



信用等级通知书

信评委函字[2015]跟踪030号

江西铜业股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“2008年江西铜业股份有限公司认股权和债券分离交易的可转换公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持本期债券信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会

二零一五年四月二十日

2008年江西铜业股份有限公司 认股权和债券分离交易的可转换公司债券跟踪评级报告（2015）

发行主体	江西铜业股份有限公司		
发行规模	人民币 68 亿元并附送认股权证		
存续期限	2008/09/22~2016/9/22		
上次评级时间	2014/4/28		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望：稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望：稳定
	主体级别	AAA	

概况数据

江西铜业	2012	2013	2014
所有者权益(亿元)	439.08	456.40	470.26
总资产(亿元)	781.33	887.67	953.22
总债务(亿元)	207.60	258.73	311.85
营业总收入(亿元)	1,585.56	1,758.90	1988.33
营业毛利率(%)	5.01	4.25	3.32
EBITDA(亿元)	83.87	70.68	63.67
所有者权益收益率(%)	12.06	7.98	6.06
资产负债率(%)	43.80	48.58	50.67
总债务/EBITDA(X)	2.48	3.66	4.90
EBITDA 利息倍数(X)	10.08	8.38	6.51

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

基本观点

2014年，在铜加工能力提升及冶炼产能持续释放的带动下，江西铜业股份有限公司（以下简称“江西铜业”或“公司”）继续保持了国内铜行业的领先地位，整体营业收入呈稳步增长趋势。同时，公司适中的负债水平和充裕的货币资金亦对其偿债能力形成有力支撑。不过，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到铜等有色金属价格持续低迷对公司盈利能力的影响，以及占比较高的贸易业务亏损对公司经营业绩的拖累。

综上，中诚信证评维持“2008年江西铜业股份有限公司认股权和债券分离交易的可转换公司债券”信用等级为AAA，维持公司主体信用等级AAA，评级展望为稳定。

正面

- 公司保持了资源储备的优势地位，为其业务发展提供了有力保障。截至2014年12月31日，公司100%所有权的查明资源储量约为铜金属1,036万吨，黄金331吨，银9,352吨，钼23.7万吨；伴生硫及共生硫10,068万吨；公司联合其他公司所控制的资源按本公司所占权益计算的金属资源储量约为铜479万吨、黄金42.4吨。
- 公司铜冶炼及加工能力持续扩张，行业龙头地位稳固。截至2014年12月31日，公司阴极铜产能超过120万吨，铜加工产品产量86万吨；在阴极铜产销量提升及贸易业务继续增长的带动下，公司营收规模持续上升。
- 适中的负债水平及较强的财务弹性。截至2014年12月31日，公司资产负债率和总资本化比率分别为50.67%和39.87%，虽同比有所上升，但在同行业内仍处于较低水平；公司充分利用市场利差提高资金使用效率，其利息支出压力较小且拥有较好的财务弹性，整体具有极强的偿债能力。

分析师

奚晓露 xlx@ccxr.com.cn

高玉薇 ywgao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2015年4月20日

关 注

- 铜等有色金属价格持续低迷。受美元持续走强、中国经济增速放缓等因素影响，2014 年铜市场仍呈现供过于求的局面，全年铜价呈现震荡下行态势；此外，黄金、白银等贵金属价格亦受供需基本面及宏观经济的影响较大，其价格下滑导致公司实物销售利润空间收窄。
- 贸易业务亏损拖累公司盈利能力。近年来公司贸易业务规模持续增长，2014 年该部分收入占比达 64.37%，而贸易业务毛利率为-0.16%，盈利能力较弱的贸易业务的较高占比对公司毛利率水平造成了一定不利影响。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并及时对外公布。

募集资金使用情况

截至2014年12月31日，本期债券实际募集资金66.86亿元，已累计使用募集资金总额为66.86亿元，剩余募集资金为0万元。2010年随债券附送的认股权证行权成功，行权比例达99.91%，募集资金67.44亿元，截至2014年12月31日，已累计使用行权募集资金57.43亿元，尚未使用募集资金10.73亿元。

