跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1389 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持铜陵有色金属集团控股有限公司主体长期信用等级为AA^+，评级展望为稳定，并维持“11铜有色MTN1”、“12铜有色MTN1”的信用等级为AA^+。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年七月二十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 17 层 (100022)
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

铜陵有色金属集团控股有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA^+	评级展望：稳定
上次评级结果：AA^+	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
11 铜有色 MTN1	30 亿元	2011/10/28-2016/10/28	AA^+	AA^+
12 铜有色 MTN1	20 亿元	2012/11/23-2017/11/23	AA^+	AA^+

跟踪评级时间：2015 年 7 月 24 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年追溯数	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	83.30	78.45	114.04	173.92
资产总额(亿元)	663.31	702.73	781.82	857.09
所有者权益(亿元)	166.60	168.57	215.65	214.21
短期债务(亿元)	253.79	254.56	304.93	358.94
全部债务(亿元)	383.84	386.82	431.79	485.66
营业收入(亿元)	1065.31	1220.94	1363.62	322.46
利润总额 (亿元)	16.37	4.12	2.57	-0.56
EBITDA(亿元)	40.42	27.55	33.37	--
经营性净现金流(亿元)	6.07	6.37	28.06	15.72
营业利润率(%)	3.86	2.16	2.36	2.10
净资产收益率(%)	7.28	0.65	-0.27	--
资产负债率(%)	74.88	76.01	72.42	75.01
全部债务资本化比率(%)	69.73	69.65	66.69	69.39
流动比率(%)	106.48	96.58	94.90	95.23
全部债务/EBITDA(倍)	9.50	14.04	12.94	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.62	1.86	1.82	--
经营现金流动负债比(%)	1.79	1.71	6.97	--

注：2015 年一季度财务数据未经审计。

分析师

祖 宇 李苏磊

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

铜陵有色金属集团控股有限公司（以下简称“公司”）系大型铜冶炼企业，行业地位突出，具备较强的规模优势。跟踪期内公司资产及经营规模持续上升，市场地位得以巩固。另一方面，公司债务规模持续增长，债务负担较重；受铜价波动等因素影响，公司盈利有所下滑，面临一定经营压力。联合资信对公司评级展望为稳定。

公司经营活动现金流入量对存续中期票据具备较强的保障能力。

综合考虑，联合资信维持铜陵有色金属集团控股有限公司AA^+的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“11铜有色MTN1”和“12铜有色MTN1”AA^+的信用级别。

优势

1. 公司作为铜冶炼企业，产能规模位列全球前列，市场地位突出。
2. 跟踪期内公司资产规模持续增长，经营规模持续扩张，市场地位得到进一步巩固。
3. 公司获现能力较强，经营活动现金流入量对存续中票保障能力较强。

关注

1. 公司所处铜冶炼行业周期性较强，面临一定行业波动风险。
2. 公司资源自给率较低，原料对外依存度高，盈利能力受到制约。
3. 跟踪期内公司债务规模持续增长，债务负担较重。

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）与铜陵有色金属集团控股有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与铜陵有色金属集团控股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，未因铜陵有色金属集团控股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铜陵有色金属集团控股有限公司提供，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铜陵有色金属集团控股有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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，2000年7月13日，公司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“铜陵有色金属集团控股有限公司”，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。公司注册资本为453159.89万元，其中：安徽省国资委以国有净资产出资370203.39万元，占总股本的81.69%；安徽兴铜投资有限责任公司以职工经济补偿金和激励股权出资82956.50万元，占总股本的18.31%。公司实际控制人为安徽省国资委。

公司经营范围：铜、铅、锌、钼等有色金属矿和铁、硫采选，有色金属冶炼，铜材及选矿产品加工，普通机械、电器机械及器材、金属制品、化工产品（除危险品）、橡胶制品及建材，船舶，仪器仪表、衡器、木材及制品制造加工，自来水、铜锭生产，土木工程建筑，锅炉安装，地质勘查，压力容器、勘察设计，铁路、公路、河海运输，房地产经营，动植物饲养养殖，工业生产资料供销，技术咨询、服务，机械设备维修，经营本企业自产产品及相关技术进口业务，承包境内外有色金属行业工程和国际招标工程，对外派遣实施上述境外工程的劳务人员，期货期权业务，无线电调度通讯等。

截至2014年底，公司设有商务部、生产机动部、安全环保部、财务部、人力资源部、质量计量部、规划发展部、办公室等16个职能部门。公司纳入合并范围二级子公司31家，其中上市公司一家，为铜陵有色金属集团股份有限公司（证券代码：000630，以下简称“铜陵有色股份”），该公司包含了公司主要生产矿山资产和铜冶炼加工资产。

