

信用等级公告

联合[2012] 292 号

联合资信评估有限公司通过对阳谷祥光铜业有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

阳谷祥光铜业有限公司
主体长期信用等级为
AA⁻

特此公告。



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）与阳谷祥光铜业有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与阳谷祥光铜业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，未因阳谷祥光铜业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阳谷祥光铜业有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、阳谷祥光铜业有限公司主体长期信用等级自 2012 年 5 月 10 日至 2013 年 5 月 9 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

二零一二年五月十日

评级业务专用章

阳谷祥光铜业有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：AA⁻
评级展望：稳定
评级时间：2012 年 5 月 10 日

财务数据

项目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 3 月
资产总额(亿元)	78.98	108.47	154.55	158.66
所有者权益(亿元)	28.89	39.80	59.08	60.05
长期债务(亿元)	21.69	33.79	40.17	39.77
全部债务(亿元)	50.08	68.89	96.06	101.86
营业收入(亿元)	67.81	142.85	248.96	58.63
利润总额(亿元)	2.34	3.18	4.00	1.08
EBITDA(亿元)	6.59	8.19	12.67	-
营业利润率(%)	9.52	5.45	4.56	6.42
净资产收益率(%)	6.92	7.31	5.82	-
资产负债率(%)	63.43	63.31	61.77	62.15
全部债务资本化比率(%)	63.42	63.38	61.92	62.91
流动比率(%)	119.03	167.70	180.25	174.55
全部债务/EBITDA(倍)	7.60	8.41	7.58	-
EBITDA 利息倍数(倍)	2.49	2.83	2.08	-

注：2012 年一季度财务数据未经审计。

分析师

刘新宇 陈 明
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”）对阳谷祥光铜业有限公司（以下简称“公司”或“祥光铜业”）的评级，反映了公司作为国内大型铜生产企业之一，所具备的领先技术装备水平及持续的股东支持等方面的综合优势。同时联合资信也注意到公司原材料对外依赖度高、债务负担重及营运资金需求增加等因素对其经营及信用水平带来的不利影响。

公司建设的 40 万吨阴极铜二期工程已经投产，未来随着产能的逐步释放，公司收入利润水平将有所提高。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 随着中国经济的持续快速发展，电力、电子电气、机械等产业带动了铜产品的需求增长，铜加工行业发展势头良好。
2. 公司采用世界最先进的“闪速熔炼、闪速吹炼”炼铜技术，技术装备水平处于行业领先地位，节能、高效、环保技术特点明显。
3. 公司作为国内大型电解铜生产企业之一，现有产能已达 40 万吨，具有一定规模优势。
4. 公司股东近年来连续增资，对公司支持力度大。

关注

1. 公司尚无自有矿山，原材料对外依赖性较大。
2. 公司债务负担较重，盈利能力有待提升。
3. 公司业务规模扩张导致营运资金需求增加，存货占比大。

一、主体概况

阳谷祥光铜业有限公司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。经过多次增资及扩股,截至2011年底,公司注册资本473000万元,实收资本473000万元,股东及持股比例为:阳谷宏祥投资有限公司出资264880万元,持股56%;凤祥集团出资184470万元,持股39%;聊城盛富企业管理有限公司出资23650万元,持股5%,该股东为私募投资者。股东阳谷宏祥投资有限公司和凤祥集团法人均为刘学景先生,公司实际控制人为刘学景先生。

公司主要从事有色金属、贵金属、有色金属合金及相关副产品的冶炼、压延、加工与深加工、销售业务,是国内大型的铜生产企业之一。

公司下设总经办、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、设备部、商务部、信息管理部和保卫部,现有员工1685人。

截至2011年底,公司资产总额154.55亿元,所有者权益合计59.08亿元;2011年公司实现营业收入248.96亿元,利润总额4.00亿元。

截至2012年3月底,公司资产总额158.66亿元,所有者权益合计60.05亿元;2012年1~3月公司实现营业收入58.63亿元,利润总额1.08亿元。

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。

二、行业分析

公司以阴极铜产品的生产和销售为主营业务。

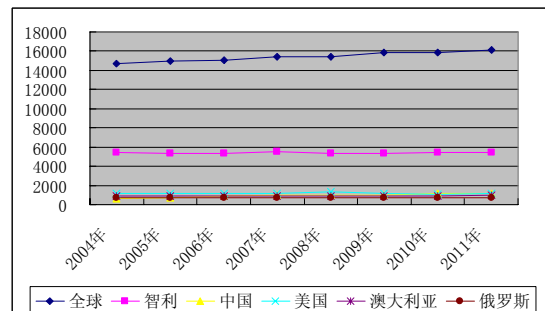
1. 行业现状

铜是重要的工业原材料,因其良好的热导率、电导率、耐腐蚀性、延展性等特性,被广泛的用于电气设备、机械制造、电子信息、国防工业、日用消费品、建筑等领域。其在中国有色金属材料的消费中仅次于铝,在电气、电子工业中应用最广、用量最大,约占总消费量一半以上。

(1) 世界铜工业

根据美国地质调查局美国地质勘探局近期公布数据显示:铜储量最多的国家依序是智利、秘鲁、墨西哥、印度尼西亚、美国、中国、波兰。

图1 全球主要国家铜矿产量情况(单位:亿吨)



资料来源:wind 资讯

随着世界经济的不断发展,铜在工业和生活中的作用愈来愈大,然而铜矿产资源有限,需求却在不断增大,催生了铜矿开采技术的不断提高,2011年全球铜矿产量1.6亿吨,与2001年相比铜矿产量增长了18%,其中智利、中国、美国、俄罗斯和澳大利亚铜矿产量占全球产量的58.26%,仅智利铜矿占总产量的33.66%,中国只占总产量的7.39%。

随着铜矿开采技术的提升,铜矿的冶炼能力在逐步增强,近年来精炼铜的产量和消费量增长趋势明显(见表1)。2011年全球精炼铜产量1963万吨,相比2000年增长32.89%,消费量则比2000年增长32.06%。从产量和消费量总体来看,精炼铜供需相对平衡,2010年和2011年精炼铜供应缺口分别为37万吨和35万吨。

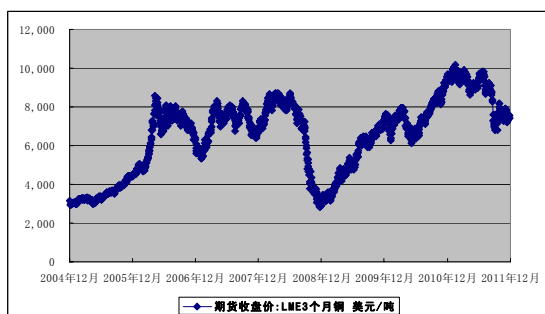
表 1 近年来铜的产量和消费量

年份	全球精炼铜产量 (万吨)	全球精炼铜消费量 (万吨)
1998	1406.70	1346.50
1999	1454.50	1427.80
2000	1477.20	1513.60
2001	1563.80	1494.90
2002	1535.40	1523.10
2003	1527.20	1571.40
2004	1591.80	1683.80
2005	1657.20	1667.40
2006	1729.10	1703.40
2007	1793.30	1819.60
2008	1824.10	1805.40
2009	1825.30	1808.80
2010	1899.80	1937.50
2011	1963.00	1998.80

资料来源: wind 资讯

从铜价走势来看, 2000 年以来, 铜价呈波动上涨的趋势, 2008 年金融危机的爆发使得铜需求量下降, 铜价降幅最大, 在全球经济形势逐渐好转的情况下, 铜价也逐渐恢复到正常水平。从长远来看, 铜的稀缺性以及铜的金融属性决定其价格受市场心理及市场资金影响显著, 精铜供需相对平衡, 短期内不存在严重供不应求的状况, 国际铜价长期高位运行的可能性不大。

图 2 2004 年~2011 年 LME3 个月铜期货收盘价



注: LEM 单位: 美元/吨

资料来源: wind 资讯

(2) 中国铜工业

从新中国成立后, 中国铜工业在相当长的时期内受到国家的高度重视, 并被列为优先发展的产业, 但受国内资源和技术水平的限制, 中国铜工业发展缓慢。近十年, 随着中国经济

的持续快速发展, 电力、电子电气、机械等产业带动了铜产品的需求增长, 中国铜工业保持着快速发展的势头。中国铜冶炼企业主要集中在江西、安徽、云南、湖北等省份, 近年来, 部分重点大型冶炼企业通过技术改造或新(扩)建项目等方式提高了冶炼能力, 在经济增长和铜价高涨两层因素的刺激下, 产能得以充分发挥。

