

2008~2010 年，公司货币资金年均复合增长 44.58%，主要系票据保证金增长所致。截至 2010 年底，货币资金为 26902.82 万元，其中库存现金、银行存款和其他货币资金分别占 0.17%、40.36%和 59.47%。公司其他类货币资金主要为信用证保证金和银行承兑汇票保证金。

2008~2010 年，公司预付款项总体呈现下降趋势。截至 2010 年底，预付款项为 6561.91 万元，同比下降 62.11%，主要是预付工程款转入在建工程所致。当期预付款中 1 年以内、1~2 年期以及 2~3 年期分别占 76.65%、8.18%和 14.62%，2~3 年期占款主要是预付货款。

2008~2010 年，公司应收账款持续较快上升。截至2010年底，应收账款余额为18580.68

万元，同比增长6.61%，主要是下游客户的应付货款。从账龄上看，1年以内占24.01%，1~2年占65.55%，2~3年占10.43%，3年以上占0.01%。公司对应收账款计提坏账准备3259.17万元。从客户集中度看，鑫福公司、江西江锂科技有限公司（以下简称“江锂科技”）和金川镍都实业有限公司（以下简称“金川镍都”）公司的欠款分别占78.49%、5.45%和3.71%，欠款集中度高。

2008~2010年，公司其他应收款逐年增长。截至2010年底，其他应收款为7168.05万元，同比增长4.19%，其中前五位的欠款单位共欠款4837.50万元，占全部款项的48.85%，欠款集中度较高。其他应收款中2年以内的欠款占63.49%，2年以上的欠款占36.51%，占比较高。截至2010年底，公司计提坏账准备2733.96万元，其中由于诉讼失败以及账龄长无法收回而计提100%坏账准备金额为1631.64万元，占坏账准备总金额的59.68%。

2008~2010年，公司存货总体呈现波动增长的态势。截至2009年底，存货同比增长126.78%，主要是红土镍矿市价偏低，公司积累库存36.42万吨所致。截至2010年底，存货净额为15870.93万元，同比下降26.71%，主要是随着镍价上涨，公司逐步销售红土镍矿库存所致；受此因素影响，2010年存货中产成品比例同比下降11.85个百分点。截至2010年底，存货构成以产成品（占66.71%）、在产品（占15.33%）和原材料（13.90%）为主。由于存货在流动资产中的占比较高；产成品主要为镍、铜等需求较旺盛的原矿或精矿，且三年平均存货周转天数为94天，存货流动性较好。截至2010年底，公司共计提存货跌价准备468.60万元。

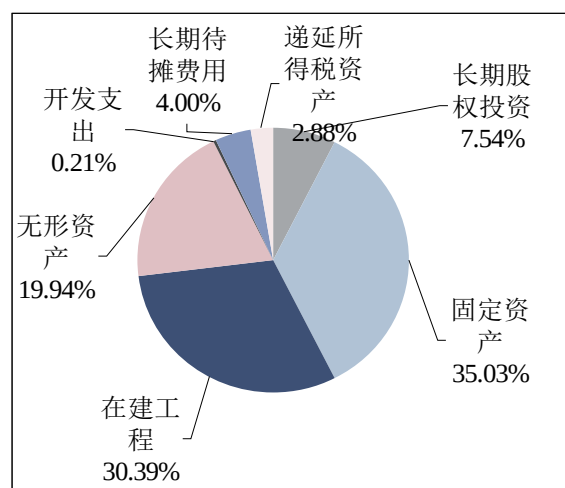
非流动资产

2008~2010年，公司非流动资产年均复合增长27.73%，主要是固定资产、在建工程及无形资产的增长所致。截至2010年底，非流动资产为100444.88万元，以固定资产净额、在建

工程和无形资产为主。

受在建工程转入以及融资租赁新租入的固定资产增长的影响，2008~2010年，公司固定资产规模逐年扩大。截至2010年底，固定资产原值为55187.54万元，主要以房屋建筑物（占51.09%）和机械设备（占42.58%）为主。2010年底，公司对固定资产计提累计折旧19999.42万元，固定资产净值为35188.12万元（包含4604.06万元通过融资租赁租入的机器设备），成新率为65.43%。公司未对固定资产计提减值准备。总体看，固定资产质量一般。