截至 2014 年底，公司资产总计 781.82 亿元，所有者权益合计 215.65 亿元（其中少数股东权益 109.62 亿元）；2014 年公司实现营业总收入 1363.62 亿元，利润总额 2.57 亿元。

截至2015年3月底，公司资产总计857.09亿元，所有者权益合计214.21亿元（其中少数股东权益109.71亿元）；2015年一季度，公司实现营业总收入322.46亿元，利润总额-0.56亿元。

公司注册地址：铜陵市长江西路；公司法定代表人：杨军。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1%左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长7.0%左右，居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内，进出口增长6%左右。2015年是全面深化改革的关键之年，稳增长为2015年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

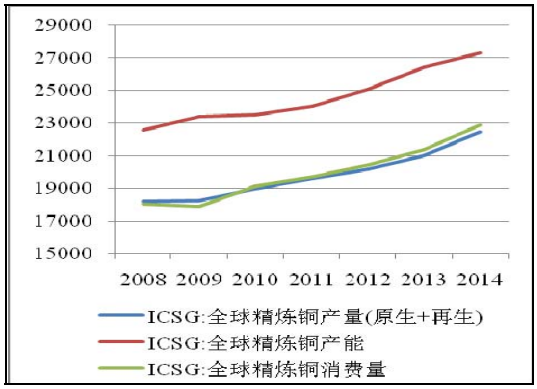
四、行业及区域经济环境

2014 年，全球铜矿产量 1870 万吨，其中智利、中国、美国、俄罗斯和澳大利亚铜矿合计产量占全球产量的 56.90%，仅智利铜矿占总产量的 31.02%，中国占总产量的 8.66%。根据英国商品研究局（CRU）发布数据显示，2015 年全球铜矿产量同比增速将达 5.7%，2016 年达 5.1%，2017 年回落至 2.1%，至此市场方重现短缺；伴随前期投建铜矿项目逐步进入投产高峰期，来自秘鲁、智利、蒙古等国的诸多大型铜矿项目将在未来几年陆续投产，铜矿供给在短期的未来仍维持宽松，但考虑到全球范围的过剩压力仍然存在，铜矿的投产项目是否能如预期仍存在不确定性。

需求方面，2013~2014 年，经过矿山企业、大型矿商（自由港等）、铜冶炼企业等各方谈判，铜精矿加工费回复了复苏态势，连续两年得到提升。根据大智慧阿思达克通讯社 2014 年 12 月消息，江西铜业已与全球最大上市铜矿商自由港麦克墨伦铜金公司就 2015 年度铜冶炼加工费费长协价达成一致，TC/RC 费较 2014 年进一步提升，该价格有望成为其他铜冶炼企业进行谈判的参考基准价格。

总体看，2013 年以来伴随国际大型矿山产能逐步进入释放期，以及需求方冶炼产能释放放缓，铜精矿供给紧张有所缓解、供给过剩逐步显现。在供需环境出现宽松的背景下，加工费有望逐步上升，矿山企业未来仍处于产能释放期，产能过剩压力短期内仍将存在，伴随加工费的上升，铜冶炼企业利润水平有望获得改善并得到支撑。

图 1　全球精炼铜的生产消费情况(单位：千吨)



资料来源：Wind 资讯

全球精炼铜供需方面，近十年来受以亚洲为主的新兴市场快速发展，铜矿的精炼产能迅速扩张，精炼铜的产量和消费量增长趋势明显。根据 ICSG 数据，2008~2014 年，全球精炼铜的产能由 2259 万吨增至 2735 万吨（除 2013 年由于印度 sterlite 的 38 万吨冶炼产能因环保事故停产而有所回落外，其余年份均呈现增长）；精炼铜产量（原生+再生）由 1821 万吨一路增至 2248 万吨，产能利用率除 2009 年和 2013 年，其余年份均位于 80.5%以上；精炼铜消费量由 1805 万吨提升至 2289 万吨（除 2009 年出现同比 0.89%的下滑外，其余年份均呈现增长），产销率除 2008 年和 2009 年外，其余年份均位于 100%以上，且 2011 年以来持续攀升，2014 年为 101.81%，可见精铜出现供应缺口、且缺口逐渐加大，2012~2014 年，全球精炼铜库存保持在 132~138 万吨。国内方面，2008~2014 年，根据公开数据，中国精炼铜产能和产量的年均复合增长率分别为 8.50%和 13.60%，约为全球增速的 2.6 倍和 3.8 倍，远高于全球平均增速；2014 年，中国精炼铜产量为 795.86 万吨，同比增长 16.14%，仍保持了一定的增速。