中国铜资源特点是: ①矿床规模小: 大型矿床仅占 2.7%, 中型矿床占 8.9%。储量在 500 万吨以上的矿床有江西德兴铜矿 524 万吨和西藏玉龙铜矿 650 万吨。②矿石品位低: 中国铜矿储量的平均品位为 0.87%。储量 200 万吨以上的矿床, 品位大都在 1%以下。斑岩铜矿床的平均品位为 0.55%, 低于智利, 秘鲁的 1.0%-1.6%; 砂页岩型铜矿床的平均品位 0.5%-1%, 低于刚果, 赞比亚, 波兰的 2%-5%。③共伴生矿多: 中国共伴生铜矿区达 187 处, 占有同矿区的比例为 13.11%。④矿体复杂, 开采成本高: 探明的矿体中有相当一部分是“呆矿”, 可利用的铜矿山 354 处, 查明储量 1504 万吨以目前国内产能计算, 铜资源储量静态保证年限不足 5 年。

中国铜资源人均储量相当于世界人均水平的 18%。据国家发改委预测, 到 2020 年, 中国铜资源可供储量的保障程度为 27.4%, 铜矿资源相对贫乏。

中国是世界上铜消费最大的国家, 但 2011 年中国铜矿产量只占全球总产量的 7.39%, 因此大量的铜原材料依赖进口。2011 年, 中国累计进口铜 1513.48 万吨, 其中铜精矿、废铜、精炼铜分别占比 45.13%、30.97%、18.74%, 主要原产地为智利、秘鲁、美国和澳大利亚。

近年来, 中国铜冶炼技术发展迅速, 引进了奥托昆普闪速熔炼、奥斯麦特顶吹熔炼、艾萨顶吹熔炼、诺兰达熔炼等世界先进的铜冶炼技术和装备, 提高了资源利用效率, 增加了企业的市场竞争力。另外, 铜价及铜精矿加工费的快速提高为铜冶炼行业带来了丰厚的利润,

这极大地刺激了国内铜冶炼能力的扩张。国家统计局数据显示，2011年中国精炼铜产量517.90万吨，同比增长13.25%；中国精炼铜消费量730万吨，同比增加7%，中国铜行业需求仍然较大。

近年来，国家经济发展带动了基础设施建设、电力工程等铜下游行业的发展，使铜的需求逐步加大。

2. 行业关注

铜的供需

铜的需求主要体现在消费量上，而铜产业链的发展则是影响消费量的主要因素。80年代中期，美国、日本和西欧国家的铜消费中，电气工业所占比重最大，而进入90年代后，建筑业中管道用铜大幅增加，成为铜消耗量最大的类别，因此美国的住屋开工率也就成了影响铜价的因素之一。目前中国电力、家电、交通运输、建筑等行业的持续增长，对铜的需要依然旺盛，未来的发展仍有巨大的市场空间。

资源、能源、原辅材料等情况

铜精矿是铜生产的主要能源，是中国铜行业发展的瓶颈问题。据中国海关统计，2011年中国铜精矿自给率由1995年的80%下降到25%左右。煤、电、油等能源及原辅材料价格继续走高，将增加生产成本，使企业经济效益下滑。但由于硫酸市场价格较好，将部分弥补铜冶炼的亏损。另外铜加工产业投资加大，铜冶炼技术逐渐提升，也值得进一步关注。

3. 行业政策

近年来，针对铜行业的发展情况，国家相继出台了一些产业政策、进出口政策和税收等宏观调控政策。主要有：

产业政策：

《国务院关于转发发展改革委等部门关于制止铜冶炼盲目投资若干意见的通知》（国办发[2005]54号）：针对铜精矿短缺，铜冶炼投资增长过快等情况，促进铜工业持续健康发展，提出了清理整顿项目、强化产业政策和市场准入管理、调整相关经济政策、淘汰落后生产能力等意见。

《铜冶炼行业准入条件》（发改委公告2006年第40号）：依据国家有关法律法规和产业政策，从企业布局、项目规模、资金状况、工艺和装备、能源消耗、资源综合利用、环境保护、安全生产与劳动卫生以及监督管理等方面规范铜冶炼行业的投资行为，以制止盲目投资和低水平重复建设。

《商务部海关总署关于开展铜精矿加工贸易有关问题的通知》（商产函[2009]3号）：允许符合国家发展改革委发布《铜冶炼行业准入条件》的七家大型铜冶炼企业开展进口铜精矿、出口铜及铜产品加工贸易业务。

2011年2月，工信部、科技部、财政部等三部委联合发布《再生有色金属产业发展推进计划》，计划到2015年，中国再生铜占当年铜产量的比例要达到40%。

进出口及税收政策：

《关于控制部分高耗能、高污染、资源性产品出口有关措施的通知》（发改经贸[2005]2595号）：从2006年1月1日起，进口废铜或铜精矿，出口未锻轧铜列入加工贸易禁止类目录，不再审批上述品种的加工贸易合同。

财政部、发展改革委、商务部、海关总署、国家税务总局《关于调整部分商品出口退税率和增补加工贸易禁止类商品目录的通知》（财税[2006]139号）：取消了包括精炼铜在内的17种铜产品加工贸易政策；降低了包括铜管、铜板带在内的50种产品的出口退税率，由13%降低到5%。

海关总署发布2006年第13号公告：自2006年4月10日起，将精炼铜及铜合金的出口暂定税率由5%调至10%；铜材（25个税号下的铜材产品）的出口暂定税率由0%调至10%（临时关税措施，2007年铜材出口暂定税率恢复到0%）。

国务院关税税则委员会《关于调整部分商品进出口暂定税率的通知》（税委会〔2006〕30号）：决定自2006年11月1日起，调整部分进出口商品暂定关税税率。此次出口税率调整涉及到以下铜产品，调整后的暂定税率为：铜矿砂及其精矿，主要含铜的矿灰及残渣10%；铜铈，沉积铜（泥铜），未精炼铜、电解精炼用铜阳极，铜废碎料15%。

商务部、海关总署、环保总局2006年第17号公告《2007年加工贸易禁止商品目录》：将包括精炼铜在内的19种产品列为加工贸易出口禁止类目录。

商务部、海关总署2007年第44号公告《加工贸易限制类商品目录》：将精炼铜条、杆、型及异型材等32种产品列入出口加工贸易限制类目录，东部地区企业从事限制类商品加工贸易，实行银行保证金台账“实转”管理。

国务院关税税则委员会《关于2008年关税实施方案的通知》（税委会〔2007〕25号）：其中增列了高纯铜、高纯镍等税号，暂定出口税率从10%降为5%，并于2008年1月1日起实施。

海关总署《2010年关税实施办法》（2009年第88号），对精炼铜阴极（按重量计铜含量超过99.9935%的）、其他精炼铜阴极、精炼铜阴极型材等实施2010年最惠国税率2%。

4. 行业发展

未来几年，铜冶炼行业的发展趋势为：注重矿山项目的投资开发、冶炼行业的产能扩建由改扩建演变成淘汰落后产能、发展下游高附加值产业链，铜进口贸易市场活跃。

目前，国内铜原料主要依赖进口，且受国际经济形势和自然环境等因素的影响，全球铜精矿供给将进一步趋紧，精铜供给相对增长空间不大。受资源环境约束，并在国家政策导向下，铜冶炼行业联合重组、结构调整、淘汰落后产能步伐将有所加快。中国铜冶炼的落后设备多集中在粗炼环节，如果2012年还会有落

后产能被淘汰，那么中国粗炼产能的实际量会低于预测值。预计产量释放将以需求为导向逐渐回归到合理增长水平，总体供需形势将有所好转。

发展铜行业下游高附加值产业链，铜的需求进一步增大。中国电力企业联合会预计，未来10年中国电力投资达11.1万亿元，这将对铜行业下游电缆行业带来巨大的机遇，从而带动铜产品的需求进一步加大。

因国家经济发展需要，且铜在工业发展中发挥的重要作用，中国对铜的需求维持强劲态势，铜加工行业发展迅速，但无论是铜加工、铜冶炼还是铜矿环节，依靠中国自身的生产并不能完全满足中国终端消费对铜的需求，因此这些环节的进口贸易市场活跃。

综上所述，铜行业前景较好，需求旺盛，若调整好铜原料供给，将进一步提升铜行业景气性。持续增大的需求和基础性战略地位将促进铜行业稳定发展。

三、基础素质分析

1. 企业规模

公司是主导产品阴极铜，副产品（金、银、硫酸）生产和销售的专业化公司，是国内大型的铜生产企业之一。随着公司阴极铜二期工程的投产，现有年生产能力在全国位居前列。

公司生产经营占地1344亩，现有建筑面积30余万平方米。2011年2月山东阳谷祥光生态工业园顺利通过国家生态工业示范园建设规划专家论证。

公司现有阴极铜产能40万吨，二期工程已于2011年5月26日开始试生产。由于2011年一二期工程对接期间停炉2个月，加之对接后为试生产，故现有产能未完全释放，2011年公司完成阴极铜产量26.01万吨，硫酸81.84万吨，黄金产量5340千克，白银产量81700千克。

