

跟踪评级公告

联合[2014] 654 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持浙江华友钴业股份有限公司主体长期信用等级为A⁺，评级展望为稳定，并维持“13华友钴业CP001” A-1的信用级别。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年五月二十二日



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(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

浙江华友钴业股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: A⁺ 评级展望: 稳定
上次评级结果: A⁺ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
13 华友钴业 CP001	2.5 亿元	2013/09/03~ 2014/09/03	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2014 年 5 月 22 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	10.04	7.75	7.04	5.39
资产总额(亿元)	33.53	37.62	54.18	62.02
所有者权益(亿元)	15.17	16.86	17.78	18.12
短期债务(亿元)	11.38	13.10	23.30	29.10
全部债务(亿元)	15.32	16.81	30.34	36.76
营业收入(亿元)	33.02	35.33	35.85	9.04
利润总额(亿元)	2.05	1.97	1.72	0.37
EBITDA(亿元)	3.07	3.29	3.53	--
经营性净现金流(亿元)	1.53	4.06	-5.93	-3.90
营业利润率(%)	15.61	15.84	15.90	16.74
净资产收益率(%)	11.49	9.52	6.75	--
资产负债率(%)	54.77	55.19	67.18	70.79
全部债务资本化比率(%)	50.25	49.93	63.05	66.99
流动比率(%)	142.84	109.87	94.41	92.74
全部债务/EBITDA(倍)	4.99	5.12	8.61	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.88	4.34	2.99	--
经营现金流流动负债比(%)	10.80	24.57	-20.65	--

注: 2014 年一季度财务数据未经审计; 公司短期融资券计入其他流动负债科目, 计算有息债务时已调整。

分析师

丁伟 靳晓龙
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

跟踪期内, 浙江华友钴业股份有限公司(以下简称“公司”或“华友钴业”)作为全球领先的大型专业钴化学品生产企业之一, 保持了较为平稳的经营态势, 并在产能规模、资源储备、产品品质、技术实力等方面继续保持和巩固了既有优势。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到钴上游原材料和终端产品价格易波动, 公司债务负担加重及境外投资风险等因素可能对公司经营及信用基本面造成的不利影响。

近几年, 锂电池、硬质合金等领域的广泛需求带动了钴产品需求的持续快速增长, 行业发展前景良好。公司衢州项目即将投产运营, 产能瓶颈问题将得到解决, 产能规模大幅增长, 收入规模及盈利水平有望进一步提升。未来公司完成境外资源基地和境内制造基地的经营布局, 将使公司矿料供应和产品制造得到进一步优化配置, 公司整体竞争力将得到增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合考虑, 联合资信维持公司 A⁺ 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“13 华友钴业 CP001” A-1 的信用等级。

优势

1. 作为钴产品主要的下游产品, 锂电池应用领域不断拓展, 行业发展前景较好, 对钴产品需求增长形成支撑。
2. 公司钴产品产能规模大, 综合产能位居国内同行业前列, 同时工艺水平达到国内领先水平。
3. 公司拥有优质的钴铜矿山采矿权和探矿权, 并通过参股政府间合作项目公司, 增强了公司钴矿料供应的稳定性。
4. 公司经营现金流入规模较大, 对“13 华友钴业 CP001”保障程度较高。

关注

1. 跟踪期内，公司债务规模增长较快，债务负担明显加重；短期债务占比高，债务结构有待改善。
2. 跟踪期内，公司为衢州项目投产进行原材料储备，导致公司经营活动现金流净额为负，存在一定对外融资压力。
3. 公司境外投资主要位于刚果（金）境内，当地政局的稳定和政策的变动可能给公司海外投资造成一定的政治风险。

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）与浙江华友钴业股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与浙江华友钴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，未因浙江华友钴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浙江华友钴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、本跟踪评级结果至自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于浙江华友钴业股份有限公司主体长期信用及存续期内的“13 华友钴业 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

浙江华友钴业股份有限公司(以下简称“华友钴业”或“公司”)前身系浙江华友钴镍材料有限公司(以下简称“华友钴镍公司”)。华友钴镍公司原系由陈雪华(中国籍)和谢伟通(台商)两位自然人共同投资设立的外商投资企业,经过数次增资后,截至 2014 年 3 月底,公司注册资本为 44419.00 万元,其中: GREAT MOUNTAIN ENTERPRISE PTE.LTD(大山私人有限公司,以下简称“大山公司”)、桐乡市华友投资有限公司和中非发展基金有限公司分别持股 34.90%、24.51%和 10.00%;其他 12 家企业共持股 30.59%。谢伟通、陈雪华系公司创始人,目前分别为第一大股东大山公司和第二大股东华友投资的实际控制人,两人对公司拥有共同控制权,系公司共同控制人。截至 2014 年 3 月底,公司下属 11 家子公司(见附件 1-3)。

公司主要从事钴铜有色金属采选、冶炼及钴新材料深加工与销售,经营范围为研发、生产、销售:钴、镍、铜氧化物,钴、镍、铜盐类,钴、镍、铜金属及制品,钴粉,镍粉,铜粉,钴酸锂、氯化铵;金属矿产品和粗制品进口及进口佣金代理,生产设备进口及进口佣金代理。(上述涉及配额、许可证及专项规定管理的商品按国家有关规定办理),对外承包工程业务(范围详见《中华人民共和国对外承包工程资格证书》)。

截至 2014 年 3 月底,公司下设销售公司、国际原料采购部、财务部、审计部、发展战略部、总裁办公室、人力资源部、法务部、工程技术管理部、企管部等主要职能部门。

截至 2013 年底,公司资产总额为 54.18 亿元,所有者权益(含少数股东权益)17.78 亿元;2013 年公司实现营业收入 35.85 亿元,利润总额 1.72 亿元。

截至 2014 年 3 月底,公司资产总额 62.02 亿元,所有者权益(含少数股东权益)18.12 亿元;2014 年 1~3 月公司实现营业收入 9.04 亿元,利润总额 0.37 亿元。

公司注册地址:浙江省桐乡经济开发区二期梧桐东路 18 号;法定代表人:陈雪华。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来,中国宏观经济整体运行平稳,新一届政府注重经济增长的质量和效益,不断推动经济结构转型升级;中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响;从短期看,全面深化改革的各项细则落实过程中,经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算,2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元,同比增长 7.7%。

2013 年,中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%;同期,规模以上工业企业(年主营业务收入在 2000 万以上的企业,下同)实现利润总额 62831 亿元,同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看,消费、投资两大需求继续保持增长态势,对外贸易增速减缓。具体而言:消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元,同比名义增长 13.1%;投资保持较快增长,第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资(不含农户)436528 亿元,同比增长 19.6%;三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%;对外贸易增速进一步下滑。2013 年,中国进出口总额为 41600 亿美元,同比增长 7.6%;其中出口金额增长 7.9%,进口金额增长 7.3%,贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财经[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，

更加明确深化改革的发展方向,将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度,预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场,预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革,房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系,预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看,2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策;通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜,扩大“营改增”试点范围,继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施,并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面,房地产政策调控仍面临较大挑战,城镇化建设将继续保持快速发展,化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标,将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业分析与区域经济环境

公司从事钴、铜有色金属采选及钴新材料产品的深加工,目前营业收入主要来自钴产品及铜产品的生产及销售。钴、铜行业的运行和变化对公司经营有直接的影响。

钴板块

1. 钴行业概况

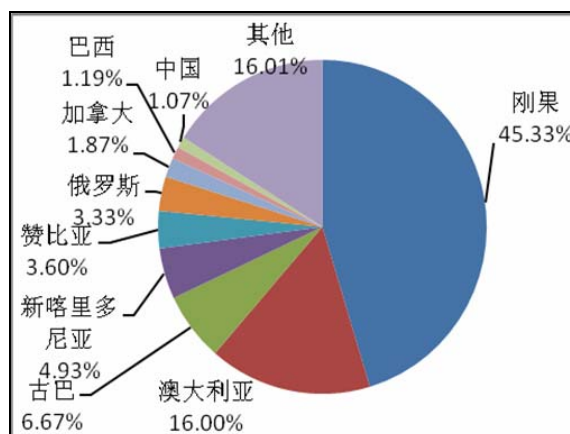
钴呈银白色,是高熔点、稳定性好、具有永磁性的硬金属。钴矿物及钴化合物曾长期应用于陶瓷、玻璃、珐琅的釉料。随着科学技术的进步,凭借其在硬度、抗拉强度、机械加工性能、热力学性质、电化学行为方面的特性,钴被广泛应用于电池材料、高温合金、硬质合金、色釉料、磁性材料、化工等领域,素有“工