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，铜价降幅较大，此后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。2010 年，全球经济预期较好，铜价延续上涨趋势；2011 年 8 月以后，随着美国主权评级下调、欧债危机加重和中国经济增速下滑等诸多因素影响，大宗商品价格普遍出现不同程度下跌，铜价在 10 月到达低点，此后铜价虽然有所反弹，但整体振幅较大。2012~2013 年，全球经济环境仍然不佳，铜价整体呈现震荡下行走势，2012 年底和 2013 年底分别收于 7944 美元/吨和 7375 美元/吨。2014 年，铜价先是在一季度出现断崖式下跌，由年初的 7385 美元/吨一路降至 3 月中旬 6400 美元/吨的低点；随后逐步企稳回升，至 7 月初已恢复至 7100 美元/吨以上；之后受中国经济增速放缓以及美国升息预期影响下，看空氛围浓郁，价格再次下跌，年末收于 6284 美元/吨的低点。2015 年，在 1 月走了一段下行行情后，再次震荡上涨，5 月 28 日收于 6108 美元/吨。

图 2　2011 年以来铜期货收盘价(单位：美元/吨)

资料来源：wind 资讯

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，具有较大不确定性。目前国际市场精铜矿产能陆续释放、市场供应充足，同时受美元走强和中国经济增速放缓预期等因素，短期内铜价格仍将难以扭转低迷走势。

从铜冶炼加工费来看，自 1990 年以来，TC/RC 价格基本可以分为六大阶段：（1）1990 年-1998 年，TC/RC 保持较高水平，一般在 100-130 美元/吨、10-13 美分/磅。（2）1999 年-2003 年，由于全球铜精矿严重短缺，TC/RC

下跌至 70-75 美元/吨、7-7.5 美分/磅。（3）2004 年-2005 年，现货市场 TC/RC 高至 200 美元/吨和 20 美分/磅。（4）2006 年-2008 年，TC/RC 急剧下滑，2008 年降至 42 美元/吨、4.2 美分/磅，使得大批冶炼企业关停，12 月 TC/RC 迅速回升至 100 美元/吨、10 美分/磅。（5）2009 年 3 月以来到 2011 年底，短暂复苏的铜精矿加工费迅速急转直下，最低出现 20 美元/吨的价格，并维持低位震荡格局，2011 年呈现前高后底的局面，二季度达到高点，三季度约为 61.67 美元/吨，四季度进一步下滑到最低仅 20-30 美元/吨。（6）2012 年初以来，铜加工费整体呈现逐步回升的态势；2013 年底，中国第一大铜冶炼企业江西铜业与必和必拓达成协议，2014 年上半年的铜加工费提高约 41%；2014 年底，江西铜业与美国自由港麦克墨伦铜金公司就 2015 年铜精矿长单粗炼费/精炼费(TC/RC)达成一致，在 2014 年水平上进一步提升（长单价基本为一年期），对行业整体的铜加工费起到了一定带动作用。

总体看，铜加工费上涨有利于自给率较低的铜加工企业提升盈利，但铜价低迷走势对矿山开采企业造成一定经营压力。

五、基础素质分析

公司是国家、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、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。

伴随公司旗下金冠铜业“双闪”项目逐步达产，公司阴极铜年产量达到 130 万吨，位居国内首位、世界第二位。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、金冠铜业为代表的低成本冶炼厂，以铜冠铜箔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。

总体看，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。

六、管理分析

公司现任董事长杨军先生，1969年出生，工商硕士，高级经济师。2009年9月任有色控股国际贸易分公司经理、上海国际贸易公司总经理、赤峰金剑铜业公司总经理、党委副书记；2010年5月任铜陵有色股份总经理，2010年10月任公司党委委员，2011年10月任铜陵有色股份党委书记，2012年2月至2012年9月任公司总经理、党委副书记、董事、铜陵有色股份党委书记、总经理；2012年9月至2014年7月任公司总经理、党委副书记、董事、铜陵有色股份党委书记；2014年7月至2014年8月任公司党委书记、总经理、董事、铜陵有色股份党委书记；2014年8月至2015年3月任公司董事长、党委书记、总经理；2015年3月至今任公司董事长、党委书记。

公司现任总经理龚华东先生，1965年出生，工商硕士，高级经济师。2007年1月至2010年10月任公司董事、副总经理、党委常委（委员）；2010年10月至2015年2月任公司董事、党委委员、副总经理；2015年2月至2015年3月任公司董事、党委副书记、副总经理；2015年3月任公司董事、总经理、党委副书记。