2. 人员素质

公司高级管理人员 8 人。

公司法人代表、董事长刘学景，1951 年出生，高级经济师，1983 年 3 月至 1985 年 12 月任阳谷县谷山贸易公司经理；1985 年 12 月至 1991 年 9 月任阳谷县植物油加工厂厂长；1991 年 9 月至 1994 年 6 月任阳谷县畜牧实业公司经理；1994 年 6 月发起成立山东凤祥（集团）有限责任公司；2005 年 1 月成立阳谷祥光铜业有限公司。刘学景历任第九、十、十一届全国人大代表，全国优秀企业厂长，全国劳动模范。

公司总经理刘志光，1980 年出生，硕士学历，2005 年 9 月至 2006 年 12 月任阳谷祥光铜业有限公司总经理助理；2009 年 1 月开始任阳谷祥光铜业有限公司总经理。

公司副总经理（商务）陈光照：1955 年出生，澳大利亚籍华人，先后担任澳大利亚 OREMIN PTY LTD. 公司、英国 AUSTMET UK LTD. 公司（原西班牙锌子公司）、德国 MG 公司、瑞士 MARC RICH 公司驻华首席代表，在铜原料贸易、铜期货操作方面具有较丰富的行业经验，主要负责公司商务工作。

公司副总经理（生产、技术）周松林，1961 年出生，高级工程师，享受国务院特殊津贴专家，1982 年开始从事铜冶炼生产技术和管理工作，曾获得国家科技进步一等奖 2 项，获省部级科技进步一等奖 3 项，获省国家专利 12 项，国际专利 2 项等多项荣誉。

公司其他高管均在铜冶炼行业工作多年，行业经验和管理经验丰富。

截至 2012 年 3 月底，公司现有职工 1685 人，其中大专以上学历人员 802 人，占职工总数的 47.59%；从职称结构看，高级职称 38 人，中级职称 140 人，拥有中高级职称员工占员工总数的 10.56%；从年龄结构看，30 岁以下的员工占 55.25%，31 至 50 岁的员工占 41.48%，51 岁以上的员工占 3.27%。

总体看，公司董事长和总经理进入铜冶炼

行业时间较短，但其他高管均具有深厚的专业技术背景和丰富的管理经验；公司员工素质及结构基本符合公司生产经营需要。

3. 技术水平

公司设立了一个中心化验室（获得了国家级实验室认可）、一个研发实验室、两个火法工业试验车间、一个湿法工业试验车间，具备了火法冶炼工艺、湿法冶炼工艺、真空冶金、区域熔炼、粉末冶金、冶金仿真试验模型等现代化的工业试验能力。

公司从事高新技术产品研究开发的技术人员 210 人，学科带头人 6 人，在企业工作三个月以上的外聘教授级以上的行业专家 30 多人。2009~2011 年公司研发投入 2.07 亿元、4.32 亿元和 7.56 亿元，分别占营业收入的比例为 3.05%、3.02%和 3.04%，占比较为稳定。截至 2011 年底公司累计争取到政府资金支持 1190 万元。

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、中国有色金属学会委员单位、中国重有色金属学会委员单位、中国硫酸工业学会委员单位、中国设备管理协会委员单位，并先后与中南大学、北京矿业研究总院、中国瑞林工程公司、昆明贵金属研究所等大专院校、科研院所签订了技术合作协议，不断加强科技合作与交流活动。

公司先后承担了国家火炬计划、国家发改委重大专项、国家发改委节能专项、山东省、市科研攻关计划、山东省火炬计划、山东省科技成果转化重大专项、省经贸委技术创新项目等 12 项国家级和省级课题。目前，公司共申请“一种从铜阳极泥中提取碲的工艺、无噪音环保冰铜粒化工艺”等专利 17 项，其中授权专利 11 项，发明专利 5 项（含一项国际发明专利）。公司主持或参与制定国家标准 12 个，行业标准 7 个。

2011 年，公司科研成果丰硕：“无氧化无还原火法精炼铜工艺”获得 2011 年度山东省专利奖一等奖；《铜冶炼安全生产规范》获 2011 年度全国有色金属标准化技术委员会技术标准二等奖；《高纯碲》获 2011 年度全国有色金属标准化技术委员会技术标准三等奖；《铜渣精矿》获 2011 年度全国有色金属标准化技术委员会技术标准三等奖；公司企业技术中心被山东省经信委认定为“山东省企业技术中心”。

2012 年 2 月 16 日，祥光铜业自主研发的“粗铜无氧化无还原火法精炼工艺及产业化应用”成果荣获 2011 年度山东省技术发明奖一等奖。该奖项的获得实现了聊城市“省技术发明奖”一等奖零的突破。

总体看，公司研发队伍设置合理，科研投入较大，研发成果显著，在同行业中居领先地位。

4. 环境保护

公司立足于发展循环经济，创建资源节约型企业，以资源循环带动经济循环，特别是废水重复利用、废气回收制酸、废渣提取稀散金属的综合利用，对生产过程中产生的“三废”物质进行了综合治理和利用，形成了“环保”、“节能”、“高效”的铜冶炼企业。

环保方面：公司冶炼过程中产生的烟气，在密封的烟道内回收造酸，其中二氧化硫转化率为 99.8%，尾气中硫的总固化率达 99.9%，尾气排放二氧化硫浓度低于 80ppm（国家标准 336ppm），每年少排放二氧化硫 720 吨；水的循环利用率达到 99%，外排废水仅 0.9%，且无重金属排放。公司还投资建立了配套的污水处理中心，将凤祥集团和周边的工业和生活废水处理，集中送往公司作为工业用水，可大大保护和改善当地的生态环境。

2008 年公司一期工程被国家环境保护部授予“国家环境友好工程”（环发[2008]55 号）；2009 年公司被山东省经济和信息化委员会人认定为“资源综合利用企业”；2010 年 12 月被

国家工信部、财政部、科技部列为资源节约型、环境友好型试点企业（第一批）（工信部联节[2010]608 号）。2011 年 2 月国家级阳谷祥光生态工业园成立，将建立生态高效、绿色环保为特色的生态铜产业链。公司今后计划在园区内建设机电拆解园，为公司提供废渣铜原料。

5. 外部环境

公司所在地山东省以及临近的河北省、山西省、河南省、北京市、天津市，目前每年的精铜消费量约为 90 万吨；邻近的江苏省、上海市、浙江省、每年的精铜消费量约为 150 万吨，共计约 240 万吨/年，占中国精铜消费量的比重较大。从国内主要铜业公司的区域位置看，中国主要大型铜冶炼厂大都座落于长江以南，除西北、东北地区以外，长江以北的广大中原地区，山东、河北、山西、河南、北京、天津地区，目前没有大型冶炼厂。公司位于长江以北精铜的消费中心，在产品销售上具有地缘优势，且公司地处京九铁路、济邯铁路、济聊馆高速公路交汇处，交通便利。

公司所在地聊城及周边地区是农业主产区，农业生产需要大量的化肥，而硫酸是生产化肥的主要原料。目前公司的硫酸客户群覆盖了整个山东市场、河北的大部分地区、河南的部分地区，其覆盖地区的硫酸总消耗量大约在 820 万吨，当地硫酸总产量大约在 550 万吨，所缺的硫酸量 270 万吨由进口硫酸和国内其他省份进入补充，其中包括山西阳泉、内蒙赤峰、辽宁葫芦岛、安徽铜陵、江苏张家港等地区硫酸。公司的硫酸客户群的硫酸的总需求量在 130 万吨，目前公司硫酸产品占客户群的硫酸总需求量的 53.85%。硫酸不宜长期存储和长途运输，公司的区域优势使硫酸销售渠道畅通。

公司在聊城地区供电范围内，聊城电厂、阳谷森泉热电厂、阳谷祥光热电厂以及阳谷 220kV 变电站均为公司供电，外部电能供应和供电设施聚能满足公司供电需求。

总体看，公司在铜和硫酸的销售上有地域

优势，供电需求有保证，外部环境较好。

6. 股东背景

公司控股股东阳谷宏祥投资有限公司，成立于 2001 年 12 月，注册资本 8.6 亿元，法定代表人刘学景，主要从事项目投资、资本运作、资产管理等业务。目前，该公司持股 56%。

截至 2011 年底，阳谷宏祥资产总额 155.28 亿元，所有者权益 28.56 亿元。2011 年实现营业收入 248.07 亿元，利润总额 4.00 亿元。

股东凤祥集团成立于 1991 年 10 月，注册资本 11.26 亿元，法定代表人刘学景，是集种禽繁育、商品鸡饲养、饲料加工、肉鸡屠宰分割、禽肉熟制品、调味品、生物制品、乳制品、植物油于一体的综合性企业集团，是农业产业化国家重点龙头企业，其主导产品现已销往 20 多个国家和地区及国内 26 个省市，并成为肯德基、麦当劳等国际快餐集团在中国及东南亚各国主要的鸡肉供应商之一。截至 2011 年底，凤祥集团资产总额 64.74 亿元，所有者权益 26.14 亿元，2011 年实现主营业务收入 47.90 亿元，利润总额 3.22 亿元。

