

信用评级公告

联合〔2021〕1617号

联合资信评估股份有限公司通过对铜陵有色金属集团控股有限公司及其拟发行的 2021 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定铜陵有色金属集团控股有限公司主体长期信用等级为 AAA，铜陵有色金属集团控股有限公司 2021 年度第一期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司
二〇二一年三月八日



铜陵有色金属集团控股有限公司

2021 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA
本期中期票据信用等级: AAA
评级展望: 稳定

债项概况:

本期中期票据发行规模: 10 亿元
本期中期票据期限: 3 年
偿还方式: 按年付息, 到期一次性兑付本金及当年利息
募集资金用途: 偿还公司有息债务和补充流动资金

评级时间: 2021 年 3 月 8 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
有色金属企业信用评级方法	V3.0.201907
有色金属企业主体信用评级模型(打分表)	V3.0.201907

注: 上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aa		评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果	
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2	
			行业风险	4	
		自身竞争力	基础素质	2	
			企业管理	1	
财务风险	F3	现金流	资产质量	1	
			盈利能力	3	
			现金流量	1	
		资本结构	2		
		偿债能力	3		
调整因素和理由				调整子级	
政府支持				+2	
海外矿山厄瓜多尔米拉多矿区于 2019 年下半年正式投产				+1	

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:

联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)对铜陵有色金属集团控股有限公司(以下简称“公司”或“铜陵有色”)的评级反映了公司作为国内大型铜冶炼企业, 已形成集采选、冶炼、加工和贸易为一体的完整产业链, 阴极铜冶炼产能规模居国内行业前列。公司厄瓜多尔米拉多铜矿已于 2019 年下半年开始试生产, 进一步提高了铜矿自给率; 公司作为安徽省人民政府国有资产监督管理委员会(以下简称“安徽省国资委”)全资子公司, 所获政府支持力度大; 近年来公司收入规模大并且呈逐年增长趋势, 收入实现质量高。同时, 联合资信也关注到铜冶炼加工费目前处于较低水平, 非经常性损益对公司利润影响较大, 在建工程投资规模大及有息债务负担较重等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

公司 EBITDA 及经营活动现金流入量对本期中期票据的保障程度很高。

未来, 伴随在建项目投产, 公司矿产资源对外依赖程度或可下降, 竞争力将进一步增强, 联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司主体偿债风险极低, 本期中期票据到期不能偿还的风险极低, 安全性极高。

优势:

1. 公司行业地位突出, 形成了集采选、冶炼、加工和贸易为一体的完整产业链。公司为国内大型铜冶炼企业, 产能规模居国内行业前列, 行业地位突出。2019 年, 公司自产铜精矿 5.53 万吨, 阴极铜产能 140 万吨、产量 140 万吨。
2. 公司作为安徽省国资委全资子公司, 所获政府支持力度大。2017-2019 年, 公司政府补贴收入分别为 1.16 亿元、1.93 亿元和 1.73 亿元, 主要体现在财政拨款、贴息补助、土地税返还、增值税返还等方面。同时, 公司铜冶炼工艺升级改造方面也有相应支持。
3. 海内外矿山投产进一步提高公司市场竞争力。随着沙溪铜矿达产, 公司铜矿自给率有所增长; 公司目前重点开发

分析师：王宇飞

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

建设厄瓜多尔铜金属矿，其中米拉多矿区已于2019年下半年试生产。

4. **公司收入实现质量高，收入规模大并且呈逐年增长趋势。**2017—2019年，公司营业收入分别为1573.45亿元、1775.82亿元和1921.89亿元；现金收入比分别为113.62%、115.87%和120.35%。
5. **公司对本期中期票据保障程度很高。**2019年公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额对本期中期票据的保障倍数分别为4.28倍、235.82倍和3.52倍。

关注：

1. **铜冶炼加工费（TC/RC）目前处于较低水平，对公司铜冶炼板块的盈利水平带来不利影响。**铜冶炼加工费（TC/RC）是公司铜冶炼板块主要利润来源之一，近年来TC/RC呈下跌态势，TC/RC低位运行对公司铜冶炼板块的盈利水平产生不利影响。2020年前三季度，公司TC/RC加工费为58.9美元/吨和5.89美分/磅。
2. **公司债务负担较重，在建项目存在一定资本支出压力。**截至2020年9月末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为74.80%和68.26%，全部债务中短期债务占比64.12%。同时，公司在建项目尚需投入规模较大，存在一定的资本支出压力。
3. **整体盈利水平较低，非经常性损益对公司利润影响较大。**2019年，公司投资收益占营业利润比重为67.35%，对营业利润影响较大；2017—2019年，公司营业利润率为3.10%、3.02%和2.60%。
4. **公司归母净利润持续为负，权益稳定性较弱。**2017—2019年，公司归属于母公司所有者的净利润持续为负，分别为-4.15亿元、-4.64亿元和-4.45亿元。此外，截至2019年末，公司少数股东权益占比65.72%，权益稳定性较弱。

主要财务数据：

项 目	合并口径			
	2017年	2018年	2019年	2020年9月
现金类资产（亿元）	164.37	113.41	80.26	117.61
资产总额（亿元）	895.17	869.78	874.11	931.70
所有者权益（亿元）	216.58	225.08	234.21	234.80
短期债务（亿元）	365.36	271.59	312.57	323.78
长期债务（亿元）	130.02	185.41	149.82	181.20
全部债务（亿元）	495.37	457.00	462.39	504.98

营业收入(亿元)	1573.45	1775.82	1921.89	1603.66
利润总额(亿元)	4.52	7.22	7.81	6.86
EBITDA(亿元)	35.00	39.15	42.77	--
经营性净现金流(亿元)	2.74	42.89	35.20	11.13
营业利润率(%)	3.10	3.02	2.60	2.05
净资产收益率(%)	0.12	0.92	1.26	--
资产负债率(%)	75.81	74.12	73.21	74.80
全部债务资本化比率(%)	69.58	67.00	66.38	68.26
流动比率(%)	84.45	91.54	78.37	85.33
经营现金流流动负债比(%)	0.55	10.54	8.05	--
现金短期债务比(倍)	0.45	0.42	0.26	0.36
EBITDA 利息倍数(倍)	2.30	0.94	1.72	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.15	11.67	10.81	--

公司本部(母公司)口径

项目	2017年	2018年	2019年	2020年9月
资产总额(亿元)	282.35	285.07	285.57	294.86
所有者权益(亿元)	57.39	62.53	54.58	54.96
全部债务(亿元)	151.72	155.39	187.82	194.53
营业收入(亿元)	224.93	268.40	195.57	125.44
利润总额(亿元)	1.71	0.77	-7.39	-0.62
资产负债率(%)	79.67	78.06	80.89	81.36
全部债务资本化比率(%)	72.55	71.30	77.48	77.97
流动比率(%)	66.84	85.87	61.95	66.14
经营现金流流动负债比(%)	2.28	-0.44	-0.99	--

注: 1. 2020 年前三季度财务报表未经审计; 集团类客户提供母公司本部(母公司)财务信息; 2. 公司其他流动负债和长期应付款中的计息债务已分别纳入短期债务和长期债务核算; 3. 公司 2017 年和 2018 年财务数据分别使用 2018 年和 2019 年审计报告调整后的期初数据

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2020.7.24	王宇飞、王皓、张葛	有色金属企业信用评级方法; 有色金属企业主体信用评级模型(打分表)	阅读全文
AA+	稳定	2011.7.4	闫显州、钟睿	--	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本号

声 明

一、本报告引用的资料主要由铜陵有色金属集团控股有限公司公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；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。

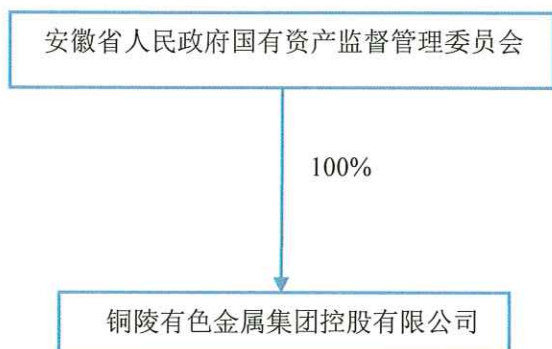
铜陵有色金属集团控股有限公司

2021 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

铜陵有色金属集团控股有限公司(以下简称“公司”)是新中国最早建设的有色金属工业重要生产基地,原名铜官山矿务局,成立于1952年9月28日,隶属中央重工业部有色金属工业局。1995年底,公司改组为“铜陵有色金属(集团)公司”。公司归属经多次变更,于2000年7月13日划归至安徽省人民政府管理,为省属国有特大型工业企业。2007年3月,根据安徽省人民政府《安徽省人民政府关于铜陵有色金属(集团)公司改制方案的批复》(皖政秘(2006)121号)的规定,公司更名为现名,并着手进行公司改制工作,并于2008年完成,取得企业法人营业执照。2017年8月14日,公司完成员工持股平台公司退股和减资事项,截至2020年9月末,公司注册资本为370203.39万元,安徽省人民政府国有资产监督管理委员会(以下简称“安徽省国资委”)为唯一股东,公司实际控制人为安徽省国资委。截至2019年末,公司实际控制人安徽省国资委所持股份不存在质押情况。

图 1 截至 2019 年末公司股权结构图



资料来源:公司提供

公司经营范围:有色金属采选、冶炼、加工,地质勘查、设计、研发,硫化工、精细化工,机械制造,房地产经营,铁路、公路、水路、码头、仓储物流服务,建筑安装与矿山工程建设以上行

业投资与管理,硫酸生产,进出口业务(限《进出口企业资格证书》所列经营范围),境内外期货、期权的套期保值业务,黄金交易经纪,融资租赁,境外有色金属工程承包和境内国际工程招标,信息技术、有线电视、报纸出版发行。(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动)。

截至2019年末,公司本部内设商务部、生产机动部、安全环保部、财务部等多个职能部门。截至2020年9月末,公司纳入合并范围一级子公司27家,其中上市公司1家,为铜陵有色金属集团股份有限公司(证券代码:000630.SZ,以下简称“铜陵有色股份”,截至2020年9月末,公司持股36.53%),铜陵有色股份包含了公司主要生产矿山资产和铜冶炼加工资产。

截至2019年末,公司合并资产总额874.11亿元,所有者权益234.21亿元(含少数股东权益153.93亿元);2019年,公司实现营业收入1921.89亿元,利润总额7.81亿元。

截至2020年9月末,公司合并资产总额931.70亿元,所有者权益234.80亿元(含少数股东权益158.15亿元);2020年1-9月,公司实现营业收入1603.66亿元,利润总额6.86亿元。

公司注册地址:安徽省铜陵市长江西路;公司法定代表人:杨军。

二、本期中期票据概况

公司于2020年注册60亿元中期票据(中市协注[2020]MTN532号),2021年度第一期中期票据(以下简称“本期中期票据”)拟发行额度10亿元,期限为3年,偿还方式为按年付息,到期一次还本。

本期中期票据所募资金拟用于偿还公司有息债务和补充流动资金。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济环境和经济运行情况

2020年,新冠肺炎疫情全球大流行,对各国经济和贸易造成严重冲击,全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响,以“六稳”“六保”为中心,全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为,通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗,支持“两新一重”领域基建,提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活,维护市场流动性合理充裕,引导LPR下行,降低企业信贷成

本;创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息,为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下,我国2020年一季度GDP下降6.80%,二季度疫情得到迅速控制,此后进入常态化防控,各季度增速分别为3.20%、4.90%和6.50%,经济逐季复苏,全年累计增长2.30%,成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家,GDP首次突破百万亿大关。2020年下半年我国经济复苏强劲,主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动,但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表1 2016—2020年中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
GDP(万亿元)	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP增速(%)	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速(%)	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速(%)	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速(%)	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速(%)	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速(%)	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI增幅(%)	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI增幅(%)	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率(%)	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速(%)	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速(%)	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速(%)	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注:1.GDP总额按现价计算;2.出口增速、进口增速均以人民币计价统计;3.增速及增幅均为累计同比增长数,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.城镇失业率统计中,2017年为城镇登记失业率,2018年开始为城镇调查失业率,指标值为期末数

资料来源:联合资信根据国家统计局和Wind数据整理

投资和净出口为拉动GDP增长的主要动力,消费拖累全年经济增长。2020年,社会消费品零售总额39.20万亿元,同比下降3.90%,为改革开放40多年来首次出现负增长。投资方面,2020年固定资产投资完成额51.89万亿元,同比增长2.90%。其中制造业投资下降2.20%,为历史同期最低水平;基础设施建设投资(不含电力)增速为0.90%,较上年(3.80%)大幅下滑,处历史低位;房地产开发投资增速为7.00%,较上年(9.90%)有所下滑,是投资增长的主要支撑。外贸方面,2020年货物进出口总额32.16万亿

元,同比增长1.90%,外贸规模创历史新高。其中,出口额17.93万亿元,同比增长4.00%;进口额14.22万亿元,同比下降0.70%。进出口顺差3.71万亿元,较上年(2.91万亿元)大幅增加。2020年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为4.74万亿元、4.50万亿元、4.06万亿元和2.20万亿元,分别增长7.00%、5.30%、8.80%和1.20%,东盟成为我国最大贸易伙伴,对美国贸易快速增长。2020年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升,服务业持续改善。2020年全

