信用等级公告

联合〔2019〕3426 号

联合资信评估有限公司通过对阳谷祥光铜业有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持阳谷祥光铜业有限公司主体长期信用等级为 AA，并维持“19 阳谷祥光 CP001”和“19 阳谷祥光 CP002”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

二〇一九年十二月十二日

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

阳谷祥光铜业有限公司跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
阳谷祥光铜业有限公司	AA	稳定	AA	稳定
19 阳谷祥光 CP001	A-1	稳定	A-1	稳定
19 阳谷祥光 CP002	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 阳谷祥光 CP001	5.00 亿元	5.00 亿元	2020.03.21
19 阳谷祥光 CP002	2.50 亿元	2.50 亿元	2020.06.21

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	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

评级时间：2019 年 12 月 12 日

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	4
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F2	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			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

阳谷祥光铜业有限公司（以下简称“公司”）作为国内主要的铜生产企业之一，产能规模处于行业前列，工艺及技术水平领先。跟踪期内，公司整体盈利模式清晰，经营及财务状况保持相对稳定。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司整体毛利率水平仍然较低、金银产品产量受矿石品位影响较大、短期偿债压力大等因素对公司经营可能产生的不利影响。

公司非受限现金类资产和经营活动产生的现金流量对“19 阳谷祥光 CP001”和“19 阳谷祥光 CP002”保障能力强。

公司具有一定规模优势，产品认可度较高；同时积极发展多金属回收业务，加大公司自有技术的出口，未来公司收入规模和盈利能力有望保持。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，并维持“19 阳谷祥光 CP001”和“19 阳谷祥光 CP002”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为中国大型铜冶炼企业之一，产能规模处于行业前列，具备规模效应。跟踪期内，公司经营状况保持稳定。
2. 公司生产工艺水平较高，技术实力强，铜精矿回收率高，同业竞争能力较强。
3. 公司非受限现金类资产和经营活动产生的现金流量对“19 阳谷祥光 CP001”和“19 阳谷祥光 CP002”保障能力强。

关注

1. 跟踪期内，铜精矿加工费持续下降，阴极铜产品毛利率降低，公司整体毛利处于较低水平。
2. 受铜精矿成分变动影响，公司金、银、硫酸产品产量不稳定。
3. 公司流动资产以货币资金和存货为主，但受限规模较大；应收类款项中关联方占比高，存在关联交易风险；公司资产流动性一般。
4. 公司短期偿债压力大，债务结构有待改善。

分析师：黄 露 张 葛
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

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）	51.68	54.29	59.42	68.51
资产总额(亿元)	192.08	198.70	196.44	207.76
所有者权益(亿元)	73.27	78.38	83.73	81.43
短期债务（亿元）	71.24	84.32	80.24	80.42
长期债务（亿元）	32.90	14.00	13.83	24.51
全部债务(亿元)	104.14	98.32	94.07	104.93
营业收入（亿元）	321.12	338.10	323.17	228.55
利润总额（亿元）	5.89	5.94	6.20	3.17
EBITDA(亿元)	15.69	15.62	15.62	--
经营性净现金流（亿元）	10.51	18.84	15.43	10.04
营业利润率(%)	4.34	3.92	4.24	3.96
净资产收益率(%)	6.84	6.52	6.39	--
资产负债率(%)	61.85	60.55	57.38	60.81
全部债务资本化比率(%)	58.70	55.64	52.91	56.31
流动比率(%)	156.91	138.44	148.19	136.49
经营现金流动负债比(%)	12.24	19.56	17.36	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.42	2.45	2.55	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.64	6.29	6.02	--

注：2019 年 1—9 月财务数据未经审计；2016—2019 年 9 月底，公司非受限现金类资产分别为 9.46 亿元、12.40 亿元、16.58 亿元和 19.36 亿元；将公司其他流动负债中的有息债务调整至短期债务；将 2017 年底和 2018 年底应付债券中一年内到期的有息债务调整至短期债务

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	评级方法和模型	评级报告
19 阳谷祥光 CP001	A-1	AA	稳定	2019.7.22	黄露、李博恒	有色金属行业企业信用评级方法	阅读报告
12 祥光 CP001	A-1	AA	稳定	2013.6.27	张丽	--	阅读报告
11 祥光 CP01	A-1	AA-	稳定	2011.5.17	刘新宇、张丽	--	阅读报告

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

联合资信评估有限公司
二〇一九年十二月十二日

声　明

一、本报告引用的资料主要由阳谷祥光铜业有限公司（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、联合资信控股股东联合信用管理有限公司的控股子公司联合赤道环境评价有限公司（以下简称“联合赤道”）为阳谷祥光铜业有限公司提供了环保咨询服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

六、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

七、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；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

阳谷祥光铜业有限公司跟踪评级报告

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”）关于阳谷祥光铜业有限公司（以下简称“阳谷祥光”或“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

阳谷祥光由阳谷宏祥投资有限公司和山东凤祥（集团）有限责任公司（以下简称“凤祥集团”）共同发起设立，于 2005 年 1 月 6 日在阳谷县工商行政管理局注册成立，初始注册资本 1600 万元。历经多次增资及扩股，截至 2019 年 9 月底，公司注册资本 473000 万元，控股股东山东祥光集团有限公司（持有公司 56.00%股份）、第二大股东山东凤祥（集团）有限责任公司（持有公司 28.43%股份）均为新凤祥控股集团有限责任公司（以下简称“新凤祥控股”）全资子公司，刘学景先生持有新凤祥控股 51.00%股份，为公司实际控制人。

公司位于山东省阳谷县，是阴极铜及副产品（金、银、硫酸）生产和销售的专业化公司。截至 2019 年 9 月底，公司阴极铜、金、银、硫酸的年产能分别为 40 万吨、20 吨、600 吨、170 万吨，生产规模位居国内行业前列，具备规模优势。

公司设有 13 个职能部门，包括总经办、采购部、生产部、物流中心、安全环保部、技术部、财务部、人力资源部、战略投资部、设备部、商务部、信息管理部、保卫部。公司为有限公司，无纳入合并范围的子公司。

截至 2018 年底，公司资产总额 196.44 亿元，所有者权益 83.73 亿元（无少数股东权益）；2018 年，公司实现营业收入 323.17 亿元，利润总额 6.20 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司合并资产总额 207.76 亿元，所有者权益 81.43 亿元（无少数股东权益）；2019 年 1－9 月，公司实现营业收入 228.55 亿元，利润总额 3.17 亿元。

公司注册地址：山东省阳谷县石佛镇祥光路 1 号；法定代表人：刘学景。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司存续短期融资券2只，余额合计7.50亿元，募集资金用途均为偿还到期债务融资工具。其中，“19阳谷祥光CP001”募集资金5.00亿元，用于偿还公司本部到期的债务融资工具“16阳谷祥光MTN001”；“19阳谷祥光CP002”募集资金2.50亿元，用于偿还公司本部到期的债务融资工具“18阳谷祥光SCP001”，募集资金已全部使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

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，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，我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，我国国内生产总值（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　我国主要经济数据（单位：万亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年上半年
GDP	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，我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，我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，我国国内生产总值 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，我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。我国居民消费持续平稳增长，消费结构进一步改善，在我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，我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

我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，我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，加上当前我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，以及我国加强与“一带一路”沿线国家的交往，我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，我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，我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、行业经济环境

1. 行业概况

有色金属是指黑色金属（铁、铬、锰）以外的 64 种金属及其合金的总称，国际市场通常把有色金属分为基本金属（铜、铝、铅、锌、镍、锡）、贵金属（金、银和铂族金属）和小金属（基本金属和贵金属之外的其他金属）。中国通常把铜、铝、铅、锌、镍、锡、锑、镁、钛、汞称为十种常用有色金属，并以此十种有色金属为范围统计有色金属行业指标。有色金属是国民经济发展的基础材料，下游产业主要包括航空、航天、汽车、机械制造、电力、通讯、建筑、家电等行业。