阳谷宏祥投资有限公司和凤祥集团的实际控制人均为公司法人代表刘学景先生，股东对公司的支持体现在整体战略和资金上。2010 年，公司股东对公司进行增资，阳谷宏祥投资有限公司、凤祥集团和聊城盛富企业管理有限公司分别增资 26570 万元、20090 万元、17557 万元，公司注册资本由 252594 万元增加至 316810 万元；2011 年，公司股东再次增资，阳谷宏祥投资有限公司、凤祥集团和聊城盛富企业管理有限公司分别增资 96530 万元、57160 万元、2500 万元，公司注册资本增加至 473000 万元。总体来看，公司股东对公司支持力度较大，具有一定的持续性。

四、管理分析

1. 治理结构

公司按照现代企业制度要求，依据《公司法》和其他法律、法规，建立了现代企业法人治理结构。公司设股东会，是公司的权力机构。公司设董事会，由五名董事组成，董事长为公司的法定代表人，主持股东会和召集、主持董事会会议，督促、检查董事会会议的执行等董事会授予的其他职权；公司设监事会，由三名监事组成，对董事和高级管理人员执行公司职务的行为进行监督。公司设总经理，负责主持公司的生产经营管理工作，并对董事会负责。

总体看，公司法人治理结构健全。

2. 管理制度

为保障公司的正常运转，公司制定了一系列的管理制度，并在实施过程中根据实际情况进行修改、补充、完善。

财务管理方面，公司制定并实施了包括资金管理、存货管理、成本费用、固定资产管理、在建工程管理等一系列内部管理规定，定期对应收帐款、存货、固定资产、在建工程、无形资产等项目进行清理并合理计提资产减值准备。公司财务管理制度较为健全，并能有效实施。

资金管理方面，公司制定了《货币资金及往来结算管理制度》，实行收支两条线资金管理模式，坚持“统借统还、统收统支”的资金管理办法，实行现金收支“年预算、月计划、旬安排、日调度”的管理制度。

生产管理方面，公司最大限度挖掘生产潜力，降低产品成本，确保全年产量、利润等各项指标的完成。公司将生产部目标指标分解到各个车间，将安全、消防、环境保护贯彻到各个责任人，完善细化了生产区域和现场等各个生产环节的管理制度，制度建设较完善，生产管理水平较好。

风险管理方面，公司根据原材料全部进口

和铜价波动较大的特点，在原材料定价上以自然保值为主，在原料供给上坚持“长期合同为主，现货合同补充”的方式，在销售模式上以长期合同为主，在期货操作上遵循套期保值的原则，以稳健的经营理念，规避价格波动风险。

环境保护方面，公司对危险化学品、环境污染检测、“三废”综合治理等方面制定了详尽的管理细则，严格按照管理办法及相关规定执行，不断提升公司的环保指标。

人力资源管理方面，公司改进组织架构，简化岗位划分，实行大工种岗位，优化工作效率；公司实行“以人为本，人尽其才”的管理理念，建立科学的竞争机制、形成内部绩效评价体系，优化薪酬体系和分配机制；公司注重企业文化建设，对员工个人生涯进行指导，并实行三级培训制度。

总体看，公司管理制度建设全面，制度执行较好。

五、经营分析

1. 业务与产品

目前公司主要从事阴极铜、硫酸、金、银等的生产和销售业务。公司年产 40 万吨阴极铜一期工程项目（20 万吨）于 2007 年底进行试投产，2008 年 9 月初步达产，2010 年基本实现了满负荷生产。二期工程于 2011 年 5 月 26 日开始试生产，由于 2011 年一二期工程对接期间停炉 2 个月，加之对接后为试生产，故现有产能未完全释放，2011 年公司完成阴极铜产量 26.01 万吨，硫酸 81.84 万吨，黄金产量 5340 千克，白银产量 81700 千克。

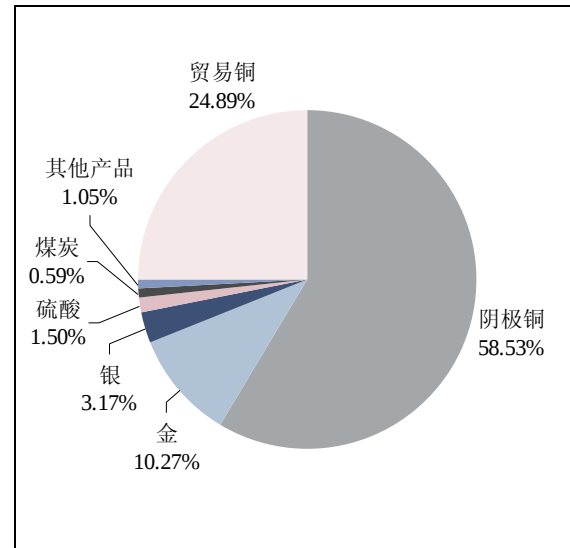
表 2 公司产品产量情况

产品	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 3 月
阴极铜（万吨）	18.01	20.74	26.00	8.44
硫酸（万吨）	63	66.56	81.84	28.04
金（千克）	604	3750	5340	1015
银（千克）	20528	70977	81700	17364

资料来源：公司提供

2009~2011 年公司营业收入增长迅速，年均增长 91.60%，主要因为公司产量提高、市场需求旺盛及铜价上升所致。2011 年，公司实现营业收入 248.96 亿元，从收入构成看，主要来源于阴极铜（见图 4），公司主营业务收入突出。2012 年 1~3 月，公司实现营业收入 58.63 亿元。

图 3 公司 2011 年收入构成状况



资料来源：公司提供

从 2010 年开始，公司外购商品阴极铜进行贸易买卖，赚取差价，2011 年，为了给公司未来产能完全释放后提供稳定的销售渠道，提高市场占有率，公司进一步加大了贸易铜买卖，从海亮金属贸易集团有限公司、上海晋金实业有限公司、上海物资贸易有限公司有色金属分公司等公司共采购贸易铜 10.39 万吨，全部实现销售，贸易铜业务收入占公司营业收入的 24.89%，贸易铜采购和销售结算方式均为现汇。

2. 原料采购

公司的营业成本主要由原材料铜精矿构成。公司无自有矿山，铜精矿全部依赖进口，其中一期项目年需要铜精矿约 76 万吨，二期实现达产后年需要铜精矿约 150 万吨。

近三年铜精矿采购量逐年增大，价格变化幅度较大。2011 年度，公司采购量达 103.08 万吨，采购平均价格较 2010 下降。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）。

表 3 公司铜精矿采购情况

铜精矿	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 3 月底
采购量(万吨)	56.45	72.96	103.08	25.00
采购价格(元/吨)	9961	17437	15246	12680

资料来源：公司提供

目前公司已与马克瑞士贸易公司等多家供应商签订了长期供货合同（如表 4 所示），2011 年度长期合同供应总量在 87.62 万吨，占总采购量的 85%，前五名供应商采购金额合计 115.92 亿元，占总采购量的 73.70%。原材料结算方式为信用证结算，结算周期为 3 个月。目前公司采购基本能够满足生产经营需要。

表 4 2011 年底公司铜精矿前五名供应商情况

供应商	金额 (万元)	占比 (%)
马克瑞士矿业有限公司	445642	28.3
杰德(RBS Sempra metals & Concentrates LLC)	268497	17.08
嘉能可	168918	10.75
托克	168697	10.74
LD	107408	6.83
总计	1159162	73.70

资料来源：公司提供

由于二期项目达产后阴极铜产能将达到 40 万吨，每年需要铜精矿 150 万吨，为保障铜精矿的供给，公司目前正积极开展投资收购海外矿山资源，以确保资源供给，提高产能利用率，有效降低生产成本。另外，公司还通过收购部分股权，以及预付款等贸易手段来进行矿山资源的锁定。

为规避铜价波动风险，公司原材料采购主要采取自然保值^[1]和期货保值两种方法，以自然保值为主的方式，以有效规避价格波动风险。

[1] “自然保值”是为规避原材料价格波动带来的风险，采用锁定结算期的方式，购进原料采用 M+3、M+4（QP 月）的结算周期，保证销售该批次铜精矿所产的产品购、销价期基本一致，做到稳健经营

3. 产品销售

公司销售模式以最终用户直销为主，辅以贸易商面向最终用户销售。公司以大力拓宽销售渠道，开拓最终用户为销售策略，偏重需求量大、生产稳定、盈利能力强的用户，以保持公司产品销售的稳定性。产品定价是以长江有色现货市场和上海有色金属网 1#铜报价为主要的定价参考，严格依照市场供求关系进行定价，有效地利用期货市场对产品进行套期保值锁定利润。公司销售结算一般为现汇。

在明确销售策略和有效销售模式的支持下，近三年公司阴极铜销售年均增长 22.27%，硫酸增长 16.07%，金、银年均增长 277.81%和 120.87%。2011 年，公司销售阴极铜 26.31 万吨、硫酸 82.86 万吨、金 6666 千克、银 84207 千克。