业味精”之称。由于钴高温合金在电机、机械、航空和航天等工业部门的不可或缺性,已被美国、日本、俄罗斯及欧洲认定为重要的战略性资源,并长期持有钴战略储备。

钴的储量

钴在地壳中的平均含量仅为0.001%,海洋中钴总量约23亿吨,自然界已知含钴矿物近百种,但没有单独的钴矿物,大多伴生于镍、铜、铁、铅等硫化矿床及铜钴矿床中,且含钴量较低。据美国地质调查局数据,截止到2013年底,全球钴矿储量约750万吨,其中刚果(金)钴矿资源占全球储量的45.33%,澳大利亚及古巴分别列在第二第三位,分别占16.00%和6.67%,上述三国钴矿资源占全球储量的70%左右。

图1 2013年全球钴矿储量情况



资料来源: Wind 资讯; 美国地质调查局

中国的钴矿储量为8万吨,仅占全球储量的1.07%,主要分布在甘肃省,占中国总储量的30%左右。中国的钴矿绝大多数是伴生矿,钴的平均品位仅为0.02%,因而在生产过程中回收率较低,工艺复杂,生产成本较高。

产品供需

供给方面,尽管刚果(金)等非洲国家钴矿储量高,但其工业及基础设施相对落后,澳大利亚等国钴金属冶炼规模较小,故而这些国家通常把矿料出口到中国、芬兰等国进行深度冶炼加工,中国、芬兰、加拿大、挪威、刚果(金)五国钴产品合计占全球产量的70%左右。但是,当前中国钴行业面临最大的问题是钴矿资源受限,90%的钴矿依赖于进口,中

国矿产品的主要进口国是刚果（金）。

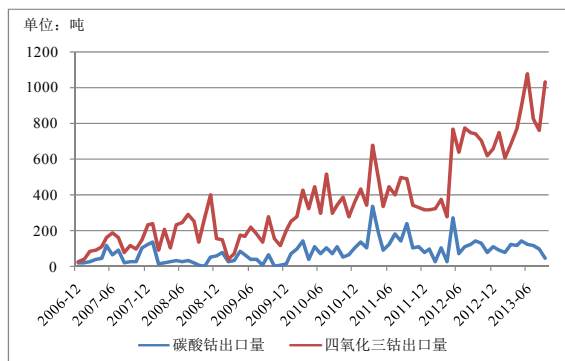
随着工业化进程的深入，下游需求快速增长，以萃取为核心的钴湿法冶炼技术使得中国钴冶炼行业走在了世界前列，目前中国从产能、科研技术、企业数量等方面，都排在全球第一位。2011 年中国精炼钴金属产量达 34969 吨，而 2003 年产量仅为 4576 吨，八年间增长了近七倍，已占全球钴金属产量的 40% 左右。目前，四氧化三钴及碳酸钴是中国钴产品中出口较大的品种。其中，四氧化三钴是决定锂电池性能的重要原材料之一。

据美国地质勘探局数据显示，2012 年，全球钴产量达到 11 万吨。中国大部分钴都来自于刚果（金），刚果（金）矿产量为 6 万吨。中国国内产量上涨了 200 吨至 7000 吨，加拿大从 7100 吨下滑至 6700 吨，俄罗斯从 6300 吨下滑到了 6200 吨。

预计未来几年，随着铜镍产量的增加，其伴生品钴的产量也会继续上涨。美国地质勘探局表示，最近几年，全球钴产量高于消费量，导致市场阶段性供应过剩，给价格带来了一定的压力。由于一些新产能的继续投产，这个态势将会在短期内继续延续。

需求方面，钴产品的真正蓬勃发展是在 2000 年后，锂离子电池行业为首的需求爆炸式发展。受金融危机影响，钴产品消费量经历了 2009 年的下降后出现恢复性增长，2012 年全球钴消费量约全球钴的表观消费量约 8.45 万吨，其中中国钴产品消费量在 3 万吨左右，占全球消费量的 40% 左右。从消费结构来看，电池和高温合金仍是驱动钴消费增长的重要领域，占总消费量的 55%。从碳酸钴和四氧化三钴出口情况看，碳酸钴月均出口量在 2012 年 6 月以后呈波动下降态势，而四氧化三钴自 2012 年 6 月后月均出口量波动上升，2013 年 6 月当月出口 949.90 吨，达到近年来的月均出口量峰值。

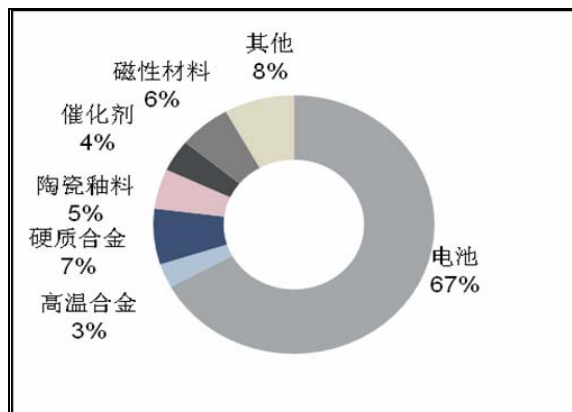
图 2 近年来中国钴产品出口情况



资料来源: Wind 资讯

从国内的钴消费结构来看，由于中国在高温合金及高端硬质合金等特钢领域尚未达到欧美国家的高端技术水平，中国的钴产品消费主要集中于电池领域，2012 年电池行业用钴占中国钴消费总量约 67%。

图 3 2012 年中国钴消费结构



资料来源: 北京安泰科信息开发有限公司

2. 行业关注

(1) 国别政治风险

刚果（金）钴矿占据全球钴矿储量近一半的份额，中国所需钴矿 90% 依赖进口，主要来源于刚果（金），政治风险较高。矿业公司在新兴市场上面临的政治风险通常由东道国政府的行为引起。此类政治风险能够对矿业公司的运营产生重大影响，包括国有化、土地征用、货币不能兑换以及政治暴力与民众骚乱等产生的风险。

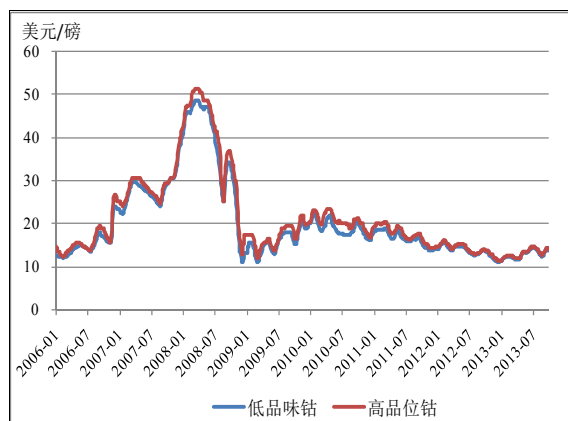
自 1998 年起，刚果（金）经历了五年的内战，在联合国的努力下，刚果区域暂时趋于和平，但部分地区武装割据的局面仍然存在，冲

突流血事件时有发生。联合国的干预程度和过渡政府的执政能力及政策连续性值得关注。同时，刚果（金）国家风险在中国信保和其他国际评估机构的评级均属高风险国家。在美国经济与和平研究所编制的世界和平指数报告中，刚果（金）排在最有风险的 10 个非洲国家的第三位，国别政治风险较高。

（2）原材料价格波动

钴的价格波动对企业的生产成本控制提出了挑战。2006 年钴价格从每磅 12.75 美元持续上涨，在 2008 年达到历史高点每磅 51.25 美元，之后，由于金融危机的爆发，价格开始大幅下挫，2010 年有过短暂的反弹，但由于欧债危机的爆发导致全球经济低迷，下游需求的萎缩造成钴的价格保持在低位。截止到 2014 年 3 月 31 日，钴的价格为每磅 14.40 美元。