规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1—11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60%和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年底，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至 2020 年底，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年末增速（8.70%）显

著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元，上年缺口为 4.85 万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全国政府性基金收入 9.35 万亿元，同比增长 10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出 11.80 万亿元，同比增长 28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。2020 年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出我国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020 我国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元，实际同比增长 1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021 年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主

的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险**。中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度**。2021 年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品和市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为 2020 年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021 年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情防控制约和居民收入增速下降，2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测 2021 年我国 GDP 增速将达到 8.50% 左右。

四、行业及区域环境分析

1. 行业概况

中国为全球最大的精炼铜生产国及消费国，铜矿资源匮乏，资源自给率低。

铜工业包括采矿、选矿、粗铜冶炼、精铜冶炼、铜加工整个产业链。其中铜冶炼行业处于产业链中铜矿业与铜加工业的中间环节，指对铜精矿等矿山原料、废杂铜料进行熔炼、精炼、电解等提炼铜的生产活动。铜冶炼行业主要产品包括：粗铜、精炼铜、阴极铜（电解铜），以及在冶炼过程中生产的铜基合金等。

根据国际铜业研究小组统计数据计算，2019 年及 2020 年 1-6 月，中国精炼铜产量占全球精炼铜产量比例分别为 40.82% 和 40.38%。2019 年及 2020 年 1-6 月，中国精炼铜消费量占全球精炼铜消费量比例分别为 52.12% 和 55.78%。中国为全球最大的精炼铜生产国及消费国。

图 2 全球及中国精炼铜产量及消费量情况
(单位：万吨、%)



资料来源：Wind

根据工业与信息化部数据，2019 年，中国生产铜精矿金属含量 163 万吨，同比增长 4.1%；精炼铜产量为 978 万吨，同比增长 10.2%。据此估算，2019 年中国国内矿山铜精矿自给率约为 16.64%，资源自给率低。同期，铜冶炼总回收率 98.6%，同比提高 0.1 个百分点；铜冶炼综合能耗 226 千克标煤/吨，同比下降 2%。全年规模以

上铜企业实现利润 412 亿元，同比增长 8.2%，增速较 2018 年提升 3.9 个百分点。其中，铜矿采选行业实现利润 56 亿元，同比下降 3.9%；铜冶炼、铜压延加工行业分别实现利润 144 亿元、212 亿元，同比分别增长 16.6%、6.5%。

2. 上游供给

中国国内矿山过度开发，开采深度增加；同时进口铜矿石数量快速增长，对外依存度进一步提升。

铜精矿是铜冶炼的主要原料。根据美国地质调查局 2019 年公布的数据：全球已探明铜储量约为 8.70 亿吨，主要集中在智利(2.00 亿吨)、秘鲁(0.87 亿吨)、墨西哥(0.53 亿吨)和美国(0.51 亿吨)，中国铜储量 0.26 亿吨，仅占全球储量的 2.99%。全球前十大铜业公司掌握约九成铜矿储量，铜矿资源垄断程度高，下游话语权弱。

随着世界经济的不断发展，工业和生活中对铜的需求不断增加，凭借铜矿开采技术的不断提高，全球铜矿开采呈增长趋势。根据美国地质调查局 2019 年公布的数据：2019 年，全球铜矿产量为 2000 万吨，中国铜矿产量为 160 万吨(工业与信息化部与美国地质调查局产量统计结果存在差异)，占全球总产量的 8.00%。中国铜矿资源产量占全球铜矿产量的比重远高于铜矿资源储量占全球总储量的比重，资源储量与开采量的不匹配造成中国铜矿资源开采过度，进而加速了铜矿品位下降、开采深度增加、开采成本增加的困境。

中国有色金属工业“十三五”规划中指出，2015 年，国内铜矿产原料对外依存度达 73%。近年来，中国进口铜矿石及精矿数量快速增长。据海关总署统计，2015 年中国铜矿石进口 1329.38 万吨，2019 年已增至 2198.99 万吨。从铜矿石进口增速及中国精炼铜产量增速的对比数据看，中国铜矿石对外依存度进一步提升。相比而言，近年来中国进口精炼铜数量相对较为平稳，2019 年进口精炼铜 355.02 万吨。2020 年 1—9 月，中国铜矿石和精炼铜进口量分别为

1635.94 万吨和 355.96 万吨，同比分别增长 2.31% 和 41.65%，其中精炼铜进口量大幅增长系国内市场和国际市场存在价格差异、废铜进口配额减少等因素导致。

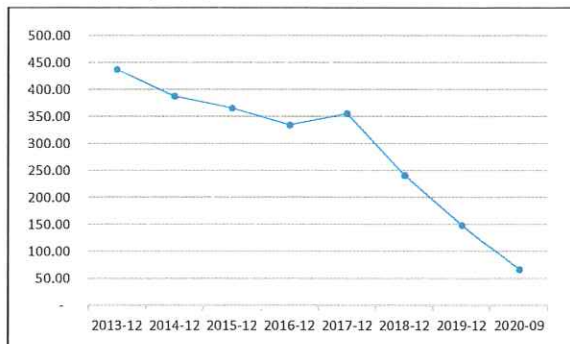
图 3 中国铜矿石及精炼铜进口数量(单位:万吨)



资料来源：海关总署、Wind

另外，再生铜作为铜重要的供应来源，其原料废铜在环保日益受到重视的环境下愈发重要。根据海关总署数据，2017—2019 年，中国废铜进口量持续下降，分别为 355.71 万吨、241.29 万吨和 148.65 万吨；2020 年 1—9 月进口废铜量 66.67 万吨，同比下降 46.07%，废铜进口量下降带来的缺口一定程度上刺激了铜精矿、精炼铜等价格上升。随着 2020 年 11 月 1 日《关于规范再生黄铜原料、再生铜原料和再生铸造铝合金原料进口管理有关事项的公告》的施行，部分符合标准的废铜进口管制取消，但因再生黄铜原料、再生铜原料标准较高，铜原料的供应影响程度或较为有限。

图 4 中国废铜进口数量(单位:万吨)



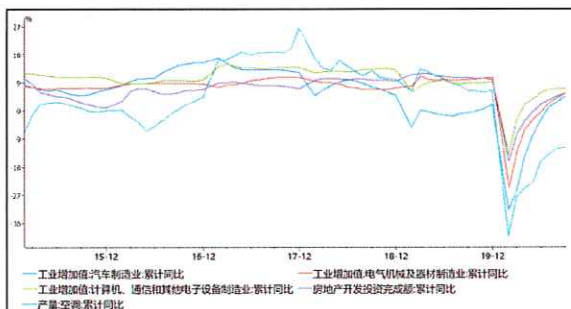
资料来源：海关总署、Wind

3. 下游需求

未来中国铜的下游需求结构变动不大，整体需求保持增长，但增速整体有所下降。

铜的下游需求较为分散，使用领域遍布工业生产的各个行业。其中，电气电缆约占 40%、机械设备约占 16%、建筑约占 14%（以房地产为主）、家电约占 9%（以空调为主）、交通约占 16%（以汽车为主）、电子及合金材料约占 5%。2014 年以来，中国电气机械及器材制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业工业增加值整体增速较为平稳；空调产量和房地产开发工业增加值出现了较大波动；汽车制造业工业增加值同比增速自 2017 年开始持续下降，但整体维持了增长趋势。2020 年初，受 COVID-19 疫情影响，铜主要下游产业累计增速均出现较大幅度下滑，均于 2020 年 2 月出现极值。随着疫情管控措施的有序放开，下游经济景气度回升，截至 2020 年 9 月底除空调产量累计同比仍负增长，其他下游产业均已实现正增长，其中汽车制造业工业增加值累计同比已高于 2019 年。

图 5 近年来中国铜下游产业增速



资料来源：国家统计局、Wind

未来，随着风电和光伏等新能源电站的建设以及新能源汽车的推广普及，国内铜下游需求或将出现结构性增长；房地产开发投资完成额及空调产量增速将受“房住不炒”等相关政策影响维持在较低水平。

4. 价格走势

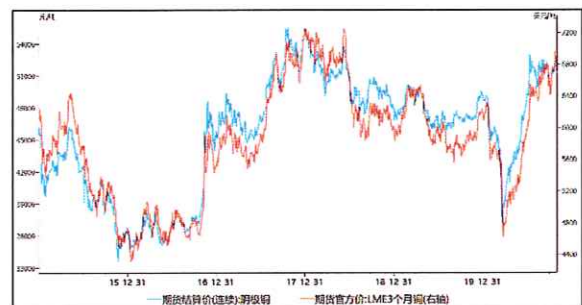
(1) 铜金属价格

2019 年，随着市场对于中美贸易战的担忧，铜价持续降低。2020 年初，受新冠疫情影响需

求下滑，铜价持续承压。随着二季度以来中国国内疫情好转、海外疫情持续扩散以及海外矿山纷纷减产，导致铜原料供给紧张，铜价有所回升

从铜价走势来看，以伦敦金属交易所 LME 铜官方价（以下简称“铜价”）为例，由于全球经济环境不佳，铜价经历了四年的下跌，于 2016 年初触底，最低价为 4320.50 美元/吨。2016 年 10 月以来，受经济数据超预期、美国大选提振美股上涨、OPEC 达成冻产协议等因素影响，市场情绪高涨，铜价在长期低迷后强势反弹，于 2018 年中最高触及 7268.00 美元/吨，较 2016 年最低点上涨 68.22%。随后铜价受中美贸易战影响再次出现大幅下跌，最低触及 5849.00 美元/吨。进入 2019 年，铜价于年初受智利、秘鲁、刚果金等主产国因事故、罢工等因素减产影响而有所反弹，最高触及 6533 美元/吨；随着市场对于中美贸易战的担忧，铜价持续降低，最低触及 5562.00 美元/吨。随着 LME 铜官方价格运行区间下降，据工信部统计，2019 年全年铜现货均价 47739 元/吨，较上年下降 5.8%。进入 2020 年，受新冠疫情影响需求下滑，铜价大幅下降，最低触及 4626.50 美元/吨。之后随着中国国内疫情好转、海外疫情持续扩散以及海外矿山纷纷减产，导致铜原料供给紧张，铜价有所回升，截至 2020 年 10 月底已回升至 6706.00 美元/吨。

图 6 近年来铜价走势情况



资料来源：Wind

(2) 铜精矿加工费 (TC/RC) 价格

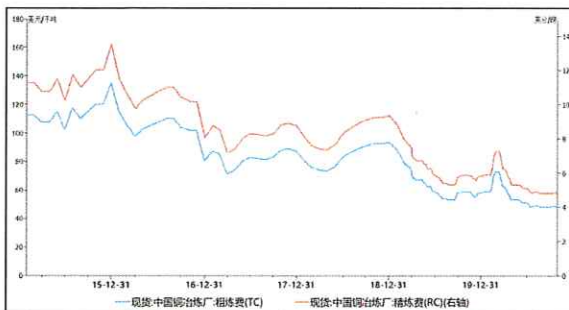
中国铜企主要涉足冶炼环节赚取加工费，加工费持续下降压缩了铜冶炼企业的盈利空间。

国内铜精矿结算价格 = 上海期货交易所电解铜 - 体现冶炼企业的加工成本 ± 其他调整因素

(主要指具体每批次铜精矿的金属含量等指标以及其他双方商定的调整因素)。

国际铜精矿价格基于 LME 期铜结算价与 TC/RC 费用决定,铜精矿加工费(TC/RC)是决定铜冶炼企业利润的重要因素。铜加工费分为粗炼费 TC(指由 1 吨铜精矿提炼阳极铜的费用)和精炼费 RC(指由 1 磅阳极铜提炼阴极铜的费用),且 TC 与 RC 相关性极高。大体上,TC/RC 的变化反映着铜精矿供需的松紧状况,在铜精矿供不应求的情况下,TC/RC 会接近铜冶炼行业平均成本线,压薄铜冶炼企业利润。

图 7 近年来粗炼费和精炼费变动情况



资料来源: Wind

近年来,TC/RC 整体呈下降趋势,进一步压缩了铜冶炼企业的盈利空间。受铜冶炼产能陆续投产形成一定过剩影响,2016 年 TC/RC 出现大幅下降。2017—2018 年,TC/RC 现货价呈小幅波动趋势,TC 整体运行区间维持在 70~90 美元/千吨,RC 整体运行区间维持在 7.0~9.0 美分/磅。2019 年,受智利、秘鲁、刚果金等主产国事故、罢工等因素影响,铜原料供应紧张,TC/RC 现货价再次大幅下降,最低分别触及 53 美元/千吨和 5.3 美分/磅。2020 年 2 月,中国国内新冠疫情短期内压制了铜矿需求,TC/RC 现货价大幅反弹,但在全球各国经济放缓的大背景下,预计 TC/RC 难有起色,甚至可能进一步下降。TC/RC 长期协议方面,2016 年 11 月,江西铜业集团有限公司(以下简称“江西铜业”)与自由港麦克莫伦公司达成协议,约定 2017 年 TC/RC 分别为 92.50 美元/千吨和 9.25 美分/磅。2017 年底,铜陵有色金属集团控股有限公司(以下简称“铜陵有色”)