跟踪期内，公司主要管理架构方面无重大变化。

七、经营分析

受公司产能释放影响，公司收入规模保持增长。2014年公司主业实现收入1362.61亿元，同比增长11.72%。增长主要来自铜业务和黄金等副产品。2014年公司铜业务实现收入1037.50亿元，同比增长6.61%，黄金及副产品实现收入170.37亿元，同比大幅增长106.85%。

跟踪期内公司主业毛利率均有不同程度波动，综合毛利率2014年为2.46%，与上年基本持平。其中铜业务毛利率2014年仅为0.24%，较上年略有下降，公司铜业务盈利很弱。黄金及副产品毛利率为2.45%，较上年大幅下降10.58个百分点。化工等产品较上年毛利率大幅上升15.26个百分点，为17.44%。

2015年一季度，公司实现营业总收入322.46亿元，同比增长14.70%；实现利润总额-0.56亿元，同比减少2.17亿元。2015年一季度，公司实现营业利润率2.10%，较上期略有下降。

总体看，受资源自给率偏低及产能规模较大影响，公司整体盈利偏弱。

表1　公司收入构成情况（亿元，%）

主营业务	2012 年			2013 年追溯数			2014 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
铜以及铜产品	878.61	83.01	1.28	973.14	79.78	0.68	1037.50	76.14	0.24
黄金以及副产品	86.36	8.16	20.55	82.36	6.75	13.03	170.37	12.50	2.45
化工等其他产品	84.51	7.98	9.17	146.28	11.99	2.18	132.32	9.71	17.44
其他（房地产、建筑安装、运输）	9.03	0.85	35.64	17.93	1.47	39.60	22.42	1.65	17.19
合计	**1058.5**	**100**	**3.78**	**1219.70**	**100.00**	**2.26**	**1362.61**	**100.00**	**2.46**

资料来源：公司提供

铜冶炼业务及铜材加工

公司冶炼铜精矿来自自产及外购。公司近年铜精矿生产稳定，2014年公司自有矿山生产铜精矿46139吨，较上年略有下降。受自有矿山产量限制以及冶炼产能持续释放影响，公司近年对外采购铜精矿规模持续增长。公司对外采购铜精矿一部分来自国内采购，但主要依赖进口。2014年公司国内采购铜精矿约5万吨，较上年有所增长，同期进口铜精矿约286.83万吨，较上年有所上升。受国内矿产赋存条件制约，公司铜精矿对外依存度较高，且伴随冶炼产能释放对外依存度有所上升。从铜精矿采购价格来看，受铜价波动影响，公司外购铜精矿价格2014年为40555元/吨，较上年下降10.86%。

铜冶炼加工费方面，公司每年根据TSPT谈判小组确定下一年加工费，跟踪期受国际铜矿矿山产能陆续释放供给出现宽松环境影响，铜冶炼加工费持续增长。2014年公司铜冶炼加工费TC/RC为89.75/8.975，同比增长27.79%，2015年为102.36/10.236，较2014年进一步上涨。铜冶炼加工费上涨有利于缓解冶炼企业经营压力。

从阴极铜生产来看，伴随公司新建40万吨双闪炉的逐步达产，公司跟踪期内阴极铜产量有所增长，2014年公司生产阴极铜约131万吨，同比增长9.15%。2015年一季度公司生产阴极铜33.59万吨，占2014年全年的25.65%。公司铜冶炼总回收率近年保持稳定。

表2　公司阴极铜生产情况

项目	2013 年	2014 年	15 年 1~3 月
产能（万吨）	130	132	130
产量（万吨）	120	130.98	33.59
铜冶炼总回收率（%）	96.5	96.6	96.6

资料来源：公司提供

阴极铜销售方面，2014年伴随产量的增长销量快速增长，2014年对外销售阴极铜约121.69万吨，同比增长21.33%。2015年一季度销售32.75万吨。公司销售基本正常。从售价来看，受跟踪期内铜价大幅波动影响，公司阴极铜销售价格大幅波动，2014年销售均价为5.23万元/吨，同比增长6.19%，2015年一季度销售价格为4.23万吨/元，较上年大幅下跌19.25%。总体看，跟踪期铜价波动较大，公司面临一定跌价风险。

铜材加工方面，2014年公司生产铜材5.25万吨，与上年基本持平，生产漆包线2.59万吨，较上年大幅增长39.25%，同期公司生产电缆0.31万千米，与上年持平。