有色金属矿产属于不可再生资源，在世界各国的国民经济发展中都具有十分重要的地位，属于我国产业政策扶持的战略性行业之一。根据自然资源部 2019 年 10 月 22 日发布的《矿产资源报告（2019）》，截至 2018 年底，中国铜矿、铅矿、锌矿、铝土矿和镍矿分别为 1.14 亿吨、0.92 亿吨、1.86 亿吨、51.70 亿吨和 0.12 亿吨，分别较 2017 年增加 7.9%、2.8%、1.4%、1.6%和 6.2%。从资源丰富程度来看，中国是世界上为数不多的、矿产资源种类较齐全的、矿产自给程度较高的国家之一。具体来看，中国锡矿、钼矿、锑矿、钨矿、菱镁矿最为丰富，铜矿、铅锌矿较为丰富，铝土矿处于中等水平，镍矿较为较为贫乏。

中国是有色金属生产和消费大国，有色金属行业具有规模及产值巨大、产业链长等优势，但同时存在中低端加工领域产能过剩、高端材料生产及绿色冶炼水平不高等劣势。

2. 行业运行情况

近年来，中国有色金属行业运行整体平稳，但由于环保压力加大、产能控制力度加强等因素造成了一定波动。

产销量方面，近年来中国十种有色金属产

销量均稳步增长，产销率处于高位。2018 年，中国十种有色金属产量为 5687.90 万吨，销量为 5423.84 万吨，产销率为 99.80%。具体来看，铜、铝、铅和锌产量分别为 903 万吨、3580 万吨、511 万吨和 568 万吨，分别同比增加（减少）8.0%、7.4%、9.8%和-3.2%。

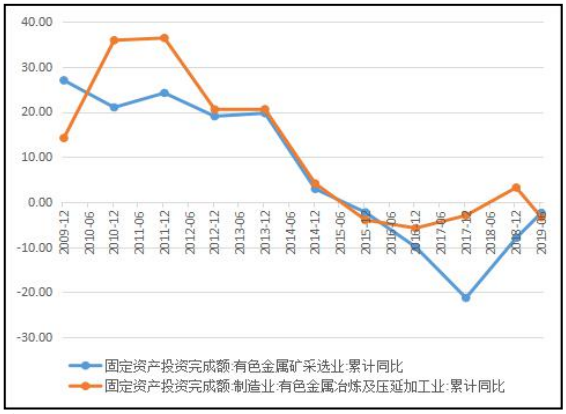
图 1　中国十种有色金属产销量（单位：万吨、%）



资料来源：Wind

固定资产投资方面，2018 年，有色行业固定资产投资完成额同比增长 1.2%，其中，矿山采选投资同比下降 8%，冶炼及加工领域投资同比增长 3.2%，投资方向由规模扩张转向技改及研发。固定资产投资的转向将使得有色金属企业更能适应未来环保政策要求以及提升自身产品竞争力。

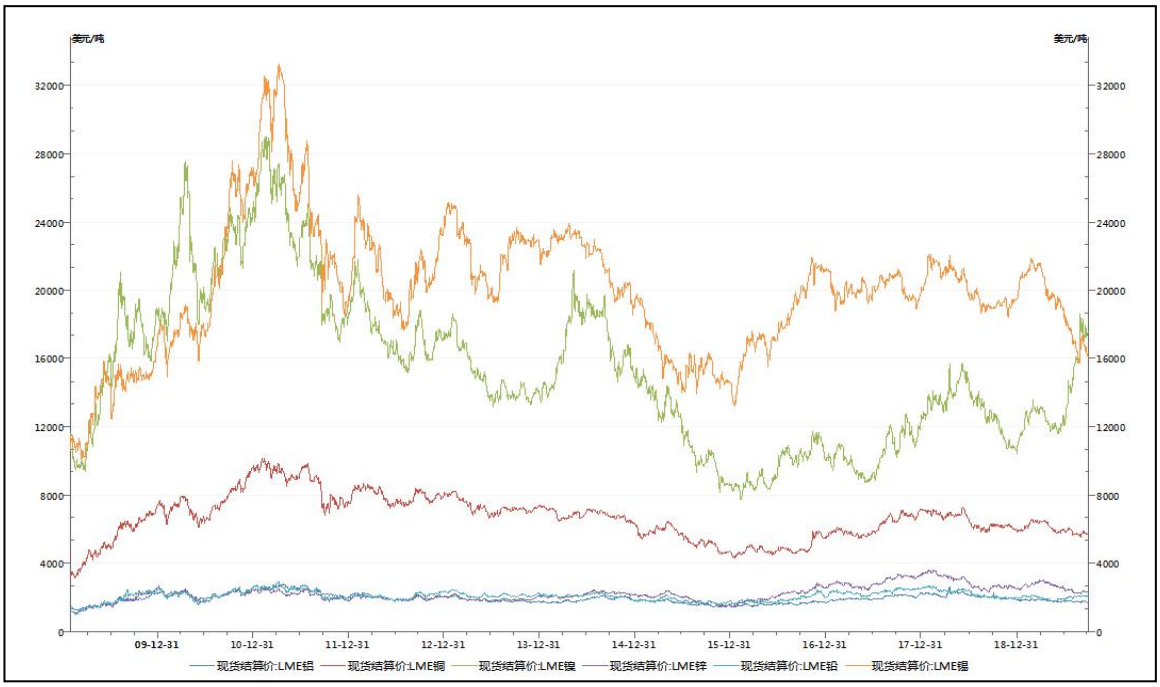
图 2 近年有色金属行业固定资产投资完成额增速（单位：%）



资料来源：Wind

价格方面，2014 年中至 2015 年底，主要有色金属价格出现了大幅下跌并触底，随后在 2016 年出现大幅反弹。2018 年及 2019 年上半年，主要有色金属价格走势相对较为平稳。

图 3　主要有色金属价格



资料来源：Wind

3. 行业政策

近年来，发改委、工信部、生态环境部、商务部、海关总署等多个政府部门发布或调整了有色金属行业相关的行业政策。从政策侧重角度来看，主要涉及环境保护、产能限制、安全生产及其他共三个方面，其中环境保护相关政策数量最多、影响范围最广。

环境保护方面，政策主要从下列两个重点领域进行规范：（1）污染防治。近年来，中国政府陆续修订了《中华人民共和国大气污染防治法》、《中华人民共和国水污染防治法》，制定了《中华人民共和国土壤污染防治法》、《中华人民共和国环境保护税法》及实施条例，为其他后续政策的制定和修订提供了整体方向。生态环境部与卫生健康委于 2019 年 1 月联合发布《有毒有害大气污染物名录（2018 年）》，包括甲醛、二氯甲烷、三氯乙烯、铅及其化合物在内的 11 种污染物作为第一批大气污染物纳入名录。环境保护部于 2017 年 12 月印发《排污许可证申请与核发技术规范有色金属工业》包括汞冶炼、镁冶炼、镍冶炼、钛冶炼、锡冶炼、钴冶炼和锑冶炼 7 个分项。环境保护部于 2017 年 9 月下发《关于推进环境污染第三方治理的实施意见》。（2）废料进口。生态环境部等多部委于 2018 年 12 月将其他铜废碎料和其他铝废碎料自 2019 年 7 月 1 日起自《非限制进口类可用作原料的固体废物目录》调入《限制进口类可用作原料的固体废物目录》。生态环境部等多部委于 2018 年 4 月将废五金类、废船、废汽车压件、冶炼渣、工业来源废塑料等 16 个品种固体废物，从《限制进口类可用作原料的固体废物目录》调入《禁止进口固体废物目录》，自 2018 年 12 月 31 日起执行；将钨废碎料、镁废碎料、钛废碎料、木废碎料等 16 个品种固体废物，从《限制进口类可用作原料的固体废物目录》《非限制进口类可用作原料的固体废物目录》调入《禁止进口固体废物目录》，自 2019 年 12 月 31 日起执行。