图 4 MB 自由市场钴的价格变动情况



资料来源：Wind 资讯

3. 行业政策

在税收方面，中国海关总署规定：四氧化三钴、钴酸锂出口退税率为 13%，草酸钴为 9%，有机钴化合物为 5%，其他钴产品出口退税率均为 0。另外，2011 年 1 月 1 日起，对其他钴的氧化物、氢氧化物的出口征收 10% 关税。

2011 年 3 月，国家发展与改革委员会发布的《产业结构调整目录》（2011 年本），提出将信息、新能源有色金属新材料生产领域的“高容量长寿命二次电池电极材料”以及新能源汽车关键零部件领域的“电池正极材料（比容量

≥150mAh/g，循环寿命 2000 次不低于初始放电容量的 80%）”列入鼓励类范围。

2011 年 7 月，科技部发布的《国家“十二五”科学和技术发展规划》提出，重点推进关键零部件技术（电池-电机-电控）、整车集成技术（混合动力-纯电驱动-下一代纯电驱动）和公共平台技术（技术标准法规-基础设施-测试评价技术）的研究与攻关。到 2015 年，突破 23 个重点技术方向，在 30 个以上城市进行规模化示范推广，5 个以上城市进行新型商业化模式试点应用，电动汽车保有量达 100 万辆，产值预期超过 1000 亿元。

2012 年 7 月，国务院常务会议通过的《节能与新能源汽车产业发展规划》提出目标，到 2015 年纯电动汽车和插电式混合动力汽车累计产销量达到 50 万辆，到 2020 年超过 500 万辆。如果国务院规划的目标得以实现，钴的需求将呈现爆发式增长。

4. 未来发展

从现有需求格局看，钴行业的未来发展更多取决于下游锂电池、高温合金、硬质合金等行业的发展。

锂电池方面，随着手机、笔记本、便携式电子产品的更大范围的普及及发展，小型锂电需求有望保持 10% 以上的增长。未来更大增长点在于动力电池的发展。2010~2013 年是锂电池电动汽车的快速成长期，年均复合增长率为 124.78%，并于 2012 年超过镍氢电池电动汽车。国务院最新《节能与新能源汽车产业发展规划》提出，到 2015 年纯电动汽车和插电式混合动力汽车累计产销量达到 50 万辆，到 2020 年超过 500 万辆。这为锂电池的发展提供了非常大的空间。

高温合金和硬质合金是高端设备制造必需的特殊钢铁原材料，广泛应用于风电、核电、高铁、大飞机、石化、军事及航天航空领域。《十二五规划纲要》提出，十二五期间要大力发展航空、卫星、轨道交通、海洋工程高端设备

制造领域。中国的高温合金及硬质合金制造方面有巨大的发展空间。

总体看，随着未来锂电池动力汽车及高温合金行业的快速发展，传统消费电子行业需求的稳定增长，预计对钴产品的需求将继续保持较快的增长。

铜板块

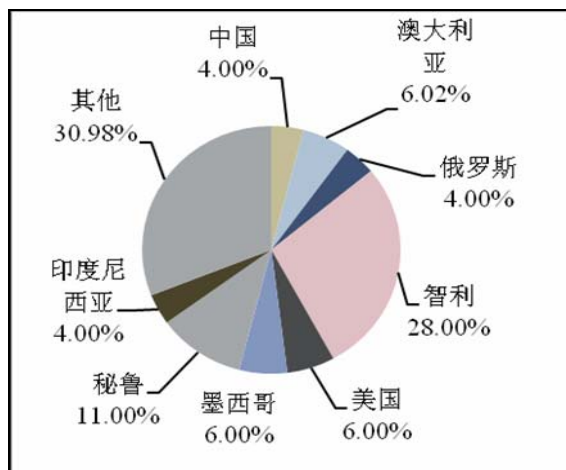
1. 行业现状

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。铜在中国有色金属材料的消费量中仅次于铝，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。

铜的储量

根据美国地质调查局和美国地质勘探局近期公布的数据显示：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、中国和波兰。

图5 截至2013年底全球铜储量情况



资料来源：wind 资讯

铜在工业和生活中的作用愈来愈大，但铜矿产资源非常有限，催生了铜矿开采技术的不断提高。2012年全球铜矿产量1.7亿吨，与2001年相比铜矿产量增长了24.09%，其中智利、中国、美国、俄罗斯和澳大利亚铜矿产量合计占全球产量的60%左右，仅智利铜矿占总产量的

33.35%，中国只占总产量的9.32%。

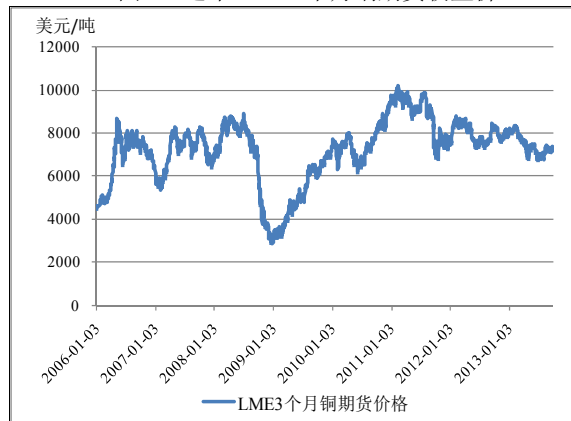
随着铜矿开采技术的提升，铜矿的冶炼能力在逐步增强，近年来精炼铜的产量和消费量增长趋势明显。2012年全球精炼铜产量2012万吨，相比2006年增长16.43%，消费量则比2006年增长30.18%。从产量和消费量总体来看，精炼铜供需相对平衡，2011年和2012年精炼铜供应缺口分别为22万吨和34万吨。

图6 2006-2012年全球铜产量和消费量



资料来源：wind 资讯

图7 近年LME3个月铜期货收盘价



资料来源：wind 资讯

2006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。随后，在全球经济形势逐渐好转的情况下，铜价也相应恢复到正常水平。2014年以初，铜价快速下降后小幅反弹，截至2014年3月31日，根据英国LME有色金属期货市场统计，3个月铜期货价格为6645.20美元/吨。

中国铜工业

铜工业历来受到国家高度重视，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，中国铜工业长期处于缓慢的发展阶段。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%，铜原材料严重依赖进口。2012 年，中国累计进口铜 1853.48 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，2012 年中国精炼铜产量 606 万吨，同比增长 16.99%；中国精炼铜消费量 884 万吨，同比增加 21.10%，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

铜精矿是铜生产的主要原料，是中国铜行业发展的瓶颈问题。据中国海关统计，2012 年中国铜精矿自给率由 1995 年的 80% 下降到 23% 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。

产业政策：

《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

财政部、发改委、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%。

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 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

未来铜冶炼行业的发展趋势在于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。

由于国内铜原料现主要依赖进口，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。

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。

区域环境

桐乡市位于浙江省北部杭嘉湖平原腹地，处于嘉兴、杭州和湖州三市的中心位置。

根据初步核算，桐乡市 2013 年实现生产总值 573.47 亿元，按可比价格计算，比上年增长 9.2%，其中：第一产业增加值 33.19 亿元，增长 2.2%；第二产业增加值 296.54 亿元，增长 9.3%；第三产业增加值 243.74 亿元，增长 9.9%。三次产业结构比例为 5.8：51.7：42.5。按户籍人口计算人均生产总值 84167 元，比上年增长 8.7%，按平均汇率计算折合约为 1.36 万美元。

桐乡市全年完成工业增加值 263.24 亿元，比上年增长 9.9%，其中规模以上工业增加值增长 10.0%。规模以上工业总产值 1226.74 亿元，同比增长 5.6%，其中大中型工业企业总产值 655.17 亿元，同比增长 3.8%；规模以上工业销售产值 1194.55 亿元，同比增长 6.0%；规模以上工业产销率为 97.4%。净增规模企业 119 家，累计达到 965 家，净增主营业务收入超亿元的企业 12 家，累计达到 199 家，其中 5 亿元及以上的企业 32 家，比上年末增加 3 家。全年规模以上工业新产品产值 498.26 亿元，同比增长 43.7%，新产品产值率达到 40.6%。新能源、新