其他产品

公司冶炼副产品主要系金、银等贵金属，硫酸等副产品。另外公司生产铁精砂和球团铁矿等。

伴随公司铜冶炼产量的上升，公司硫酸产量有所增长，2014年公司生产硫酸422.03万吨，同比增长10.28%，2015年一季度公司生产硫酸107.88万吨，占2014年的25.56%。2014年公司销售硫酸422.03万吨。从硫酸销售价格来看，跟踪期内公司周边硫酸价格有所回升，销售均价持续增长，2014年销售均价为251元/吨，同比增长65.13%，2015年一季度销售均价315元/吨。

贵金属方面，2014年公司生产黄金13.20吨，生产白银46.72吨，分别较上年基本持平，2015年一季度公司生产黄金3.10吨，生产白银10.65吨。受贵金属价格持续下跌影响，2014年公司黄金售价为220元/克，白银售价3.1元/克，均较上年大幅下跌。

总体看，公司以铜冶炼为核心业务，阴极铜为主要产品，副产硫酸、稀贵金属的副产品，并向下游铜材加工延伸，受铜冶炼业务特点影响，公司整体盈利能力较弱，且跟踪期铜价波动较大，公司面临一定跌价风险和经营风险。

在建项目

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，其中包括庐江沙溪铜矿项目及中铁建铜冠项目，以上项目预计总投资120亿元。其中庐江沙溪铜矿项目目前正在进行建设工作，该矿预计铜金属储量33.5万吨，平均品位0.61%，设计年采矿石量200万吨；中铁建铜冠项目，公司与中国铁建合资成立中铁铜冠公司（公司持股50%）投资44.11亿元收购加拿大考伦特资源公司66.67%股权，目前项目建设正在推进中。公司以上项目中庐江沙溪铜矿项目计划2015年投资5亿元，中铁建铜冠项目计划2015年投资10亿元。总体看公司规划投资规模较大，未来伴随投建项目投产，公司资源产量有望进一步上升。

八、重大事项

根据公司子公司铜陵有色股份2015年6月15日公告《铜陵有色金属集团股份有限公司关于筹划非公开发行股票继续停牌的公告》，铜陵有色股份计划非公开发行股票募集资金用于收购公司相关资产，截至公告日本次拟收购标的资产尽职调查工作、审计、评估尚未完成，鉴于此铜陵有色股份尚无法确定本次非公开发行股票的具体方案。

目前铜陵有色股份发行工作尚处于筹备阶段，联合资信将持续关注事件进展。

九、财务分析

公司提供的 2014 年度财务数据经华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2015 年一季度财务数据未经审计。

根据公司 2014 年年度报告披露，公司 2014 年根据最新会计准则进行调整。另一方面，公司对本期财务数据进行前期差错更正：加拿大锌业金属股份公司不能实施控制，故不再纳入合并范围；中铁建铜冠投资有限公司在 2013 年具备重大影响，按权益法核算；安徽铜冠有色金属（池州）有限责任公司在建工程锌系统于 2013 年末达到预计可使用状态转入固定资产核算；赤峰国维矿业有限公司商誉存在减值并于 2013 年末计提减值准备等。鉴于本期公司对前期会计差错进行更正，对前期财务数据有一定影响，故 2014 年财务数据比较分析以期初数为比较基础。

截至 2014 年底，公司资产总计 781.82 亿元，所有者权益合计 215.65 亿元（其中少数股东权益 109.62 亿元）；2014 年公司实现营业总收入 1363.62 亿元，利润总额 2.57 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总计 857.09

亿元，所有者权益合计 214.21 亿元（其中少数股东权益 109.71 亿元）；2015 年一季度，公司实现营业总收入 322.46 亿元，利润总额-0.56 亿元。

1. 盈利能力

跟踪期公司经营规模快速扩张，2014 年公司实现营业总收入 1363.62 亿元，同比增长 11.69%；同期公司营业成本为 1329.13 亿元，同比增长 11.47%。2014 年公司实现营业利润率 2.36%，较上年略有上升。

期间费用方面，2014 年公司期间费用较上年快速增长，同比增长 48.90%，增长主要来自财务费用的大幅上升，2014 年公司财务费用为 13.69 亿元，同比增长 196.63%。受此影响，公司 2014 年期间费用率略有上升，为 2.38%。

受存货跌价损失影响，公司 2014 年资产减值损失为 7.03 亿元。公司存货存在一定跌价风险。2014 年公司营业利润为-3.38 亿元，较上年略有下降。

2014 年公司营业外收入为 6.38 亿元，主要来自政府补助（占 77.08%）和固定资产处置利得（占 16.96%）。得益于此，公司 2014 年实现利润总额 2.57 亿元。