产能限制方面，发改委及工信部于 2018 年 12 月发布的《关于促进氧化铝产业有序发展的通知》（发改办〔2018〕1655 号）鼓励企业瞄准氧化铝综合回收率达到 80%以上、吨氧化铝综合能耗低于 380 千克标准煤、吨氧化铝新水消耗低于 3 吨等先进指标；国土资源部于 2017 年 12 月印发《关于镁等矿产“三率”最低指标要求（试行）的公告》，对开采回采率、选矿回收率和尾矿综合利用率进行了最低限制，既提高的矿产资源的综合利用水平也限制了不能满足该要求的现有产能及潜在产能。

安全生产及其他方面，国家安全生产监督管理总局于 2018 年 1 月印发《冶金企业和有色金属企业安全生产规定》，对各个生产环节应当进行的安全生产工作进行了全面规范。生态环境部等多部委于 2019 年 1 月联合发布的关于印发《废铅蓄电池污染防治行动方案》的通知，对于铅酸蓄电池生产、销售、回收等环节进行了规范，目标到 2020 年铅蓄电池生产企业通过落实生产者责任延伸制度实现废铅蓄电池规范收集率达到 40%；到 2025 年废铅蓄电池规范收集率达到 70%；规范收集的废铅蓄电池全部安全利用处置。

4. 行业展望

有色金属行业属于周期性行业，与宏观经济联系较为紧密。2018 年中国 GDP 增速为 6.6%，较 2017 年增速小幅回落。根据国务院总理的政府工作报告，2019 年中国预期 GDP 增速为 6%~6.5%，增速将进一步下滑并对周期性行业形成增长压力。行业政策上，国家一方面严控了产能过剩领域的新增产能，对行业内现有企业形成一定利好，但另一方面对环保、安全生产提出了严格要求，又对行业内现有企业形成一定资本投入压力和业务管控压力。整体看，有色金属行业将整体呈稳定态势，但部分资金紧张、环保无法达标、业务管控能力薄弱的企业将进一步退出市场，行业集中度将进一步提高。

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 473000 万元，刘学景先生为公司实际控制人（见附件 1 公司股权结构图）。

2. 企业规模

公司是阴极铜及副产品（金、银、硫酸）生产和销售的专业化公司。截至 2019 年 9 月底，公司阴极铜、金、银、硫酸的年产能分别为 40 万吨、20 吨、600 吨、170 万吨。

公司是国内首家采用闪速熔炼加闪速吹炼工艺的冶炼厂，单系统产能最高可达到 45 万吨/年，是目前世界上单系统产能最大冶炼厂。公司是中国铜冶炼行业技术领先企业、国家级高新技术企业，是中国有色重金属短流程节能冶金产业技术创新战略联盟副理事长单位、中国有色金属学委会委员单位、中国重有色学委会委员单位、中国硫酸工业学会委员单位、中国设备管理协会委员单位。

总体看，公司生产规模位居行业前列，具备一定规模优势，跟踪期内，公司产能等基础素质方面无重大变化。

七、管理分析

跟踪期内，公司高管人员、公司架构与管理制度无重大变化。

2016 年初至 2019 年 9 月底，公司未发生过安全生产事故，在历次检查中，不存在因安全生产方面的原因受到行政处罚的情形。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事铜冶炼、精炼、制酸、贵金属回收业务，2018 年实现营业收入 323.17 亿元，同比下降 4.42%，主要系公司缩减铜贸易业务量所致；2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 228.55 亿元，为 2018 年全年的 70.72%，同比下降 7.04%。

从收入构成看，公司主营业务（包括阴极铜、铜贸易、金、银、硫酸等主要产品）收入占公司营业收入比重保持 99%以上，主营业务突出。其中，阴极铜和铜贸易为公司最主要收入来源，但受自产铜产量及铜贸易规模波动影响，上述两板块收入及占比有所波动。2018 年，阴极铜板块实现收入 208.03 亿元，同比增长 18.79%，占营业收入比重为 64.37%，同比增长 12.57 个百分点；同期，铜贸易板块实现营业收入 46.18 亿元，同比下降 48.41%，占营业收入比重为 14.29%，同比下降 12.19 个百分点。2019 年前三季度，阴极铜和铜贸易板块分别实现收入 119.89 亿元和 69.94 亿元，分别为 2018 该板块收入的 57.63%和 151.45%，受此结构变化影响，阴极铜收入占比下降至 52.46%，铜贸易收入占比提升至 30.60%。

毛利率方面，受益于金、银、硫酸、其他产品毛利率均同比增长，以及低毛利铜贸易规模减少，2018 年公司整体毛利率同比提升 0.30 个百分点至 4.36%。2019 年 1—9 月，公司整体毛利率为 4.05%，较 2018 年全年水平有所回落，主要系低毛利铜贸易业务规模占比提高所致；同期，公司阴极铜板块毛利率较 2018 年全年水平增长，主要系铜精矿采购价格下降所致；金、银及其他产品毛利率较 2018 年全年均有所提升，但公司整体毛利率仍然处于较低水平。

表 2　公司各板块营业收入及毛利率情况

分产品	营业收入（亿元）				占比（%）				毛利率（%）			
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
阴极铜	144.49	175.12	208.03	119.89	45.00	51.80	64.37	52.46	5.05	4.46	4.01	4.80
铜贸易	103.32	89.52	46.18	69.94	32.17	26.48	14.29	30.60	1.83	1.38	0.97	0.98
金	51.35	51.32	52.18	31.80	15.99	15.18	16.15	13.91	5.52	4.25	4.49	5.66
银	17.49	16.72	10.63	4.06	5.45	4.95	3.29	1.78	4.09	3.92	3.94	4.96
硫酸	2.21	2.84	3.56	1.22	0.69	0.84	1.10	0.53	45.34	54.85	61.40	39.92
其他	2.27	2.58	2.59	1.64	0.71	0.76	0.80	0.72	11.24	11.38	14.18	19.81
合计	**321.12**	**338.10**	**323.17**	**228.55**	**100.00**	**100.00**	**100.00**	**100.00**	**4.35**	**4.06**	**4.36**	**4.05**

注：尾数差异由四舍五入导致；公司其他业务包括粗硒、硫酸铜、尾矿渣、铅等附属产品，规模较小
资料来源：公司提供

整体看，2018 年，公司各类产品毛利率整体呈上升趋势，但 2019 年以来，受低毛利铜贸易收入占比增长影响，公司综合毛利率较 2018 年有所下降。跟踪期内，公司盈利能力仍较弱。

2．原材料采购

公司营业成本主要为铜精矿采购成本。公司尚无自有矿山，铜精矿全部依赖进口，议价能力有限。跟踪期内，公司整体采购模式、定价模式等均无重大变化。公司采购的铜精矿品位大多在 25%至 30%之间，如按每年 40 万吨阴极铜的产能计算，年需要铜精矿约 150 万吨至 170 万吨。公司已与瑞士马克瑞士矿业有限公司等多家供应商签订的长期供货合同，合同执行期限 1 至 6 年不等。合同中规定了合同期限内的发货量，保证了公司原材料的供应量。2018 年，公司阴极铜产量为 47.30 万吨，铜精矿采购量为 181.40 万吨，其中约 170 万吨铜精矿采购来自于长期供应合同，原料供应较为稳定。

公司通过开立跨境人民币信用证给香港祥光国际控股有限公司，香港祥光国际控股有限公司再开给矿商形式进行结算，节省押汇带来的财务费用，采购合同为公司和香港祥光国际控股有限公司和矿商共同签订，故公司主要铜精矿供应商实际为矿山。