特材料、机械制造、电子信息等四大新兴产业得到大力发展，全年完成新兴产业产值 329.96 亿元，同比增长 3.9%，实现利润 26.07 亿元，同比增长 56.1%；规模以上高新技术产业增加值 56.16 亿元，占规模以上工业增加值的比重为 29.7%，比上年提高 0.8 个百分点。

2013 年桐乡市固定资产投资 309.68 亿元，比上年增长 21.3%，其中工业生产性投入 145.28 亿元，比上年增长 18.3%。全年基础设施投资 38.25 亿元，比上年增长 16.5%；房地产开发投资 90.99 亿元，比上年增长 45.8%。

2013 年完成财政总收入 81.49 亿元，比上年增长 7.2%；公共财政预算收入 45.53 亿元，比上年增长 9.0%，其中税收收入 43.27 亿元，同比增长 6.3%。主体税种中增值税（不含改征）、营业税分别增长 14.4%、4.1%，企业所得税下降 17.0%。全年公共财政预算支出 47.16 亿元，比上年增长 14.4%，用于民生方面支出 37.48 亿元，比上年增长 14.5%，占总支出的比重为 79.5%。民生支出中：教育文化卫生支出 18.19 亿，比上年增长 9.6%，社会保障和就业支出 2.63 亿元，比上年增长 8.4%。

桐乡市作为嘉兴市下属县级市，受益于嘉兴市政府提出的“战略性新兴产业倍增计划”。嘉兴市一直发展新兴产业，并安排了战略性新兴产业发展专项资金，形成了培育新兴产业和大企业“倍增”的工作机制。在提升产业规模方面，重点发展包括新材料在内的 9 大产业集聚区。

整体看，桐乡所处的区位和经济优势为公司的发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 产权关系

自然人谢伟通（台商）和陈雪华（中国籍）分别为公司第一大股东大山公司（持有公司 34.90%股权）和第二大股东华友投资（持有公司 24.51%股权）的实际控制人，两人对公司拥有共同控制权，系公司共同控制人（股权结构

图见附件 1-1）。

2. 企业规模

公司是一家专业从事钴、铜有色金属采选、冶炼及钴新材料产品深加工的高新技术企业，公司主要产品有四氧化三钴、氧化钴、碳酸钴、氢氧化钴、硫酸钴、氧化亚钴新材料产品以及电积铜、粗铜等铜产品等产品。衢州华友年产 1 万吨（钴金属量）项目公司预计于 2014 年 6 月正式投产，投产后公司将具备钴产品年产能 1.5 万吨金属量，铜产品年产能 6.5 吨金属量。2013 年，公司的年产量（以金属量计）为钴 7684 吨，铜 4.95 万吨。钴化学品产量位居全球前列。

公司曾先后获得中国非上市公司最具投资价值企业 50 强企业（2008、2010）、中国民营企业国际竞争力 50 强、国家火炬计划重点高新技术企业、浙江省最具成长性中型企业 100 强、浙江省“循环经济”首批试点企业、浙江省名牌产品、省级技术研发中心、中德政府技术合作项目“EoCM”试点企业、嘉兴市十大创新工业企业等称号。

3. 资源储量

公司自 2003 年首次赴非洲考察，2005 年在非洲设立分支机构，拓展原料来源和资源储备：2006 年公司在南非设立 OIM 公司从事矿石贸易、在刚果设立刚果东方国际矿业公司（CDM 公司）从事钴铜矿的初步加工（再运回中国精加工）、2008 年公司收购了青海西部国际矿业资源有限公司持有的三个刚果矿山项目公司的股权，并参股中国-刚果政府“资源换项目计划”华刚矿业股份有限公司，这些资源的取得，为公司提供了稳定的原材料来源。

在矿业权资源方面：公司下属子公司 COMMUS 公司、MIKAS 公司及 CDM 公司共拥有 6 项矿业权，包括：采矿权（PE）3 项，尾矿开采权（PER）2 项、探矿权（PR）1 项。

公司在刚果（金）的子公司拥有矿业权的

矿山主要为钴铜伴生矿，位于刚果（金）加丹加省科卢韦齐、利卡西等地。公司在刚果（金）的 4 个矿区中，KAMBOVE 尾矿已于 2013 年 7 月正式投产；KOLWEZI 矿及 NYOKA 矿处于开发准备阶段，NIMURA 矿尚未有明确开发计划。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度以及高管层等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，钴系列和铜系列产品仍是公司主要收入和利润来源。

2013 年，公司实现营业收入 35.85 亿元，同比增长 1.47%，其中钴产品受益于销量增长，2013 年实现收入 14.58 亿元，同比上升 16.08%，占营业收入比重为 40.68%；受铜产

品价格下降影响，公司 2013 年铜产品实现收入 21.06 亿元，较上年下降 5.86%，占营业收入比重为 58.73%。

毛利率方面，由于钴产品和铜产品价格变化呈现非同步性，近三年公司综合毛利率呈稳步上升的趋势，2013 年公司综合毛利率为 16.91%。2013 年，公司钴产品毛利率有所提升，为 13.63%。铜产品方面，受铜产品价格下降影响，2013 年，公司铜产品毛利率下降至 19.22%。公司铜产品毛利率较国内同行业毛利率较高，主要原因为子公司 CDM 公司直接在刚果（金）采购铜矿原料并加工生产后出售给国际大宗商品贸易商，成本相对较低，同时钴精矿及钴矿料原料中，铜为伴生产品，相比于其他铜冶炼企业成本较低。

2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 9.04 亿元，同比增长 1.13%，其中钴产品实现收入 3.44 亿元，铜产品实现收入 5.26 亿元。受益于钴产品毛利率的持续提升，公司综合毛利率升至 17.62%。

表 1 公司 2011~2014 年 3 月营业收入构成情况

产品名称	2011 年		2012 年		2013 年		2014 年 1~3 月	
	营业收入 (万元)	毛利率(%)	营业收入 (万元)	毛利率(%)	营业收入 (万元)	毛利率(%)	营业收入 (万元)	毛利率(%)
钴产品	155835.64	11.65	125644.01	9.08	145844.10	13.63	34384.40	16.98
铜产品	171455.85	21.01	223666.46	21.30	210561.48	19.22	52562.43	18.92
钴铜矿	129.46	11.17	--	--	--	--	--	--
其他产品	2827.77	9.51	4035.55	5.77	2121.64	13.80	3410.96	4.13
合计	330248.72	16.49	353346.03	16.78	358527.22	16.91	90357.78	17.62

资料来源：公司提供

2. 原材料与能源采购

公司上游核心原料为钴矿料及铜精矿，主要通过子公司 CDM 公司在刚果（金）当地采购，或者由公司直接向国际矿业公司及贸易商采购。CDM 公司已在刚果（金）从事多年采购业务，并设立了多个采购网点，拥有较为稳定的矿料来源。目前，公司生产每年需要钴铜精矿 1.4 万吨金属量左右，其中 4000 吨左右钴金属量的钴铜矿可以通过 CDM 公司采购并提炼成精矿或中间品 4000 吨运回国内，其余向国际

矿业公司及贸易商对外采购。

截至 2014 年 3 月底，公司下属子公司 COMMUS 公司、MIKAS 公司及 CDM 公司在刚果（金）共拥有位于 4 个矿区的 6 项矿业权，包括：采矿权（PE）3 项，尾矿开采权（PER）2 项、探矿权（PR）1 项。其中，采矿权、尾矿开采权系通过子公司少数股东投入取得，探矿权系通过申请审批方式取得。公司在刚果（金）的 4 个矿区中，KAMBOVE 尾矿已于 2013 年 7 月正式投产，KOLWEZI 矿及 NYOKA 矿仍处

于开发准备阶段，上述三个矿区资源储量情况如下表。

表 2 公司矿权矿藏量及品位（万吨，%）

项目	矿石量	钴金属量	钴品位	铜金属量	铜品位
KOLWEZI 矿及 NYOKA 矿	4259.52	1.71	0.59	193.40	4.54
KAMBOVE 尾矿	772.10	1.48	0.19	8.30	1.07
NIMURA 矿	464.32	--	--	13.71	2.95
合计	5495.94	3.19	--	215.41	--