从销售价格上来看，近三年阴极铜，金锭，银和硫酸的价格均呈波动上升的趋势，金、银市场价格上升较快。2011 年阴极铜价格较 2010 年上涨了 10.12%，金锭价格上涨了 22.25%，银的价格上涨了 63.86%，硫酸价格上涨了 14.63%。2012 年 1~3 月，阴极铜、硫酸和银的价格出现一定回落，金价保持稳定。

表 5 近三年公司主要产品销售情况

产品销量	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 3 月
阴极铜(万吨)	17.6	20.59	26.31	7.75
硫酸(万吨)	61.5	63.66	82.86	27.12
金(千克)	467	3781	6666	1014
银(千克)	17262	71341	84207	19359
平均价格(含税)	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 3 月
阴极铜(元/吨)	41850	58777	64723	58699
硫酸(元/吨)	250	458	525	432
金(万元/千克)	22.58	27.09	33.12	34.64
银(万元/千克)	0.31	0.33	0.75	0.66

资料来源：公司提供

2009~2011 年公司营业利润率大幅下降，分别为 9.52%、5.45%和 4.56%，其中 2010 年下降是由于原材料价格大幅上涨所致（见表 3），2011 年利润率下降主要是公司当年阴极铜贸易量加大，而该项业务毛利率较低，所以导

致当年整体营业利润率有所下降,2012年1~3月,公司阴极铜贸易量占比减少,营业利润率恢复至6.42%。

目前,公司主要产品阴极铜覆盖了华北市场(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)。2011年公司产品在华北市场占有率74.63%,华东市场占有率逐步增长,华南和东北市场也在逐步进入。

2009~2011年公司前五大客户变化不大,销售额占总销售的比重在40%以上,2011年为40.5%。2012年1~3月,前五大客户销售额占总销售额的44.36%,主要是常州金源铜业有限公司、天津大无缝铜材有限公司、中色奥博特铜铝业有限公司、全威铜陵铜业科技有限公司、中铝国际贸易有限公司。公司客户较稳定,集中度较高。

4. 经营效率

2009~2011年,公司资产总额年均增长39.88%,所有者权益年均增长43.01%,营业收入年均增长91.60%,利润总额年均增长30.73%。总体看,近三年公司发展较快,增长主要来自主营业务,增长质量好。

2011年公司销售债权周转次数为103.01次,2009~2011年,公司存货周转次数、总资产周转次数不断上升,三年平均值分别为5.04次和1.60次。总体看,公司经营效率尚可。

5. 未来发展

公司未来的发展战略是“开发双重资源,发展多种金属。做大做强冶炼,适度延伸下游”。未来5年,计划做成以铜矿山、铜冶炼、铜加工、多金属回收和废铜回收利用的综合型铜业集团,奠定在国内主板上市的基础。

资源开发方面,公司近年来一直将控制上游铜矿资源作为公司主要战略目标之一,为此组建了专业的团队,进行矿山并购工作。目前

已与欧洲EMED矿业有限公司(EMED Mining Public Limited,以下简称EMED)签署协议,出资1500万美元认购EMED在伦敦AIM市场上为公司定向增发的股票,约占EMED增发后11%的股份,同时取得矿山复产后约占总储量25%的铜精矿供应。EMED拥有西班牙最大的铜矿力拓(Rio Tinto)铜矿100%的股权。此外,母公司山东祥光集团有限公司成立了祥光矿业有限公司,积极开展境外铜矿资源投资开发,部分铜矿已经取得实质性进展。

发展多种金属方面,公司计划建设稀贵金属项目部,项目总投资12880万元,截至2012年3月份已投入2000余万元。建成后将形成:高纯碲20吨/年、二氧化硒100吨/年、精硒30吨/年、精铋260吨/年、铈0.67吨/年、电铅1200吨/年、金银锌壳92吨/年、铂76kg/年、钯482kg/年的生产规模。项目将于2013年建设竣工达产。

做大做强冶炼方面,公司继二期电解车间采用与Mettop公司联合开发并成功采用铜电解平行流技术后,将继续对一期电解车间进行改造,改造后原来的年产20万吨阴极铜提高至30万吨。至此,公司总产能将达到年产60万吨,该项目计划总投资8000万。

总体而言,公司在上游资源开发方面取得实质性进展、产能的进一步扩大和发展多种金属,将一定程度上解决公司原材料自给率低、业务结构单一、盈利能力和稳定性不强等问题,提高公司的抗风险能力。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2009~2011年财务报表经山东舜天信诚会计师事务所有限公司审计,均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2012年3月底财务报表未经审计。

截至2011年底,公司合并资产总额154.55亿元,所有者权益合计为59.08亿元。2011年,

公司实现营业收入248.96亿元，利润总额4.00亿元。

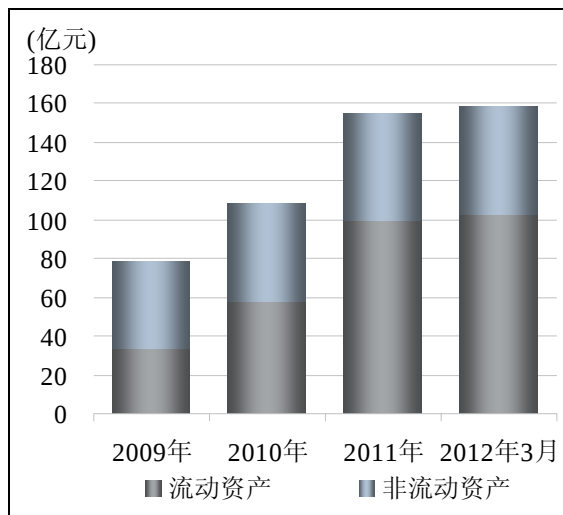
截至2012年3月底，公司资产总额158.66亿元，所有者权益合计60.05亿元；2012年1~3月公司实现营业收入58.63亿元，利润总额1.08亿元。

以下分析以 2009~2011 年年报数据分析为主，2012 年 1~3 月报表数据为补充。

2. 资产质量

2009年~2011年，公司资产规模保持较快增长态势，年均增长39.88%，主要是公司经营规模扩大引起的存货、货币资金，以及阴极铜二期工程项目导致的在建工程增加所致。截至2011年底，公司资产总额154.55亿元，其中流动资产占64.49%，非流动资产占35.51%。截至2012年3月底，公司资产总额158.66亿元，其中流动资产占比 64.73%、非流动资产占比 35.27%。

图4 2009年~2012年3月公司资产构成情况



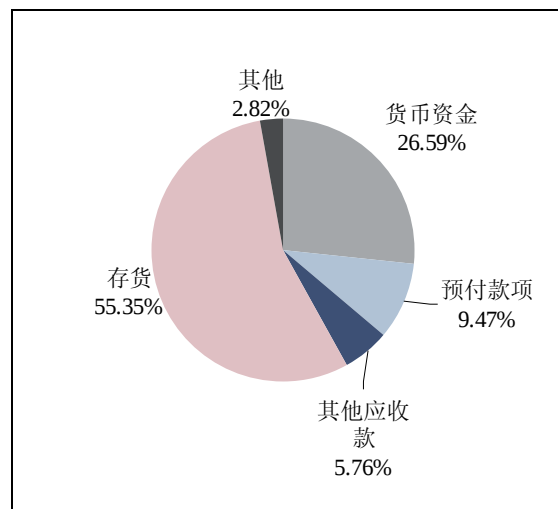
资料来源：公司审计报告

流动资产

2009~2011 年，公司流动资产规模快速增长，年均增速为 71.69%，主要来自货币资金、预付账款和存货的增长。截至 2011 年底，公司流动资产为 99.67 亿元，公司流动资产以货币资金（26.59%）、预付款项（9.47%）、其他

应收款（5.76%）和存货（55.35%）为主。

图5 2011年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2009~2011 年，公司货币资金规模快速增长，年均增长 39.03%，主要是公司为扩张业务规模，筹资活动不断增加所致。截至 2011 年底，公司货币资金 26.51 亿元，主要以银行存款和信用证保证金为主，信用证保证金占比 66.43%，剔除信用证保证金，公司可用货币资金为 8.90 亿元。

2009~2011 年，公司预付账款规模快速增长，年均增长 273.43%，主要是公司二期工程建设的预付款项。截至 2011 年，公司预付账款 9.44 亿元，主要是预付给成都华西工业气体有限公司、山东天圆铜业有限公司、山东天力干燥股份有限公司、青岛创佳铜业有限公司、北方重工集团有限公司工程成套分公司等公司的款项。

2009~2011 年，公司其他应收款增长迅速，截至 2011 年底，公司其他应收款 5.74 亿元，前五名欠款单位欠款金额占其他应收款余额的 10.51%，主要是广发期货有限公司、迈科期货经纪有限公司、鲁证期货有限公司、格林期货有限公司、山东瀚霖生物技术有限公司的应收款，多为期货保证金款。

