跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1584 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

二零一六年七月二十六日

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中期票据跟踪评级报告

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：2016 年 7 月 26 日

财务数据

项目	2013 年追溯数	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	78.45	114.04	113.43	101.21
资产总额(亿元)	702.73	781.82	766.39	775.65
所有者权益(亿元)	168.57	215.65	200.08	199.39
长期债务(亿元)	132.26	126.86	122.63	109.21
全部债务(亿元)	381.13	431.27	420.87	411.35
营业收入(亿元)	1220.94	1363.62	1453.47	285.20
利润总额 (亿元)	4.12	2.57	-9.85	-1.16
EBITDA(亿元)	27.55	33.37	20.06	--
经营性净现金流(亿元)	6.37	28.06	70.99	14.13
营业利润率(%)	2.16	2.36	2.04	2.83
净资产收益率(%)	0.65	-0.27	-5.55	--
资产负债率(%)	76.01	72.42	73.89	74.29
全部债务资本化比率(%)	69.33	66.67	67.78	67.35
流动比率(%)	96.58	94.90	84.94	81.73
全部债务/EBITDA(倍)	13.84	12.92	20.98	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.86	1.82	1.22	--
经营现金流动负债比(%)	1.71	6.97	17.48	--

注：2013 年财务数据为 2014 年度期初追溯数；2016 年一季度财务数据未经审计。

分析师

刘文彬　张小平
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”）系国内以铜冶炼、加工、贸易为主的大型多元化企业，在铜冶炼行业内地位突出，具备较强的规模优势。跟踪期内公司市场份额稳定，资产及经营规模持续上升。另一方面，公司债务规模持续增长，债务负担较重；同时公司外币债务规模较大，跟踪期内人民币贬值对公司影响巨大，造成公司汇兑损失快速上升，使得公司出现亏损，针对汇率问题公司已采取相应措施。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的保障能力强。

综合考虑，联合资信维持公司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. 跟踪期内加工费维持在较高水平，有利于公司盈利能力的提升。
2. 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。
3. 公司地理位置优越，交通方便。
4. 跟踪期内公司闪速吹炼及闪速熔炼技术逐渐投产，市场地位得到进一步巩固。
5. 公司获现能力较强，经营活动现金流入量对存续中期票据保障能力较强。

关注

1. 跟踪期内铜价波动较大，对公司收入规模有一定不利影响。
2. 公司资源自给率较低，原料对外依存度高。
3. 跟踪期内公司债务有所降低，但总体规模仍然较大。
4. 跟踪期内汇率波动对公司盈利造成不利影响。
5. 在建工程投资规模大，对外部资金依赖度高。

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中期票据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2015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30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 2015 年底，公司资产总计 766.39 亿元，所有者权益合计 200.08 亿元（其中少数股东权益 101.85 亿元）；2015 年公司实现营业总收入 1453.47 亿元，利润总额-9.85 亿元。

截至2016年3月底，公司资产总计775.65亿元，所有者权益合计199.39亿元（其中少数股东权益101.67亿元）；2016年一季度，公司实现营业总收入285.20亿元，利润总额-1.16亿元。

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。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%。具体来看，2015 年，中国第一产业增加值 6.1 万亿元，同比实际增长 3.9%，增速较 2014 年下降 0.4 个百分点；第二产业增加值 27.4 万亿元，同比实际增长 6.0%，增速较 2014 年下降 1.3 个百分点；第三产业增加值 34.2 万亿元，同比实际增长 8.3%，增速较 2014 年上升 0.5 个百分点。整体看，2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势，较 2014 年回落 5.7 个百分点。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，导致固定资产投资增速回落较大，成为经济增长的主要拖累。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换

挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额 14.3 万亿元，同比增长 7.8%，增幅较 2014 年下降 1.5 个百分点，整体上较为平稳；2015 年各月社会消费品零售总额和限额以上单位消费品零售额同比增速较 2014 年同期相比均有所回落，但全年呈现波动上升的趋势。2015 年，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。整体上，中国消费增速走势较为平稳，对于经济增长具有较为明显的“稳定器”作用。2015 年中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点；除 2 月外，其他各月进出口总值同比增速较上年均有较大回落。其中，出口和进口分别为 2.3 万亿美元和 1.7 万亿美元，同比分别下降 2.9%和 14.2%，进、出口增速较 2014 年分别回落 10 个百分点左右，进、出口双下降使经济增长承压；贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策，一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。为减轻政府债务和财政压力，监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资，一是 2015 年政策性银行共发行专项金融债 6000 亿元，以支持地方基础设施建设、促进经济增长；二是国家发改委累计安排 4 批专项建设基金，主要投放于大型水利、农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域；三是监管层积极推广 PPP 模式，为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支持。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。截至 2015 年末，中国广义货币（M2）余额 139.2 万亿元，同比增长 13.3%，比上年末高 1.1 个百分点，高于年初设定的 12.0%的增速目标；狭义货币（M1）余额 40.1 万亿元，同比增长 15.2%，比上年末高 12.0 个百分点。整体看，2015 年，较高的货币投放增速使市场流动性持续宽松，有助于带动社会融资成本回落，促进实体经济增长。

2016年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。2015年12月中央经济工作会议明确了2016年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。同时，并施“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

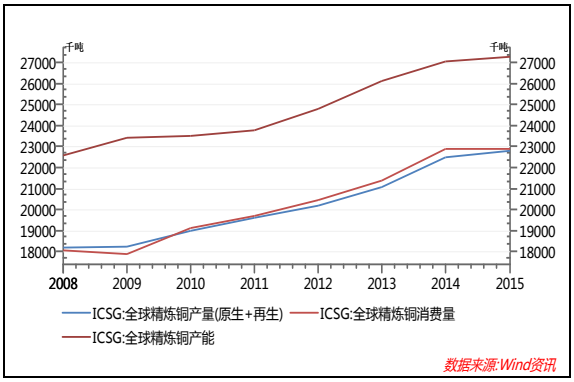
2015 年，全球铜矿产量 1870 万吨，其中智利、中国、美国、俄罗斯和澳大利亚铜矿合计产量占全球产量的 58.43%，其中智利铜矿占总产量的 30.48%，中国占总产量的 9.36%。根据英国商品研究局（CRU）发布数据显示，2016 年达 5.1%，2017 年回落至 2.1%，至此市场方重现短缺；伴随前期投建铜矿项目逐步进入投产高峰期，来自秘鲁、智利、蒙古等国的诸多大型铜矿项目将在未来几年陆续投产，铜矿供

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，2013~2015 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，连续三年得到提升。根据万德数据，TC/RC2015 年底为 135/13.5 高于 2014 年同期水平。

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，加工费有望维持在较高水平，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，2008~2015 年，全球精炼铜的产能由 2259 万吨增至 2726 万吨（2015 年增速有所趋缓）；精炼铜产量（原生+再生）由 1821 万吨一路增至 2282 万吨，精炼产能利用率除 2009 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 2288 万吨（2015 年同比下降 0.8 万吨）。供需方面，精铜自 2010 年以来均表现为供应缺口，且缺口逐年加大，至 2014 年达到峰值 42.00 万吨，但 2015 年迅速下降至 6.5 万吨；2012~2014 年，全球精炼铜库存保持在 132~138 万吨，2015 年全球精铜库存同比增长 15.34%至 154.90 万吨，由此可见全球范围内铜供应短缺得到缓解。

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 季度有一波反弹后，再次下跌，于年底收于 4689 美元/吨。2016 年上半年，铜价在 4500 美元/吨及 5100 美元/吨之间宽幅波动。

图 2　2008 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；2015 年底，TC/RC 达到 135/35 的历史新高，有利于铜冶炼行业的盈利能力提高。

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闪速吹炼闪速熔炼（以下简称“双闪”）项目逐步达产，公司阴极铜年产量达到 132 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