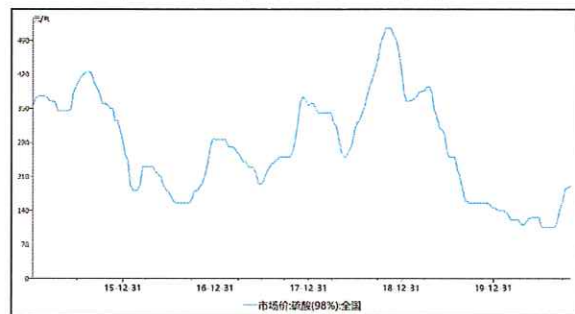
与自由港麦克莫伦公司达成协议,约定 TC/RC 分别为 82.25 美元/千吨和 8.225 美分/磅,同比均下滑 11.08%。2018 年,江西铜业与智利矿业公司安托法加斯塔达成协议,同意将 2019 年 TC/RC 分别下调至 80.80 美元/千吨和 8.08 美分/磅。2019 年底,江西铜业、铜陵有色、中国铜业有限公司(以下简称“中国铜业”)与自由港麦克莫伦公司达成协议,约定 2020 年 TC/RC 分别为 62 美元/千吨和 6.2 美分/磅,较 2019 年下降 23.27%,为铜加工精炼费长期协议价的连续第五年下跌,同时也为 2011 年以来的最低水平。

(3) 硫酸价格

中国硫酸产能持续过剩导致硫酸价格大幅下降,铜冶炼厂利润及开工率承压。

硫酸为铜冶炼环节的副产品。据国家统计局数据,截至 2019 年底和 2020 年 10 月底,全国 98%硫酸均价分别为 145 元/吨和 190 元/吨,仍处于低位,疫情期间因国内物流受阻,部分冶炼企业出现胀库情况,采取贴钱出货方式以维持正常冶炼生产。

图 8 近年来中国硫酸价格走势情况



资料来源:国家统计局、Wind

5. 行业政策

近年来,政府在废铜进口方面进行较为严格的控制,并通过行业规范促进行业技术进步,推动行业高质量发展。

废铜进口政策方面,2017 年 7 月,中国环保部向 WTO 递交通知,宣布从 2017 年 9 月起,中国将禁止进口 4 大类 24 种洋垃圾。其中七类废杂铜属于限制进口许可废料,进口此类废料需获得相关批文。2018 年 4 月,生态环境部、商务

部、发展改革委、海关总署联合发布关于调整《进口废物管理目录》的公告，自 2018 年底开始，以回收铜为主的废电机等（包括电机、电线、电缆、五金电器）的铜产品从“限制”调为“禁止”进口。此次《进口废物管理目录》意味着禁止进口七类废铜政策正式落地。2018 年 12 月，生态环境部、商务部、发展改革委、海关总署对现行的《非限制进口类可用作原料的固体废物目录》和《限制进口类可用作原料的固体废物目录》进行以下调整：将于 2019 年 7 月 1 日起限制进口

“六类”废铜。受废铜进口政策影响，废铜进口量整体呈逐年下降趋势。尽管自 2020 年 11 月 1 日将放开再生黄铜原料和再生铜原料的进口审批，但因标准设定较为严格，预计废铜供应仍较为紧张。

行业规范方面，2019 年 9 月 4 日，工业和信息化部发布了《铜冶炼行业规范条件》，进一步加快铜产业转型升级，促进铜冶炼行业技术进步，提升资源综合利用率和节能环保水平，促进铜冶炼行业持续健康发展。

表 2 近年来出台的铜行业相关产业政策

出台时间	内容	政策影响
2017 年 7 月	环保部向 WTO 递交通知，宣布自 2017 年 9 月起将七类废杂铜列为限制进口许可废料，进口此类废料需获得相关批文	污染治理
2018 年 4 月	生态环境部、商务部、发展改革委、海关总署联合发布关于调整《进口废物管理目录》的公告	污染治理
2018 年 12 月	生态环境部、商务部、发展改革委、海关总署对《非限制进口类可用作原料的固体废物目录》和《限制进口类可用作原料的固体废物目录》进行调整	污染治理
2019 年 9 月	工信部发布了《铜行业规范条件》	标准制定
2020 年 1 月	生态环境部在例行新闻发布会中表示，2020 年是禁止洋垃圾入境推动固体废物进口管理制度改革的收官之年，力争 2020 年年底基本实现固体废物零进口。	污染治理
2020 年 10 月	生态环境部、商务部、发展改革委、海关总署发布《关于规范再生黄铜原料、再生铜原料和再生铸造铝合金原料进口管理有关事项的公告》，符合标准的再生黄铜原料、再生铜原料不属于固体废物，可自由进口	污染治理

资料来源：公开信息，联合资信整理

6. 行业展望

中国宏观经济长期平稳发展，世界其他主要国家也将随着度过疫情冲击而将重心调整至经济发展，将为铜产品需求形成较强支撑，行业将稳定发展；TC/RC 的不断下降，冶炼环节集中度将进一步提高。

国内需求方面，预计中国仍将作为全球最大的精炼铜生产国及消费国，且仍将受自给率低的影响而继续大量进口铜精矿和精铜。具备较强资本实力的企业或通过收并购不断增加国外矿产资源的掌控力度。由于铜产品下游行业普遍为与宏观经济关联度较高的行业，中国 GDP 单季度和累计同比均已触底反弹，对铜产品需求形成较强支撑。国际需求方面，随着 COVID-19 疫苗研发的不断推进，研制出疫苗应为大概率事件，各国遏制住疫情蔓延后必将重心调整至经济发展，风电、光伏等新能源建设的推进和电气化程度的提升均为铜产品需求形成较强支撑。

产业集中度方面，受 TC/RC 的不断下降，冶炼环节的盈利压力持续加大，部分资源自给率低、技术水平不足、成本控制能力较差的企业将退出市场，冶炼环节集中度将进一步提高。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 年 9 月末，公司注册资本为 370203.39 万元，安徽省国资委持有公司 100.00% 股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司已形成铜矿开采、铜矿冶炼、金属铜深加工全产业链格局。公司行业经验丰富，具备一定技术优势。公司产能位列世界前列，规模优势突出。

公司是国家及安徽省创新型企业，安徽省高新技术企业，拥有国家级技术中心，为国家首批

循环经济试点企业。经过 60 年的发展，公司已成为以有色金属及化工为主业的特大型企业集团。另外，公司注重资源储备，积极参与国内外资源开发，目前对铜、金、银、硫、铁、钼、铅、锌等资源储备已具有一定规模，截至 2019 年末，公司境内矿产资源保有矿山资源储量分别为铜 301.85 万吨、金 168637 千克、银 3004386 千克及铁 1532.34 万吨；公司境外矿产资源保有矿山资源储量分别为铜 1064.18 万吨、金 90888 千克及银 734727 千克。¹

截至 2020 年 9 月末，公司阴极铜年产能达到 142 万吨。目前，公司已形成以冬瓜山铜矿为代表的高效率矿山，以金隆铜业有限公司、铜陵有色金属集团股份有限公司金冠铜业分公司为代表的低成本冶炼厂，以安徽铜冠铜箔集团股份有限公司为代表的铜基新材料加工厂，构建成高效经济全产业链生产模式，具备一定成本优势及抗风险能力。

3. 技术及研发水平

公司具备较强的科研实力，技术水平高。同时，公司与国内多家科研机构保持密切联系。

公司是安徽省首批创新型企业 and 高新技术企业，拥有国家认定企业技术中心。该中心现有地质、采矿、选矿、冶金、铜加工、化工、机电、粉体材料等 8 个专业研究所，拥有检测研究中心、信息情报中心和企业博士后工作站。

公司在采选、冶炼和加工等方面均具有较强的技术优势。在矿山采选方面，采矿采用国内领先的“高阶段强化开采新工艺”，选矿为国内首次引用国际先进 DCS 自动控制系统，实现智能控制。冬瓜山铜矿的开采深度为地下 1100 多米，采用的“高效深井大规模强化开采技术”达到国际先进水平，获国家科技进步二等奖。在冶炼方面，公司已投产全球领先的“双闪”铜冶炼技术 40 万吨/年。“双闪”工艺使公司的铜精矿冶炼及烟气制酸成本达到国内外先进水平，奠定了公司在铜冶炼技术上的领先地位。

科研体系方面，公司构筑了以技术中心为核心、技术委员会和科技开发专家组为评估决策机构、成员企业技术研发力量为基础、科技项目为纽带、产学研相结合的技术创新体系。

科研装备上，公司建立了功能齐全、装备先进的采、选、冶金、铜加工等试验研究室。公司引进了 ISS 微震检测系统、CMS 空区精密地区探测仪、ICP-MS 离子质谱仪、Spectro LAB 直读光谱仪、LDSN2000/P001 激光测径仪、TD-300 型介质损耗测试仪、AXIOS 型 X-RAY 光谱仪、ROH600 型氧氢测定仪及高精度天平等一批国际先进的研发仪器设备，对技术开发工作形成保障。

在科研成果上，近年公司先后获得了《地下矿山连续开采工艺及装备》《常温变量喷射—动力波洗涤闪速炼铜技术》等矿山、冶炼技术获得国家科技进步一等奖。2016 年，公司荣获省部级以上科技进步奖 5 项，其中：“高频高速 PCB 用高性能电子铜箔工艺技术研究及应用”荣获中国有色金属工业科学技术一等奖，成功研发出 6 微米锂电铜箔；“复杂难磨铜矿石 SAB 磨矿分级关键技术及产业化”及“松散介质环境下难采矿安全开采及灾变防控关键技术”等荣获中国有色金属工业科学技术奖二等奖；“高产能‘双闪’铜冶炼工艺关键技术及产业化应用”及“松散介质环境下难采矿安全开采及灾变防控关键技术”等获得安徽省科技进步三等奖。2018 年公司有 2 项成果获中国有色金属工业科学技术奖三等奖，2 项成果分获安徽省科技进步二三等奖，其中公司“厚大金属矿体组合式多中段连续开采技术”获 2018 年安徽省科技进步三等奖；“大型‘双闪’铜冶炼系统节能关键技术的研发与应用”获 2018 年安徽省科技进步二等奖。截至 2020 年末，公司拥有专利总计 1682 项，2020 年新增 328 项。

4. 人员素质

公司高级管理人员管理经验丰富，领导能力强，整体素质高；公司员工整体文化素质一般。

¹ 部分为参股

截至 2019 年底,公司应聘董事会成员 9 人,监事会成员 7 人;实聘董事 9 人,监事 0 人,监事会成员低于公司章程规定的 7 人。公司监事缺位主要系中共安徽省委、安徽省人民政府开展的机构改革所致,根据党中央、国务院批准的《安徽省机构改革方案》,安徽省国有资产监督管理委员会的省属国有企业监事会的职责划入省审计厅,不再保留省属国有企业监事会。

杨军先生,1969 年 12 月出生,安徽合肥人,上海对外贸易学院国际经济合作系国际经济合作专业毕业,大学学历,工商管理硕士学位,高级经济师;历任铜陵有色金属(集团)公司国际贸易分公司副经理、公司国际贸易分公司经理、赤峰金剑铜业有限责任公司总经理、党委副书记;自 2014 年 8 月起担任公司董事长一职,具有丰富的企业管理经验。

龚华东先生,1965 年生人,安徽金寨人,英国基尔(KEELE)大学工商管理专业毕业,研究生学历,工商管理硕士学位,高级经济师;历任金隆铜业有限公司副总经理及总经理、公司副总经理等多个领导职务;自 2015 年 2 月起担任公司总经理一职,具有丰富的企业管理经验。

截至 2020 年 3 月底,公司共有在职员工 19875 人,其中硕士及以上学历人员占 2.66%,本科学历人员占 12.37%,大专学历人员占 20.60%,大专以下学历人员占 64.37%。

5. 外部支持

公司作为安徽省国资委全资子公司,所获政府支持力度大。

公司为安徽省国资委全资子公司,安徽省人民政府授权安徽省国资委履行出资人职责。省市地方政府给予公司一定的政策优惠,2017—2019 年公司政府补贴收入分别为 1.16 亿元、1.93 亿元和 1.73 亿元,主要体现在财政拨款、贴息补助、土地税返还、增值税返还等方面,是公司盈利的有益补充。同时,2017 年,公司在铜冶炼工艺升级改造专项款方面收到资金 6 亿元;2018 年,公司在铜冶炼工艺升级改造专项款方面,根据赤峰

市人民政府《关于赤峰金剑铜业公司铜冶炼工艺升级改造项目合作协议》,赤峰金剑铜业有限公司收到铜冶炼工艺升级改造专项款 3 亿元;

2020 年,公司争取财政性收益 110212.12 万元,其中:争取财政支持 35020.55 万元、税收减免及优惠 20580.46 万元、减少生产成本(节能、利息、费用等)支出 52956.21 万元、法律诉讼回款(减少损失)1654.9 万元。

6. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行征信报告(中征码:3407010000025407),截至 2021 年 1 月 28 日,公司未结清信贷信息中无不良记录,已结清信贷中存在多笔关注类和不良类记录,其中部分由于公司 2003 年左右政策性关闭破产矿山时产生,部分由于银行考虑公司池州子公司所处行业景气度较差,将其贷款调整至关注所致,均非企业恶意欠款导致。

表 3 已结清信贷中关注类和不良类账户(单位:个)