2009~2011 年，公司存货规模快速增长，年均增速为 72.62%，截至 2011 年底，公司存

货为 55.17 亿元，主要由原材料 7.07 亿元（占 12.82%）、库存商品 3.95 亿元（占 7.17%）、半成品 15.63 亿元（占 28.33%）、在制品 27.54 亿元（占 49.92%）构成。公司采用套期保值和锁定 QP 月等来规避价格波动风险（在财务报表中未体现），以此来保证库存的价值安全，相应也就未计提存货跌价准备。2011 年公司存货较 2010 年增加了 20.63 亿元，主要是公司业务扩张导致的半成品及在制品增加。

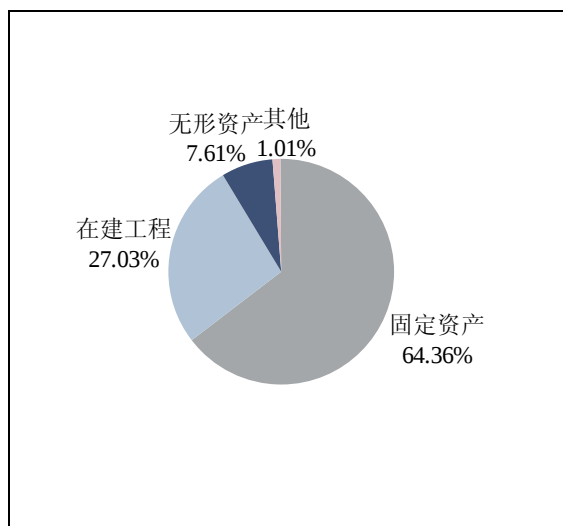
截至 2012 年 3 月底，公司流动资产合计 102.71 亿元，主要以货币资金（占 28.04%）、存货（占 54.40%）和预付账款（占 9.24%）为主。

总体来看，公司流动资产中存货占比大，流动性一般。

非流动资产

2009~2011 年，公司非流动资产增长缓慢，年均增速为 10.22%。截至 2011 年底，公司非流动资产 54.87 亿元，构成主要以固定资产（占 64.36%）、在建工程（占 27.03%）、无形资产（占 7.61%）为主。

图6 2011年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2009~2011 年，公司固定资产基本保持稳定，年均增长-3.01%，由于正常折旧，固定资产有所减少。截至 2011 年底，公司固定资产净额 35.31 亿元，其中机器设备占 57.35%，房屋建

筑物占 30.92%，生产用电气设备占 9.39%，其他为仪表电器、交通运输设备和办公设备。因公司成立时间较短，固定资产无因市价持续下跌，或技术陈旧、损坏、长期闲置等原因导致资产可收回金额低于其账面价值的情况，故公司未计提固定资产减值准备。

2009~2011 年，公司在建工程快速增长，年均增长 170.04%。截至 2011 年底，公司在建工程为 14.83 亿元，主要是公司在建阴极铜二期工程。目前二期项目已经投产，但由于尚未完成结算，因此未转入固定资产。

2010 年和 2011 年，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金所指出的现金分别为 69203.72 万元和 62687.40 万元，分别对应资产负债表中的在建工程和固定资产增加。

2009~2011 年，公司无形资产略有下降，年均下降 2.38%。截至 2011 年底，公司无形资产净值 4.18 亿元，主要是土地使用权。

截至 2012 年 3 月底，公司非流动资产 55.95 亿元，以固定资产（占 62.17%）、在建工程（占 27.78%）和无形资产（占 7.61%）为主。

综合来看，近几年来随着公司生产规模的不断扩大，存货规模迅速增长，带动公司流动资产在总资产中的比重持续提升。目前，公司资产构成以流动资产为主，流动资产以存货为主，流动性一般；非流动资产以固定资产和在建工程为主，符合公司经营特性。资产整体质量较好。

3. 负债及所有者权益

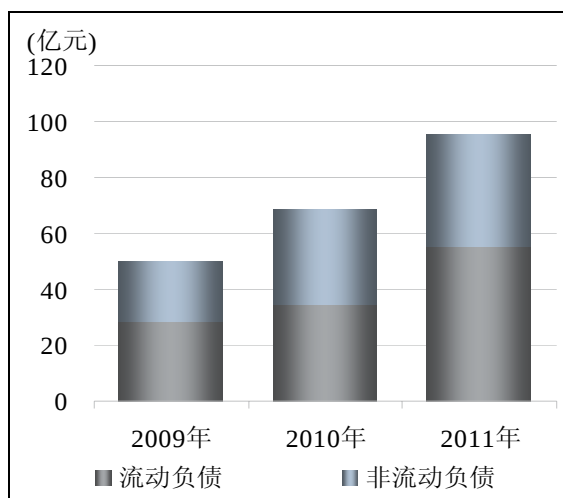
2009~2011 年，公司所有者权益增长较快，年均增速为 43.01%。近三年公司实收资本、资本公积和未分配利润均有所增长，年均增速分别为 36.84%、138.65%、71.97%。2010 年，公司股东对公司进行增资，阳谷宏祥投资有限公司、凤祥集团和聊城盛富企业管理有限公司分别增资 26570 万元、20090 万元、17557 万元，公司注册资本由 252594 万元增加至 316810 万元；2011 年，公司股东再次增资，阳谷宏祥投

资有限公司、凤祥集团和聊城盛富企业管理有限公司分别增资96530万元、57160万元、2500万元，公司注册资本增加至473000万元。截至2011年底，公司所有者权益59.08亿元，主要构成实收资本（占80.06%）、资本公积（占3.71%）、未分配利润（占16.23%），权益构成总体未发生实质性变化。

截至2012年3月底，公司所有者权益60.05亿元，除未分配利润较2011年底略有增长外，其余科目均与2011年相同。总体看，公司所有者权益稳定性较好。

随着近年公司规模的不扩张及在建工程的持续开展，公司负债规模也呈现较快增长趋势，三年年均增长38.05%，主要为流动负债增加所致。负债结构变化不大，仍以流动负债为主。截至2011年底，公司负债总额95.47亿元，其中流动负债和非流动负债分别占57.92%和42.08%。

图7 2009年~2011年负债规模与结构



资料来源：公司审计报告

2009~2011年，公司流动负债规模增长迅速，主要是短期借款和2011年发行短期融资券所致。截至2011年底，公司流动负债为55.30亿元，主要由短期借款（占76.47%）和其他流动负债（占18.08%）组成。

公司短期借款主要为银行借款。由于公司生产规模不断扩大，存货规模相应提高，公司经营活动所需流动资金日趋紧张，近三年公司

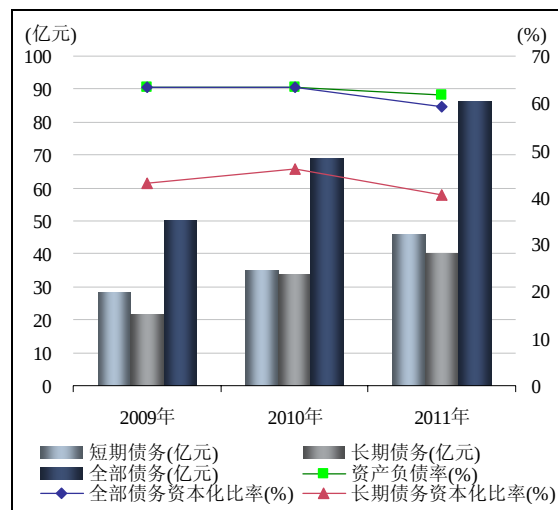
短期借款逐年增长，年均增长23.26%，在流动负债中保持了较高的比重，截至2011年底，公司短期借款42.29亿元，主要是从中国工商银行阳谷支行、中国银行阳谷支行、中国农业银行阳谷支行、法国巴黎银行等银行的借款。

公司其他流动负债主要为2011年发行的短期融资券。公司分别于2011年7月22日、2011年11月2日在银行间债券市场发行了两期短期融资券，发行金额均为5亿元，发行期限为366天。截至2011年底，公司其他流动负债10亿元。

公司非流动负债均为长期借款。近三年年均增长36.10%，截至2011年底，公司长期借款40.17亿元。

近年来，随着公司业务规模的扩张，外部融资规模大幅增长，推动公司全部债务规模迅速提高。2009~2011年，公司债务总额年均增长38.49%；债务构成上仍以短期债务为主。截至2011年底，公司全部债务为96.06亿元，其中短期债务和长期债务分别占比58.18%、41.82%。近三年公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率平均值分别为62.56%、62.66%和42.59%；2011年底，上述三项指标值分别为61.77%、61.92%和40.47%，受益于股东的注资而成下降趋势。

图8 2009~2011年公司债务情况



资料来源：公司审计报告

截至2012年3月底，公司债务总额101.86亿元，其中短期债务占60.96%，长期债务占

39.04%；2012年3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62.15%、62.91%和39.84%，较2011年底变化不大。