公司与母公司新凤祥控股集团有限责任公司下属其他公司进行业务往来较多，关联交易规模较大。2018 年公司金额较大的关联交易主要为：（1）向关联方上海祥光金属贸易有限公司采购阴极铜及阳极板等产品，金额 267428.29 万元，占同类交易的 43.98%；（2）向关联方香港祥光国际控股有限公司采购铜精矿，金额 602137.91 万元，占同类交易的 29.81%。尽管公司关联交易均按照市场要求定价，但在公司主要原材料、主要商品购销中所占比例较大，存在关联交易风险。

原材料定价方面，公司根据与矿商供货协议，在每个供货周期内，确定每次具体的供货数量后，由矿商按照双方确定的临时价格，向公司出具形式发票，临时价格为矿商出票日前 10 个报价日伦敦有色金属交易所现货的平均价格；公司以形式发票总价扣除加工费开具信用证。上述形式发票是临时的、非正式的发票，载明产品描述、临时价格、数量、总金额、付款方式、包装、交货期等要素，主要用于确认买卖双方购销关系、货物临时价格及买方向银行申请信用证，在国际贸易中较为多见。在每个供货周期结束前，双方要确定最终的结算价格，矿商以该结算价格开具最终的正式发票。最终结算价格确定方式有两种：一是均价方式，采用 M+3 或 M+4 结算模式，即装船月后第三或第四个月伦敦有色金属交易所现货的当月平均价作为最终结算价；二是点价方式，点价本质上是一种为现货贸易定价的方式，即本供货

周期结束之前，买卖双方要进行点价，即买方与卖方确认以点价日的市场价格作为结算价，该点价的结算价作为最终发票的价格。信用证后续付款和结算都以均价或点价方式确定的结算价格为准。

公司在进行点价或通过月均价确定铜精矿的现货价格时，即在期货市场上进行卖出阴极铜的期货合约进行对冲保值，期货合约标准合约一般为三个月。公司将根据生产和销售的情况，在产品阴极铜最终销售时，在期货市场上进行平仓。目前在实际业务中，每天采购的原材料都通过套期保值来规避风险。

铜冶炼企业原材料铜精矿每吨的计价方式为每吨阴极铜的单价*铜精矿品位（即每吨铜精矿含铜量）*铜精矿的回收率。铜精矿的品位是根据铜精矿到港后化验数据确定。铜精矿的回收率是根据铜冶炼行业的技术水平来确定，行业平均水平为 97.30%，付费标准为 96.50%，铜冶炼企业超出付费标准的回收率而多提取的阴极铜不计价。随着祥光铜业的冶炼技术的不断改进，2019 年铜精矿的回收率一般为 98.85%，超出计价回收率 2.35%。超额回收成为公司重要利润来源。

公司原材料的储备原则是满足生产所需安全库存量（一般至少要满足 15 天的投入量）。目前在实际业务中，公司每天的采购数量都通过套期保值来规避风险。跟踪期内，铜精矿的采购均价有所波动，铜产品销售价格随行就市呈波动下降趋势，铜精矿加工费持续下降，受此影响，2018 年公司阴极铜板块毛利率同比下降 0.45 个百分点，2019 年前三季度较 2018 年回升 0.79 个百分点。

表 3　公司铜精矿采购情况

铜精矿	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
采购量（万吨）	178.48	181.40	106.00
采购价格（元/吨）	10228	11133	10294
铜精矿加工费（TC/RC）（美元/吨、美分/磅）	92.5/9.25	82.5/8.25	80.8/8.08

注：铜精矿加工费（TC/RC）为行业指导加工费
资料来源：公司提供

总体看，公司铜精矿的采购主要依靠进口，跟踪期内公司原材料供应较为稳定，并具有较好的原材料价格对冲机制，但对上游议价能力有限；盈利模式保持稳定，同时较强的技术水平使公司在通用原材料计价公式框架下取得超额收益，但行业加工费持续下降压缩公司盈利空间。

3. 生产经营

跟踪期内，公司生产模式无重大变化。

截至 2019 年 9 月底，公司阴极铜、金、银、硫酸的产能分别为 40 万吨/年、20 吨/年、600 吨/年、170 万吨/年。2018 年，公司阴极铜产量同比增长 9.54%至 47.30 万吨，产能利用率保持高水平，为 118.25%。2019 年 1—9 月，公司阴极铜产量 29.04 万吨，年化产能利用率为 98.60%。2019 年 4 月，公司启动了对生产设备的例行检修，检修时间内，公司所有系列产品均停止生产，检修停产时长为 50 天，目前已正常复产，该检修造成公司阴极铜产品年化产能利用率有所下降。

表 4　公司产品产量情况

年度	产品	阴极铜（万吨）	硫酸（万吨）	金（千克）	银（千克）
2017 年	年产能	40	170	20000	600000
	产量	43.18	153.29	19160	498718
	产能利用率	107.95%	90.17%	95.8%	83.12%
2018 年	年产能	40	170	20000	600000
	产量	47.30	153.97	19484	237493
	产能利用率	118.25%	90.57%	97.42%	39.58%

2019 年 1—9 月	年产能	40	170	20000	600000
	产量	29.04	96.95	9874	124298
	产能利用率	98.60%	76.04%	65.83%	27.62%

注：产能均为设计产能；2019 年 1—9 月产能利用率已按年化处理
资料来源：公司提供

金、银等金属和硫酸为铜冶炼过程中的副产品，收入占比不大，2018 年公司上述产品占营业收入比重合计为 20.54%。但铜冶炼产生的副产品硫酸在原料采购中不计价；黄金每吨含量在 1 克以上的计价，白银每吨含量在 30 克以上的计价，计价部分比实际含量要少，通过非计价部分的提炼与销售可获得额外收益。上述产品为公司重要利润来源，但其产量受铜精矿中各元素含量影响波动较大。2018 年，公司生产金 19484 千克、银 237493 千克、硫酸 153.97 万吨，其中金、硫酸产量同比变化不大，银产量同比大幅下降。2019 年 1—9 月，公司金、银和硫酸产量占 2018 年各产品产量的 50%~60%。

公司在铜冶炼过程中，有大量的铋、硒、碲、铼、铂、钯等稀散、稀贵金属富集在阳极泥、卡尔多炉渣、沉银硒后液等附料中。2012 年公司通过自主研发，自主设计、自主建设，建成了贵金属提炼车间并投入运营，对铜冶炼过程伴生稀散、稀贵金属进行综合回收。公司工艺设备先进灵活，对于适用该工艺的不同物料均可进行冶炼和处理，产出相应产品。公司年可处理卡尔多炉渣 4000 吨，可产电铅 1500 吨、精铋 180 吨、银锌壳 92.46 吨；年可处理铜阳极泥 2400 吨，可产粗硒 78.65 吨、金银合金 155 吨。上述产品实际产量受铜精矿中各元素含量影响大，板块收入占比较小，对收入和利润贡献度一般。

整体看，跟踪期内公司保持产能优势，经营模式成熟稳定；受铜精矿成分变动影响，公司金、银、硫酸产品产量不稳定；2019 年 4 月，公司进行例行停工检修，检修时间内，公司所有系列产品均停止生产，检修停产时长为 50 天，对当期生产有一定影响。

4. 产品销售

“祥光”牌高纯阴极铜在伦敦金属期货交易所和上海期货交易所获准注册，同时被中国有色金属工业协会认证为“有色金属产品实物质量金杯奖”，被山东省名牌战略推进委员会、山东省质量技术监督局认定为“山东名牌”。2018 年和 2019 年 1—9 月公司阴极铜产销率保持 99%左右的较高水平。