跟踪期内，公司主要高级管理人员及管理制度方面无重大变化。

七、经营分析

公司收入规模保持增长，2015年公司主业实现收入1452.43亿元，同比增长6.67%。增长主要来自铜及铜产品板块的增长。2015年公司铜业务实现收入1252.00亿元，同比增长20.67%，主要是公司统计口径变更，将与铜有关的转口和贸易均计入该板块，同时铜材产销量上升的影响；黄金及副产品业务实现收入165.38亿元，受产品价格下降影响，同比下降2.93%；化工板块受统计口径变化影响，同比大幅降低126.55亿元。

跟踪期内公司主业毛利率均有不同程度波动，综合毛利率为2.15%，同比下降0.31个百分点。其中铜业务受加工费增长影响，毛利率同比增长0.85个百分点至1.09%，公司铜业务盈利有所好转。黄金及副产品毛利率为4.62%，受国内金价高于国际金价影响，同比上升2.17个百分点。化工等产品受剥离利润较低的与铜有关的转口和贸易影响，较上年毛利率大幅上升。虽然各板块毛利率均有上升，但是毛利率较低的铜及铜产品板块占比大幅上升，使得公司总体盈利能力略有下降。

2016年一季度，公司实现营业总收入285.20亿元，为上一年度的19.62%；毛利率为2.40%，较上一年有一定提升。

总体看，公司收入规模持续增长，但毛利率维持在较低水平。

表1 公司收入构成情况（亿元，%）

主营业务	2013年追溯数			2014年			2015年			2016年1-3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
铜以及铜产品	973.14	79.78	0.68	1037.50	76.14	0.24	1252.00	86.20	1.09	239.57	84.00	1.50
黄金以及副产品	82.36	6.75	13.03	170.37	12.50	2.45	165.38	11.39	4.62	35.76	12.54	5.10
化工等其他产品	146.28	11.99	2.18	132.32	9.71	17.44	5.77	0.40	80.29	1.18	0.86	-0.14
其他（房地产、建筑安装、运输）	17.93	1.47	39.60	22.42	1.65	17.19	29.29	2.02	18.09	7.68	2.69	18.25
合计	**1219.70**	**100.00**	**2.26**	**1362.61**	**100.00**	**2.46**	**1452.43**	**100.00**	**2.15**	**285.20**	**100.00**	**2.40**

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产及外购。公司近年铜精矿生产稳定，2015年公司自有矿山生产铜精矿48595吨，较上年略有增长。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。2015年公司国内采购铜精矿中含铜量约9万吨，同比略有降低，同期进口金属铜量约79.65万吨，较上年略有提升。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2015年为35757元/吨，较上年下降11.83%。除铜精矿外，公司还采购粗杂铜进行冶炼。

由于铜精矿主要依靠外购，且铜价波动较大，公司采用资源对冲、点价法及套期保值等措施，避免铜价波动对公司经营造成影响。采取相应措施后，铜价波动对公司的影响被转移至下游制造企业，铜价变动仅对公司收入有影响，公司盈利因素主要为冶炼加工费的波动。

铜冶炼加工费方面，公司每年根据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，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。2015年公司铜冶炼加工费TC/RC为101.84/10.184，同比增长13.47%，2016年1季度为98.7/9.87，较2015年略有下降。上述铜加工费为以美元计价，伴随2016年人民币贬值，换算为人民币后，加工费略有提升。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，公司跟踪期内阴极铜产量保持稳定，2015年公司生产阴极铜为131.51万吨，同比持平。2016年一季度公司生产阴极铜31.36万吨，占2015年全年的23.85%。跟踪期内，公司铜冶炼总回收率略有提升。

表2 公司阴极铜生产情况

（单位：万吨、元/吨、%）

项目	2013年	2014年	2015年	16年1-3月
产能	130	132	132	132
产量	120	130.98	131.51	31.36
销量	100.30	130.99	132.00	31.27
销售均价	49274	49201	35701	36046
铜冶炼总回收率	96.5	96.6	97.7	97.7