总体看，公司负债中有息债务规模偏大，占负债比例较高，受益于股东增资，近年来债务负担呈下降趋势，但仍处于较重水平。

4. 盈利能力

2009~2011年，公司产销规模不断扩大，伴随着铜价稳步上升，同期公司营业收入增长迅速，年均增长 91.60%。2011 年公司实现营业收入 248.96 亿元，较 2010 年增加 106.11 亿元。2009~2011 年，公司营业成本增幅略高于营业收入，年均增长 96.75%，营业利润率分别为 9.52%、5.45%、4.56%。整体看，由于公司原材料全部依赖进口，期间原材料价格的上涨对公司盈利产生较大影响，近年盈利能力有所下降。

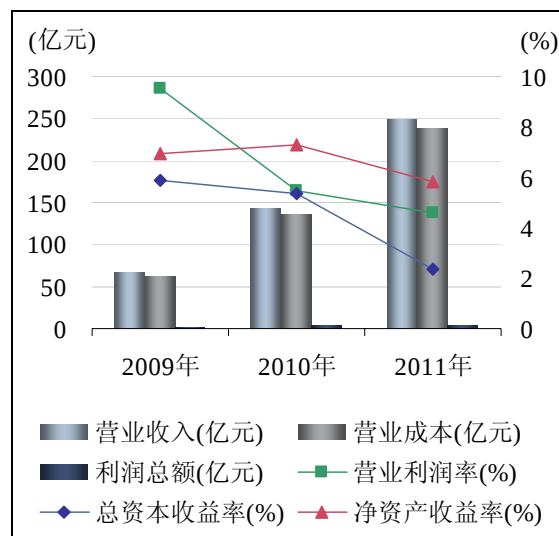
2009~2011 年，公司原材料采购成本均大于当年的营业成本，其差额主要是各年的存货量增加；同期，公司经营性现金流中购买商品、接受劳务支付的现金大于营业成本，其差额主要是每年的预付账款增加所致。

从期间费用来看，近三年公司期间费用占营业收入的比例分别为 6.22%、3.69%和 3.11%，期间费用占营业收入的比重处于下降状态，公司期间费用控制水平提高。

公司近三年营业利润及利润总额均呈增长趋势，2009~2011 年公司营业利润分别为 2.23 亿元、2.51 亿元和 3.61 亿元，年均增长 27.11%；近三年公司利润总额分别为 2.34 亿元、3.18 亿元和 4.00 亿元，年均增长 30.73%。

从主要盈利指标看，2009~2011 年，公司总资本收益率、净资产收益率均呈下降趋势，近三年总资本收益率和净资产收益率平均值分别为 5.85%和 6.49%。

图 9 2009~2011 年公司主要盈利指标情况



资料来源：公司审计报告

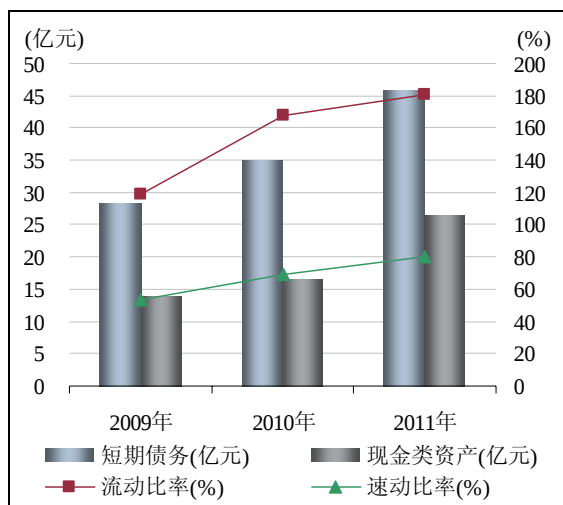
2012 年 1~3 月，公司实现营业收入 58.63 亿元，为 2011 年全年的 23.55%；利润总额 1.08 亿元，净利润 0.97 亿元，分别为 2011 年全年的 27.09%和 28.15%。

总体看，受益于公司产销量不断扩张、铜价稳步上升等有利因素，公司营业收入增长迅速；然而，受制于公司资源自给率低，原材料铜精矿全部依赖于进口，原材料价格波动给公司盈利水平带来不利影响。公司未来将对上游矿山资源实施投资和并购，有利于保障原材料供应，改善公司的盈利能力和稳定性。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2009~2011 年，公司流动资产年均增长 71.69%，高于流动负债的增长速度 39.52%，因此，公司流动比率迅速上升，近三年加权平均值为 164.24%，2011 年底为 180.25%。公司速动比率近三年也有所上升，由于存货在流动资产中占比较大，速动比率较低，近三年加权平均值为 71.61%，2011 年底为 80.48%。近三年，公司经营活动现金流量净额持续为负，对流动负债保障程度较弱。截至 2012 年 3 月底，流动比率、速动比率分别为 174.55%和 79.59%。总体看，公司短期偿债能力一般。

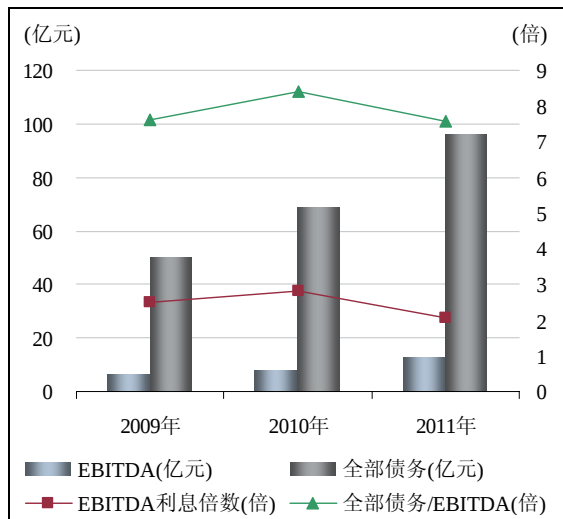
图 10 2009~2011 年公司短期偿债指标情况



资料来源：公司财务报告

从长期偿债能力指标看，2009~2011 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.49 倍、2.83 倍和 2.08 倍；全部债务/EBITDA 倍数分别为 7.60 倍、8.41 倍和 7.58 倍，EBITDA 对公司整体债务保障能力一般。

图 11 2009~2011 年公司长期偿债指标情况



资料来源：公司财务报表

公司长期与银行保持着良好的合作关系。截至2012年3月底，公司共获得银行授信232.65亿元，其中已使用183.67亿元，未使用额度48.98亿元，公司间接融资渠道通畅。

或有负债方面，截至2012年3月底，公司对外担保余额1.56亿元，担保比率为2.64%，担

保比率较低。主要是为山东阳谷吉祥贵金属公司（以下简称“吉祥贵金属”）和山东祥瑞铜材有限公司项目建设贷款提供的担保。

吉祥贵金属成立于2008年9月23日，主要从事贵金属加工、深加工，为祥光铜业的关联公司，法定代表人为刘志明。2011年底资产总额为43215万元，实现销售收入186862万元，利润总额为1387万元。目前该公司经营状态良好，代偿风险小。

山东祥瑞铜材有限公司成立于 2010 年 3 月，注册资本 22632 万元，由山东祥光集团有限公司和香港盛富国际发展有限公司共同成立，为阳谷祥光铜业有限公司关联企业。其中山东祥光集团有限公司持股 40%，香港盛富国际发展有限公司持股 60%。经营范围为优质低氧铜杆、铜线材、电气化铁路架空导线，电力电缆、漆色线、汽车电缆、安全防火电缆、连铸连轧铜杆生产销售；有色金属复合材料技术研发及应用。现在该公司正处于项目建设阶段，预计 2012 年 6 月份投料试生产。

综合看，公司对外担保比率较低，或有负债风险相对较小。

七、综合评价

铜资源作为国民经济中重要的资源性行业，随着中国经济的快速发展和下游行业需求的增大，铜行业发展势头良好。

公司是国内主要的铜生产企业之一，具有一定规模优势；公司技术装备水平领先，股东近年来连续增资，对公司支持力度大。

公司供销体系完善，近年来伴随公司产销规模的扩大以及铜行业景气度的提升，公司营业收入快速增长；公司铜精矿自给率低，受原材料价格波动影响大，营业利润率呈下降趋势。随着公司未来加大对上游铜矿资源的投资和并购，有望摆脱原材料波动的影响，盈利水平和稳定性有望得到改善。