2014 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 2.66%和-0.27%。

2015 年一季度，公司实现营业总收入 322.46 亿元，同比增长 14.70%；实现利润总额 -0.56 亿元，同比减少 2.17 亿元。2015 年一季度，公司实现营业利润率 2.10%。

总体看，受铜冶炼行业特点影响，公司利润较薄，盈利能力相对较弱，且铜价波动较大，公司面临经营风险。

2. 现金流及保障

受公司经营规模快速扩张影响，公司经营活动产生现金流规模快速增长。2014 年公司经营活动现金流入量为 1593.07 亿元，较上年增长 16.99%，公司经营活动现金流入量主要由销售商品、提供劳务收到的现金构成。2014 年公司经营活动现金流出量为 1565.01 亿元，同期经营活动产生现金流量净额为 28.06 亿元，较上年大幅增长。2014 年公司现金收入比为 115.39%，公司收入实现质量较好。

从投资活动来看，2014 年公司投资活动产生的现金流入量为 9.49 亿元。受公司建设项目较多及对外扩张影响，公司本期投资活动流出的现金为 67.51 亿元，主要系购建固定资产、无形资产等支付的现金和投资支付的现金。2014 年公司投资活动现金净流出为 58.02 亿元。

2014 年公司筹资活动产生现金流入量为 586.67 亿元，其中本期吸收投资收到现金 47.04 亿元，主要系子公司非公开定向融资款。同期公司筹资活动产生的现金流量净额为 50.70 亿元。

2015 年一季度，公司经营活动产生的现金流量净额为 15.72 亿元，同期投资活动产生的现金流量净额为-31.37 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 74.53 亿元。

总体看，公司仍具有一定对外投资需求，公司债务规模可能进一步上升。

3. 资本及债务结构

资产

跟踪期内公司资产规模快速增长，截至 2014 年底公司资产总计 781.82 亿元，较年初增长 11.25%。公司资产中流动资产占 48.85%，非流动资产占 51.15%，非流动资产占比有所上升。

截至 2014 年底，公司流动资产 381.94 亿元，较年初增长 6.31%。公司流动资产主要由货币资金（占 23.29%）、应收票据（占 6.57%）、应收账款（占 6.49%）、预付款项（占 15.23%）、存货（占 37.19%）和其他流动资产（占 5.77%）。

截至 2014 年底，公司货币资金 88.94 亿元，较年初增长 56.77%。从构成结构看，公司货币资金主要由银行存款构成（占 81.06%）。从资金受限情况来看，公司货币资金中有约 38.66 亿元为受限资金，受限资金主要系结构性存款（占 56.39%）、掉期质押（占 25.93）、定存（占

12.32%）等构成；截至 2014 年底，公司应收票据 25.11 亿元，全部为银行承兑汇票。

截至 2014 年底，公司应收账款账面余额 27.03 亿元，计提坏账 2.25 亿元，计提比例为 8.34%。从账龄看，公司应收账款主要集中在 1 年以内（占 91.38%）。

截至 2014 年底，公司预付款项为 58.19 亿元，年初略有增长。公司预付款账龄主要集中在 1 年以内；截至 2014 年底，公司其他应收款 19.38 亿元，较年初下降 13.94%。公司其他应收款共计提 1.80 亿元，计提比例 8.49%。

截至 2014 年底，公司存货为 142.05 亿元，较年初下降 9.61%。公司存货主要系原料、在产品、库存商品构成。公司计提存货跌价准备 4.50 亿元。公司存货主要系铜相关品，受全球宏观经济持续波动，及铜矿供需影响，阴极铜价格持续波动。公司存货存在跌价风险。

截至 2014 年底，公司其他流动资产 22.05 亿元，较年初增长 12.27%，公司其他流动资产主要系留抵进项税。

截至 2014 年底，公司非流动资产 399.88 亿元，较年初增长 16.42%。公司非流动资产主要由固定资产（占 45.38%）、在建工程（占 19.22%）、无形资产（占 21.24%）、商誉构成（占 6.57%）。

截至 2014 年底，公司长期股权投资为 8.92 亿元，较年初减少 52.39%，主要系公司对部分联营企业减资所致。

截至 2014 年底，公司固定资产账面原值合计 261.73 亿元（其中房屋及建筑物占 38.38%，占用设备占 59.41%），累计折旧 79.32 亿元，计提减值准备 0.94 亿元，固定资产账面价值合计 181.47 亿元。