资料来源：公司提供

阴极铜销售方面，2015年对外销售阴极铜约132.00万吨，与去年基本持平。2016年一季度销售31.27万吨。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，2015年销售均价为3.57万元/吨，同比下降27.44%；2016年一季度

销售价格为3.60万吨/元，较上年略有回升。总体看，跟踪期铜价波动较大，公司面临一定跌价风险。

表3　公司主要铜产品生产情况

项目	2013年	2014年	2015年	16年1-3月
铜材（万吨）	6.93	22.01	37.46	6.77
漆包线（万吨）	1.86	2.60	2.51	0.6

资料来源：公司提供

铜材加工方面，2015年公司生产铜材37.46万吨，受高导铜材项目投产影响，较上年大幅增长70.20%；生产漆包线2.51万吨，与上年基本持平。跟踪期内，原生产电缆的公司由控股企业变为参股企业，电缆不再纳入合并范围。

2015年，公司铜及铜产品板块实现收入1252.00亿元，同比增长20.67%，主要是公司统计口径变化，将与铜有关的转口和贸易收入并入本版块及铜材产销量上升影响。同期毛利率受加工费上涨影响影响，得到一定提升。

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。

表4　公司其他产品生产情况

主营业务	2014年			2015年			2016年1-3月		
	产量	销量	销售均价（元）	产量	销量	销售均价（元）	产量	销量	销售均价（元）
硫酸（万吨）	422	422	234	406	429.50	259	114	114	128
黄金（千克）	13202	12985	251	12839	12580	233	2143	2449	246
白银（吨）	441	426	4	397	381	3	94	68	3.3
铁精砂（万吨）	49.7	46.5	678	42.7	42	429	12.4	13.19	317
球团铁矿（万吨）	83	78	1027	75	73	618	6.5	8.14	535
精细化工（万吨）	12	12	5659	12	12	4592	3	3	4162

资料来源：公司提供

跟踪期内，受原料中硫含量降低影响，硫酸产量同比下降3.79%至406万吨，2016年一季度公司生产硫酸114万吨，占2015年的28.08%。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，2015年销售均价为259元/吨，同比增长10.68%，受硫酸价格上涨影响，公司销售了前期库存，共销售硫酸429.50万吨。2016年一季度，下游化肥行业受征收增值税影响出现滞销，使得硫酸行业竞争加剧，促使销售均价大幅下降至128元/吨，但公司硫酸总体产销情况良好。

贵金属方面，2015年公司生产黄金12.84吨，生产白银397吨，均较上年有所下降，2016年一季度公司生产黄金2.14吨，生产白银94吨。贵金属价格持续下跌，2015年公司黄金售价为233元/克，白银售价3元/克，均较上年大幅下跌，但由于国内价格高于国外价格，使得公司黄金及副产品板块毛利率略有提升。

其他业务方面，跟踪期内收入略有下降，但受房地产业务毛利率提升影响，该板块毛利率同比略有提升。

总体看，公司以铜冶炼为核心业务，阴极铜为主要产品，硫酸、稀贵金属为副产品，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，其中包括姚家岭矿建工程、中铁建铜冠项目、庐江沙溪铜矿

项目等，以上项目预计总投资200亿元。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70%）投资44.11亿元收购加拿大考伦特资源公司100%股权，目前项目建设正在推进中；姚家岭铜矿开采项目是公司新设项目。公司以上项目中庐江沙溪铜矿项目计划2016年投资20.50亿元，中铁建铜冠项目计划2016年投资30亿元，姚家岭铜矿开采项目计划2016年投资4亿元。