资料来源：北京中矿联咨询中心

注：截至 2014 年 3 月底，KAMBOVE 尾矿已累计开采矿石 100.2 万吨

跟踪期内，公司与荷兰托克、嘉能可、Compagnie Minière Du Sud Katanga 及 GECAMINES 等国际知名贸易商、生产商维持相对稳定的长期合作关系，主要采购钴矿、铜矿等原材料，2013 年向前五名供应商采购总金额为 13.24 亿元。目前，公司主要原料钴矿料的供应能够保障公司正常生产经营需要。公司已在刚果、南非等地设立了多家子公司，同时还与刚果的其他矿业企业建立了长期稳定的原料供应关系。

表 3 公司 2013 年前五名供应商情况（万元）

供应商	采购内容	采购总金额
GLENCORE	钴矿、粗制氢氧化钴	39996.79
荷兰托克(LUNA MINING SPRL)	铜矿、钴精矿红合金、硫磺等	35896.87
Compagnie Minière Du Sud Katanga 及 GECAMINES	钴精矿、铜矿料、石灰石	27743.33
青岛华辰恒生国际经济合作有限公司	镍钴中间品	12587.78
BEBA J.N.MINING SPRL (陈雪和)	钴矿、铜矿	16190.99
合计		132415.76

资料来源：公司提供

结算方式上，公司在刚果(金)当地自行收购采用现款结算方式；向国外供应商采购主要采用信用证方式结算。

近两年，刚果（金）多次颁布钴矿出口禁令，但由于刚果（金）国内电力供应紧缺等因

素影响，尽管铜钴矿出口禁令已颁布，但仍未实际实施。如果未来铜钴矿出口禁令严格实施，公司在刚果（金）的 CMD 公司具备加工初级钴产品的能力，公司钴精矿等原材料供应受影响程度相对较小。

3. 生产销售

2013 年公司生产钴产品 7684 吨金属量，加权产能利用率达到 105%（由于订单饱满及下游需求快速增长，公司每年仍需委托生产一部分生产订单）；生产铜产品 49517 吨金属量，加权产能利用率 76%。整体上公司钴产品、铜产品产能利用率较高。

公司衢州华友(年产 1 万吨钴金属量)项目预计 2014 年 6 月投产运营，将解决公司产能瓶颈问题，同时随着公司技改项目的逐渐完成以及海外项目的建成，公司主要产品产能未来将进一步增加。

跟踪期内，公司钴产品国内主要销往北京、天津、深圳、湖南等地，用于锂电池及硬质合金生产原料，公司于下游知名锂电池材料生产企业建立了长期稳定的客户关系，公司钴产品品质稳定及产能规模确保了稳定的合作关系，2013 年公司向前五名客户销售总额 7.42 亿元，占钴产品总收入的 50.85%。公司钴产品出口占钴产品总销量的 25%左右，主要出口地区：日本、韩国、美国及欧洲地区，目前全球锂电池行业的快速发展，韩国、日本需求增长较快，公司预计未来几年出口量将大幅增长。结算方式了，公司为了扩大销售规模，结算方式上适当地放宽信用政策，应收款项有所增长。

表 4 公司 2013 年钴产品前五名客户情况（万元，%）

客户名称	销售金额	占比
湖南杉杉户田新材料有限公司	19743.29	13.54
L&F Material Co.,Ltd 及 L&F Co.,Ltd	19200.15	13.16
天津巴莫科技股份有限公司	19148.94	13.13
COSMO AM and T CO.,LTD	8810.69	6.04
中信国安盟固利电源技术有限公司	7265.81	4.98
小计	74168.88	50.85

资料来源：公司提供

铜产品面，中国生产的铜产品全部在中国销售；刚果（金）生产的铜产品当地全部销售至荷兰托克公司及其子公司。

表 5 公司 2013 年铜产品前五名客户情况（万元，%）

客户名称	销售金额	占比
TRAFIGURA AG	192275.28	91.32
北京万宝	6413.49	3.05
吴江昌盛铜业有限公司	3895.30	1.85
杭州富春江冶炼有限公司及浙江和鼎铜业有限公司	3766.63	1.79
嘉善精诚机械有限公司	1662.68	0.79
小计	208013.38	98.79

资料来源：公司提供

由于钴主要用于锂离子电池特别是手机电池及笔记本电脑，近年来手机已基本普及，主要是换代消费增加，因此，钴产品消费在前期大幅增长后将进入一个平稳增长期。但是随着未来电动汽车快速发展以及新材料、航空航天工业装备制造水平的提升，将可能导致电动汽车用电池、新材料制造对钴的需求出现快速增长。

总体看，公司客户构成变化不大，但公司为了扩大销售规模，结算方式上逐步放宽信用政策，应收款项有所增长。随着公司衢州项目投产运营（预计 2014 年 6 月），公司产能及销售规模将进一步提升。

4. 在建项目及未来发展

跟踪期内，公司主要在建项目为衢州华友年产 1 万吨（钴金属量）项目，工程投资金额为 14.76 亿元，在 2014 年 3 月项目建设已完成 90% 以上。衢州项目的推进导致公司负债水平大幅提升，因此公司未来几年暂无重大项目投资计划，集中力量用于衢州项目投产后公司的稳定运营。

公司将坚持以钴新材料产业发展为核心，以铜产品为辅助，以境外自有矿产资源为基础，致力于成为资源节约、环境友好，集境外采选冶、境内新材料深加工为一体的全球钴行业领先企业。

公司将完成刚果（金）资源开发基地及国内钴新材料制造基地的跨国经营布局，实现“采、选、冶、新材料深加工”一体化的产业制造链，具体产能目标：年产钴金属量 2 万吨、三元材料前驱体 1.2 万吨、铜金属量不低于 10 万吨、镍金属量 1 万吨，成为全球钴行业领先企业。

八、财务分析

公司提供的 2011~2013 三年连审财务报表已由天健会计师事务所有限公司审计，出具了标准无保留意见的审计结论。报告期内，2012 年，公司将出资建立的 SHAD 公司纳入合并财务报表范围；2013 年，公司将出资建立的华友国际纳入合并范围。因为 2011~2013 年审计报告为三年连审报表，财务数据已经追溯调整，可比性较强。2014 年一季度财务报表未经审计。

截至 2013 年底，公司资产总额为 54.18 亿元，所有者权益（含少数股东权益）17.78 亿元；2013 年公司实现营业收入 35.85 亿元，利润总额 1.72 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额 62.02 亿元，所有者权益（含少数股东权益）18.12 亿元；2014 年 1~3 月公司实现营业收入 9.04 亿元，利润总额 0.37 亿元。

1. 盈利能力

2013 年，公司实现营业收入 35.85 亿元，同比增长 1.47%，其中境外收入占主营业务收入的 61.65%。2011 年~2013 年，公司营业成本年均复合增长 3.93%，增速与营业收入增速基本持平。

2013 年，公司期间费用为 4.02 亿元；占营业收入的比重为 11.22%，较去年增长 0.98 个百分点。公司期间费用控制水平整体较好，但财务费用增长较快，近三年年均复合增长率为 40.40%，主要系公司生产销售规模扩大，公司有息债务增加所致。

由于财务费用的快速增长导致对利润的侵

蚀，2013年，公司营业利润有所下降，为1.69亿元，较上年下降9.14%。2013年，公司利润总额为1.72亿元，下降12.69%。

从盈利指标看，2013年，公司总资本收益率和净资产收益率较2012年有所下滑，两项指标分别为4.95%和6.75%。2013年，公司营业利润率为15.90%，同比提高了0.06个百分点。

2014年1~3月，公司实现营业收入9.04亿元，利润总额0.37亿元，分别占2013年全年水平的25.22%和21.51%。同期，公司营业利润率为16.74%，较2013年略有上升。

总体看，跟踪期内，营业收入小幅增长，营业利润率基本保持稳定，但由于财务费用增长较快，对公司利润造成一定侵蚀，公司总资本收益率和净资产收益率有所下降。预计随公司衢州年产1万吨（钴金属量）新材料项目成熟运营，公司的营业收入规模及盈利水平将有望得到提升。