国内销售方面，公司的阴极铜销售分为长期合同销售和现货销售两种，以长期合同销售为主，约占总量的 85%。长期销售合同一般时间为 1 年，产品定价是以上海期货交易所或长江有色金属网铜当月合约的月度均价加买卖双方商定的固定升水，具体方式为公司在每次发货前通知客户发货数量，客户以发货当日期间上海期货交易所电解铜所报结算价加升水作为临时单价，向公司支付临时货款，公司收到货款后发货。发货月结束后，以发货月内上海期货交易所电解铜每个报价日所报均价的算术平均价加升水作为当月所发货物的结算单价，同时双方以结算单价与实际发货数量进行结算。现货销售分为上线销售、均价销售和下线销售三种方式，销售定价均以长江有色金属网 1#铜当天报价为基础，在公司三种现货销售方式中，向上线销售客户销售阴极铜的价格为长江有色金属网 1#铜当天所报价格区间的最高价；向均价销售客户销售阴极铜的价格为长江有色金属网 1#铜当天所报的均价；向下线销售客户销售阴极铜的价格为长江有色金属网 1#铜当天所报价格区间的最低价。

目前，公司主要产品阴极铜覆盖华北市场（包括河南、河北、山东、天津）、华东市场

（包括上海、浙江、江苏、安徽、湖北）、华南市场（主要为广东、广西）和东北市场（主要为辽宁）。公司有长单客户近 30 家，大中型现货客户 100 家，小型现货客户 10 余家。

近年来，公司充分利用出口资质优势，选择有利海外市场销售产品。公司是国家发展改革委发布《铜冶炼行业准入条件》的 7 家大型铜冶炼企业之一。2018 年公司阴极铜出口量为 12.77 万吨，国内外销售比例分别为 81.01%和 18.99%。出口业务主要通过贸易商来操作，主要出口国为韩国、马来西亚、日本、印度、越南、荷兰等。出口业务与国内销售的市场和客户不同，其操作和盈利模式与国内销售基本相同：公司和客户根据国外市场铜价格，确定销售价格及数量，然后公司发货至上海或者青岛港，报关出口到目的国家港口。

表5　公司主要阴极铜销售对象情况（单位：亿元、%）

年份	名称	金额	占比	
2018	香港鸿润国际控股有限公司	51.23	24.62	关联方
	山东祥瑞铜材有限公司	29.13	14.00	关联方
	中色奥博特铜铝业有限公司	25.69	12.35	非关联方
	天津大无缝铜材有限公司	17.47	8.40	非关联方
	东部铜业股份有限公司	12.62	6.07	非关联方
	合计	**136.14**	**65.44**	--
2019年1－9月	香港鸿润国际控股有限公司	39.61	33.03	关联方
	山东祥瑞铜材有限公司	20.54	17.13	关联方
	珠海格力物资供应有限公司	12.77	10.65	非关联方
	中色奥博特铜铝业有限公司	11.70	9.76	非关联方
	BRIGHT VISION TRADING INVESTMENTS	8.29	6.91	关联方
	合计	**92.91**	**77.48**	--

资料来源：公司提供

2018 年和 2019 年前三季度，公司阴极铜产品前五大客户销售额占总销售的比重分别为 65.44%和 77.48%，下游客户集中度较高。其中公司对关联方客户销售比例较高，存在一定的关联交易风险。

其他产品方面，公司黄金交易主要依靠上海黄金交易所进行交易，公司自 2014 年 9 月 1 日起成为上海黄金交易所交易专户，可以参与上海黄金交易所各交易品种的自营交易，黄金产销率保持高水平，2019 年前三季度产销率为 107.77%。公司生产的白银为国标 1#白银，纯度达到 99.99%以上，主要销售给国内的白银贸易商及部分终端用户，采用“款到发货，客户自提”的销售方式，产品的定价根据上海华通铂银网的每日报价、国际即时银价和国内白银现货市场情况“随行就市”报价，白银产销率保持较高水平，2019 年前三季度产销率为 94.04%。硫酸产品由于运输半径较短，公司的硫酸销售主要采取“厂家直销为主，经销商销售为辅”的模式，目前主要销售山东、河北、河南等 6 省市 20 多个地区的近 50 家客户，产品采取每周定价一次，非正常情况及时调整的定价模式，并对外省市或运距较远的区域，采取阶梯降价的销售策略，以扩大销售范围，增加销售量，2019 年前三季度产销率为 101.18%。

总体看，公司阴极铜产品产销率保持高水平；公司国内销售渠道较为成熟，以长期协议为主，定价机制透明，对国内客户销售账期短，销售风险较低；公司依托自身资质优势出口部分产品，海外销售渠道优势明显；公司阴极铜产品销售对象集中度较高，存在大客户依赖风险，同时关联客户销售比例较高，存在一定的关联交易风险；公司金、银、硫酸产品销售模式较为单一，产销率较高。

5. 铜贸易业务

公司铜贸易业务即阴极铜的直接买卖，结算方式为银行电汇。公司在自产阴极铜销售之外开展铜贸易业务，一是配合公司自身产品阴极铜销售，在公司阴极铜库存不足时，以铜贸易进行调剂补充，满足客户市场需求；二是为消化年产 40 万吨阴极铜二期工程项目投产后

阴极铜新增产量。

公司根据与客户签订的长期销售合同或现货销售需求，根据公司自产阴极铜的库存情况进行阴极铜采购；公司在现货市场采购阴极铜同时，在期货市场进行相反操作，进行套期保值，防止铜价格波动带来风险。公司根据与客户的销售合同，在买方将相应的货款支付给公司后，公司和买方通过仓储公司进行阴极铜的物权转移，仓储公司将公司所出售阴极铜的提单由公司转到买方名下，买方即可去仓储公司提货。公司在现货市场销售阴极铜同时，公司将期货市场的合约进行平仓。公司铜贸易业务有两个利润来源：一是销售价格中的固定升水，即铜价格高出上海期货交易所或者长江有色金属网铜月度均价的固定值；二是阴极铜的基差，即现货和期货之间的价差，在套期保值时，公司交易员根据内外盘之间或者内盘之间的期现货差价，计算合适的利润空间而作出的交易。公司铜贸易业务全部为款到发货，无账期。

总体看，公司铜贸易板块主要为公司阴极铜业务的补充，为公司阴极铜销售带来更高灵活性；公司建立了完善、规范的贸易业务流程，运行风险较为可控。

6. 经营效率

近三年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均呈现波动下降，三年均值分别为48.77次、5.15次和1.68次；2018年分别为46.83次、5.04次和1.64次。跟踪期内，公司经营效率有所下降。

7. 未来发展

公司整体的发展战略是在保持主业稳定的同时，积极拓展上下游产业链，创造规模效益。公司将进一步加强精细化管理和技术创新，建设专业化管理团队，以新技术、新工艺、新装备、新材料开发为重点，提高清洁生产、综合利用水平，发展“资源－冶炼－加工”工业产业链，推进共伴生矿产资源的综合开发和高效利用，重点在有色、贵金属和稀贵金属矿产的综合回收利用技术上实现创新。

截至2019年9月底，公司无大型在建工程，现有在建项目主要为技术改造、节能环保改造项目。在建工程科目中金额较大的为烟气治理及资源综合利用项目、废水处理、资产改造及资源综合利用项目，上述项目合计金额5.10亿元，已投资金额4.54亿元，公司在建工程支出压力小。

整体看，公司目前无大型投资计划，主要在建项目为改造项目，资本支出压力小。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2016—2018年财务报告，亚太（集团）会计师事务所对上述报告进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2019年1－9月财务报告未经审计。

截至2018年底，公司合并资产总额196.44亿元，所有者权益合计83.73亿元（无少数股东权益）；2018年公司实现营业收入323.17亿元，利润总额6.20亿元。

截至2019年9月底，公司合并资产总额207.76亿元，所有者权益81.43亿元（无少数股东权益）；2019年1—9月，公司实现营业收入228.55亿元，利润总额3.17亿元。