贷款类别	关注类账户数	不良类账户数
中长期借款	5	6
短期借款	23	5
贴现	10	2
信用证	6	--

资料来源:征信报告

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录,公司无逾期或违约记录,履约情况良好。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构符合法规要求,实际运行情况良好。

公司严格按照《公司法》等国家法律、法规,制订了《公司章程》,建立了较为完善的公司治理结构和决策机制。主要体现在如下几个方面:

公司不设股东会,由安徽省国资委行使股东会职权。出资人行使决定公司的经营方针和投资

计划、选举和更换非由职工代表担任的董事和监事、批准董事会和监事会的报告等职权。

公司设董事会，应由9名董事组成，设职工董事1人。董事会对出资人负责，行使向出资人报告工作、执行出资人的决议、制订公司的发展战略与规划、经营方针和投资计划；根据出资人决定的发展战略与规划、经营方针和投资计划决定公司的经营计划和投资方案、制订公司年度全面预算、财务决算方案、制订公司利润分配方案和弥补亏损方案、制订公司增加或减少注册资本的方案等职权。

公司设监事会，应由7名监事组成，目前公司监事缺位主要系中共安徽省委、安徽省人民政府开展的机构改革所致，根据党中央、国务院批准的《安徽省机构改革方案》，安徽省国有资产监督管理委员会的省属国有企业监事会的职责划入省审计厅，不再保留省属国有企业监事会，监事会职权将由安徽省审计厅安排并行使。

公司设总经理1名，由董事会聘任和解聘，任期3年，总经理对董事会负责。公司设副总经理若干名，协助总经理工作，执行董事会的各项决定，组织领导公司的日常生产、技术和经营管理工作。公司副总经理及其他高级管理人员由董事会聘任和解聘，任期3年。

2. 管理水平

公司内部部门设置合理，财务相关内部控制制度健全。

公司实行董事会授权总经理负责制，由总经理、副总经理、总会计师（财务总监）等组成经营管理层，对公司的经营实行全面的领导和管理。公司内设办公室、人力资源部、规划发展部、财务部、安全环保部等职能部门，分别行使专业监督和专业管理的职能。公司对集团内授权经营企业实行分级管理、分层经营，各成员企业实行总经理负责制，享有经营自主权。

财务管理方面，公司财务组织管理实行分级管理模式。公司已建立和完善了《财务管理基础工作规范》《财务报告制度》《资金结算中心管

理办法》《全面预算管理制度》等规章，界定集团内各层级财务机构的工作职责、架构组织、工作流程和考评，制定了合理的资金管理模式和工作流程。

对外融资与担保管理制度方面，为了加强公司资金管理，降低资金使用成本，规范公司对外融资的业务流程，控制对外融资和担保风险，保证资金运作顺畅进行，公司制定了《筹资管理办法》和《担保管理办法》。上述办法明确了公司对外融资和担保业务统一由公司财务部统筹管理，公司财务部根据集团分权手册及业务流程规范办理对外融资及担保业务。在对外担保方面，办法明确限制公司不得随意为其以外的任何自然人和法人提供担保；对集团内子公司提供担保的，必须经集团公司同意，经批准办理的担保借款，应做好备查登记。

关联交易方面，公司制定了《关联交易决策制度》，对关联方的确认、关联交易的管理流程、审批权限、监督机制进行了明确约定，建立了较为完备的关联交易实施机制。公司关联交易遵守诚实信用及公平、公开、公允原则，遵循市场价格的原则，并对关联交易的内容、关联方的定义、关联交易的基本原则等各个方面、各个环节作了较为详尽的规定，不存在大股东及附属企业占用公司资金、损害公司利益的情形。

资金运营内控制度方面，为进一步加强公司资金管理，规范使用资金、防范资金风险、发挥资金规模效益，公司制定了《资金管理办法》，从内部资金拆借、成本费用管理、筹资管理、货币资金管理四个方面作出了相应的规定。集团公司对各单位的资金实行集中统一管理，坚持资金收支两条线原则、不透支原则和有偿使用原则。

资金管理模式方面，公司通过设立企业集团资金结算中心和财务公司模式，使企业集团能够合理的调剂资金余缺，及时掌握真实的融资需求，降低融资成本，提高资金运行效率。

七、经营分析

1. 经营概况

2017—2019年，受阴极铜销量及贸易规模上升影响，铜产品及其副产品板块收入逐年增长，为公司主要收入来源，带动公司主营业务收入规模逐年增长，但公司整体毛利率水平较低。2020年1—9月，公司TC/RC加工费用进一步降低，毛利率持续维持较低水平。

公司主要从事铜采选、冶炼、加工及贸易业务，以及贵金属、化工和其他业务等。2017—2019年，公司主营业务收入规模逐年增长，年均复合增长10.55%。2019年，受铜产品及副产品板块业务扩大影响，公司实现主营业务收入1921.19亿元，同比增长8.26%。作为国内大型有色金属生产企业，铜产品及其副产品板块在主营业务收入中占比高，2019年公司铜产品及其副产品业务实现收入1696.88亿元，同比增长11.29%，主要系贸易收入增长所致，板块收入占比为88.32%；贵金属及化工品业务实现收入185.72亿元，同比下降16.30%，主要系业务板块分类方式改变，部分原

划分为贵金属及化工产品业务的副产品被重新分类至铜产品及其副产品板块下所致；2019年其他板块实现收入38.60亿元，同比增长37.51%。

从毛利率来看，2017—2019年，公司主营业务综合毛利率分别为3.21%、3.15%和2.74%，逐年下降。2019年，公司综合毛利率为2.74%，同比下降0.41个百分点，主要系铜和硫酸价格下降所致。铜产品及其副产品板块受阴极铜销售均价同比下降影响，毛利率下降至1.81%；该板块受毛利率低的铜贸易业务占比大影响，毛利率处于较低水平，盈利能力弱；2019年贵金属及化工品板块毛利率为8.36%，同比增长0.71个百分点，主要系金银等贵金属销售均价同比有所上升所致。

2020年前三季度，公司实现营业收入1603.66亿元，同比增长7.03%。分板块来看，铜产品及其副产品板块毛利率1.33%，较2019年进一步下降0.48个百分点，主要系贸易收入提高和长单加工费下降所致；贵金属及化工品板块毛利率随着2020年二季度以来国内疫情好转，毛利率逐渐恢复至年初水平。

表4 公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

主营业务	2017年			2018年			2019年			2020年1—9月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
铜产品及其副产品	1373.81	87.40	1.96	1524.69	85.92	2.08	1696.88	88.32	1.81	1376.93	85.86	1.33
贵金属及化工品	181.45	11.54	9.80	221.87	12.50	7.65	185.72	9.67	8.36	206.08	12.85	8.09
其他（房地产、建筑安装、运输）	16.65	1.06	34.62	28.07	1.58	26.10	38.60	2.01	16.65	20.65	1.29	2.52
合计	1571.91	100.00	3.21	1774.63	100.00	3.15	1921.19	100.00	2.74	1603.66	100.00	2.22

注：1. 铜以及铜产品主要包括阴极铜、硫酸、铜材及铜贸易等；2. 因四舍五入，部分分项数加总与合计数不一致；3. 2020年1—9月为公司营业收入数据且公司对板块重划分，对可比性有一定影响

资料来源：公司提供

2. 矿产资源

公司保持多金属品种综合开发的格局，并具备了较大的经营规模，公司铜资源自给能力进一步提升。

（1）资源储量

公司现有矿山主要以伴生矿为主，矿产资源上形成了铜、金、银、铁、铅锌、钼等多金属的资源储量格局，各类金属储量上已具备一定规模。

截至2019年末，公司境内矿产资源保有金属储量分别为铜301.85万吨、金168637千克、银3004386千克及铁1532.34万吨。公司境外矿产资源保有矿山资源储量分别为铜1064.18万吨、金90888千克，银734727千克。

（2）矿山生产

目前公司境内生产矿井主要包括冬瓜山矿、安庆铜矿、沙溪岭矿及姚家岭锌金多金属矿等。

公司近年铜精矿生产稳定,受沙溪铜矿产能逐步释放,公司资源自给率小幅提升。

境外资源方面,2010年,公司与中国铁建股份有限公司合资成立的中铁建铜冠投资有限公司收购加拿大科里安特资源公司100%股权,取得厄瓜多尔铜矿开采权,公司持股70%;厄瓜多尔铜矿拥有4大矿区,总资源量19.3亿吨矿量,其中米拉多矿区已于2019年下半年试生产,

截至2019年末,米拉多铜矿累计产铜量9.6万吨。2006年,公司与紫金矿业集团股份有限公司、厦门建发股份有限公司联合收购英国蒙特瑞科公司,取得秘鲁白河铜矿开采权,公司持股35%。此外,公司持有加拿大锌业金属公司35%的股份,该公司主要在阿其亚地区从事铅锌矿勘查和开采研究项目。

表5 截至2019年末公司矿山资源储量情况

矿山	资源储量情况							
	铜(万吨)	硫(万吨)	铁(万吨)	钼(万吨)	铅(万吨)	锌(万吨)	金(千克)	银(千克)
境内								
冬瓜山铜矿	94.73	1288.20	3.26	--	--	--	32998	504245
安庆铜矿	26.63	112.71	900.13	--	--	--	3920	160229
凤凰山铜矿	2.46	10.60	60.79	--	--	--	961	39869
铜山铜矿	14.51	376.96	131.01	0.02	--	--	3984	106580
金口岭铜矿	1.07	0.54	14.62	0.01	--	--	643	20550
天马山硫铁矿	0.61	155.36	--	--	--	--	9665	69194
黄山岭铅锌矿	--	--	--	--	0.80	0.28	--	--
安庆月山铜矿	0.54	--	--	--	--	--	--	--
仙人桥铜矿	2.00	42.71	60.39	--	--	1.72	--	--
沙溪铜矿	68.54	168.52	-	--	--	--	55367	405659
姚家岭锌金多金属矿	27.22	468.78	-	--	36.10	174.93	61099	1698060
国维矿业	61.67	--	--	14.38	--	--	--	--
安庆朱家冲铁铜矿	1.87	--	362.14	--	--	--	--	--
境内合计	301.85	2624.38	1532.34	14.41	36.90	176.93	168637	3004386
境外								
秘鲁白河铜矿	250.78	--	--	10.03	--	--	--	--
AKIE 锌-铅-银项目	--	--	--	--	12.41	65.42	--	111006
厄瓜多尔铜金属矿	813.40	--	--	--	--	--	90888	623721
境外合计	1064.18	--	--	10.03	12.41	65.42	90888	734727

注:国维矿业因矿山品位下降及开发成本过高处于关停或停产状态
资料来源:公司提供

目前公司主要矿产品种为铜精矿,此外公司对伴生矿产资源综合利用,其它矿产副产品包括金精矿、银精矿、铁精矿、铅精矿以及锌精矿等。公司铜精矿产品主要用于公司电解铜冶炼,近年公司通过海外收购,获得了较多的铜金属资源,公司铜精矿产量逐年增长,2019年7月厄瓜多尔米拉多铜矿试生产,公司铜精矿产量大幅提升,待其产能完全释放后,公司矿产资源自给

率将进一步提升。

表6 公司矿产品产量情况

类型	产量		
	2017年	2018年	2019年
铜精矿含金属铜(万吨)	4.69	5.37	5.53
铁精矿折合量(万吨)	43.27	44.07	38.65
金精矿含金量(千克)	331.00	249.00	169.00
铅精矿含铅量(千吨)	1.52	1.64	1.96
锌精矿含锌量(千吨)	0.96	1.35	1.07

资料来源:公司提供

3. 铜产品及其副产品

(1) 铜冶炼

原材料采购

公司铜冶炼业务主要原材料铜精矿以国外采购为主,资源自给率偏低,供应商集中度一般,利润主要来源于冶炼加工费,2017—2019年,TC/RC加工费用逐年下降,盈利状况受加工费影响较大。

公司铜冶炼业务生产成本主要由原材料、燃料和动力及职工薪酬等构成,其中原材料占总成本的95%左右。公司冶炼所需主要原材料包括铜精矿和粗杂铜等。公司冶炼铜精矿来源分为自产及外购,以国外采购为主,约占90%,公司外购铜精矿由公司商务部统一负责采购,主要来自澳大利亚、巴西和智利等国。

在采购方式上,公司采购以长单为主。其中,国内采购中长单约占95%,其余为零单采购;国外采购中长单约占75%,其余为零单采购。

铜精矿和粗杂铜采购结算方式上,国内采购在原材料到厂后按合同规定的天数和比例支付预付款,在原材料进厂通过化验后支付尾款。国外采购主要以银行信用证或银行代收的形式进行结算,并根据合同规定的结算方式,在收到相关单据后,在规定的时间内支付预付款或一次性付款,若非一次性付款的,在原料最终品质及价格确定后,支付尾款。

在采购价格上,由于铜精矿主要依靠外购,公司进口铜精矿的采购价格是根据阴极铜市场价格扣除议定TC/RC(铜加工费/精炼费)的方式确定采购价格,这也是国际同业普遍采用的商业惯例。在该经营方式下,公司一般只获取议定的加工费,为公司主要的生产模式。而国内铜精矿、粗铜及冰铜等原材料的定价方式均以上海期货交易所当月阴极铜结算加权平均价乘以系数,或上海期货交易所当月阴极铜结算价加权平均扣减一定金额计价结算。