表5　公司主要在建工程情况（单位：万元）

投资项目	规模	总投资	截至2016年3月底累计完成投资	计划投资		
				2016年	2017年	2018年
中铁建铜冠	公司与中国铁建合资成立中铁建铜冠公司，公司占有70%股权，投资44.11亿元收购加拿大考伦特资源公司100%的股权。	1230000	260000	300000	300000	300000
奥炉升级改造项目	铜冶炼升级改造，提高公司冶炼产能。	500000	20000	50000	100000	100000
姚家岭铜矿开采项目	“十二五”前期进行矿山开发建设。“十三五”开建矿山项目	500000	300000	40000	40000	50000
庐江沙溪铜矿开采项目	沙溪铜矿床详细勘探及开采建设，预计铜金属储量33.5万吨，平均品位0.61%，年采选矿石200万吨。	270000	205000	65000	建成	
合计		**2500000**	**785000**	**455000**	**440000**	**450000**

资料来源：公司提供

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

公司子公司安徽铜冠有色金属（池州）（以下简称“池州公司”）有限责任公司2015年度发生亏损2.22亿元，截至2015年12月31日，流动负债总额高于流动资产总额18.25亿元，所有者权益合计为-7.49亿元，池州公司已经在财务报表中充分披露了拟采取的改善措施，但其持续经营能力存在一定的不确定性。截至2015年末，集团公司为池州公司21.95亿元贷款提供担保，由于其偿债能力有限，集团公司存在较大的潜在偿债风险。目前池州公司正在改制中，联合资信将密切关注其进程。

子公司赤峰国维矿业有限公司（以下简称“国维矿业”），系公司2008年出资6.62亿元收购取得其51%的股权，形成商誉6.11亿元。截至2015年末，公司账面应收国维矿业往来款2.95亿元。2012年以来，因钼精砂、铜精沙价格持续下跌，国维矿业钼矿及铜矿开采不经济，因此自2013年初起已停业，因项目停业，尚未探明矿产具体情况，虽上述矿权在收购时已进行评估，但存在实际开采时矿产储量和品味与评估报告存在差异的可能，从而导致国维矿业的在建工程及相关矿权存在减值风险。同时公司对国维矿业的整体经济价值按照收购时矿产评估报告确定的储量和资产负债表日矿产的市价进行重新测算，并按照测算值对合并商誉计提了相应的减值准备，截至2015年底累计已计提减值损失3.44亿元商誉减值准备，但若后续对应矿产品市场行情继续下跌，该商誉仍存在进一步减值的可能。

九、财务分析

公司提供的 2015 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2016 年一季度财务数据未经审计。

根据公司2015年年度报告披露，公司2015年合并范围与2014年变化不大，公司财务数据可比性强。

截至2015年底，公司资产总计766.39亿元，所有者权益合计200.08亿元（其中少数股东权益101.85亿元）；2015年公司实现营业总收入1453.47亿元，利润总额-9.85亿元。

截至2016年3月底，公司资产总计775.65亿元，所有者权益合计199.39亿元（其中少数股东权益101.67亿元）；2016年一季度，公司实现营业总收入285.20亿元，利润总额-1.16亿元。

1. 盈利能力

跟踪期公司经营规模有所扩张，2015年公司实现营业总收入1453.47亿元，同比增长6.59%；同期公司营业成本为1421.35亿元，主要受汇率变动影响，同比增长6.94%。2015年公司实现营业利润率2.04%，较上年略有下降。

期间费用方面，2015年公司期间费用较上年快速增长，同比增长26.16%，增长主要来自财务费用的大幅上升，2015年公司财务费用为20.34亿元，同比增长48.61%。由于公司外币债务较多，受人民币贬值影响，公司汇兑净损失为11.06亿元，同比大幅上涨10.66亿元。受此影响，公司2015年期间费用率略有上升，为2.82%。针对外汇风险，公司通过调整外币融资结构、适时购汇、实行进口信用证人民币押汇、利率保值工具、对中长期美元贷款开展利率掉期及汇率保值操作等措施积极应对。

受存货跌价损失影响，公司2015年资产减值损失为3.73亿元，其中存货跌价损失2.48亿元，商誉减值损失1.02亿元。公司存货存在一定跌价风险。2015年公司营业利润为-13.66亿元，较上年大幅下降。

2015年公司营业外收入为4.33亿元，主要来自政府补助（占93.06%）和固定资产处置利得（占3.76%）。得益于此，公司2015年实现利润总额-9.85亿元。