综合看，公司主体信用风险低。

附件 1-1 资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 3 月
流动资产：					
货币资金	137135.06	166242.85	265077.24	39.03	287974.74
交易性金融资产					
应收票据		550.00			66.13
应收账款	6430.87	19643.30	28144.75	109.20	26969.79
预付款项	6768.12	38042.87	94382.07	273.43	94865.97
应收利息					
应收股利					
其他应收款	2655.55	15020.49	57413.04	364.97	58472.98
存货	185152.94	345405.28	551717.32	72.62	558706.92
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产			11.51		
流动资产合计	338142.55	584904.79	996745.93	71.69	1027056.53
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					9357.28
投资性房地产					
固定资产	375362.57	374419.69	353136.17	-3.01	347849.58
在建工程	20338.40	61843.20	148312.26	170.04	155410.21
工程物资	7663.03	17693.53		-100.00	
固定资产清理					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	43829.44	42670.07	41764.91	-2.38	42594.60
开发支出					
商誉					
合并价差					
长期待摊费用	4487.46	3139.81	5518.01	10.89	4312.96
递延所得税资产					
其他非流动资产					
非流动资产合计	451680.90	499766.30	548731.35	10.22	559524.62
资产总计	789823.45	1084671.09	1545477.28	39.88	1586581.16

附件 1-2 资产负债表（负债和所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 3 月
流动负债：					
短期借款	278350.08	329056.65	422885.52	23.26	478877.08
交易性金融负债					
应付票据	5600.00	22000.00	36000.00	153.55	42000.00
应付账款	1123.08	3511.42	5411.46	119.51	10823.83
预收款项	584.20	507.98	2542.35	108.61	5597.42
应付职工薪酬	411.48	492.19	524.39	12.89	534.79
应交税费	-2779.20	-7975.98	-15600.02	136.92	-53412.59
应付利息					184.90
应付股利					
其他应付款	336.52	505.11	1221.91	90.55	3810.83
预计负债	466.03			-100.00	
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债		691.68	100000.00		100000.00
流动负债合计	284092.20	348789.03	552985.61	39.52	588416.26
非流动负债：					
长期借款	216866.06	337892.07	401696.02	36.10	397696.02
应付债券					
长期应付款					
专项应付款					
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债					
其他非流动负债					
非流动负债合计	216866.06	337892.07	401696.02	36.10	397696.02
负债合计	500958.26	686681.10	954681.63	38.05	986112.29
所有者权益：					
实收资本(或股本)	252593.50	316810.00	473000.00	36.84	473000.00
资本公积	3844.50	19645.35	21895.35	138.65	21895.35
减：库存股					
盈余公积					
未分配利润	32427.20	61534.63	95900.30	71.97	105573.52
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	288865.20	397989.98	590795.65	43.01	600468.87
少数股东权益					
所有者权益合计	288865.20	397989.98	590795.65	43.01	600468.87
负债和所有者权益总计	789823.45	1084671.09	1545477.28	39.88	1586581.16

附件 1-3 利润表

(单位：人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~3 月
一、营业收入	678132.44	1428467.58	2489559.51	91.60	586294.90
减：营业成本	613578.57	1350368.45	2375303.02	96.75	548368.03
营业税金及附加	11.54	294.89	646.35	648.52	288.40
营业费用	2051.17	1793.72	3517.36	30.95	1401.02
管理费用	10720.51	16401.60	12510.88	8.03	5975.04
财务费用	29439.80	34499.50	61502.37	44.54	19386.01
资产减值损失					
加：公允价值变动收益					
投资收益					
其中：对合营企业投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	22330.86	25109.42	36079.54	27.11	10876.39
加：营业外收入	1121.12	6688.28	4519.63	100.78	
减：营业外支出	19.83	2.10	551.44	427.36	28.15
其中：非流动资产处置损失					
三、利润总额	23432.16	31795.60	40047.73	30.73	10848.23
减：所得税费用	3445.63	2688.17	5682.07	28.42	1175.01
四、净利润	19986.53	29107.44	34365.66	31.13	9673.22

附件 1-4 现金流量表

(单位: 万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~3 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	781951.46	1641933.00	2866865.70	91.48	681173.79
收到的税费返还		1230.92	1230.92		
收到其他与经营活动有关的现金	1421.12	5611.74	16257.92	238.23	4565.48
经营活动现金流入小计	783372.58	1648775.66	2884354.54	91.88	685739.27
购买商品、接受劳务支付的现金	819663.70	1686290.84	3043501.50	92.69	661087.73
支付给职工以及为职工支付的现金	5326.81	5842.83	8037.20	22.83	2297.14
支付的各项税费	11026.74	6585.00	13822.88	11.96	4714.13
支付其他与经营活动有关的现金	3786.59	11172.28	21551.26	138.57	11834.61
经营活动现金流出小计	839803.84	1709890.95	3086912.83	91.72	679933.61
经营活动产生的现金流量净额	-56431.26	-61115.29	-202558.29	89.46	5805.67
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金					
取得投资收益收到的现金					
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额					
处置子公司及其他单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流入小计					
购建固定资产、无形资产等支付的现金	31291.72	69203.72	62687.40	2.47	6049.51
投资支付的现金					9357.28
取得子公司等支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	31291.72	69203.72	62687.40	2.47	15406.79
投资活动产生的现金流量净额	-31291.72	-69203.72	-62687.40	2.47	-15406.79
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	26827.65	80017.35	158440.00	143.02	
取得借款收到的现金	759750.38	1303077.54	2542376.62	82.93	646848.52
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金			100000.00		
筹资活动现金流入小计	786578.03	1383094.89	2800816.62	88.70	646848.52
偿还债务支付的现金	617826.44	1200340.87	2384743.80	96.47	594856.95
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	24209.71	28664.79	66908.45	66.24	24753.57
支付其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流出小计	642036.15	1229005.67	2451652.25	95.41	619610.51
筹资活动产生的现金流量净额	144541.87	154089.22	349164.37	55.42	27238.00
四、汇率变动对现金的影响	-1443.50	5337.57	14915.70	221.45	5260.62
五、现金及现金等价物净增加额	55375.40	29107.79	98834.39	33.60	22897.50

附件 1-5 现金流量表补充资料

(单位: 万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~3 月
1、将净利润调为经营活动现金流量:					
净利润	19986.53	29107.44	34365.66	31.13	9673.22
加: 资产减值准备					
固定资产折旧及其他	13918.65	18632.58	22821.53	28.05	5733.04
无形资产摊销	832.67	1159.37	905.16	4.26	239.66
长期待摊费用摊销	1227.11	1347.65	2025.77	28.49	1205.05
处置固定资产、无形资产等损失					
固定资产报废损失					
公允价值变动损失					
财务费用	25653.21	23327.22	39951.11	24.79	14927.47
投资损失					
递延所得税资产减少					
递延所得税负债增加					
待摊费用减少					
预提费用增加		225.65	-691.68		184.90
存货的减少	-85147.84	-160252.34	-206312.04	55.66	-6989.61
经营性应收项目的减少	-14094.07	-17402.11	-48309.63	85.14	5116.71
经营性应付项目的增加	-18195.03	43764.61	-47314.19	61.26	-24284.78
其他	-612.48	-1025.36		-100.00	
经营活动产生的现金流量净额	-56431.26	-61115.29	-202558.29	89.46	5805.67
2、无现金收支的重大投资筹资活动:					
债务转为资本					
一年内到期的可转换公司债券					
融资租入固定资产					
3、现金及现金等价物净变动情况:					
现金的期末余额	137135.06	166242.85	265077.24	39.03	287974.74
减: 现金的期初余额	81759.67	137135.06	166242.85	42.59	265077.24
加: 现金等价物的期末余额					
减: 现金等价物的期初余额					
现金及现金等价物净增加额	55375.40	29107.79	98834.39	33.60	22897.50

附件 2 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	平均值	2012 年 3 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	210.90	107.31	103.01	125.87	--
存货周转次数(次)	4.30	5.09	5.30	5.04	--
总资产周转次数(次)	0.96	1.52	1.89	1.60	--
现金收入比(%)	115.31	114.94	115.16	115.12	116.18
盈利能力					
营业利润率(%)	9.52	5.45	4.56	5.82	6.42
总资本收益率(%)	5.89	5.34	6.14	5.85	--
净资产收益率(%)	6.92	7.31	5.82	6.49	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	42.88	45.92	40.47	42.59	39.84
全部债务资本化比率(%)	63.42	63.38	61.92	62.66	62.91
资产负债率(%)	63.43	63.31	61.77	62.56	62.15
偿债能力					
流动比率(%)	119.03	167.70	180.25	164.24	174.55
速动比率(%)	53.85	68.67	80.48	71.61	79.59
经营现金流动负债比(%)	-19.86	-17.52	-36.63	-27.54	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.49	2.83	2.08	2.39	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.60	8.41	7.58	7.83	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.18	-0.19	-0.25	-0.21	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-3.31	-4.50	-3.87	-3.94	--

附件 3 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	(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
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 4 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 阳谷祥光铜业有限公司 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）将在阳谷祥光铜业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。

阳谷祥光铜业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。阳谷祥光铜业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阳谷祥光铜业有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现阳谷祥光铜业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。

如阳谷祥光铜业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，如阳谷祥光铜业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阳谷祥光铜业有限公司、主管部门、交易机构等。