铜冶炼加工费方面,公司每年参与CSPT(铜原料联合谈判小组)和外国矿商谈判,最终确定下年度铜精矿加工费。2017—2019年,TC/RC逐

年下降,加工费下滑,对公司经营状况和盈利水平影响较大。2020年1—9月,TC/RC加工费用较2019年水平进一步下滑,主要系铜价持续增长,铜矿供应紧张,矿山生产商话语权更强所致。

表7 公司铜原料采购情况

项目	2017年	2018年	2019年	2020年 1—9月
自产铜矿 (含铜量)(单位:万吨)	4.69	5.37	5.53	4.18
国内购铜精矿 (含铜量)(单位:万吨)	15.25	7.94	8.76	5.92
进口铜精矿 (含铜量)(单位:万吨)	72.82	82.69	86.48	42.38
外购粗杂铜(单位:万吨)	26.19	16.51	12.76	1.40
TC/RC(美元/吨、美分/磅)	96.61/9.661	82.70/8.27	78.35/7.835	58.90/5.89

资料来源:公司提供

注:张家港冶炼厂采购铜精矿未包含

冶炼生产

公司阴极铜产能产量稳定增长,依托公司先进的冶炼技术,公司铜冶炼总回收率保持在较高水平。

公司阴极铜冶炼业务主要由铜陵有色股份负责,公司阴极铜生产采取火法冶炼工艺,一般先将含铜百分之几或千分之几的原矿石,通过选矿过程提高到20%~30%,成为铜精矿,然后在熔炼炉进行造锍熔炼,产出的熔锍(冰铜)接着送入转炉进行吹炼成粗铜(含铜可达98.5%),之后再经过阳极炉氧化精炼脱杂,铸成阳极板进行电解,获得品位99.95%以上的阴极铜。

公司拥有世界先进的闪速熔炼、闪速吹炼工艺技术(“双闪”冶炼工艺技术),其在冶炼过程中铜的回收率达97.7%,硫的回收率达97.5%。公司在冶炼过程中可以获得额外的铜金属回收收益。铜冶炼企业与矿产商或贸易商签订铜精矿购买合同时,合同会约定矿产商或贸易商所认可的铜精矿加工成铜的过程中铜损失率,一般铜损失率在5%,即:合同回收率=1-铜金属损失率。只要冶炼厂实际的铜冶炼总回收率高于合同回收率,就能获得冶炼费用以外的收益即:铜价*(铜冶炼实际回收率-合同回收率),这部分收益

与铜价的涨跌正相关。

从阴极铜生产来看, 2017—2019年, 公司阴极铜产能和产量稳定增长, 铜冶炼总回收率保持在较高水平。截至2020年9月末, 公司阴极铜产能较2019年末小幅提升, 主要系奥炉项目升级改造所致。

表8 公司阴极铜生产情况(单位: 万吨、万吨/年、%)

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—9月
产能	135.00	135.00	140.00	142.00
产量	127.85	132.85	140.00	104.00
铜冶炼总回收率	98.43	98.43	98.43	98.43

资料来源: 公司提供

阴极铜销售

2017—2019年, 公司阴极铜销量逐年增长, 产销率保持在较高水平, 但2019年以来受中美贸易摩擦和需求增速放缓等因素影响, 阴极铜销售价格下降明显。2020年前三季度, 公司阴极铜销售均价较2019年大幅回升。

公司阴极铜产品主要销售市场集中在江苏、浙江、安徽、上海、湖北、山东及河南等地。公司阴极铜销售坚持以现货长期合同销售为主, 辅以零售方式, 同时以期货交易所交割为补充手段。其中通过长期合同销售的商品约占公司阴极铜销售的60%~70%左右。

阴极铜销售方面, 2017—2019年, 公司对外销售量和产销率逐年增长, 整体产销情况良好。

销售定价方面, 现货销售定价是按照上海期货交易所当月合约当日价格与上海长江现货市场升贴水报价; 长单合同定价为上海期货交易所交货作价周期内的算术平均价加合同约定的一定溢价。2019年以来受中美贸易摩擦和需求增速放缓等因素影响, 公司阴极铜2019年销售均价为4.19万元/吨, 同比下降16.70%。结算方式方面, 公司阴极铜产品采取款到发货、银行现汇结算方式, 回款能力较强。2020年1—9月, 受益于海外矿山减产等因素造成铜供应紧张, 公司阴极铜销售均价较2019年大幅回升。

表9 公司阴极铜销售情况(单位: 万吨、%、万元/吨)

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—9月
销量	125.63	132.73	147.64	122.47
产销率	98.26	99.91	105.46	99.96
销售均价	4.90	5.03	4.19	4.73

资料来源: 公司提供

(2) 铜材加工

2017—2019年, 由于国内铜加工行业竞争激烈, 公司个别铜加工厂处于亏损状态, 受市场需求影响, 公司铜材收入逐年下降导致公司铜材加工收入整体下降明显, 公司调整主要铜加工产品生产结构, 产能向附加值高的铜箔等产品倾斜。

近年公司加大铜材深加工产能的建设, 在铜材深加工上已初步形成棒、线、缆、板、箔等铜材配套加工能力, 截至2019年末, 公司具备铜材深加工34.50万吨/年的综合生产能力。公司实行以销定产的生产模式, 由于国内铜加工行业竞争激烈, 公司个别铜加工厂处于亏损状态, 受市场需求影响, 公司调整主要铜加工产品生产结构, 产能向附加值高的铜箔等产品倾斜, 2017—2019年, 公司铜箔产量年均复合增长8.20%, 漆包线产量年均复合增长3.74%, 铜材产量年均复合减少6.17%。

铜产品销售方面, 公司铜产品加工业务销售区域主要为江苏、浙江、安徽、湖北等地, 主要与客户签订长期合同。2017—2019年, 受市场需求影响, 公司铜材销量逐年下降, 产销率下降明显; 漆包线和铜箔销量均逐年小幅增长, 产销率保持较高水平。

销售定价方面, 铜材定价为上海期货交易所现货月价格加加工费。定价的确认是按照上海期货交易所作价周期区间的加权平均价或在此时间段的盘面点价, 加工费根据市场情况在全年长单合同中约定。2017—2019年, 公司主要铜产品销售价格波动下降, 2019年, 主要受中美贸易战影响, 铜价格同比有所下降, 下游加工产品也随铜价格走低。结算方式方面, 铜加工产品采用现汇、银行承兑汇票和国内信用证等方式结算。

(3) 铜贸易

公司铜贸易业务收入规模有所增长,但获利能力仍一般。

贸易业务主要由公司商务部和下属全资子公司铜陵有色金属集团上海投资贸易有限公司(以下简称“上海投贸”)负责运营,涉及阴极铜、铜杆线和其他金属商品的国内贸易、进料加工、转口贸易等业务,以及铜精矿、粗杂铜和白银、铝锭等其他金属的购销业务。依托于母公司铜陵有色,上海投贸贸易业务实现较快发展。2017—2019年上海投贸实现营业收入507.75亿元、624.98亿元和735.81亿元;净利润分别为0.92亿元、0.37亿元和0.35亿元。公司贸易业务周转较快,未进行套期保值。

(4) 主要副产品

硫酸是公司铜冶炼的主要副产品,产量规模较大。2019年以来,受硫酸价格下跌影响,公司硫酸销售业务获利能力有所下降。

硫酸是铜冶炼的主要副产品,公司是华东地区最大的硫酸生产商,国内主要硫酸消费地均在公司销售半径内,具有一定区位优势,其中湖北区域销量占比约为60%。公司主要与固定的大客户签订长期合约,然后分期供货销售。

硫酸产销方面,受益于奥炉升级改造一期项目投产,公司硫酸产能有所扩大,截至2019年末,公司硫酸产能为450万吨/年。2017—2019年,公司硫酸产销量逐年增长,硫酸销售价格波动下降,2019年受硫酸化工产品下游需求走弱影响,硫酸全年销售均价同比下降34.48%至166.42元/吨。2020年1—9月,受疫情影响,公司硫酸产品存在一定胀库现象,均价同比下降幅度较大。

表10 公司主要副产品生产情况(单位:万吨、元/吨)

产品	项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—9月
硫酸	产量	403.00	422.28	454.40	341.00
	销量	406.51	426.64	433.78	350.93
	销售均价	234.00	254.00	166.42	33.05

资料来源:公司提供

4. 贵金属及化工产品

贵金属是公司综合开发利用的伴生资源和副产品,综合成本较低,对利润形成一定补充,化工业务获利能力较弱。

贵金属及化工产品生产原料主要来自公司铜冶炼的矿渣及有机排放物,通过进一步冶炼或化学提炼得到成品,主要生产成本来源于后续生产中的人力成本、能源、运输和设备成本。公司贵金属业务主要产品涉及黄金、白银和其他稀散金属等的提取与加工,化工及其它产品主要为丙二醇、碳酸二甲酯等。

贵金属方面,公司黄金和白银产量受精矿中金属含量不同有所波动,整体产销率保持较高水平,2019年,白银受益于贸易量增加,销售量同比大幅增长。黄金产品主要在上海黄金交易所销售,价格通过竞价交易形成,结算由交易所统一执行。公司白银销售包括出口和内销,以内销为主,主要销售给国内电子、电镀、电工合金、机械、军工等行业领域的企业,白银内销定价主要方式为参考上海华通铂银交易市场当日白银报价、上海期货交易所盘面价、上海黄金交易所盘面价及现货市场的价格后进行对外报现货价;出口定价方式为LBMA现货价格或结算价算术平均价加减升贴水。2019年,受宏观环境影响黄金和白银产品价格有所提升。2020年1—9月,受疫情影响,全球避险情绪增加,贵金属价格同比均有提升。2020年1—9月,公司黄金和白银销售均价较2019年分别上升23.09%和14.04%。

表11 公司贵金属产销情况(单位:吨、元/克)

产品	项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—9月
黄金	产量	9.61	9.55	11.65	9.23
	销量	10.35	9.57	11.07	9.38
	销售均价	294.54	270.86	303.84	374.51
白银	产量	386.00	342.07	395.00	317.00
	销量	377.74	345.14	617.70	663.89
	销售均价	3.90	2.82	3.42	3.90

注:2019年和2020年前三季度白银销量包含产量和贸易量

资料来源:公司提供

公司化工业务主要包括碳酸二甲酯、丙二醇

等产品，截至 2019 年末，公司化工业务合计产能 13.00 万吨/年。2019 年，公司精细化工产品销量分别为 15.99 万吨和 15.43 万吨，均有所增长；销售均价为 6127.25 元/吨，同比下降 13.89%，主要系原材料价格下跌及市场竞争加剧所致。公司化工业务主要由铜陵金泰化工股份有限公司（以下简称“金泰化工”）负责运营。截至 2019 年末，金泰化工注册资本为 13370.00 万元，公司持股比例为 57.66%；金泰化工资产总额为 4.80 亿元，所有者权益 3.12 亿元，资产负债率为 34.92%。2019 年，金泰化工实现营业收入 9.46 亿元，同比下降 11.57%；利润总额 0.94 亿元，同比增长 1.85%，业务获利能力较弱。

5. 经营效率

2017—2019 年，公司各经营效率指数均逐年上升，与同行业其他企业相比公司存货周转率和总资产周转率较高，应收账款周转效率表现一般。

2017—2019 年，公司销售债权周转次数分别为 33.97 次、35.61 次和 43.82 次，存货周转次数分别为 10.49 次、11.01 次和 11.78 次，总资产周转次数分别为 1.82 次、2.01 次和 2.20 次，均连续上升。与同行业其他企业相比公司存货周转率和总资产周转率较高，应收账款周转效率表现一般。

表 12 2019 年同行业重点公司经营效率情况

(单位：次)

公司	存货周转次数	应收账款周转次数	总资产周转次数
云南铜业股份有限公司	5.41	300.35	1.59
江西铜业集团有限公司	10.46	45.10	2.02
铜陵有色	11.78	113.21	2.20

注：Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind

6. 在建项目

公司规划投资规模较大，有一定资金需求。未来伴随在建项目投产，公司资源对外依赖程度或可下降，竞争力将进一步增强。

从在建项目来看，公司积极开拓上游资源，目前在建项目主要系矿山项目，主要在建的为厄瓜多尔米拉多铜矿开采项目。米拉多铜矿位于厄瓜多尔东南部，矿区面积 99.28 平方公里，探明加控制矿石资源类 6.58 亿吨，平均铜品位 0.53%，含铜金属量 348 万吨、金 112 万千克、钼 3.9 万吨、银 927 万千克，项目采用露天开采，主要建设内容包括：露天采场，一座产能规模为 2000 万吨/年的选矿厂，尾矿库，新建和改造 32 公里公路桥梁，一座吞吐量 3.3 万吨专用码头，储存能力 2 万吨的精矿仓库，装机容量 129MW 的自备水电站和输电线路，行政生活区及其他生产生活辅助设施等。项目最终形成年采选矿石 2000 万吨，年产铜品位 26.3% 的铜精矿 36.83 万吨的生产能力。目前项目采选一期工程已建成并投入试生产，目前正在恢复建设尾矿及部分公辅设施。截至 2020 年 9 月末，公司在建项目预计总投资 145.18 亿元，尚需投资 85.90 亿元。

表 13 截至 2020 年 9 月末公司主要在建项目情况 (单位：亿元)