图8 公司2010年底非流动资产构成情况



资料来源：公司年报

2008~2010年，公司在建工程年均复合增长131.29%，主要是投资规模及工程项目增加所致。截至2010年底，在建工程30524.62万元，新增22710.55万元，主要是五氧化二钒厂建设工程和每年3000吨镍铁原料制备系统技改项目规模分别新增16266.61万元和3770.50万元所致。

2008~2010年，公司无形资产温和增长，主要是镍矿采矿权增值所致。截至2010年底，无形资产为20032.28万元，其中其他无形资产、土地使用权和采矿权分别占50.46%、30.00%和15.05%。其他无形资产为印度尼西亚马布里项目（188.45/90-541.11/2008号勘探开采许可证范围的镍矿开发）的采矿权益及其派生权益，该

权益的相关权证在印尼伟丰公司名下，根据印尼的法律，该权证无法办理到印尼恒丰公司名下，为获取该权证，公司与印尼伟丰公司的股东签订了《股权转让协议》并对合同进行了公证，由印尼恒丰公司收购印尼伟丰公司 78.92% 的股权，转让价款为 616 万元，目前收购已完成。

截至 2011 年 9 月底，公司资产总额为 211119.37 万元，较上年底增长 20.15%，主要系预付款项和存货增长所致。资产构成中，流动资产占 50.57%，较 2010 年底流动资产比例有所上升，资产结构稳定。流动资产构成仍然以货币资金、应收账款和存货为主，随着红土镍矿业务的持续拓展及在建工程项目规模的扩大，货款采购及工程预付款项、应收票据和应收货款较 2010 年底均有较大幅度的增长。公司非流动资产仍以固定资产、在建工程 and 无形资产为主。

综合看，公司资产规模稳步增长，资产构成稳定，存货流动性较好，固定资产和在建工程规模较大。同时，联合资信也关注到公司应收账款和其他应收款 2 年以上欠款占比较大，且欠款单位集中度较高，存在一定款项回收风险。公司整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2008~2010 年，公司所有者权益稳步增长，主要受未分配利润增长所致。截至 2010 年底，所有者权益合计 75849.07 万元，以实收资本（占 45.88%）、未分配利润（占 11.58%）、资本公积（占 13.33%）和少数股东权益（占 23.84%）为主。截至 2010 年底，资本公积为 8785.23 万元，同比下降 20.22%，主要是 2010 年 12 月公司溢价收购云南有色资源有限公司所持有的 20% 金平恒川矿业开发有限责任公司的股份，溢价收购部分冲销公司资本公积 2226.32 万元所致。

截至 2011 年 9 月底，公司所有者权益为 103019.91 万元，以实收资本（占 38.83%）、资

本公积（占 26.19%）、未分配利润（占 12.15%）和少数股东权益（占 18.56%）为主。由于实收资本和资本公积之和占所有者权益的 65.02%，所有者权益稳定性较好。2011 年 1~9 月，公司共经历 2 次增资扩股：2011 年 1 月 26 日，万向资源有限公司以货币资金向公司出资 18000 万元，以每股 4.5 元折股 4000 万股，溢价 4000 万元计入资本公积，并于 2011 年 1 月 28 日办理了工商变更登记。增资完成后，公司总股本增至 38800 万股。2011 年 9 月 8 日，云南锡业集团（控股）有限责任公司以货币资金向公司出资 5400 万元，以每股 4.5 元折股 1200 万股，溢价 4200 万元计入资本公积，并于 2011 年 9 月 21 日办理了工商变更登记。截至 2011 年 9 月底，公司总股本为 40000 万股。综合看，近年来公司所有者权益的增长主要由未分配利润增加以及外部注资所致。