2. 现金流及保障

从经营活动现金流看，2013年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为33.21亿元，同比有所下降，主要由于公司适当放宽了对客户的信用政策，缓解客户的资金周转压力，应收类科目上升所致。同期，公司经营活动现金流入量为34.41亿元，较上年大幅增长32.06%，主要是由于衢州项目将于2014年6月投产，公司增加原材料储备所致。受上述变动影响，2013年公司经营活动产生的现金流呈净流出态势，为-5.93亿元。

从收入实现质量来看，2013年，公司现金收入比为2.63%，主要由于公司适当放宽了对客户的信用政策，缓解客户的资金周转压力，应收类科目上升所致。公司收入实现质量一般。

从投资活动看，由于衢州项目的推进导致公司投资活动现金流出规模较大，2013年公司购建固定资产、无形资产等支付现金8.84亿元，较2012年增长32.15%。同期公司投资活动产生的现金流量净额分别为-8.82亿元。

从筹资活动看，2013年，公司筹资活动现

金流入主要是取得借款及吸收投资收到的现金。筹资活动现金流出主要是偿还债务支付的现金。2013年筹资活动产生的现金流量净额为13.22亿元。

2014年1~3月，公司经营活动现金流入12.32亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金，由于同期购买商品接受劳务支付的现金规模大，公司一季度经营活动产生的现金流量净额为-3.90亿元；公司投资活动流入现金264.11万元，购建固定资产投资支付现金2.57亿元，投资活动产生的现金流量净额-2.63亿元；公司通过借款和贸易融资，实现筹资活动现金流入量16.01亿元，同时偿还债务等活动流出9.85亿元，2014年一季度筹资活动产生的现金流量净额6.16亿元。同期，公司现金收入比为91.32%，较2013年底小幅下降。

总体看，跟踪期内，由于公司固定资产投资快速增长，公司投资活动现金净流出大幅增长；同时公司为即将投产的衢州项目进行原材料储备，导致2013年和2014年一季度经营活动现金净流出较大。公司融资活动前净现金流流出量迅速增长，外部融资需求快速加大。由于衢州项目已基本建设完毕，未来公司对外筹资压力减弱。

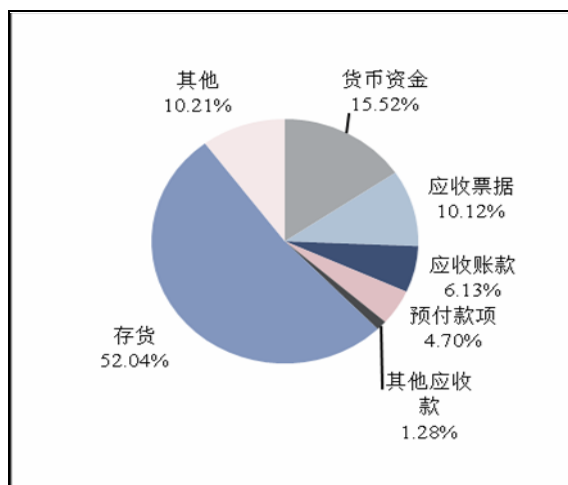
3. 资本及债务结构

截至2013年底，公司资产总额为54.18亿元，较2012年底增长44.02%，主要由于存货、固定资产及在建工程的增加导致资产规模快速增长所致。其中，流动资产占比50.06%，非流动资产占比49.94%。

流动资产

截至2013年底，公司流动资产27.12亿元，主要以货币资金、应收票据、应收账款和存货为主。

图8 2013年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至2013年底，公司货币资金为4.21亿元，同比下降35.83%，主要由于公司增加库存备货，同时扩大固定资产投资所致。货币资金构成中，库存现金占1.17%，银行存款占72.86%，其他货币资金占25.97%，其他货币资金主要由保函保证金、信用证保证金、借款保证金、票据保证金等构成。

截至2013年底，公司应收票据为2.75亿元，其中银行承兑汇票2.57亿元，商业承兑汇票1740万元。2013年，公司应收票据大幅增长，主要系随着公司营业收入的增长，为降低货款回收风险，公司较多地采用了以银行承兑汇票结算货款的方式所致。

由于公司适当放宽了对客户的信用政策，缓解客户的资金周转压力，截至2013年底，公司应收账款1.66亿元，较2012年增长19.42%，其中1年期内应收账款占比99.51%，1~2年的应收账款占比0.46%，2年以上的应收账款占比0.03%。2013年，公司计提坏账准备891.09万元，计提比例为5.09%，计提较为充分。公司应收账款前5名客户欠款共计1.08亿元，占比61.68%，欠款相对集中。

表6 公司2013年底应收账款前5名情况（万元，%）

单位名称	金额	占比	账龄
天津巴莫科技股份有限公司	4324.32	24.69	1年内

青海泰丰先行锂能科技有限公司	2217.50	12.66	1年内
中信国安盟固利电源技术有限公司	1594.42	9.10	1年内
湖南长远锂科有限公司	1208.00	6.90	1年内
北京当升材料科技股份有限公司	1458.65	8.33	1年内
合计	10802.90	61.68	

资料来源：公司财务审计报告。

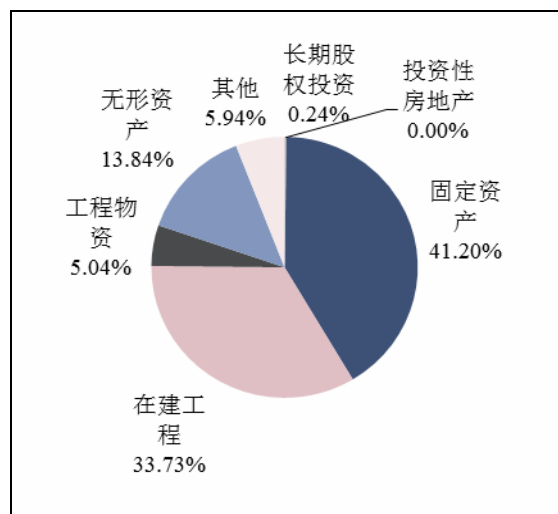
截至2013年底，公司其他应收款3483.04万元，主要由出口退税、收矿备用金、进口税款保证金及履约保证金等构成。

截至2013年底，公司存货为14.11亿元（原值14.12亿元，计提跌价准备25.94万元），同比大幅增长92.77%，主要由于为新建年产1万吨（钴金属量）新材料项目的未来生产需求，公司增加了原材料储备所致。2013年，公司存货构成以原材料（占88.10%）、库存商品（占6.44%）和在产品（占4.38%）为主；公司对库存商品计提25.94万元的跌价准备，计提比率为0.02%。公司原材料占比较高，存在一定的跌价风险。

截至2013年底，公司其他流动资产2.69亿元（其中待抵扣或待退回进项税2.65亿元），较2012年底增加2.20亿元，主要系随着原材料和新建项目设备采购增加，导致期末待抵扣或待退回进项税额相应增加。

非流动资产

图9 2013年底公司非流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至 2013 年底，公司非流动资产为 27.06 亿元，其中，占比较大的有固定资产、在建工程、工程物资、无形资产等。

截至 2013 年底为 11.15 亿元，同比增长 60.66%，主要由于公司扩大生产销售规模，子公司 MIKAS 公司 KAMBOVE 尾矿选矿项目、子公司 CDM 公司钴铜湿法保障优化项目、子公司 SHAD 公司现代农业产业示范园分别于 2013 年 6 月、2013 年 6 月、2013 年 11 月达到预定可使用状态，相应由在建工程转入本项目所致。截至 2013 年底，公司固定资产原值 13.93 亿元，其中房屋建筑物占 45.66%，机器设备占 46.16%；固定资产累计计提折旧 2.73 亿元，固定资产成新率 80.11%。

截至 2013 年底，公司在建工程 9.13 亿元，同比增长 83.96%，主要系子公司华友衢州年产 1 万吨（钴金属量）新材料项目投入增加所致。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额 62.02 亿元，较 2013 年底增长 14.47%，主要由于公司存货及预付款项快速增加所致。资产构成上，流动资产占比 52.58%，非流动资产占比 47.42%。

跟踪期内，公司资产规模持续增长，固定资产投资不断增加，均为公司扩大生产规模及获取矿业资源所致；公司流动资产中存货占比较高，主要由钴矿原材料构成。整体看，公司资产流动性一般，资产质量较好。