项目名称	项目计划起止年限	项目投资预算金额	截至 2020 年 9 月末已完成投资额	2020 年 10—12 月计划投资额	2021 年计划投资	资金来源
铜山灰岩矿综合开发项目	2019.3—2021.7	12.1	3.2	1.4	5.0	自有资金或贷款
金冠铜业分公司闪速冶炼技术及节能环保升级改造项目	2020.11—2022.4	4.3	0.3	0.3	3.0	自有资金或贷款
铜冶炼渣资源综合利用项目	2020.3—2021.7	2.8	0.2	0.4	2.0	自有资金或贷款
铜冠池州公司铜铅锌多金属资源综合利用项目	2021.1—2022.9	3.0			1.5	自有资金或贷款

厄瓜多尔米拉多铜矿开采项目	2013.1—2021.7	122.98	82.2	1.9	6.5	自有资金
合计	--	145.18	85.90	4.00	18.00	

资料来源：公司提供

7. 未来发展

公司战略计划切实可行,符合公司目前发展情况。

公司将重点发展有色金属采选、冶炼、加工和以金融贸易为核心的现代服务业,形成产业发展清晰、区域布局合理、产融贸深度融合的发展格局,建设一流的阴极铜生产基地、铜基新材料加工基地、资源综合利用示范基地,依托产融结合、工贸结合,创新商业模式,提高实体生产能力利用率和整体盈利水平,拓展各产业发展空间;多途径、多方式获取和开发矿产资源,建立稳定的原料供应渠道,提高冶炼原料自给率;大力发展循环经济,不断提高资源综合利用水平,提升企业抗风险能力和盈利能力。

八、财务分析

1. 财务质量及财务状况

公司 2017—2019 年财务报表均经大华会计师事务所(特殊普通合伙)审计,并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2020 年前三季度财务数据未经审计。

2018 年,公司新纳入合并范围的子公司 1 家(投资设立),不再纳入合并范围子公司 1 家(国资委无偿划转);2019 年,公司新纳入合并范围的子公司 2 家(投资设立)。2020 年 1—9 月,公司合并范围子公司较上年度无变化。截至 2020 年 9 月末,公司纳入合并范围的子公司总计 26 家。公司主营业务未发生变化,相关会计政策连续,财务数据可比性较强。

截至 2019 年末,公司合并资产总额 874.11 亿元,所有者权益 234.21 亿元(含少数股东权益 153.93 亿元);2019 年,公司实现营业收入 1921.89 亿元,利润总额 7.81 亿元。

截至 2020 年 9 月末,公司合并资产总额 931.70 亿元,所有者权益 234.80 亿元(含少数

股东权益 158.15 亿元);2020 年 1—9 月,公司实现营业收入 1603.66 亿元,利润总额 6.86 亿元。

2. 资产质量

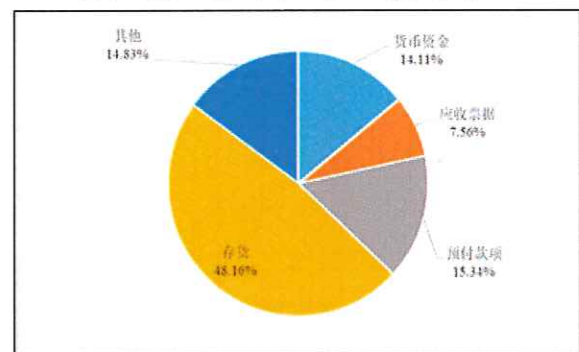
公司资产结构以非流动资产为主。流动资产以货币资金、存货和预付账款为主,受限资金占比较高,存货规模较大,存在一定跌价风险;非流动资产中固定资产和在建工程占比大。

2017—2019 年末,公司资产规模波动下降,年均复合下降 1.18%。截至 2019 年末,公司合并资产总额 874.11 亿元,较年初增长 0.50%,变化不大。其中,流动资产占 39.19%,非流动资产占 60.81%,公司资产以非流动资产为主。

流动资产

2017—2019 年末,流动资产规模持续下降,年均复合下降 9.93%。截至 2019 年末,公司流动资产 342.53 亿元,较年初下降 8.02%,主要系货币资金减少所致。公司流动资产构成如下。

图 9 截至 2019 年末公司流动资产构成



资料来源：公司年报,联合资信整理

2017—2019 年末,公司货币资金持续下降,年均复合下降 38.08%。截至 2019 年末,公司货币资金 48.32 亿元,较年初下降 43.23%,主要系支付货币资金用于工程建设所致;公司货币资金主要由银行存款构成(占 93.03%)。从资金受限情况来看,截至 2019 年末,公司货币资金中有

18.14 亿元为受限资金，受限资金主要由定期存款及存放中央款项（12.50 亿元）和按揭保证金及房款监管资金（4.10 亿元）构成，受限比例 37.54%。

2017—2019 年末，公司应收票据持续下降，年均复合下降 17.36%。截至 2019 年末，公司应收票据 25.90 亿元，较年初下降 7.10%，主要系受有色金属行业深化去产能政策影响，公司在购销合同谈判中逐渐处于强势地位，铜箔等产品在销售过程中结算方式发生变化，采取现货现款的结算方式所致。公司应收票据以银行承兑汇票为主（占 97.96%）。

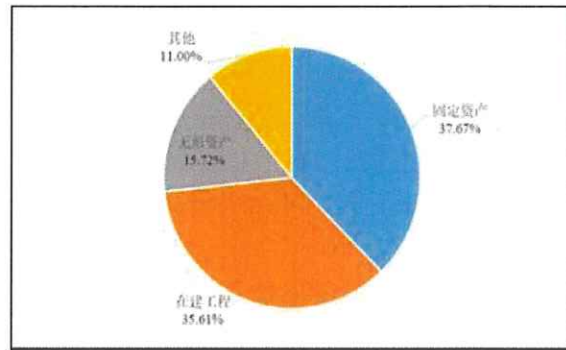
2017—2019 年末，公司预付款项波动增长，年均复合增长 6.47%。截至 2019 年末，公司预付款项 52.56 亿元，较年初下降 11.84%，主要系人民币汇率有所升值，占用资金量降低，预付款相应减少所致。公司预付款账龄主要集中在 1 年以内（占 94.68%）。

2017—2019 年末，公司存货波动增长，年均复合增长 1.54%。截至 2019 年末，公司存货 164.95 亿元，较年初增长 8.38%，主要系 2019 年上半年铜价大幅下降，公司购进了较多原材料用于储备所致。公司存货主要由原料（占 18.66%）、自制半成品及在产品（占 39.75%）、库存商品（占 17.61%）构成；公司计提存货跌价准备 3.62 亿元，计提比例为 2.15%。公司存货主要系铜相关产品，受全球宏观经济持续波动及铜矿供需影响较大，存在一定跌价风险。

非流动资产

2017—2019 年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长 6.02%。截至 2019 年末，公司非流动资产 531.58 亿元，较年初增长 6.88%，主要系在建工程增长所致；公司非流动资产构成如下。

图 10 截至 2019 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司年报，联合资信整理

2017—2019 年末，公司固定资产波动增长，年均复合增长 6.05%。截至 2019 年末，公司固定资产 200.27 亿元，较年初下降 3.04%。固定资产主要由房屋及建筑物、运输设备及通用设备构成，占比分别为 50.34%、36.27%和 12.41%；累计计提折旧 138.35 亿元，计提减值准备 9.96 亿元，固定资产成新率 58.32%，成新率一般。

2017—2019 年末，公司在建工程波动增长，年均复合增长 9.63%。截至 2019 年末，公司在建工程 189.30 亿元，较年初增长 23.41%，主要系厄瓜多尔米拉多铜矿开采项目、奥炉升级改造项目 and 姚家岭铜矿开采项目持续投资所致。公司在建工程主要由矿产开发（占 58.88%）和姚家岭矿建工程（19.23%）等构成。截至 2019 年末，公司共计提在建工程减值准备 4.83 亿元，主要系部分矿山因开采成本过高处于停建状态所致。

2017—2019 年末，公司无形资产持续增长，年均复合增长 5.46%。截至 2019 年末，公司无形资产 83.55 亿元，较年初增长 6.26%，主要系公司探矿权资产增加所致。公司无形资产主要由土地使用权（占 42.62%）和探矿权（占 49.13%）构成，累计摊销 11.28 亿元，计提减值准备 0.32 亿元。

截至 2020 年 9 月末，公司合并资产总额 931.70 亿元，较上年末增长 6.59%，主要系货币资金、存货和在建工程增长所致。其中，流动资产占 42.57%，非流动资产占 57.43%。公司资产结构相对均衡，较上年末变化不大。

3. 负债及所有者权益

公司所有者权益中少数股东权益占比较大，归母净利润持续为负，所有者权益稳定性较弱。公司负债总额变化不大，以流动负债为主；受公司部分长期债务进入偿还周期影响，公司短期债务占比进一步上升，整体债务负担较重。

所有者权益

2017—2019 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 3.99%。截至 2019 年末，公司所有者权益合计 234.21 亿元，较年初增长 4.06%，主要系少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 34.28%，少数股东权益占比为 65.72%。在归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 46.11%、25.45%、8.61%和 10.17%。公司受归母净利润持续为负影响，未分配利润持续减少。

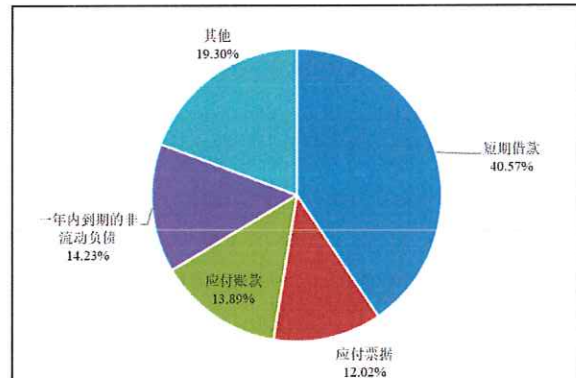
截至 2020 年 9 月末，公司所有者权益 234.80 亿元，较年初增长 0.25%，变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 32.64%，少数股东权益占比为 67.36%。在归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占归属母公司所有者权益的比例为 48.30%、30.03%、5.65%和 5.73%。

负债

2017—2019 年末，公司负债规模持续下降，年均复合下降 2.89%。截至 2019 年末，公司负债总额 639.90 亿元，较年初下降 0.74%，变化不大。其中，流动负债占 68.30%，非流动负债占 31.70%。公司负债以流动负债为主，与公司资产结构匹配度较低。

2017—2019 年末，公司流动负债波动下降，年均复合下降 6.50%。截至 2019 年末，公司流动负债 437.06 亿元，较年初增长 7.44%，主要系部分长期债务将集中到期使得一年内到期的非流动负债大幅增加所致。公司流动负债构成如下。

图 11 截至 2019 年末公司流动负债构成



资料来源：公司年报，联合资信整理

2017—2019 年末，公司短期借款持续下降，年均复合下降 17.47%。截至 2019 年末，公司短期借款 177.29 亿元，较年初下降 1.05%，变化不大。公司短期借款主要为信用借款（占 89.02%）和保证借款（占 9.78%）。

2017—2019 年末，公司应付票据波动增长，年均复合增长 13.29%。截至 2019 年末，公司应付票据 52.54 亿元，较年初增长 39.84%。公司应付票据由银行承兑汇票（51.40 亿元）和商业承兑汇票（1.15 亿元）构成。

2017—2019 年末，公司应付账款持续增长，年均复合增长 6.77%。截至 2019 年末，公司应付账款 60.70 亿元，较年初增长 2.02%，变化不大。公司应付账款账龄以 1 年以内（占比 94.46%）为主。

2017—2019 年末，公司其他应付款（合计）持续下降，年均复合下降 19.65%。截至 2019 年末，公司其他应付款（合计）29.43 亿元，较年初下降 29.62%，主要系往来款和代扣代缴减少所致。其他应付款主要为往来款、押金及保证金等。

2017—2019 年末，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 44.54%。截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债 62.18 亿元，较年初增长 200.27%，主要系部分长期银行贷款进入偿债周期且“17 铜陵有色 MTN001”重分类至一年内到期的非流动负债所致。

2017—2019 年末，公司非流动负债波动增

长，年均复合增长 6.57%。截至 2019 年末，公司非流动负债 202.85 亿元，较年初下降 14.74%，主要系一年内到期的非流动负债重分类所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 60.15%）、应付债券（占 13.71%）、长期应付款（合计）（占 16.91%）和递延所得税负债（占 5.15%）构成。

2017—2019 年末，公司长期借款波动增长，年均复合增长 3.00%。截至 2019 年末，公司长期借款 122.02 亿元，较年初下降 16.65%，主要系公司部分长期银行贷款转入一年内到期的非流动负债所致；长期借款主要由信用借款（占 45.69%）和保证借款（占 54.17%）构成。

2017—2019 年末，公司应付债券波动增长，年均复合增长 36.14%。截至 2019 年末，公司应付债券 27.80 亿元，较年初下降 28.71%，主要系“17 铜陵有色 MTN001”转入一年内到期的非流动负债所致。

2017—2019 年末，公司长期应付款（合计）持续增长，年均复合增长 4.10%。截至 2019 年末，公司长期应付款（合计）34.30 亿元，较年初增长 1.53%，变化不大。公司长期应付款（合计）由长期应付款（占 0.93%）和专项应付款（占 99.07%）构成。其中，专项应付款主要为土地出让金、铜冶炼工艺升级改造等专项拨付资金，该部分资金是政府作为企业所有者投入的具有专项用途的资金，随着对应专项项目建设进度支付。