负债

2008~2010 年，公司负债总额年均复合增长 39.37%，高于同期净资产和资产总额的增幅（8.34%和 23.06%），主要是短期债务的增加所致。截至 2010 年底，公司负债合计 99860.01 万元，流动负债和非流动负债的比率分别为 91.36%和 8.64%，流动负债比率同比上升 13.29 个百分点，流动负债的占比高，负债结构有待改善。

2008~2010 年，公司流动负债年均复合增长 44.39%，主要系短期借款、应付票据、其他应付款和一年内到期的非流动负债增长。截至 2010 年底，流动负债为 91235.16 万元，构成以短期借款（占 41.87%）、应付票据（占 17.54%）、其他应付款（占 13.72%）和一年内到期的非流动负债（占 10.76%）为主。

受抵押借款金额和占比逐年增加的影响，2008~2010 年，公司的短期借款年复合增长 38.00%。抵押标的物为公司或子公司的房产、土地使用权、机械设备、采矿权等资产。截至 2010 年底，短期借款为 38200.27 万元，其中抵押借款金额占 92.15%。

2008~2010 年，公司应付票据逐年递增。截至 2010 年底，应付票据为 16000.00 万元，同比大幅增长 247.83%，主要系红土镍矿采购规模激增所致。

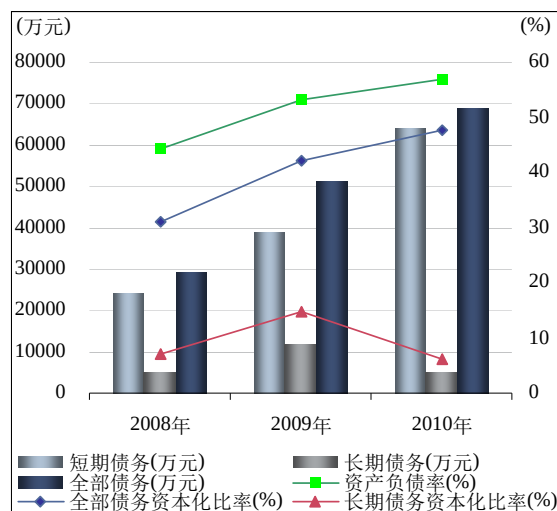
受公司股东金平添惠投资有限公司（以下简称“金平添惠公司”，持有公司 6.66%的股权）向公司提供 7089 万元 1 年期借款尚未偿还；以及公司对云南有色资源有限公司（以下简称“云南有色公司”）的 1875 万元股权转让款尚未支付的影响，截至 2010 年底，公司其他应付款 12521.03 万元，同比增长 29.58%。其中，欠金平添惠公司和云南有色公司的款项分别占总额的 56.62%和 14.97%，欠款集中度高；欠款总额中，1 年期以内的款项占 76.54%。

截至 2010 年底，公司一年内到期的非流动负债额同比增长 237.26%，主要是 6900 万元长期借款到期所致。

2008~2010 年，公司非流动负债波动增长。其中，2009 年非流动负债金额同比显著上升，主要受长期借款和长期应付款金额增加的影响。截至 2009 年底，长期借款为 12030.00 万元，同比大幅增长 141.81%，主要系公司为融资性租赁机器设备及在建工程项目募集资金。同期，长期应付款金额主要由 3061.12 万元融资租赁费用构成。截至 2010 年底，非流动负债为 8624.85 万元，同比下降 51.93%，主要系长期借款金额同比下降，以及年度融资租赁费用已支付所致。

2008~2010 年，公司债务总额年均复合增长 54.09%，主要系短期债务、应付票据和一年内到期的非流动负债的增长。截至 2010 年底，债务总额为 68947.02 万元，其中短期债务占 92.85%，长期债务占 7.15%，近两年公司新增债务主要以短期债务为主，债务结构有待改善。受流动负债较快增长的影响，2008~2010 年，公司资产负债率和全部债务资本化比率均逐年增长，2010 年底分别为 56.83%和 47.62%，分别较 2009 年增长 3.47 个百分点和 5.35 个百分点，债务负担有所加重。