2015年公司总资本收益率和净资产收益率分别为0.67%和-5.55%。

2016年一季度，公司实现营业总收入285.20亿元，同比降低11.55%；实现利润总额-1.16亿元，同比减少0.37亿元。2016年一季度，公司实现营业利润率2.83%。

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，且铜价及外汇汇率波动较大，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。2015年公司经营活动现金流入量为1790.69亿元，较上年增长12.41%，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。2015年公司经营活动现金流出量为1719.70亿元，同期经营活动产生现金流量净额为70.99亿元，较上年大幅增长。2015年公司现金收入比为121.43%，公司收入实现质量较好。

从投资活动来看，2015年公司投资活动产生的现金流入量为22.59亿元，主要由理财产品到期收益组成。受公司投资支付现金下降的影响，公司本期投资活动流出的现金为33.55亿元，同比下降50.30%。2015年公司投资活动现金净流出为-10.96亿元。

2015年公司筹资活动产生现金流入量为551.73亿元，其中本期吸收投资收到现金1.91亿元，主要系基金投资；借款收到现金524.56亿元。同期受偿还债务及支付其他与筹资有关费用的影响，公司筹资活动产生的现金流量净额为-26.88亿元。

2016年一季度，公司经营活动产生的现金流量净额为14.13亿元，同期投资活动产生的现金流量净额为11.94亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-36.94亿元。

总体看，公司经营性现金无法满足投资需求，且受偿还到期债务影响，公司筹资活动表现为现金净流出，公司仍具有一定对外投资需求，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波动中有所增长，截至 2015 年底公司资产总计 766.39 亿元，较年初下降 1.97%。公司资产中流动资产占 45.02%，非流动资产占 54.98%，非流动资产占比有所上升。

截至 2015 年底，公司流动资产 345.06 亿元，较年初下降 9.66%。公司流动资产主要由货币资金（占 29.01%）、应收票据（占 3.87%）、应收账款（占 5.62%）、预付款项（占 15.33%）、存货（占 35.59%）和其他流动资产（占 4.34%）。

截至 2015 年底，公司货币资金 100.10 亿元，较年初增长 12.55%。从构成结构看，公司货币资金主要由银行存款构成（占 82.66%）。从资金受限情况来看，公司货币资金中有约 36.33 亿元为受限资金，受限资金主要系结构性存款（占 46.50%）、定存（占 31.65%）、掉期质押（占/10.90%）等构成；截至 2015 年底，公司应收票据 13.34 亿元，其中以银行承兑汇票为主（占 99.93%）。

截至 2015 年底，公司应收账款账面余额 21.57 亿元，计提坏账 2.18 亿元，计提比例为 10.08%。从账龄看，公司应收账款主要集中在 1 年以内（占 87.45%）。

截至 2015 年底，公司预付款项为 52.90 亿元，较年初下降 9.08%。公司预付款账龄主要集中在 1 年以内；截至 2015 年底，公司其他应收款 19.20 亿元，较年初下降 0.90%。公司其他应收款共计提坏账准备 2.03 亿元，计提比例 9.58%。

截至 2015 年底，公司存货为 122.80 亿元，较年初下降 13.55%。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 3.57 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 2015 年底，公司其他流动资产 14.97 亿元，较年初下降 32.10%，公司其他流动资产主要系留抵进项税。

截至 2015 年底，公司非流动资产 421.34 亿元，较年初增长 5.37%。公司非流动资产主要由固定资产（占 44.14%）、在建工程（占 23.91%）、无形资产（占 16.96%）、商誉构成（占 6.00%）。

截至 2015 年底，公司长期股权投资为 9.11 亿元，较年初增加 2.06%，主要系公司对部分联营企业增资所致。

截至 2015 年底，公司固定资产账面原值合计 277.96 亿元（其中房屋及建筑物占 36.85%，设备占 61.45%），累计折旧 91.06 亿元，计提减值准备 0.91 亿元，固定资产账面价值合计 185.99 亿元。