截至 2014 年底，公司在建工程 76.87 亿元，主要系姚家岭矿建工程、冶炼工程、庐江矿业沙溪铜矿采选项目等项目。

截至 2014 年底，公司无形资产为 84.95 亿元，较期初大幅增长 168.77%，增长主要系收购中铁建铜冠投资有限公司股权对其合并所致。

总体看，公司资产质量良好。

所有者权益

跟踪期公司所有者权益规模快速增长，截至 2014 年底，公司所有者权益合计为 215.65 亿元，较年初增长 27.93%，增长主要系少数股东权益增长所致，2014 年公司上市子公司铜陵有色金属集团股份有限公司通过非公开定向募集方式募集资金总额 44.93 亿元。截至 2014 年底，公司归属于母公司权益合计 106.02 亿元，较年初增长 2.54%，其主要由实收资本（占 42.74%）、资本公积（占 24.77%）和未分配利润（占 30.14%）构成，其结构较期初变化不大。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益合计 214.21 亿元，较 2014 年底持平，公司本期所有者权益结构较 2014 年底变化不大。

总体看，公司所有者权益稳定性尚可。

负债

跟踪期内公司负债合计有所增长，截至 2014 年底为 566.17 亿元，较期初增长 5.99%。从负债构成来看，公司负债仍以流动负债为主（截至 2014 年底占 71.09%）。

截至 2014 年底，公司流动负债合计 402.48 亿元，较期初增长 8.20%。公司流动负债主要由短期借款（占 46.51%）、交易性金融负债（占 7.59%）、应付票据（占 11.31%）、应付账款（占 8.66%）、其他应付款（占 7.92%）和一年内到期的非流动负债（占 10.22%）构成。

截至 2014 年底，公司短期借款为 187.18 亿元，较期初增资 5.06%，公司短期借款主要系信用借款；同期，公司交易性金融负债为 30.56 亿元，主要系黄金租赁业务所致；截至 2014 年底，公司应付账款为 34.86 亿元，同步下降 38.38%，公司应付账款账龄主要集中在 1 年以内（占 93.39%）。

截至 2014 年底，公司非流动负债合计 163.69 亿元，较期初持平。

截至 2015 年 3 月底，公司负债合计 642.88 亿元，较 2014 年底增长 13.55%，增长主要来自流动负债。截至 2015 年 3 月底，公司流动负

债为 478.83 亿元，较 2014 年底增长 18.97%，增长主要来自短期借款、应付账款及一年内到期的非流动负债。

截至 2014 年底，公司全部债务为 431.79 亿元，较期初增长 11.63%。公司全部债务中短期债务占 70.62%，长期债务占 29.38%，公司短期债务占比较期初有所上升。截至 2015 年 3 月底，公司全部债务为 485.66 亿元，较 2014 年底增长 12.47%，本期公司短期债务占比较 2014 年底略有上升，占 73.91%。

从负债指标来看，截至 2014 年底，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 72.42%、66.59%和 37.04%，分别较期初下降 3.60、2.96 和 6.93 个百分点。截至 2015 年 3 月底，以上指标分别为 75.01%、69.39%和 37.17%，分别较 2014 年底略有上升。总体看，跟踪期公司债务规模快速上升，债务负担较重。公司债务以短期债务为主，部分由公司业务特点所致。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，截至 2014 年底公司流动比率、速动比率分别为 94.90%和 59.60%，较期初变化不大，截至 2015 年 3 月底，公司以上两指标分别为 95.23%和 63.83%。2014 年公司经营活动现金流动负债比为 6.97%，较上期有所增长。考虑到公司较大的经营规模、良好的获现能力以及畅通的融资能力，公司短期偿付能力好。

从长期偿债能力来看，2014 年公司 EBITDA 同比有所上升，2014 年公司 EBITDA 利息倍数为 1.82 倍，较上年基本持平，同期公司全部债务/EBITDA 为 12.94 倍，较上年略有下降。考虑到公司规模优势及较好的获现能力，公司整体偿债能力好。

截至 2015 年 3 月底，公司存续期债务包括 5 年期、30 亿元中期票据“11 铜有色 MTN1”和 5 年期、20 亿元中期票据“12 铜有色 MTN1”。以一年偿付最大额度 30 亿元测算，2012～2014 年公司 EBITDA 波动下降，三年均值为 33.03 亿元，为 30 亿元中期票据的 1.10 倍，其中 2014 年为 1.11 倍；同期公司经营活动现金流入量三年快速增长，三年均值为 30 亿元中期票据的 48.60 倍，其中 2014 年为 53.10 倍；近三年公司经营活动净现金流快速增长，三年均值为 30 亿元中期票据的 0.57 倍，其中 2014 年为 0.94 倍。综合来看，公司 EBITDA 对存续期中票具有一定覆盖能力，公司经营活动现金流入量规模大，对公司存续期中票保障能力强。