募集资金项目进展情况

截至2014年12月31日，本期分离交易可转换债券部分募集资金已经全部投入完毕。本期债券权证行权部分募集资金项目进展情况：

1、德兴铜矿采选生产规模技术改造工程：计划总投入募集资金25.80亿元，截至2014年12月31日，公司实际投入募集资金21.50亿元。德兴铜矿扩大采选生产规模技术改造项目的主要工程已基本完成，已经全面进入生产阶段，后续尚需收尾及辅助工程的相关投入。

2、阿富汗铜矿采矿权的竞标和开发：计划总投入募集资金12亿元，截至2014年12月31日，公司实际投入募集资金6.30亿元。阿富汗铜矿开发项目目前仍处于开发阶段，整体项目计划尚未确定，整体投入进度相应延后。

3、加拿大秘鲁铜业公司股权的收购：计划总投入募集资金13亿元，截至2014年12月31日，公司实际投入募集资金13亿元。公司联合五矿有色金属股份有限公司成立了五矿江铜矿业投资有限公司，收购了秘鲁铜业公司100%股权。

4、补充流动资金：计划总投入募集资金16.64亿元，截至2014年12月31日，公司实际投入募集资金16.64亿元。

行业关注

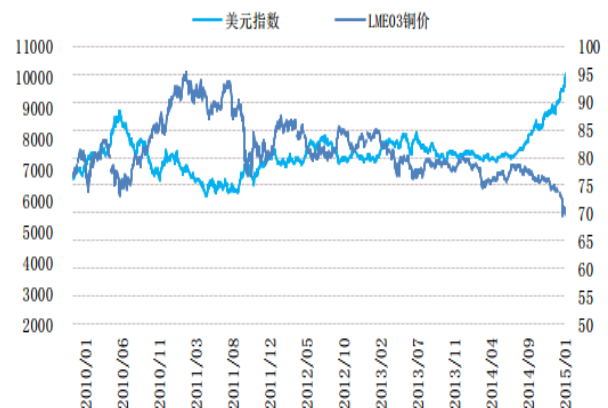
在美元持续走强、欧洲经济未实质性复苏及中国经济增速放缓的背景下，2014年铜价总体呈现震荡下行趋势

宏观经济仍然是影响铜市场价格变化的主要因素。2014年，全球经济出现分化，美国制造业PMI强劲反弹、就业市场持续改善，经济稳步向好；

与此同时，欧元区和日本深陷经济停滞和债务泥潭，新兴市场则饱受国际金融危机和资本市场动荡的冲击。

中国铜消费排名全球第一，中国经济增长放缓无疑将带动铜需求增速放缓。此外，中国经济结构正发生变化，第三产业GDP占比已经超过第二产业GDP占比，铜需求占经济增长的比重有下降的趋势。美国年度铜需求约180~220万吨，排名世界第二位，仅落后中国。美元指数与铜价存在负相关性，铜价将遭受美元升值带来的压力。数据显示，2014年美国就业市场强劲复苏，同年11月新添了32.1万个工作，是近两年的最高值，劳动力市场的持续改善，为消费提供了动力；加之油价处于低位，这些因素支撑美元走强，预计美元指数将不断走高。

图1：2010.01~2015.01LME三月期铜价格和美元指数走势



资料来源：安泰科，美尔雅期货，中诚信证评整理

从LME三月期铜价格走势来看，2014年至2015年3月，铜价呈现震荡下行、触底反弹走势。2014年首个交易日，LME3月铜价报出年内最高点7460美元/吨，随后市场预期铜市场将转入供应过剩，铜价不断下行，2014年一季度，铜价快速下挫至6321美元/吨。随着美国经济进一步复苏、中国推出经济结构改革、“一带一路”等利好政策影响，市场对铜需求的预期不断抬高，LME3月铜价回升至7200美元/吨。然而，当下中国经济仍然处于调整结构、增速放缓阶段，尽管央行连续推出了降准、降息工具，但由于银行坏账率不断上升而自发性惜贷、抽贷，企业现金流压力仍然较大，并不急于增加库存，铜的实际需要仍然疲弱，缺乏有效的基本