图 9 2008~2010 年公司债务结构



资料来源：公司年报

截至 2011 年 9 月底，公司流动负债为 103826.95 万元，主要由短期借款（占 30.65%）、应付票据（占 20.22%）、应付账款（占 18.03%）等构成。应付票据和应付账款均较 2010 年底较快增长，主要系红土镍矿的采购量增加所致。预收款主要为未确认收入的产品货款。公司非流动负债为 4272.51 万元，主要由长期借款（占 45.17%）、递延所得税负债（占 26.29%）、其他非流动负债（占 22.28%）等构成。截至 2011 年 9 月底，公司债务总额为 65070.76 万元，其中短期债务占 97.03%，债务结构持续失衡，有待调整。截至 2011 年 9 月底，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 51.20%、38.71%和 1.84%，较 2010 年底的指标有所好转。总体看，公司债务负担尚可。

4. 盈利能力

2008~2010 年，公司营业收入变动幅度较大，呈波动增长的态势。2009 年，营业收入同比下降 32.57%，主要系高冰镍市场价格低迷，公司于 2009 年 2~5 月停产高冰镍，并限产镍精矿、镍精矿及钼精矿所致。2010 年，随着镍价上涨，主要产品复产，公司营业收入为 105770.00 万元，同比增长 89.89%。从营业成本看，镍价上涨和劳务成本上升不同程度的提

高了高冰镍、红土镍矿、镍精矿等主导产品的主营业务成本。总体上，主要镍产品价格波动和红土镍矿业务扩张对公司整体收入和盈利水平的影响较大。近三年，公司营业利润率分别为 18.98%、18.43%和 27.82%，呈上升趋势。

从期间费用看，2008~2010 年，公司销售费用和财务费用均呈现快速增长的趋势。随着红土镍矿销售规模的扩大，由公司承担的内陆铁路运费增长显著。2010 年销售费用为 7152.18 万元，同比增长 399.17%。受有息债务规模增加的影响，2010 年财务费用为同比增长 50.88%。

2008~2010 年，公司投资收益规模较小，以年均复合增幅 16.45%的速度逐年增长，主要是被投资的单位分派的利润增长所致。2010 年，公司获得投资收益 175.41 万元。同期，公司实现营业外收入 640.02 万元，主要是政府补助收入。

2010 年，随着不锈钢行业景气度回升，以及巴西淡水河谷英可公司镍矿工人罢工停产，镍矿产量受限，镍价显著反弹，带动公司分别实现利润总额和净利润 9760.95 万元和 7349.17 万元，分别同比增长 288.10%和 138.04%，增幅明显。从盈利指标看，2010 年公司总资产收益率和净资产收益率分别为 7.49%和 9.69%，同比分别增长了 3.22 个百分点和 5.27 个百分点，公司盈利能力指标有所上升。

2011 年 1~9 月，公司实现营业收入 52514.26 万元，同比下降 26.97%，主因是公司明显减少镍铁的购销贸易，镍铁收入大幅下滑所致；而利润总额却同比小幅增长 0.08%，收入下滑而利润总额小幅增长主要受益于对营业成本的有效控制。成本控制通过完成对印尼伟丰公司的控股，大幅降低红土镍矿的采购均价；以及减少毛利率较低的镍铁购销贸易规模实现。从盈利指标看，公司营业利润率为 37.40%，较上年同期增长 12.28 个百分点，主要系毛利率较高的高冰镍、红土镍矿和镍精矿收入占比上升，而毛利率较低的镍铁收入占比下降所致。

总体看，公司营业收入和利润的实现镍产品市场价格的倚重程度较高，镍产品市场价格的波动对公司经营的稳定性存在较大影响。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，近三年公司筹资方式以短期借款为主。受公司抵押借款规模以及红土镍矿库存较快增长的影响，2008~2010 年，公司流动负债和存货增长较快，流动比率和速动比率降幅明显。截至 2010 年底，公司流动比率和速动比率分别为 82.49%和 65.10%，同比分别下降 42.23 和 24.92 个百分点。2010 年，由于经营活动现金流量净额的快速增长，公司经营现金流动负债比上升迅速，2010 年为 31.08%。截至 2011 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为 102.83%和 83.26%，指标明显回升。考虑到存货流动性较好，公司短期偿债能力适宜。