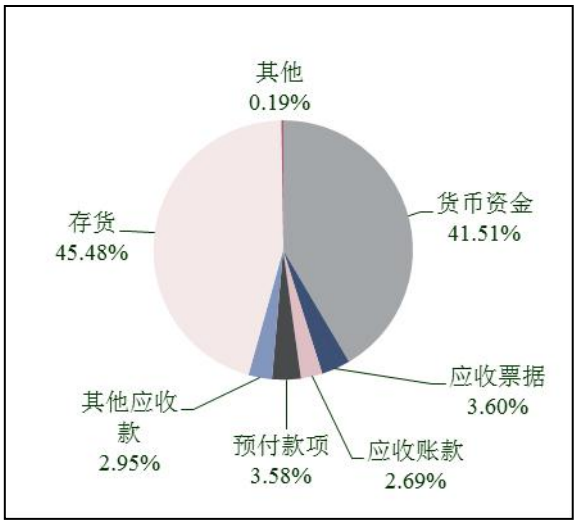
2. 资产质量

截至2018年底，公司合并资产总额196.44亿元，其中流动资产合计占67.05%，非流动资产合计占32.95%。流动资产比重较上年底略有下降。公司资产构成以非流动资产为主，主要为公司货币资金与存货金额较大所致。

流动资产

截至2018年底，公司流动资产为131.71亿元，较上年底下降1.23%，主要由货币资金（占41.51%）和存货（占45.48%）构成。

图4　截至2018年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告

截至2018年底，公司货币资金54.68亿元，较上年底增长3.14亿元。其中，其他货币资金主要为信用证保证金，融资保证金和定期存款，为公司的受限货币资金，占比为78.36%。剔除信用证保证金，公司非受限货币资金为11.83亿元。公司货币资金受限占比高。

截至2018年底，公司应收账款为3.54亿元，较上年底增长27.73%，应收账款占公司流动资产的2.69%。近三年公司应收账款占流动资产比例较低，主要由于公司的主要产品阴极铜和硫酸一般采取款到发货的销售模式，应收账款较少。公司应收账款对象主要为香港鸿润国际控股有限公司，近三年对其应收账款金额占总应收账款的80%以上。香港鸿润国际控股有限公司同时为公司上游原料主要供应商，当铜价格国外高于国内时，公司可以进口铜精矿时在海关备案为加工贸易模式，即生产出来的阴极铜销售给上游供应商并赚取加工费、免除海关税，故与上游原料供应商产生较大规模应收账款。公司实际控制人刘学景先生家族成员刘志明先生为香港鸿润国际控股有限公司董事，与公司存在高级管理人员关联。

表 6　2018 年底公司应收账款客户情况

（单位：万元、%）

单位名称	金额	占比
香港鸿润国际控股有限公司	34899.75	98.65
江苏百灵衡器制造有限公司	330.40	0.94
安徽鑫佳铜业有限公司	145.94	0.41
合计	**35376.08**	**100.00**

资料来源：公司财务报告

截至 2018 年底，公司其他应收款为 3.88 亿元，较上年底下降 63.40%，主要为公司关联方的短期经营性借款减少所致。前五位欠款单位欠款金额占其他应收款余额的 93.10%，其中对关联方山东祥光集团有限公司其他应收款 2.52 亿元，其余主要为公司套期保值业务向期货公司缴纳的期货保证金、购买货物时提交的保证金等。

截至 2018 年底，公司存货规模为 59.90 亿元。其中，在产品 29.50 亿元（占 49.25%，主要为双闪炉投料、电解生产线上阳极板等）、半成品 12.93 亿元（占 21.59%，主要为阳极板）、原材料 13.63 亿元（占 22.76%，主要为铜精矿），库存商品余量较少，产品销售情况良好。公司采用套期保值的方法规避价格波动风险，保证存货的价值安全，未计提存货跌价准备。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产为 64.73 亿元，较上年底下降 0.95%，变化不大。

截至 2018 年底，公司长期股权投资 15.70 亿元，较上年底增长 3.42%，系公司确认对香港祥光国际控股有限公司和新凤祥财务有限有限公司投资收益 0.52 亿元所致。

截至 2018 年底，公司固定资产原值 71.57 亿元，累计折旧合计 28.18 亿元，净值为 43.38 亿元，较上年底保持稳定，主要由房屋建筑物和机械设备构成。公司未计提固定资产减值准备。

截至 2018 年底，公司在建工程为 2.34 亿元，公司无新建固定资产投资项目，在建工程主要是技术及设备改造项目，金额均相对较小。截至 2018 年底，公司无形资产净值 3.31 亿元，较上年底增长 28.52%，主要系土地使用权及软件增加所致。

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额 207.76 亿元，较 2018 年底增长 5.76%。公司流动资产合计 138.98 亿元，较 2018 年底增长 5.52%。

其中，受限货币资金 49.15 亿元，较 2018 年底增长 14.70%，占公司货币资金的 78.04%，受限比例高；应收票据、应收账款分别为 5.53 亿元和 5.28 亿元，分别较 2018 年底增长 16.59%和 49.17%；其他应收款 4.33 亿元，较 2018 年底增长 11.58%。同期，公司非流动资产合计 68.79 亿元，较 2018 年底增长 6.26%，主要由于公司增加对新凤祥财务有限公司资本金 4.75 亿元带动长期股权投资的增长。

跟踪期内，公司资产规模波动增长，结构仍以流动资产为主，其中货币资金和存货占比高，但由于保证金比例高，公司资产流动性一般；公司应收类款项集中度高；与关联企业间款项往来较多。整体看，公司资产整体质量一般。

3. 负债和所有者权益结构

所有者权益

截至2018年底，公司所有者权益为83.73亿元，较上年底增长6.83%，主要由于未分配利润的增长。截至2018年底，公司所有者权益由实收资本（占56.49%）、资本公积（占2.62%）、盈余公积（占4.63%）和未分配利润（占36.26%）构成。

截至2019年9月底，公司所有者权益合计81.42亿元，较2018年底下降2.75%，主要系公司于2019年8月对股东分红5.00亿元所致，所有者权益结构较2018年底变化不大。

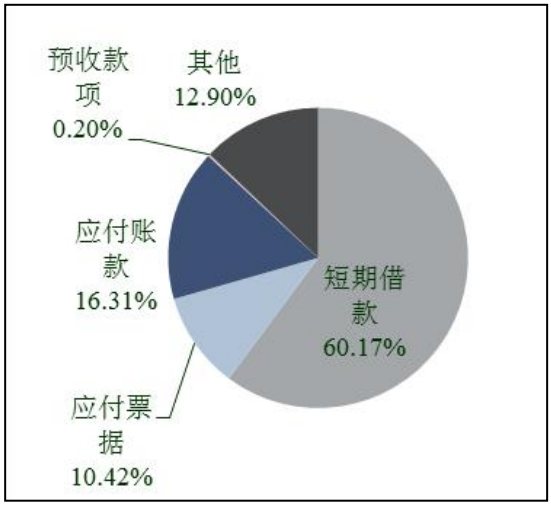
总体看，公司所有者权益规模较为稳定，权益稳定性尚可。

负债

截至2018年底，公司负债总额112.71亿元，较上年底下降6.32%，其中流动负债占78.86%，负债结构以流动负债为主。

2018年，公司流动负债规模由96.32亿元降至88.88亿元，主要由短期借款（占60.17%）、应付票据（占10.42%）和应付账款（占16.31%）构成。

图5 截至2018年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司财务报告

截至2018年底，公司短期借款为53.48亿元，较上年底增长14.71%，主要原因是2018年上半年公司兑付10亿元的超短期融资券及10亿元的中期票据，为了补充流动资金增加了短期银行借款。截至2018年底，公司质押借款、抵押借款、保证借款和信用借款占比分别为24.11%、35.26%、31.45%和9.18%。公司的流动资金需求由偿还进口押汇，水电费，备品备件，人员工资，辅料费用，废渣铜等部分组成，年资金需求约83.00亿元，其中偿还进口押汇约72.00亿元，水电费约4.50亿元，人员工资1.50亿元，备品备件1.20亿元，辅料0.70亿元，采购废杂铜等4.00亿元，每年约用短期借款解决50.00亿元，其余通过自有资金、销售回款补足。公司短期债务结构及需求相对稳定。