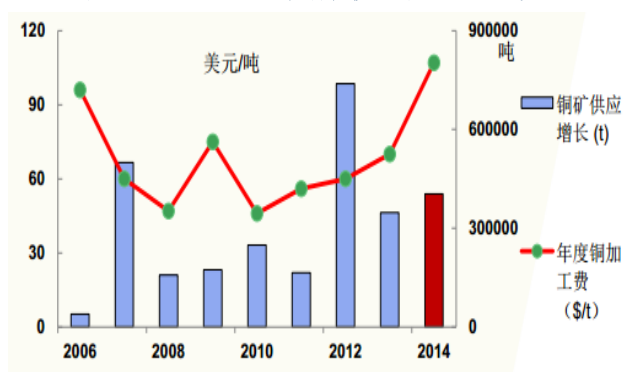
面支撑。同时，美元不断走强，打压大宗商品价格，铜价仍然呈下行趋势，于 2015 年 1 月底下降至 5339.5 美元/吨，创 2007 年以来最低点。

展望 2015 年，美国经济将继续带动全球经济复苏步伐，货币政策的改变将引起世界各类资产价格发生较大改变；中国经济下行压力逐渐减少，但增速仍将稳步下行；欧元区与日本将逐步走出阴霾实现弱复苏，新兴市场分化明显但整体企稳。而宏观经济的影响中，美国加息将作为第一风险因素持续打压有色金属市场，中国经济增长放缓以及铜市供应过剩对铜价的压力也将继续存在。

2014 年国内外铜精矿及精炼铜供应量持续增长，在需求增速不及供应的背景下，铜市场整体供求状况未有实质性改变

从铜供应情况来看，据国际铜业研究组织（ICSG）预测，2014-2018 年之间全球矿山铜产能将由 2180 万吨增至 2760 万吨，年均增长 6%；其中智利和秘鲁新矿及产能扩充的项目分布约占全球产能增幅的 12% 和 19%。2014 年，全球精炼铜产量增长至 2213.6 万吨，2015 年将继续增加 95 万吨至 2309 万吨，虽然增速不及 2014 年的 5.12%，但增幅依然属于较高水平。但根据彭博 2014-2020 年新增加矿山供应预期模型显示，2015 年全球铜精矿供应增量为未来 6 年的峰值，而 2015 年之后，大型矿商利润下降，全球新矿山投资增速将回落，新建项目释放速度将减慢，加之老矿山的品位下降问题突出，铜精矿增量将逐年减少。

图 2：2006~2014 年铜矿供应增长和加工费



资料来源：申银万国期货，中诚信证评整理

中国市场方面，2014 全年，冶炼加工费用 TC/RC 价格的走高导致中国市场增加了铜精矿（原材料）的进口，部分替代了精炼铜（金属成品）的

进口。由于铜精矿现货市场加工费持续稳定在 100 美元/吨上方，大部分冶炼产能都处于盈利状态，这除了推动老产能进一步释放，一定程度上也刺激了新产能的尽快投产。在需求不足的情况下，大量冶炼产能扩张会加剧市场供应压力。预计未来几年中国铜市仍将维持过剩格局，年过剩量大约维持在 50 万吨。

从铜需求情况来看，中国金属铜需求主要依赖电力和空调行业。用铜比例最高的电力电缆行业（占铜原料需求的 45% 以上）是中国最大的铜消费领域。2014 年，国内实际电力投资始终处于低速增长状态，与年初高增长计划形成较大背离。另外，电网投资对铜消费增长的贡献正在降低，主要缘于投资于智能电网的部分（占投资总额近三分之一）主要原材料是铝。因此，电力投资超预期增长来弥补前几年低量投资的可能性较小。另外，空调制冷行业作为拉动铜产业链下游（主要是铜管）消费的主力军，2014 年销量持续增长，但受累于低迷的房地产市场发展，内销增速呈现下滑趋势；同时，出于对空调出口的不确定性因素较高的考虑，我们认为在产品内需放缓的背景下，来自空调行业的精炼铜需求超出预期的可能性较低。