从长期偿债指标看，由于利润总额快速增长的推动，2008~2010 年，公司 EBITDA 逐年增长，分别为 8886.61 万元、9136.72 万元和 18582.03 万元。EBITDA 利息倍数分别为 5.26 倍、4.40 倍和 5.33 倍，EBITDA 对利息的保障倍数较高。三年公司全部债务/EBITDA 分别为 3.27 倍、5.60 倍和 3.71 倍，EBITDA 对全部债务的保护程度一般。总体上，公司长期偿债能力较好。

截至2011年9月底，公司共获得多家商业银行综合授信共计63000万元，其中已使用金额40049万元，未使用金额22951万元，公司间接融资渠道畅通。

截至2011年9月底，公司无对外担保。

七、综合评价

镍行业与不锈钢行业的发展密切相关，2010年以来国内不锈钢产业逐步复苏，行业景气度有所恢复，镍价稳步回升；但受不锈钢产业产能过剩的影响，镍价格可能继续波动。

公司是国内重要的高冰镍供应商，具有矿山、选矿、冶炼完整的产业链，矿产资源丰富，主营业务突出。公司治理结构较完善，高级管理人员行业经验丰富，管理较规范。近年来公司收入规模有所增长。

公司资产以流动资产为主，整体资产质量尚可，债务结构有待改善。公司盈利能力受镍价波动的影响较大，公司短期偿债能力适宜。

总体看，公司主体信用风险较低。

附件 1 截至 2011 年 9 月底，公司股权结构

序号	姓名/名称	出资额（元）	认购股份数（股）	持股比例
1	朱骏	97345329.00	97345329.00	24.30%
2	云南锡业集团（控股）有限责任公司	63500000.00	63500000.00	15.88%
3	浙江海亮股份有限公司	50000000.00	50000000.00	12.50%
4	万向资源有限公司	40000000.00	40000000.00	10.00%
5	建银资源海鑫（天津）股权投资有限公司	15000000.00	15000000.00	3.75%
6	新希望化工投资有限公司	4800000.00	4800000.00	1.20%
7	德阳天久经贸有限责任公司	3083701.00	3083701.00	0.77%
8	浙江鲲鹏投资有限公司	3000000.00	3000000.00	0.75%
9	云南有色资源集团有限公司	2400000.00	2400000.00	0.60%
10	泉州奇树进出口有限公司	1560000.00	1560000.00	0.39%
11	彭振坤等 51 位自然人股东	119310970.00	119310970.00	29.86%
合计		400000000.00	400000000.00	100.00%