截至 2015 年底，公司在建工程 100.74 亿元，主要系姚家岭矿建工程、中铁建矿产开发、庐江矿业开采工程等项目。

截至 2015 年底，公司无形资产为 71.44 亿元，较期初下降 15.90%，主要系探矿权减少所致。

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保持相对稳定，截至 2015 年底，公司所有者权益合计为 200.08 亿元，较年初下降 7.22%，下降主要系亏损致使未分配利润下降所致。截至 2015 年底，公司归属于母公司权益合计 98.24 亿元，较年初下降 7.34%，其主要由实收资本（占 46.13%）、资本公积（占 27.14%）和未分配利润（占 26.51%）构成，其结构较期初变化不大。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 199.39 亿元，较 2015 年底下降 0.35%，公司本期所有者权益结构较 2014 年底变化不大。

总体看，公司所有者权益中少数股东权益及未分配利润占比较大，公司所有者权益稳定性较差。

负债

跟踪期内公司负债合计有所增长，截至 2015 年底为 566.31 亿元，较期初增长 0.02%。从负债构成来看，公司负债仍以流动负债为主

（截至 2015 年底占 71.73%）。

截至 2015 年底，公司流动负债合计 406.23 亿元，较期初增长 0.93%。公司流动负债主要由短期借款（占 42.87%）、交易性金融负债（占 6.39%）、应付票据（占 9.98%）、应付账款（占 10.88%）、其他应付款（占 8.03%）和一年内到期的非流动负债（占 14.18%）构成。

截至 2015 年底，公司短期借款为 174.14 亿元，较期初下降 6.97%，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 25.95 亿元，主要系黄金租赁业务所致；截至 2015 年底，公司应付账款为 44.19 亿元，同比增长 26.78%，公司应付账款账龄主要集中在 1 年以内（占 89.12%）。

截至 2015 年底，公司非流动负债合计 160.08 亿元，较期初下降 2.20%。主要由长期借款（占 64.11%）、应付债券（占 12.49%）和专项应付款（14.54%）组成。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 576.26 亿元，较 2015 年底增长 1.76%，增长主要来自流动负债。截至 2016 年 3 月底，公司流动负债为 428.15 亿元，较 2015 年底增长 5.40%，增长主要来自短期借款及应付账款。

有息债务方面，截至 2015 年底，公司全部债务为 420.87 亿元，较期初下降 2.41%。公司全部债务中短期债务占 70.86%，长期债务占 29.14%，公司短期债务占比较期初有所上升。截至 2016 年 3 月底，公司全部债务为 411.35 亿元，较 2015 年底下降 2.26%，本期公司短期债务占比较 2015 年底略有上升，占 73.45%。

从负债指标来看，截至 2015 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 73.89%、67.78%和 38.00%，分别较期初增长 1.47、1.11 和 0.96 个百分点。截至 2016 年 3 月底，以上指标分别为 74.29%、67.35%和 35.39%，除资产负债率较年初略有上升外，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别较 2015 年底略有下降。

总体看，跟踪期公司债务规模波动中有所上升，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 2015 年底公司流动比率、速动比率分别为 84.94%和 54.71%，较期初均有不同程度下降，截至 2016 年 3 月底，公司以上两指标分别为 81.73%和 49.17%。2015 年公司经营活动净现金流动负债比为 17.48%，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，公司短期偿付能力尚可。

从长期偿债能力来看，2015 年公司 EBITDA 同比有所下降，为 20.06 亿元，同期公司 EBITDA 利息倍数为 1.22 倍，较上年下降 0.60 个百分点，同期公司全部债务/EBITDA 为 20.98 倍，较上年增长 8.06 个百分点。考虑到公司规模优势及较好的获现能力，公司整体偿债能力尚可。