截至 2015 年 3 月底，公司共获得银行授信 1200 亿元，其中未使用额度 650 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司下属子公司铜陵有色股份为上市公司（证券代码：000630）公司具备直接融资渠道。

截至 2015 年 3 月底，公司对外担保余额为 1055 万元，对外担保规模小，对公司影响小。

5. 过往债务履约情况

根据公司 2015 年 7 月 8 日征信报告（公司信用机构代码：G9934072100000160Z），公司未结清信贷信息无不良记录。

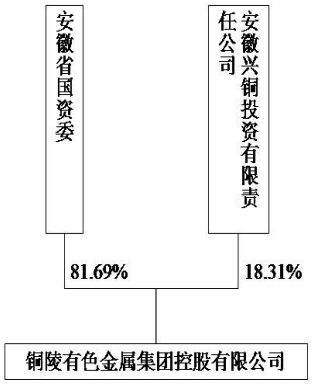
6. 抗风险能力

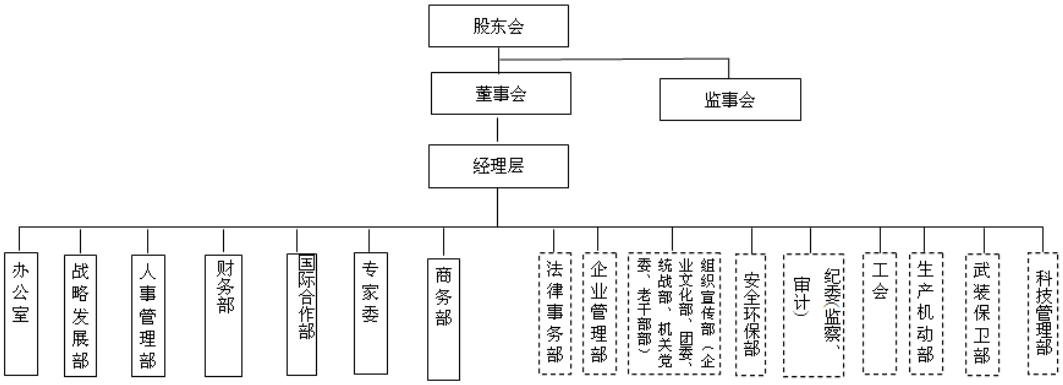
公司铜冶炼及铜加工业务规模大行业地位突出，技术优势显著；公司收入及现金流入规模快速增长。综合来看，公司整体抗风险能力强。

十、结论

综合考虑，联合资信维持铜陵有色金属集团控股有限公司AA^+的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“11铜有色MTN1”和“12铜有色MTN1”AA^+的信用等级。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图





附件 2　主要计算指标

项目	2012 年	2013 年 追溯数	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	83.30	78.45	114.04	173.92
资产总额(亿元)	663.31	702.73	781.82	857.09
所有者权益(亿元)	166.60	168.57	215.65	214.21
短期债务(亿元)	253.79	254.56	304.93	358.94
长期债务(亿元)	130.05	132.26	126.86	126.72
全部债务(亿元)	383.84	386.82	431.79	485.66
营业总收入(亿元)	1065.31	1220.94	1363.62	322.46
利润总额(亿元)	16.37	4.12	2.57	-0.56
EBITDA(亿元)	40.42	27.55	33.37	--
经营性净现金流(亿元)	6.07	6.37	28.06	15.72
财务指标				
销售债权周转次数(次)	26.24	28.07	29.43	--
存货周转次数(次)	7.31	7.49	8.88	--
总资产周转次数(次)	1.74	1.79	1.84	--
现金收入比(%)	116.07	110.18	115.39	123.20
营业利润率(%)	3.86	2.16	2.36	2.10
总资本收益率(%)	4.67	2.43	2.66	--
净资产收益率(%)	7.28	0.65	-0.27	--
长期债务资本化比率(%)	43.84	43.97	37.04	37.17
全部债务资本化比率(%)	69.73	69.65	66.69	69.39
资产负债率(%)	74.88	76.01	72.42	75.01
流动比率(%)	106.48	96.58	94.90	95.23
速动比率(%)	58.93	54.33	59.60	63.83
经营现金流动负债比(%)	1.79	1.71	6.97	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.62	1.86	1.82	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.50	14.04	12.94	--

注：2013 年财务数据为 2014 年度期初追溯数；2015 年一季度财务数据未经审计。

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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（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	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	（营业总收入-营业成本-营业税金及附加）/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/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

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。