附件 2 截至 2011 年 9 月底，公司控股一级子公司列表

序号	子公司全称	注册资本 (万元)	持股比例 (%)	经营范围	营业收入 (万元)	利润总额 (万元)	资产总计 (万元)
1	云南恒昊进出口有限公司	5000.00	100.00%	货物进出口、技术进出口；矿产品的销售。	13477.97	1020.36	25668.42
2	钦州市恒新镍业有限公司	13000.00	70.00%	有（黑）色金属矿采选、冶炼；矿产品加工、销售；矿产品、金属材料、化工原料、建材、机械器材的购销；矿产品加工技术咨询服务；对外贸易及货物、技术进出口；房地产开发。		-209.03	12988.82
3	洪江市振远钨电有限责任公司	12900.00	84.66%	石煤及有色金属矿的采选、冶炼，石煤发电，五氧化二钨、白炭黑及化工类产品的生产、经营和销售，百货、日用化学品、日用杂品、副食品、烟、酒的零售，五金、建筑材料的购销，道路货物运输。		155.36	27758.60
4	云南同冉环保科技有限公司	350	75.00%	汽车尾气净化器稀土助催化剂的研究、开发、生产，销售自产的产品。		-33.65	221.36
5	云南同昌隆工贸有限公司	1200.00	51.78%	有色金属、矿产品、金属材料（除稀贵金属）、化工产品（除化学危险品）、建筑材料、五金交电、电器机械及器材、普通机械、摩托车、机电产品、针纺织品及百货的批发、零售、代购代销；经济信息、咨询服务（不含金融、期货、房地产），进出口业务。	9412.94	4016.30	14162.32
6	云南建水县华通锰业有限公司	7545.00	60.00%	锰铁合金冶炼加工、锰烧结、锰矿粉加工、氧气制造销售及氧化瓶检验，本厂产品销售、矿产品销售。	3721.31	-1,211.62	18631.99
7	哈密恒源鑫矿业有限公司	2000.00	70.00%	一般经营项目：矿产品的加工、收购、销售。			2190.33
8	印尼恒丰矿业有限公司	7330.25	100.00%	矿业，贸易，码头机器设备和工具贸易。	14262.82	6685.92	18308.20
9	金平恒川矿业开发有限责任公司	1000.00	98.00%	有色金属矿、黑色金属矿的勘探、开采、加工、销售。		-30.37	3842.04
10	曲靖恒昊矿业有限公司	500	100.00%	矿产品、金属材料、建筑材料、机械设备销售等。		-9.20	10322.87
11	香港恒昊国际贸易有限公司	63.74	100.00%	国际贸易、矿石进出口、矿权投资等。	2782.50	313.56	3166.19

附件 3-1 合并资产负债表（资产）

（单位：万元）

资产	2008年	2009年	2010年	变动率(%)	2011年9月
流动资产：					
货币资金	12869.78	14538.20	26902.82	44.58	34830.91
交易性金融资产					
应收票据	54.00				5000.00
应收账款	12972.49	17428.37	18580.68	19.68	20192.03
预付款项	13448.60	17317.49	6561.91	-30.15	20647.94
应收利息					
应收股利					
其他应收款	5576.48	6880.04	7168.05	13.38	5482.21
存货	9549.03	21655.65	15870.93	28.92	20315.26
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产			179.81		295.36
流动资产合计	54470.38	77819.75	75264.20	17.55	106763.71
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	7011.65	7113.09	7572.02	3.92	7786.41
投资性房地产					
固定资产	26929.13	33626.37	35188.12	14.31	35675.06
在建工程	5706.21	7814.07	30524.62	131.29	31886.38
工程物资	4.19	4.08	1.44	-41.46	1.48
固定资产清理	1.92				
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	18820.58	18733.97	20032.28	3.17	19592.71
开发支出	100.08	153.33	214.29	46.33	322.93
商誉					
长期待摊费用	1943.79	2265.84	4021.04	43.83	5250.36
递延所得税资产	1047.92	2233.42	2891.08	66.10	3840.33
其他非流动资产					
非流动资产合计	61565.46	71944.17	100444.88	27.73	104355.66
资产总计	116035.84	149763.92	175709.08	23.06	211119.37

附件 3-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动负债：					
短期借款	20059.00	31601.47	38200.27	38.00	31826.01
交易性金融负债					
应付票据	3000.00	4600.00	16000.00	130.94	20998.00
应付账款	5704.41	8806.76	9066.80	26.07	18719.40
预收款项	296.94	3172.76	651.26	48.10	10124.69
应付职工薪酬	1170.73	1606.14	1549.73	15.05	1259.87
应交税费	3042.76	-33.96	3338.38	4.75	-1902.33
应付利息	72.42	67.11	90.94	12.06	18.33
应付股利					
其他应付款	9411.82	9662.64	12521.03	15.34	12466.21
一年内到期的非流动负债	1002.44	2910.75	9816.75	212.94	10316.75
其他流动负债					
流动负债合计	43760.52	62393.67	91235.16	44.39	103826.95
非流动负债：					
长期借款	4975.00	12030.00	4930.00	-0.45	1930.00
应付债券					
长期应付款	922.65	3154.38	1504.89	27.71	267.08
专项应付款					
预计负债					
递延所得税负债	1255.85	1207.71	1159.56	-3.91	1123.45
其他非流动负债	499.78	1134.97	1030.40	43.59	951.98
非流动负债合计	7653.29	17527.05	8624.85	6.16	4272.51
负债合计	51413.80	79920.72	99860.01	39.37	108099.46
所有者权益（或股东权益）：					
实收资本（或股本）	34800.00	34800.00	34800.00	0.00	40000.00
资本公积	11011.54	11011.54	8785.23	-10.68	26985.23
盈余公积	1340.08	1410.80	1719.05	13.26	1719.05
专项储备	1071.78	1518.77	2026.96	37.52	2398.99
未分配利润	4979.22	5747.73	10108.69	42.48	12515.86
外币报表折算差额	-1101.54	483.06	324.27		275.62
归属于母公司所有者权益合计	52101.09	54971.91	57764.21	5.29	83894.75
少数股东权益	12520.94	14871.29	18084.86	20.18	19125.16
所有者权益（或股东权益）合计	64622.03	69843.20	75849.07	8.34	103019.91
负债和所有者权益（或股东权益）总计	116035.84	149763.92	175709.08	23.06	211119.37