截至 2016 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，2013～2015 年公司 EBITDA 波动下降，三年均值为 26.99 亿元，为 30 亿元中期票据的 1.10 倍，其中 2015 年为 0.90 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 52.73 倍，其中 2015 年为 59.69 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 3.51 倍，其中 2015 年为 2.37 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 2016 年 3 月底，公司共获得银行授信 1200 亿元，其中未使用额度 700 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 2016 年 3 月底，公司对外担保 570 万元，为对铜陵化学工业集团的担保，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 2016 年 6 月 14 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，已结清信贷中有 14 笔不良及 46 笔关注，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。

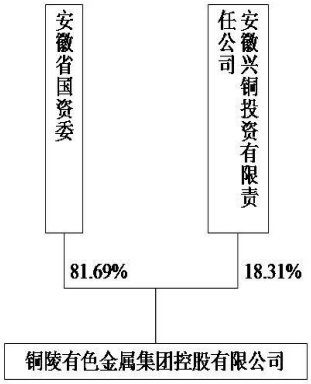
6. 抗风险能力

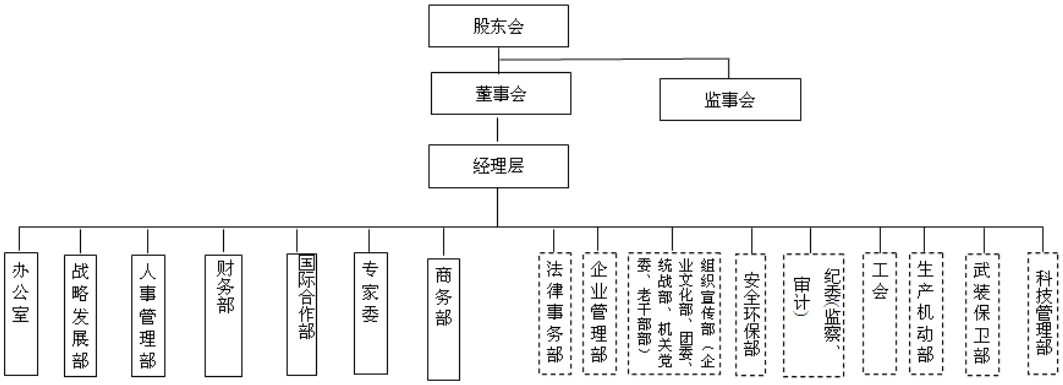
公司铜冶炼及铜加工业务规模大行业地位突出，技术优势显著；公司收入及现金流入规模快速增长。综合来看，公司整体抗风险能力强。

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	2013 年 追溯数	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	78.45	114.04	113.43	101.21
资产总额(亿元)	702.73	781.82	766.39	775.65
所有者权益(亿元)	168.57	215.65	200.08	199.39
短期债务(亿元)	248.87	304.41	298.24	302.13
长期债务(亿元)	132.26	126.86	122.63	109.21
全部债务(亿元)	381.13	431.27	420.87	411.35
营业收入(亿元)	1220.94	1363.62	1453.47	285.20
利润总额(亿元)	4.12	2.57	-9.85	-1.16
EBITDA(亿元)	27.55	33.37	20.06	--
经营性净现金流(亿元)	6.37	28.06	70.99	14.13
财务指标				
销售债权周转次数(次)	28.07	29.43	35.19	--
存货周转次数(次)	7.49	8.88	10.73	--
总资产周转次数(次)	1.79	1.84	1.88	--
现金收入比(%)	110.18	115.39	121.43	122.28
营业利润率(%)	2.16	2.36	2.04	2.83
总资本收益率(%)	2.43	2.66	0.67	--
净资产收益率(%)	0.65	-0.27	-5.55	--
长期债务资本化比率(%)	43.97	37.04	38.00	35.39
全部债务资本化比率(%)	69.33	66.67	67.78	67.35
资产负债率(%)	76.01	72.42	73.89	74.29
流动比率(%)	96.58	94.90	84.94	81.73
速动比率(%)	54.33	59.60	54.71	49.17
经营现金流动负债比(%)	1.71	6.97	17.48	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.86	1.82	1.22	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.84	12.92	20.98	--

注：2013 年财务数据为 2014 年度期初追溯数；2016 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。