2017—2019 年末，公司递延所得税负债波动下降，年均复合下降 1.44%。截至 2019 年末，公司递延所得税负债 10.44 亿元，较年初增长 0.32%，变化不大。

有息债务方面，2017—2019 年末，公司全部债务波动下降，年均复合下降 3.39%。截至 2019 年末，公司全部债务 462.39 亿元，较年初增长 1.18%。其中，短期债务占 67.60%，长期债务占 32.40%，以短期债务为主，但占比较年初有所下降。截至 2019 年末，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 73.21%、66.38%和 39.01%，较年初分别下降 0.91 个百分点、0.62 个百分点和 6.16 个百分点。2017

—2019 年末，公司全部债务资本化比率逐年下降，但整体债务负担较重。

图 12 公司债务情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，联合资信整理

如将永续债调入长期债务，截至 2019 年末，公司全部债务增至 469.39 亿元。其中，短期债务 312.57 亿元（占 66.59%），长期债务 156.82 亿元（占 33.41%）。截至 2019 年末，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 74.01%、67.38%和 40.84%，较调整前分别上升 0.80 个百分点、1.00 个百分点和 1.82 个百分点。

截至 2020 年 9 月末，公司负债总额 696.90 亿元，较上年末增长 8.91%，主要系长、短期借款增加所致。其中，流动负债占 66.69%，非流动负债占 33.31%。公司负债以流动负债为主，结构较上年末变化不大。截至 2020 年 9 月末，公司全部债务 504.98 亿元，较上年末增长 9.21%，主要系长期债务增长所致。债务结构方面，短期债务占 64.12%，长期债务占 35.88%，以短期债务为主。其中，短期债务 323.78 亿元，较上年末增长 3.59%；长期债务 181.20 亿元，较上年末增长 20.94%，主要系长期借款增加所致。从债务指标来看，截至 2020 年 9 月末，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 74.80%、68.26%和 43.56%，较上年末分别提高 1.59 个百分点、提高 1.88 个百分点和提高 4.55 个百分点。截至 2020 年 9 月末，公司有息债务主要集中于 2021 年到期。

表 14 截至 2020 年 9 月末公司有息债务期限结构
(单位: 亿元、%)

项目	2020 年到期	2021 年到期	2022 年到期	2023 年及以后	合计
短期借款	76.65	202.15	0.00	0.00	278.80
短期融资券	5.00	0.00	0.00	0.00	5.00
长期借款	4.79	40.29	62.45	90.45	197.97
应付债券	15.00	32.00	0.00	0.00	47.00
黄金租赁	4.45	16.07	0.00	0.00	20.52
合计	105.89	290.51	62.45	90.45	549.30
占比	19.28	52.89	11.37	16.47	100.00

资料来源: 公司提供, 联合资信整理

4. 盈利能力

受铜自给率低影响, 公司利润较薄, 整体毛利率水平相对较低; 非经常性损益对公司利润影响较大, 2019 年, 由于公司计提资产减值损失减少和投资收益增长较多, 公司净利润同比增长幅度较大, 高于营业收入增长幅度。

2017—2019 年, 公司营业收入持续增长, 年均复合增长 10.52%。2019 年, 公司实现营业收入 1921.89 亿元, 较上年增长 8.23%, 主要系铜产品及其副产品收入增长所致; 营业利润率为 2.60%, 较上年小幅下降 0.42 个百分点; 实现利润总额 7.81 亿元, 同比增长 8.16%。

从期间费用看, 2017—2019 年, 公司期间费用总额持续增长, 年均复合增长 12.30%。2019 年, 公司期间费用总额为 37.99 亿元, 较上年增长 0.89%, 变化不大。从构成看, 公司销售费用占 11.35%, 管理费用占 43.13%, 研发费用占 6.75%, 财务费用占 38.77%。其中, 销售费用为 4.31 亿元, 较上年下降 4.05%, 主要系运输费用减少所致; 管理费用为 16.38 亿元, 较上年增长 15.19%, 主要系职工薪酬和环保排污费增加所致; 研发费用为 2.57 亿元, 较上年增长 12.02%, 主要系物料消耗及其他增加所致; 财务费用为 14.73 亿元, 较上年下降 11.54%, 主要系汇兑净损失减少所致。2019 年, 公司期间费用收入比为 1.98%, 较上年下降 0.14 个百分点, 公司期间费用率维持在较低水平。

非经常性损益方面, 2017—2019 年, 公司投资收益分别为 1.91 亿元、2.98 亿元和 6.06 亿元,

持续增长, 年均复合增长 78.12%; 2019 年, 公司实现投资收益较上年增长 103.82%, 主要系权益法确认的投资收益和套期工具投资收益增加所致; 投资收益占营业利润比重为 67.35%, 对营业利润影响较大。2019 年, 公司资产减值损失计提 11.01 亿元, 其中坏账损失 2.20 亿元、存货跌价损失 3.65 亿元、可供出售金融资产减值损失 1.40 亿元、固定资产减值损失 0.95 亿元、商誉减值损失 2.71 亿元 (主要为中铁建铜冠投资有限公司计提 2.66 亿元商誉减值), 计提减值损失对公司利润影响大。同期, 公司实现其他收益为 2.68 亿元, 较上年增长 25.35%, 主要系递延收益分摊和增值税免退税增加所致, 其他收益占营业利润比重为 29.80%。2019 年, 公司实现营业外收入 0.29 亿元, 对营业利润影响较小。

盈利指标方面, 2017—2019 年, 公司总资本收益率分别为 2.17%、2.77%和 2.95%, 三年加权平均值分别为 2.74%, 持续增长; 净资产收益率分别为 0.12%、0.92%和 1.26%, 三年加权平均值为 0.93%, 持续增长。2019 年, 公司总资本收益率和净资产收益率分别较上年提高 0.18 个百分点和 0.34 个百分点, 各项盈利指标有所上升, 但整体盈利能力较弱。与国内铜行业其他上市公司相比, 2019 年公司主要盈利指标均处于行业较低水平。

表 15 2019 年公司与同行业企业盈利指标对比
(单位: %)

公司简称	销售毛利率	总资产报酬率
云南铜业股份有限公司	7.28	5.17
江西铜业集团有限公司	3.82	3.40
铜陵有色	2.74	2.57

注: 为便于同业比较, 本表数据引自 Wind, 与本报告附表口径有一定差异
资料来源: Wind

图 13 公司盈利能力变化情况 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司提供, 联合资信整理

2020 年 1—9 月, 公司实现营业收入 1603.66 亿元, 同比增长 7.03%; 营业利润率为 2.05%, 同比下降 0.18 个百分点, 变化不大。2020 年 1—9 月, 公司实现利润总额 6.86 亿元, 同比增长 13.85%, 主要系公司财务费用和管理费用下降所致。

5. 现金流及保障

随着公司营业收入提升, 公司经营活动现金流入持续增长, 收入实现质量高; 因厄瓜多尔米拉多铜矿等在建项目持续投资, 公司投资活动现金净流出规模较大; 2019 年, 受公司减少银行借款并偿还部分债务影响, 公司筹资活动现金保持净流出状态, 现金及现金等价物净减少。

从经营活动来看, 2017—2019 年, 公司经营活动现金流入分别为 1833.27 亿元、2090.80 亿元和 2358.17 亿元, 持续增长, 年均复合增长 13.42%; 经营活动现金流出分别为 1830.53 亿元、2047.91 亿元和 2322.96 亿元, 持续增长, 年均复合增长 12.65%。2017—2019 年, 公司经营活动现金净额分别为 2.74 亿元、42.89 亿元和 35.20 亿元, 波动增长, 年均复合增长 258.66%。2017—2019 年, 公司现金收入比分别为 113.62%、115.87%和 120.35%, 持续增长, 收入实现质量高。2019 年, 随着公司营业规模的扩大, 公司经营活动现金流入 2358.17 亿元, 较上年增长 12.79%; 经营活动现金流出 2322.96 亿元, 较上年增长 13.43%。

从投资活动来看, 2017—2019 年, 公司投资

活动现金流入分别为 19.54 亿元、17.17 亿元和 57.06 亿元, 波动增长, 年均复合增长 70.87%; 投资活动现金流出分别为 46.81 亿元、50.25 亿元和 98.59 亿元, 持续增长, 年均复合增长 45.13%。2017—2019 年, 公司投资活动现金净额分别为 -27.27 亿元、-33.08 亿元和 -41.53 亿元, 净流出规模持续扩大, 年均复合增长 23.41%。2019 年, 公司利用闲置资金购买大量理财产品, 导致投资活动现金流入和流出规模大幅增长; 由于厄瓜多尔米拉多铜矿等在建项目持续投资, 同期, 公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金仍保持大额支出; 受上述因素影响, 2019 年, 公司投资活动现金净流出 41.53 亿元, 净流出规模较上年增长 25.53%。

2017—2019 年, 公司筹资活动前现金流量净额分别为 -24.53 亿元、9.81 亿元和 -6.32 亿元。

从筹资活动来看, 2017—2019 年, 公司筹资活动现金流入分别为 414.02 亿元、409.89 亿元和 290.55 亿元, 持续下降, 年均复合下降 16.23%; 筹资活动现金流出分别为 369.01 亿元、459.64 亿元和 321.63 亿元, 波动下降, 年均复合下降 6.64%。2017—2019 年, 公司筹资活动现金净额分别为 45.02 亿元、-49.75 亿元和 -31.07 亿元, 波动较大。从筹资活动来看, 2019 年, 受公司减少银行借款并偿还部分债务影响, 公司筹资活动现金仍保持净流出状态, 但净流出规模较上年下降 37.54%至 31.07 亿元。

2020 年 1—9 月, 公司实现经营活动现金净流入 11.13 亿元, 同比下降 35.56%。2020 年 1—9 月, 公司现金收入比为 116.92%, 同比下降 1.54 个百分点, 收入实现质量高。从投资活动来看, 2020 年 1—9 月公司实现投资活动现金净流出 18.46 亿元, 同比下降 45.26%。2020 年 1—9 月, 公司筹资活动前现金流量净额为 -7.32 亿元。从筹资活动来看, 2020 年 1—9 月公司实现筹资活动现金净流入 33.96 亿元, 同比增长 242.75%, 主要系借款增加所致。

图 14 公司现金流变化情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司提供, 联合资信整理

6. 偿债能力

公司偿债能力指标整体表现一般, 考虑到公司铜冶炼及铜加工业务规模大, 行业地位突出, 技术优势显著及政府支持力度大等因素, 公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看, 2017—2019 年末, 公司流动比率分别为 84.45%、91.54%和 78.37%, 三年加权平均值为 83.54%, 波动下降。同期, 公司速动比率分别为 52.45%、54.13%和 40.63%, 三年加权平均值为 47.05%, 波动下降。2017—2019 年末, 公司现金短期债务比分别为 0.45 倍、0.42 倍和 0.26 倍, 持续下降。截至 2020 年 9 月末, 公司流动比率与速动比率分别为 85.33%和 43.39%, 较上年末分别提高 6.96 个百分点和 2.76 个百分点。截至 2020 年 9 月末, 公司现金短期债务比为 0.36 倍, 较上年末有所提升。整体看, 公司短期偿债能力指标表现较好。

从长期偿债能力指标看, 2017—2019 年, 公司 EBITDA 分别为 35.00 亿元、39.15 亿元和 42.77 亿元, 持续增长。2019 年, 公司 EBITDA 为 42.77 亿元, 较上年增长 9.24%。从构成看, 公司 EBITDA 主要由折旧 (占 37.51%)、计入财务费用的利息支出 (占 41.17%) 和利润总额 (占 18.27%) 构成。2017—2019 年, 公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.30 倍、0.94 倍和 1.72 倍, 波动下降。2017—2019 年, 公司全部债务/EBITDA 分别为 14.15 倍、11.67 倍和 10.81 倍, 持续下降。整体看, 公司长期债务偿债能力指标表现一般。但考虑到铜冶炼及铜加工业务规模大,

行业地位突出, 技术优势显著及政府支持力度大等因素, 公司整体偿债能力极强。

截至 2020 年 9 月末, 公司合计获得各银行授信 1304.56 亿元, 未使用额度为 716.36 亿元, 公司间接融资渠道较畅通。公司下属子公司铜陵有色股份为上市公司 (证券代码: 000630.SZ), 公司具备直接融资渠道。

截至 2020 年 9 月末, 公司无对外担保。

7. 母公司财务分析

母公司收入规模较小, 自身盈利能力较弱, 资产主要由其他应收款和长期股权投资构成, 资产负债率高, 外部融资依赖性较高, 偿债能力一般。

铜陵有色资金归集实行集团下属非上市公司和上市子公司两条线, 财务相对独立, 自主经营, 自主管理, 铜陵有色委派财务负责人, 并通过铜陵有色下属财务子公司统一资金管理, 支出按照计划划拨。