附件 4 合并利润表

(单位: 万元)

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1-9 月
一、营业收入	82607.46	55700.81	105770.00	13.15	52514.26
减: 营业成本	66648.66	45270.23	75720.07	6.59	32685.97
营业税金及附加	282.20	164.72	628.23	49.20	186.43
销售费用	789.84	1432.81	7152.18	200.92	4552.45
管理费用	5588.93	5237.02	5515.93	-0.66	5076.69
财务费用	2116.88	2642.34	3986.73	37.23	3035.52
资产减值损失	4385.14	-679.66	3522.79	-10.37	-30.00
加: 公允价值变动收益 (损失以“一”号填列)					
投资收益 (损失以“一”号填列)	129.36	155.78	175.41	16.44	
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益					
汇兑收益 (损益以“一”号添列)					
二、营业利润 (亏损以“一”号填列)	2925.16	1789.13	9419.48	79.45	7007.20
加: 营业外收入	160.55	809.72	640.02	99.66	382.68
减: 营业外支出	177.49	83.78	298.56	29.70	179.18
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额 (亏损总额以“一”号填列)	2908.22	2515.08	9760.95	83.20	7210.70
减: 所得税费用	1549.35	-572.31	2411.78	24.77	2126.09
四、净利润 (净亏损以“一”号填列)	1358.87	3087.39	7349.17	132.56	5084.60

附件 5-1 合并现金流量表

(单位: 万元)

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率 (%)	2011 年 1-9 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	76838.14	68966.89	128231.37	29.18	63183.56
收到的税费返还					
收到其他与经营活动有关的现金	4390.34	13405.18	32615.00	172.56	32655.42
经营活动现金流入小计	81228.48	82372.07	160846.38	40.72	95838.98
购买商品、接受劳务支付的现金	53718.74	58482.20	87728.37	27.79	45331.62
支付给职工以及为职工支付的现金	8033.38	4617.97	7488.91	-3.45	6451.80
支付的各项税费	9545.12	6725.51	12636.78	15.06	9717.64
支付其他与经营活动有关的现金	7806.77	15407.14	24637.30	77.65	25837.55
经营活动现金流出小计	79104.01	85232.82	132491.36	29.42	87338.62
经营活动产生的现金流量净额	2124.47	-2860.75	28355.01	265.33	8500.36
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	2035.03				319.80
取得投资收益收到的现金	110.51	54.35	53.07	-30.70	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	60.19	100.00	277.99	114.90	8.20
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金	198.67		3.88	-86.02	356.54
投资活动现金流入小计	2404.40	154.35	334.94	-62.68	684.54
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	13860.09	14376.16	18153.95	14.45	8406.63
投资支付的现金	4903.12	684.58	1160.25	-51.35	
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	2748.45				
支付其他与投资活动有关的现金	364.99	615.27			296.06
投资活动现金流出小计	21876.66	15676.00	19314.20	-6.04	8702.68
投资活动产生的现金流量净额	-19472.26	-15521.66	-18979.26		-8018.14
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	620.20		2100.00	84.01	23400.00
取得借款收到的现金	34320.00	49139.08	59089.27	31.21	32750.47
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金	4179.00	5300.00			
筹资活动现金流入小计	39119.20	54439.08	61189.27	25.07	56150.47
偿还债务支付的现金	28120.00	30561.21	51777.35	35.69	41548.12
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	12532.82	2045.96	4285.65	-41.52	5704.22
支付其他与筹资活动有关的现金		1843.10	2143.60		1675.69
筹资活动现金流出小计	40652.82	34450.27	58206.61	19.66	48928.04
筹资活动产生的现金流量净额	-1533.62	19988.81	2982.66		7222.43
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-48.92	62.01	6.20		-147.74
五、现金及现金等价物净增加额	-18930.32	1668.42	12364.62		7556.90
加: 期初现金及现金等价物余额	31800.11	12869.78	14538.20	-32.39	27274.01
六、期末现金及现金等价物余额	12869.78	14538.20	26902.82	44.58	34830.91