截至2018年底，公司应付票据为9.27亿元，较上年底增长2.94%，主要是采购阴极铜、阳极板开出的银行承兑汇票增加所致。截至2018年底，公司应付账款为14.50亿元，较上年底增长2.92%，主要为3个月以内的的应收账款（占比99.21%）。公司应付账款主要是应付铜精矿货款，增加的主要原因是报表时点铜精矿入库，但是信用证未到期的款项，另外近年来随着铜价格的上涨，原材料采购金额增加所致。截至2018年底，公司应付账款前五名客户应付账款占比合计90.01%，其中又以香港祥光国际控股有限公司（占应付账款总额85.94%）

为主。

公司其他流动负债全部为超短期融资券，截至2018年底为7.50亿元，分别为公司发行的2.5亿元“18阳谷祥光SCP001”和5.00亿元“18阳谷祥光SCP002”。

截至2018年底，公司非流动负债为23.83亿元，较上年底下降0.70%，构成为长期借款及应付债券。其中，截至2018年底公司长期借款13.83亿元，较上年底增加9.83亿元，主要为公司收到国家开发银行山东省分行贷款8.00亿元。公司长期借款中项目融资借款2.40亿元，中期流动资金贷款11.43亿元。同期，公司应付债券余额为10.00亿元，主要为公司于2016年发行的“16阳谷祥光MTN001”（已根据到期时间，调整至短期债务核算），该债券已于2019年3月22日完成兑付。

图6　公司债务负担情况



资料来源：公司财务报告

有息债务方面，公司债务以短期债务为主，2016－2018年，公司全部债务持续下降，截至2018年底为94.07亿元，较上年底下降4.32%，其中短期债务占比85.30%，债务结构有待改善。债务指标方面，近三年公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率均持续下降，三年均值分别为17.18%、52.91%和57.38%；截至2018年底分别为14.18%、52.91%和57.38%。整体看，2018年公司债务负担有所减轻，债务结构有待改善。

截至2019年9月底，公司负债合计126.33亿元，较2018年底增长12.09%。其中流动负债101.82亿元，较2018年底增长14.56%，主要由于应付票据、预收款项、一年内到期的非流动负债以及其他流动负债的增长。其中，应付票据增长主要由于铜贸易业务规模扩张，承兑汇票结算占比提高；预收账款增长主要由于客户提前支付的阴极铜款项增加，其中中色奥博特铜铝有限公司预付款2.81亿元，占预付账款总额的66.30%。同期，公司非流动负债为24.51亿元，较2018年底增长2.86%，全部为2~3年期的长期借款，主要包括中国进出口银行山东分行6.00亿元、东方会理银行3.44亿元、国家开发银行山东省分行8.00亿元、法国外贸银行7.77亿元。截至2019年9月底，公司全部债务为104.93亿元，较2018年底增长11.54%，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率比率分别为23.14%、56.31%和60.81%，2019年前三季度债务负担较2018年底有所回升。

总体看，公司负债水平基本合理，但有息债务规模较大，短期债务占比高，债务结构有待改善。

4. 盈利能力

2018年，公司实现营业收入323.17亿元，同比下降4.42%，主要系公司铜贸易业务规模下降所致；实现营业利润率4.24%，同比上升0.32个百分点。

2018年，公司期间费用规模变化不大，为8.41亿元，占营业收入的2.60%，公司成本费用控制能力好。

公司利润总额持续增长，2018年为6.20亿元，同比增长4.38%，但由于权益规模增长，公司总资产收益率和净资产收益率均同比下降，2018年分别为6.45%和6.39%。

图 7　公司主要盈利指标情况



资料来源：公司财务报告

2019 年 1－9 月，公司实现收入 228.55 亿元，为 2018 年全年收入的 70.72%；实现利润总额 3.17 亿元，为 2018 年全年的 51.19%，营业利润率为 3.96%，整体盈利能力较弱。

总体看，跟踪期内，公司经营较为稳定，铜贸易业务规模对公司收入及利润水平影响较大，公司整体盈利能力仍较弱。

5. 现金流及保障

公司经营活动产生的现金流量较为稳定，2018 年，公司经营活动现金流量收支分别为 372.39 亿元和 356.96 亿元，分别同比下降 1.99%和 1.15%，主要由于铜贸易业务量减少。2018 年，公司经营活动现金流量净额 15.43 亿元，同比下降 18.09%。从收入实现质量来看，2016－2018 年，公司现金收入比分别为 113.75%、111.90%和 114.70%，公司收入实现质量较高。

公司投资活动较少，2018 年，公司无投资活动现金流入；同期，现金流出 1.92 亿元，同比下降 79.11%，主要由于 2017 年公司新增对新凤祥财务有限公司的投资 8.70 亿元，但当期无此投资。2018 年，公司投资活动现金净流出全部为购建固定资产、无形资产等支付的现金，投资压力小。

2018 年，公司筹资活动前现金表现为净流入 13.51 亿元，经营活动现金流入足以覆盖投资活动现金流出，公司筹资压力小。2018 年，公司筹资活动现金收支同比变化不大，净流出 11.48 亿元。

2019 年 1－9 月，经营活动现金流入量和净流量分别为 241.03 亿元和 10.04 亿元，分别同比下降 9.23%和 9.37%；同期，公司投资活动现金流量净额-6.18 亿元，净流出规模较 2018 年增长较快，主要由于公司增加对新凤祥财务有限公司的投资 4.75 亿元；2019 年前三季度，公司筹措资金规模高于还款规模，导致全部债务小幅增长，但由于公司 2019 年 8 月对股东分红 5.00 亿元，筹资活动现金流净额-1.98 亿元，表现为净流出。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流状况良好，收入实现质量好；无重大对外投资，筹资压力小。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016－2018 年，公司流动比率和速动比率波动下降，三年均值分别为 147.01%和 79.68%；截至 2018 年底分别为 148.19%和 80.79%，同比分别上升 9.75 个百分点和 7.42 个百分点；截至 2019 年 9 月底公司流动比率和速动比率分别为 136.49%和 78.97%。2016－2018 年，公司经营现金流动负债比率分别为 12.24%、19.56%和 17.36%。近三年，公司非受限现金类资产短期债务比分别为 0.13 倍、0.15 倍和 0.21 倍。公司短期偿债能力指标尚可，但由于短期债务占比较高，存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2016－2018 年，公司 EBITDA 利息倍数有所上升，分别为 2.42 倍、2.45 倍和 2.55 倍；全部债务/EBITDA 倍数持续下降，分别为 6.64 倍、6.29 倍和 6.02 倍；公司长期偿债能力指标尚可。总体看，公司整体偿债能力尚可。

截至 2019 年 9 月底，公司对外担保余额 2.67 亿元，担保比率为 3.28%，为对山东凤翔股份有限公司提供的担保。被担保公司山东凤祥股份有限公司为公司关联企业，目前经营正

常。

截至 2019 年 9 月底，公司共获得各类银行授信额度合计 303.30 亿元，已使用额度 234.84 亿元，尚未使用额度 68.46 亿元，公司间接融资渠道较通畅。

7. 存续期内债券偿还能力

截至本报告出具日，公司经联合资信进行评级的存续短期融资券2只，为“19阳谷祥光CP001”和“19阳谷祥光CP002”，合计余额7.50亿元。

截至2018年底公司剔除受限资金的现金类资产为16.58亿元，截至2019年9月底为19.36亿元，分别为“19阳谷祥光CP001”和“19阳谷祥光CP002”合计余额7.50亿元的2.21倍和2.58倍。2018年，公司经营活动产生的现金流入量为372.39亿元，为“19阳谷祥光CP001”和“19阳谷祥光CP002”合计余额7.50亿元的49.65倍。2018年，公司经营活动产生的现金流量净额为15.43亿元，为“19阳谷祥光CP001”和“19阳谷祥光CP002”合计余额7.50亿元的2.06倍。总体看，公司非受限现金类资产和经营活动产生的现金流量对“19阳谷祥光CP001”和“19阳谷祥光CP002”的保障能力强。