2017—2019 年末, 母公司资产总额持续增长, 年均复合增长 0.57%。截至 2019 年末, 母公司资产总额 285.57 亿元, 较年初增长 0.18%, 变化不大。其中, 流动资产 98.43 亿元 (占 34.47%), 非流动资产 187.14 亿元 (占 65.53%)。从构成看, 流动资产主要由货币资金 (占 22.99%) 和其他应收款 (占 76.85%) 构成, 非流动资产主要由长期股权投资 (占 87.72%) 和无形资产 (占 5.87%) 构成。截至 2019 年末, 母公司货币资金为 22.63 亿元。

2017—2019 年, 母公司所有者权益波动下降, 年均复合下降 2.48%。截至 2019 年末, 母公司所有者权益为 54.58 亿元, 较年初下降 12.71%, 主要系未分配利润减少所致。其中, 实收资本为 37.02 亿元 (占 67.82%)、资本公积合计 4.73 亿元 (占 8.66%)、未分配利润合计 5.46 亿元 (占 10.00%), 所有者权益稳定性较高。

2017—2019 年末, 母公司负债波动增长, 年均复合增长 1.33%。截至 2019 年末, 母公司负债总额 230.99 亿元, 较年初增长 3.80%。其中,

流动负债 158.88 亿元（占比 68.78%），非流动负债 72.11 亿元（占比 31.22%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 53.63%）、其他应付款（占 13.09%）和一年内到期的非流动负债（占 17.83%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 29.75%）、应付债券（占 39.95%）和长期应付款（占 29.24%）构成。母公司 2019 年资产负债率为 80.89%，较 2018 年上升 2.82 个百分点；全部债务资本化比率为 77.48%，资产负债率高。

2017—2019 年，母公司营业收入分别为 224.93 亿元、268.40 亿元和 195.57 亿元，主要为有色金属销售；投资收益分别为 6.47 亿元、7.44 亿元和 3.86 亿元；净利润分别为 1.74 亿元、0.90 亿元和 -7.39 亿元。

2019 年，母公司经营活动产生的现金流量净额为 -1.58 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 -14.29 亿元，筹资活动现金呈现净流入为 17.99 亿元。

九、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行额度为 10 亿元，分别占公司截至 2020 年 9 月末全部债务和长期债务的 1.98% 和 5.52%。本期中期票据的发行对公司负债水平影响较小。

截至 2020 年 9 月末，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 74.80%、68.26% 和 43.56%；以公司 2020 年 9 月末财务数据为基础，预计本期中期票据发行后，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将分别为 75.07%、68.68% 和 44.88%，公司债务负担略有上升。考虑到本期中期票据募集资金将部分用于偿还公司有息债务，公司实际债务负担或将低于预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对本期中期票据的保障程度很高。

2017—2019 年，公司经营活动产生的现金

流入量分别为 1833.27 亿元、2090.80 亿元和 2358.17 亿元，分别为本期中期票据拟发行额度的 183.33 倍、209.08 倍和 235.82 倍；同期，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 2.74 亿元、42.89 亿元和 35.20 亿元，分别为本期中期票据拟发行额度的 0.27 倍、4.29 倍和 3.52 倍。2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 35.00 亿元、39.15 亿元和 42.77 亿元，分别为本期中期票据拟发行额度的 3.50 倍、3.91 倍和 4.28 倍。

十、结论

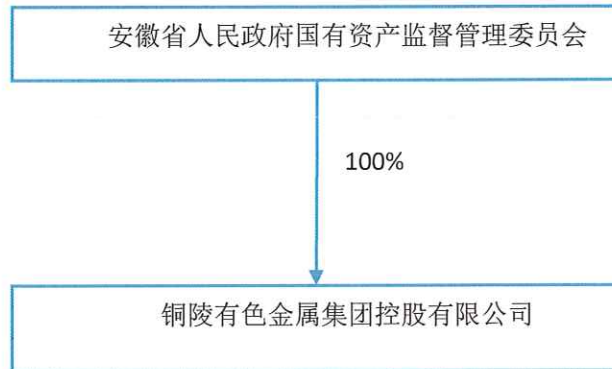
公司是国内大型铜冶炼企业，已形成集采选、冶炼、加工和贸易为一体的完整产业链，阴极铜冶炼产能规模居国内行业前列。公司厄瓜多尔米拉多铜矿已于 2019 年下半年开始试生产，进一步提高了铜矿自给率；公司作为安徽省国资委全资子公司，所获政府支持力度大；近年来公司收入规模大并且呈逐年增长趋势，收入实现质量高。同时，联合资信也关注到铜冶炼加工费目前处于较低水平，非经常性损益对公司利润影响较大，在建工程投资规模大及有息债务负担较重等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

公司 EBITDA 及经营活动现金流入量对本期中期票据的保障程度很高。

未来，伴随在建项目投产，公司矿产资源对外依赖程度或可下降，竞争力将进一步增强，联合资信对公司的评级展望为稳定。

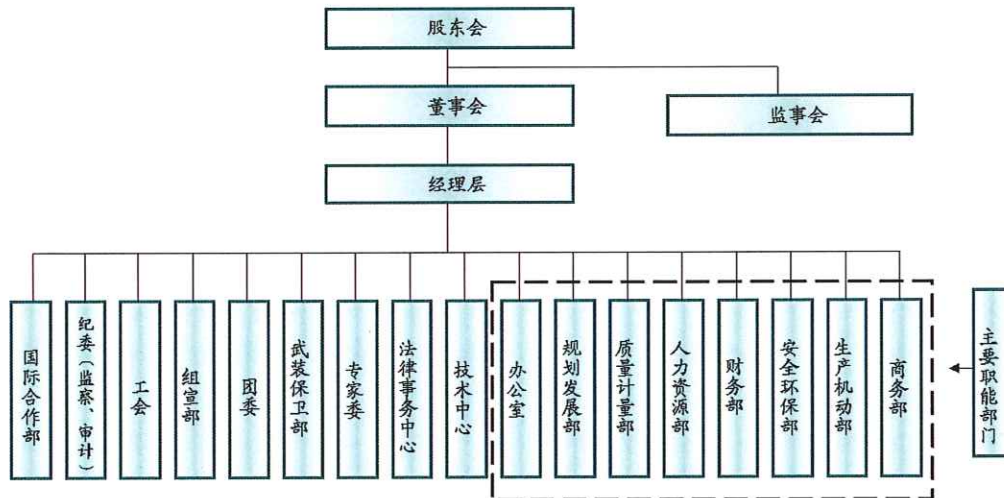
综上，基于对公司主体长期信用水平以及本次债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 截至 2019 年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2019 年末公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2019 年末公司主要子公司情况

子公司名称	实收资本 (万元)	注册地	业务性质	持股比例 (%)
铜陵有色金属集团财务有限公司	80000.00	安徽省铜陵市	财务公司	70.00
铜陵有色金属集团上海投资贸易有限公司	50000.00	上海市	金属及金属矿批发	100.00
铜陵有色金属深圳公司	6000.00	广东省深圳市	有色金属加工	100.00
铜陵铜冠黄狮涝金矿有限责任公司	20000.00	安徽省铜陵市	金矿采选	100.00
铜陵有色金属集团股份有限公司	1052653.33	安徽省铜陵市	铜矿采选	36.53
铜陵有色控股铜冠矿冶设备有限公司	3000.00	安徽省铜陵市	专用设备制造	100.00
铜陵鑫铜建设监理有限责任公司	300.00	安徽省铜陵市	工程管理服务	100.00
铜陵金泰化工股份有限公司	13370.00	安徽省铜陵市	化学原料制造	57.66
铜陵有色设计研究院	1000.00	安徽省铜陵市	工程勘察设计	100.00
铜陵有色铜冠房地产集团有限公司	67897.91	安徽省铜陵市	房地产开发经验	100.00
铜陵有色金属集团铜冠物资有限公司	1000.00	安徽省铜陵市	金属及金属矿批发	100.00
铜陵有色金属集团铜冠投资有限责任公司	4000.00	安徽省铜陵市	其他	100.00
铜陵有色金属集团铜冠建筑安装股份有限公司	7000.00	安徽省铜陵市	建筑安装业	82.77
安徽铜冠有色金属(池州)有限责任公司	150000.00	安徽省铜陵市	铅锌冶炼	100.00
铜陵有色金属集团铜冠矿山建设股份有限公司	15000.00	安徽省池州市	建筑安装	51.51
香港通利贸易发展有限公司	3179.53.00	香港	贸易	100.00
中科铜都粉体新材料股份有限公司	3400.00	安徽省铜陵市	制造业	63.22
安徽铜冠机械股份有限公司	8000.00	安徽省铜陵市	机械制造业	78.65
赤峰国维矿业有限公司	10000.00	内蒙古赤峰市	铜矿采选	51.00
铜冠资源控股有限公司	7767.74	英属维尔京群岛	铜矿采选	100.00
安徽金磊矿业有限责任公司	29743.70	安徽省铜陵市	采矿业	73.48
铜陵铜冠能源科技有限公司	1000.00	安徽省铜陵市	节能技术推广服务	100.00
安徽铜冠矿产资源有限公司	30000.00	安徽省合肥市	矿产品、矿产资源并购与销售	100.00
铜陵有色南陵姚家岭矿业有限公司	100000.00	安徽省芜湖市	铅锌矿采选	100.00
中铁建铜冠投资有限公司	561858.49	安徽省铜陵市	矿业投资	70.00
安徽铜冠池州资源有限公司	4000.00	安徽省池州市	铅锌矿采选	100.00

资料来源：公司财务报告

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	164.37	113.41	80.26	117.61
资产总额(亿元)	895.17	869.78	874.11	931.70
所有者权益(亿元)	216.58	225.08	234.21	234.80
短期债务(亿元)	365.36	271.59	312.57	323.78
长期债务(亿元)	130.02	185.41	149.82	181.20
全部债务(亿元)	495.37	457.00	462.39	504.98
营业收入(亿元)	1573.45	1775.82	1921.89	1603.66
利润总额(亿元)	4.52	7.22	7.81	6.86
EBITDA(亿元)	35.00	39.15	42.77	--
经营性净现金流(亿元)	2.74	42.89	35.20	11.13
财务指标				
销售债权周转次数(次)	33.97	35.61	43.82	--
存货周转次数(次)	10.49	11.01	11.78	--
总资产周转次数(次)	1.82	2.01	2.20	--
现金收入比(%)	113.62	115.87	120.35	116.92
营业利润率(%)	3.10	3.02	2.60	2.05
总资本收益率(%)	2.17	2.77	2.95	--
净资产收益率(%)	0.12	0.92	1.26	--
长期债务资本化比率(%)	37.51	45.17	39.01	43.56
全部债务资本化比率(%)	69.58	67.00	66.38	68.26
资产负债率(%)	75.81	74.12	73.21	74.80
流动比率(%)	84.45	91.54	78.37	85.33
速动比率(%)	52.45	54.13	40.63	43.39
经营现金流流动负债比(%)	0.55	10.54	8.05	--
现金短期债务比(倍)	0.45	0.42	0.26	0.36
EBITDA 利息倍数(倍)	2.30	0.94	1.72	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.15	11.67	10.81	--

注：1. 2020 年前三季度财务报表未经审计；2. 公司其他流动负债和长期应付款中的计息债务已分别纳入短期债务和长期债务核算；3. 公司 2017 年和 2018 年财务数据分别使用 2018 年和 2019 年审计报告调整后的期初数据

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	19.22	20.35	22.63	27.13
资产总额(亿元)	282.35	285.07	285.57	294.86
所有者权益(亿元)	57.39	62.53	54.58	54.96
短期债务(亿元)	121.10	90.17	137.56	137.88
长期债务(亿元)	30.62	65.22	50.25	56.65
全部债务(亿元)	151.72	155.39	187.82	194.53
营业收入(亿元)	224.93	268.40	195.57	125.44
利润总额(亿元)	1.71	0.77	-7.39	-0.62
EBITDA(亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流(亿元)	3.88	-0.59	-1.58	-0.84
财务指标				
销售债权周转次数(次)	31.31	37.43	3,250.35	--
存货周转次数(次)	186.08	292.78	242.13	--
总资产周转次数(次)	0.83	0.95	0.69	--
现金收入比(%)	110.54	121.57	113.82	112.70
营业利润率(%)	0.23	0.25	-0.03	0.08
总资本收益率(%)	0.83	0.41	-3.05	--
净资产收益率(%)	3.04	1.44	-13.55	--
长期债务资本化比率(%)	34.79	51.05	47.93	50.76
全部债务资本化比率(%)	72.55	71.30	77.48	77.97
资产负债率(%)	79.67	78.06	80.89	81.36
流动比率(%)	66.84	85.87	61.95	66.14
速动比率(%)	66.72	84.68	61.95	66.14
经营现金流动负债比(%)	2.28	-0.44	-0.99	--
现金短期债务比(倍)	0.16	0.23	0.16	0.20
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	--

注：2020 年前三季度财务数据未经审计；集团类客户提供母公司本部（母公司）财务信息；限于客观条件，未获取到的数据以“/”标示

附件 4 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%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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 5-1 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 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估股份有限公司关于 铜陵有色金属集团控股有限公司 2021 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

铜陵有色金属集团控股有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

铜陵有色金属集团控股有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对铜陵有色金属集团控股有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，铜陵有色金属集团控股有限公司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铜陵有色金属集团控股有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现铜陵有色金属集团控股有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对铜陵有色金属集团控股有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如铜陵有色金属集团控股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铜陵有色金属集团控股有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与铜陵有色金属集团控股有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。