附件 5-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 万元)

补充资料	2008 年	2009 年	2010 年	变动率 (%)
将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	1358.87	3087.39	7349.17	132.56
加: 资产减值准备	4385.14	-679.66	3522.79	-10.37
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2888.11	3506.22	3743.68	13.85
无形资产摊销	540.91	821.13	1169.26	47.03
长期待摊费用摊销	859.25	216.71	418.59	-30.20
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“-”号填列)	6.35	0.76	85.53	267.16
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)				
公允价值变动损失(收益以“-”号填列)				
财务费用(收益以“-”号填列)	1621.12	2365.32	3347.12	43.69
投资损失(收益以“-”号填列)	-129.36	-155.78	-175.41	
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	-61.31	-1185.50	-657.66	
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)	-104.69	-48.15	-48.15	
待摊费用减少(增加以“-”号填列)				
预提费用增加(减少以“-”号填列)				
存货的减少(增加以“-”号填列)	4871.53	-8063.65	5819.39	9.30
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	-6307.97	4910.00	-4124.04	
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	-8436.81	-8060.77	7393.08	
其他	633.33	425.23	511.66	-10.12
经营活动产生的现金流量净额	2124.47	-2860.75	28355.01	265.33

附件 6 主要财务指标

项目	2008 年	2009 年	2010 年	平均值	2011 年 9 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	12.68	3.66	5.87	7.40	--
存货周转次数(次)	4.74	2.90	4.04	3.89	--
总资产周转次数(次)	0.71	0.42	0.65	0.59	--
现金收入比(%)	93.02	123.82	121.24	112.69	120.32
盈利能力					
营业利润率(%)	18.98	18.43	27.82	21.74	37.40
总资本收益率(%)	3.26	4.27	7.49	5.01	--
净资产收益率(%)	2.10	4.42	9.69	5.40	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	7.15	14.69	6.10	9.31	1.84
全部债务资本化比率(%)	31.00	42.27	47.62	40.30	38.71
资产负债率(%)	44.31	53.36	56.83	51.50	51.20
偿债能力					
流动比率(%)	124.47	124.72	82.49	110.56	102.83
速动比率(%)	102.65	90.02	65.10	85.92	83.26
经营现金流动负债比(%)	4.85	-4.59	31.08	10.45	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.26	4.40	5.33	5.00	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.27	5.60	3.71	4.19	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.60	-0.36	0.14	-0.27	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-10.26	-8.85	2.69	-5.47	--

注：公司 2011 年三季度财务报表未经审计

附件 7 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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-营业税金及附加) / 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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×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%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

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+一年内到期的长期（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

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 8 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	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

联合资信评估有限公司关于 红河恒昊矿业股份有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在红河恒昊矿业股份有限公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

红河恒昊矿业股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。红河恒昊矿业股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注红河恒昊矿业股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现红河恒昊矿业股份有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

如红河恒昊矿业股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如红河恒昊矿业股份有限公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送红河恒昊矿业股份有限公司、主管部门、交易机构等。