8. 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，截至 2019 年 10 月 24 日，公司无未结清不良信贷信息记录，已结清债务中有 4 笔欠息、30 笔关注类贷款、4 笔关注类贸易融资、1 笔关注类保理和 1 笔关注类贴现，均为银行系统问题或公司贷款到期后正常办理借新还旧导致，并非公司恶意拖欠造成，过往债务履约情况良好。

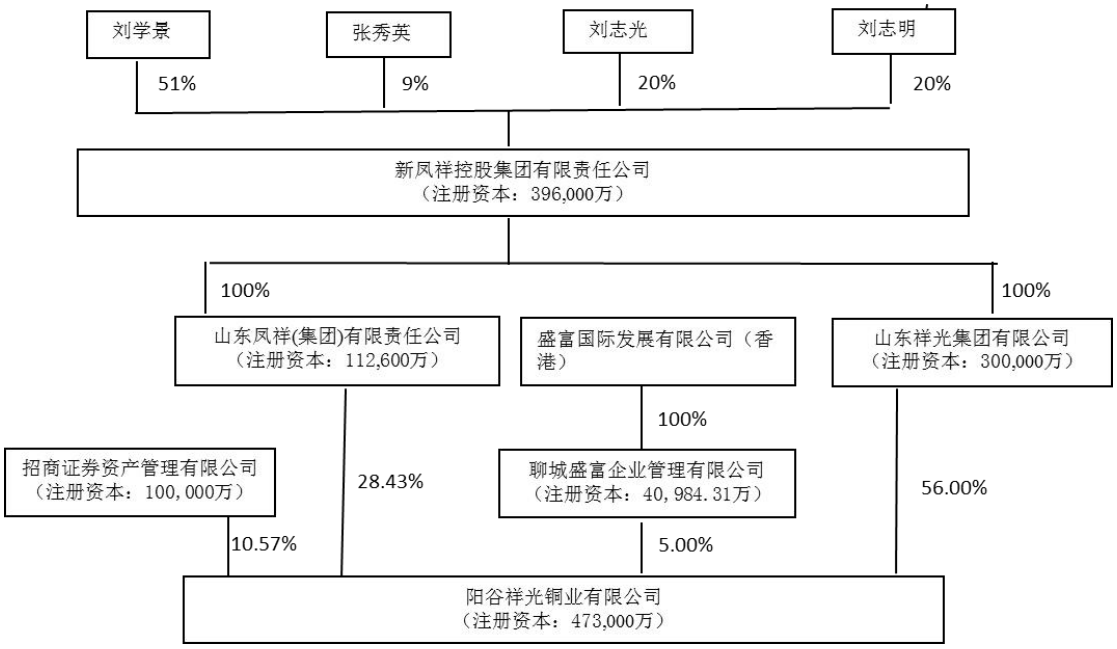
9. 抗风险能力

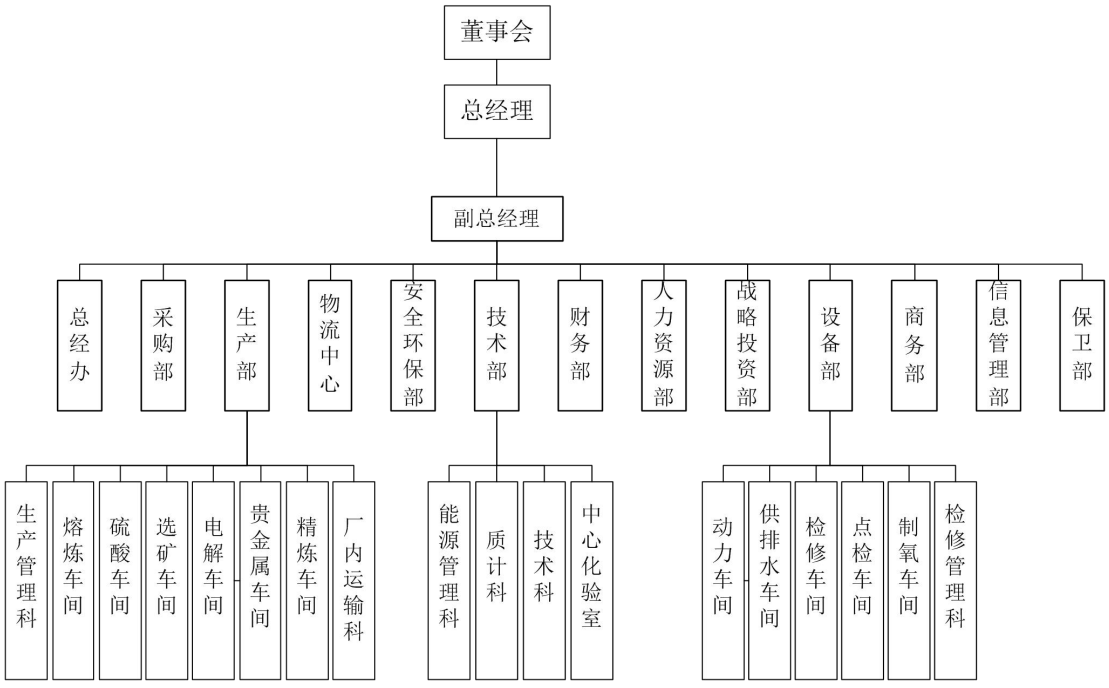
公司作为专业从事铜冶炼的企业，品牌知名度高，产能规模处于行业前列，技术水平较高，产品销售渠道畅通，近年来公司经营保持稳定。整体看，公司抗风险能力强。

十、结论

综合评估，联合资信确定维持阳谷祥光铜业有限公司的主体长期信用等级为 AA，并维持“19 阳谷祥光 CP001”和“19 阳谷祥光 CP002”的信用等级为 A-1, 评级展望为稳定。

附件 1　截至 2019 年 9 月底公司股权结构图及组织结构图





附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	51.68	54.29	59.42	68.51
资产总额(亿元)	192.08	198.70	196.44	207.76
所有者权益(亿元)	73.27	78.38	83.73	81.43
短期债务(亿元)	71.24	84.32	80.24	80.42
长期债务(亿元)	32.90	14.00	13.83	24.51
全部债务(亿元)	104.14	98.32	94.07	104.93
营业收入(亿元)	321.12	338.10	323.17	228.55
利润总额(亿元)	5.89	5.94	6.20	3.17
EBITDA(亿元)	15.69	15.62	15.62	--
经营性净现金流(亿元)	10.51	18.84	15.43	10.04
财务指标				
销售债权周转次数(次)	48.58	52.15	46.83	--
存货周转次数(次)	5.26	5.26	5.04	--
总资产周转次数(次)	1.70	1.73	1.64	--
现金收入比(%)	113.75	111.90	114.70	104.93
营业利润率(%)	4.34	3.92	4.24	3.96
总资本收益率(%)	6.48	6.50	6.45	--
净资产收益率(%)	6.84	6.52	6.39	--
长期债务资本化比率(%)	30.99	15.16	14.18	23.14
全部债务资本化比率(%)	58.70	55.64	52.91	56.31
资产负债率(%)	61.85	60.55	57.38	60.81
流动比率(%)	156.91	138.44	148.19	136.49
速动比率(%)	86.38	73.37	80.79	78.97
经营现金流动负债比(%)	12.24	19.56	17.36	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.42	2.45	2.55	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.64	6.29	6.02	--

注：2019年1—9月财务数据未经审计；2016－2019年9月底，公司非受限现金类资产分别为9.46亿元、12.40亿元、16.58亿元和19.36亿元；将公司其他流动负债中的有息债务调整至短期债务；将2017年底和2018年底应付债券中一年内到期的有息债务调整至短期债务

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

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，银行间债券市场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。

级别设置	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。联合资信评级展望设置及含义如下：

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