所有者权益

2011~2013 年，公司所有者权益年均复合增长 8.27%，主要来自于未分配利润的增长。截至 2013 年底，公司所有者权益 17.78 亿元，由实收资本（占 23.96%）、资本公积（占 28.93%）、盈余公积（占 2.63%）、未分配利润（占 39.83%）和少数股东权益（占 4.65%）构成。截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益合计 18.12 亿元，较 2013 年底增长 5.48%，结构变化不大。

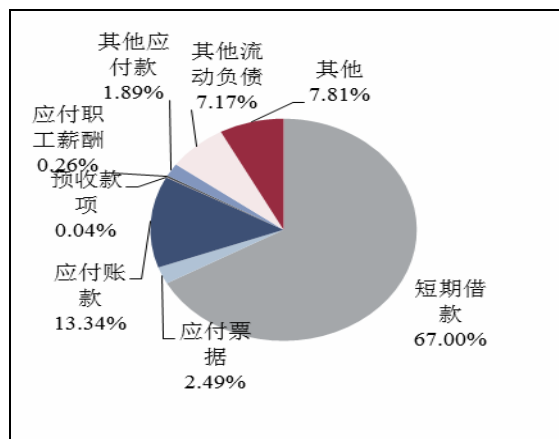
总体看，公司所有者权益稳定性尚可。

负债

跟踪期内，截至 2013 年底，公司负债总额 36.40 亿元，同比大幅增长 75.30%，主要由于推进衢州项目建设借款增加所致，其中流动负债占 78.93%，非流动负债占 21.07%。

截至 2013 年底，公司流动负债为 28.73 亿元，其中占比较大的为短期借款、应付账款及其他流动负债。

图 10 2013 年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告

截止到 2013 年底为 16.98 亿元，同比增长 88.72%。其中，信用借款 7.67 亿元（占 45.17%），保证借款 7.46 亿元（占 43.93%），其他为抵押借款、质押借款等。

截至 2013 年底为 4.08 亿元。公司应付账款增长较快，主要原因系：1、随着公司生产销售规模的不断扩大，原材料采购量增加，导致期末应付未付的货款余额相应较大；2、随着境外子公司工程项目投入的增加，设备采购增加，导致期末应付未付的工程设备款余额相应较大。

截至 2013 年底，公司其他流动负债 2.5 亿元，为公司发行的 2013 年第一期短期融资券。

截至 2013 年底，公司非流动负债为 7.67 亿元，其中占比较大的有长期借款（占比 91.79%）和其他流动负债（占比 7.60%）。

有息债务方面，2013 年公司全部债务为 30.34 亿元，同比大幅增长 79.30%，其中长期债务 7.04 亿元，全部为长期借款；短期债务 23.30 亿元，主要为短期借款（16.98 亿元）和

短期融资券（2.5 亿元）。

债务指标方面，2013 年公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率及资产负债率均有所增长，三项指标分别为 28.37%、63.05%和 67.18%。

截至 2014 年 3 月底，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分别为 29.72%、66.99%和 70.79%，较 2013 年底均有所上升。公司全部有息债务合计 36.76 亿元，较 2013 年底增长 21.16%，公司短期债务占 79.16%，短期债务占比较高。

总体看，跟踪期内，公司全部债务增长较快，短期债务占比较高，各项负债指标均有所上升，债务负担持续加重，债务结构有待改善。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2011~2013 年，由于公司货币资金快速下降，公司流动比率和速动比率持续下降，2013 年底分别为 94.41%和 45.28%；截至 2014 年 3 月底，上述两项进一步下降，分别为 92.74%和 40.73%。2011~2013 年，公司经营现金流动负债比分别为 10.80%、24.57%和-20.65%，经营活动获取的现金对流动负债的保障能力波动下降。公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标看，2011~2013 年，公司 EBITDA 有所增长，年均复合增长 7.12%，2013 年公司实现 EBITDA 3.53 亿元，同比增长 7.30%；EBITDA 利息倍数呈下降趋势，三年分别为 4.88 倍、4.34 倍和 2.99 倍；全部债务/EBITDA 倍数呈持续上升的趋势，三年分别为 4.99 倍、5.12 倍和 8.61 倍。整体看，EBITDA 对全部债务及利息的保护能力一般。

截至 2014 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2014 年 3 月底，公司获得综合授信额度共计 49.18 亿元，已使用的授信额度为 38.52 亿元，尚未使用的额度为 10.66 亿元。公司间接融资渠道畅通。

5. 存续期内债券偿还能力

截至 2014 年 3 月底，公司存续期内债券为“13 华友 CP001”，发行总额 2.50 亿元。截至 2014 年 3 月底，公司现金类资产为 5.39 亿元，扣除其他货币资金后，为 4.28 亿元，为“13 华友钴业 CP001”的 1.71 倍，公司现金类资产对存续期债券的保障能力较强。

2011 年~2013 年，公司经营活动产生的现金流入量年分别为 32.68 亿元、35.34 亿元和 34.41 亿元，分别为“13 华友钴业 CP001”的 13.07 倍、14.14 倍和 13.76 倍；经营活动产生的现金流量净额分别为 1.53 亿元、4.06 亿元和 -5.93 亿元，分别为“13 华友钴业 CP001”的 0.61 倍、1.63 倍和 -2.37 倍，公司经营活动现金流入量对本期短期融资券覆盖程度较高。

总体看，公司经营活动现金流入量对“13 华友钴业 CP001”覆盖程度良好。

6. 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 2014 年 4 月 24 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

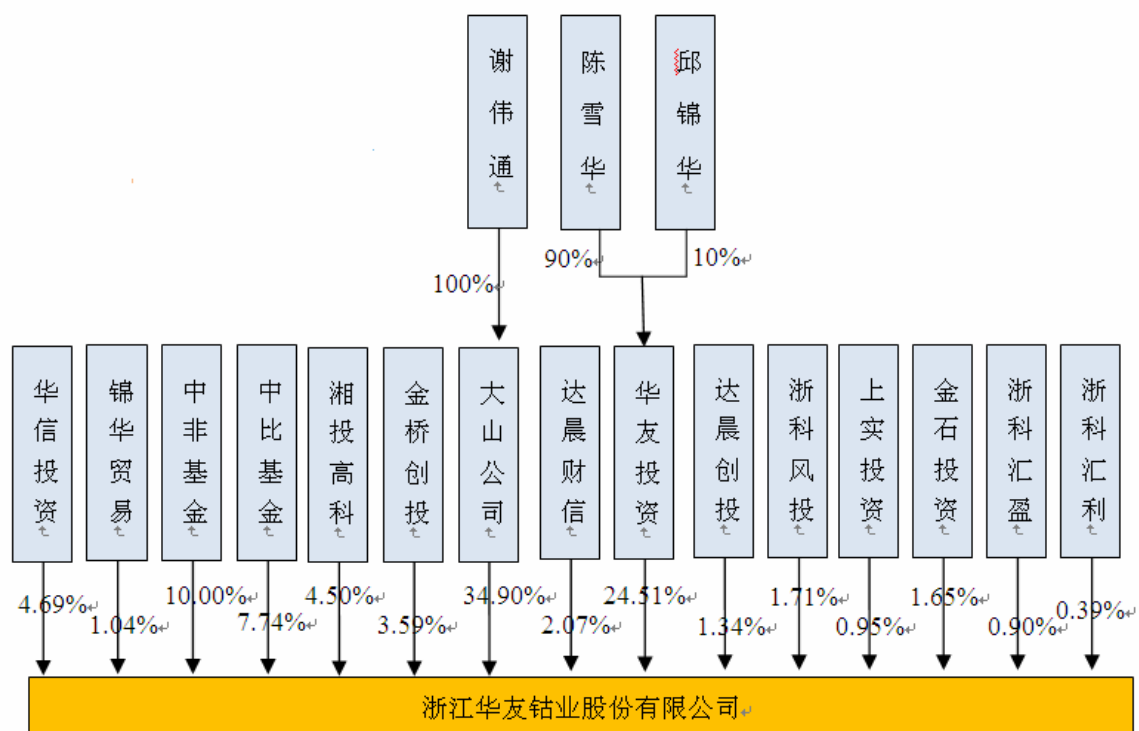
公司作为全球领先的大型专业钴化学品生产企业之一，在产能规模、资源储备、产品品质、技术实力等方面具备综合竞争优势。鉴于钴在工业生产中的特殊地位，其行业发展前景良好。随着公司逐步完成境外资源基地和境内制造基地的经营布局，将使公司矿料供应和产品制造得到进一步优化配置，公司整体竞争力将得到提升。

总体看，公司整体抗风险能力较强。

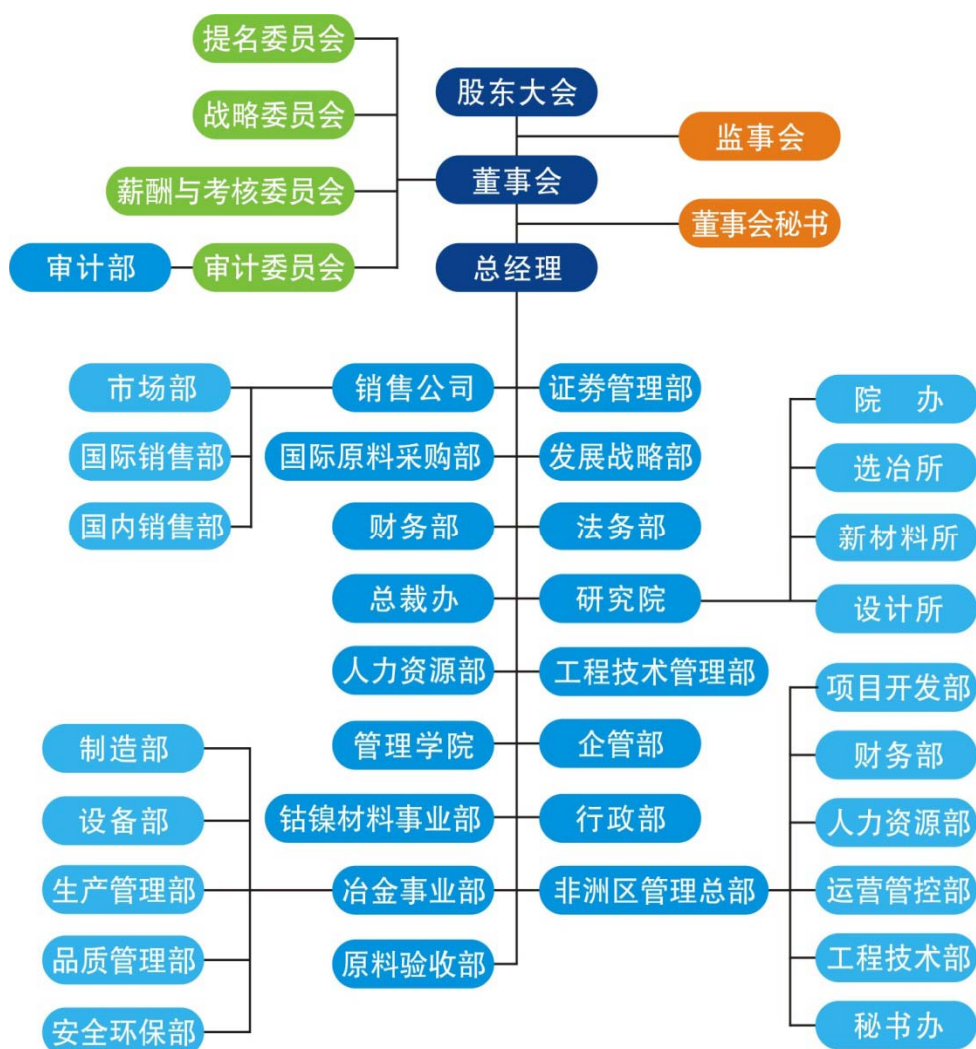
九、结论

综合考虑，联合资信维持公司 A⁺的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“13 华友钴业 CP001” A-1 的信用等级。

附件 1-1 公司产权结构图



附件 1-2 公司组织机构图



附件 1-3 公司全资或控股子公司一览表
 (单位: 人民币万元)

序号	子公司名称	注册地	经营范围	注册资本	持股比例 (%)
1	浙江力科钴镍有限公司(力科钴镍)	浙江省嘉兴市	生产销售氧化钴、氧化镍、氧化铜、硫酸镍、四氧化三钴, 钴、镍、铜金属及制品的批发业务; 金属矿产品的进口业务	USD1602.00	100.00
2	浙江华友进出口有限公司(华友进出口)	浙江省嘉兴市	定型包装食品(不含冷冻和冷藏食品, 食品卫生许可证有效期至2012年10月27日止)、纺织品(棉花除外)、针织品、日用品、文化体育用品及器材、矿产品(贵金属、铁矿石除外)、建材(钢材除外)、化工产品(危化品、易制毒化学品除外)、机械设备、五金交电、电子产品的批发、进出口及佣金代理(拍卖除外)(上述涉及配额、许可证及专项规定管理的商品按国家有关规定办理); 货物进出口、技术进出口; 代理进出口业务。	¥10000.00	100.00
3	宁波紫鑫进出口有限公司(宁波紫鑫)	浙江省宁波市	金属、矿产品、化工原料、塑料原料、建筑材料、五金件的批发、零售; 自营和代理各类货物和技术的进出口, 但国家限定经营或禁止进出口的货物和技术除外。	¥200.00	73.00
4	华友衢州钴新材料有限公司	浙江省衢州	经营范围为: 四氧化三钴、陶瓷氧化钴、碳酸钴、草酸钴、电钴项目筹建(限筹建期使用, 不得用于生产经营活动, 筹建有效期至2012年05月29日止)	¥50000.00	100.00
5	华友(香港)有限公司	香港	一般贸易	HKD22620.00	100.00
6	东方国际矿业有限公司(OIM公司)	南非	矿产品贸易	ZAR0.0207	100.00
7	刚果东方国际矿业有限公司(CDM公司)	刚果(金)	矿山开发、矿产品贸易; 钴、铜、镍的冶炼和加工。	USD600.00	100.00
8	卡松波矿业有限责任公司(MIKAS公司)	刚果(金)	矿山开发及矿产品销售。	USD200.00	72.00
9	姆索诺伊矿业有限责任公司(COMMUS公司)	刚果(金)	矿山开发及矿产品销售。	USD900.00	72.00
10	SHAD公司	刚果(金)	从事农业开发、农产品加工及销售	USD10.00	82.00
11	华友国际	香港	股权投资及管理、投资咨询、控股公司资产管理	HKD1.00	100.00

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	10.04	7.75	7.04	5.39
资产总额(亿元)	33.53	37.62	54.18	62.02
所有者权益(亿元)	15.17	16.86	17.78	18.12
短期债务(亿元)	11.38	13.10	23.30	29.10
长期债务(亿元)	3.94	3.72	7.04	7.66
全部债务(亿元)	15.32	16.81	30.34	36.76
营业收入(亿元)	33.02	35.33	35.85	9.04
利润总额(亿元)	2.05	1.97	1.72	0.37
EBITDA(亿元)	3.07	3.29	3.53	--
经营性净现金流(亿元)	1.53	4.06	-5.93	-3.90
财务指标				
销售债权周转次数(次)	14.03	13.18	10.26	--
存货周转次数(次)	4.11	4.19	2.78	--
总资产周转次数(次)	1.07	0.99	0.78	--
现金收入比(%)				
营业利润率(%)	15.61	15.84	15.90	16.74
总资本收益率(%)	7.78	7.01	4.95	--
净资产收益率(%)	11.49	9.52	6.75	--
长期债务资本化比率(%)	20.61	18.06	28.37	29.72
全部债务资本化比率(%)	50.25	49.93	63.05	66.99
资产负债率(%)	54.77	55.19	67.18	70.79
流动比率(%)	142.84	109.87	94.41	92.74
速动比率(%)	95.65	65.61	45.28	40.73
经营现金流动负债比(%)	10.80	24.57	-20.65	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.88	4.34	2.99	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.99	5.12	8.61	--

注：公司 2014 年 1 季度财务数据未经审计；公司短期融资券计入其他流动负债科目，计算有息债务时已调整。

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	
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
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入 × 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 - 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
现金偿债倍数	现金类资产 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 5 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