业务运营

公司矿产资源储备丰富，目前其自产铜精矿年产量已稳定在 20 万吨以上，同时，冶炼及加工产能的持续扩张进一步提升了行业规模优势

公司拥有丰富的矿产资源储备，截至 2014 年 12 月 31 日，100% 所有权的查明资源储量约为铜金属 1,036 万吨，黄金 331 吨，银 9,352 吨，钼 23.7 万吨；伴生硫及共生硫 10,068 万吨；公司联合其他公司所控制的资源按本公司所占权益计算的金属资源储量约为铜 479 万吨、黄金 42.4 吨。

公司将铜冶炼规模的提升作为保持国内铜行业龙头地位、提升综合竞争力的重点内容，阴极铜产能实现逐年提升。截至 2014 年末，公司阴极铜现有产能超过 120 万吨，其中贵溪冶炼厂为全球单体冶炼规模最大的铜冶炼厂。

在铜加工方面，公司是我国最大的铜加工企

业，截至 2014 年末，公司在江西南昌、贵溪、广东、天津等地拥有 8 家现代化铜材加工厂，铜材加工能力合计 114 万吨/年，2014 年生产各类铜材产品共计 86 万吨，产品涉及铜杆、铜线、电缆、光纤、铜箔、铜管等。

随着冶炼及加工能力的提升带动了公司对铜精矿、粗杂铜和阳极铜等原材料自产和外购需求的增长。自产原材料方面，公司全面发挥矿山产能，自产铜精矿年产量已稳定在 20 万吨以上；2014 年公司合计生产矿产铜 21.26 万吨，同比上升 1.82%，同年铜金属自给率为 20.4%。外购原材料方面，2014 年公司对铜精矿、粗杂铜及阳极铜的采购量分别为 31.91 万吨、39.86 万吨和 11.16 万吨；除外购粗杂铜采购量明显下降以外，其余产品采购量均有所回升。目前，公司北秘鲁项目由于环境评估及土地征购等原因，与之前预计投产时间有所延后；阿富汗艾娜克铜矿项目由于文物搬迁等原因进展缓慢，预计短期内公司铜精矿产量不会出现明显提升。

表 1：2012~2014 年公司铜原料供给及铜冶炼能力

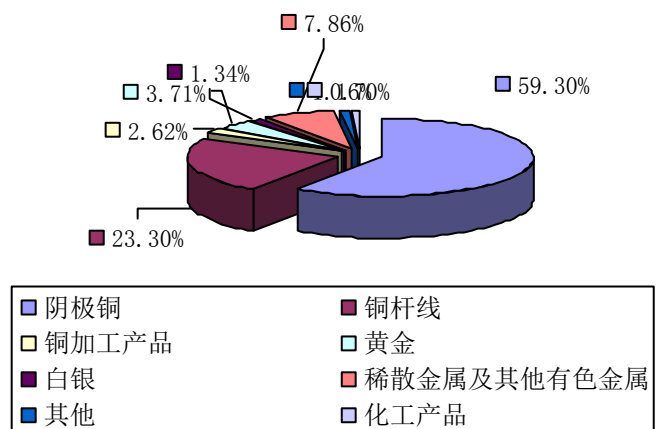
产品	2012	2013	2014
自产铜精矿（万吨）	21.05	20.88	21.26
采购铜精矿（万吨）	31.42	30.71	31.91
采购粗杂铜（万吨）	50.62	51.64	39.86
采购阳极铜（万吨）	10.10	9.07	11.16
自给率（%）	19.43	18.59	20.4

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2014 年，在阴极铜产销量提升及贸易业务继续增长的带动下，公司营收规模持续上升；但受产品销售价格下滑及贸易业务亏损的影响，公司盈利能力有所弱化

公司业务包括铜矿采选、铜及其副产品的冶炼、压延加工与深加工以及阴极铜等有色金属贸易，主要产品包括阴极铜、铜加工产品、贵金属（黄金和白银）、硫酸、硫精矿等。2014 年公司实现营业总收入 1,988.33 亿元，其中主营业务收入 1,977.42 亿元；阴极铜、铜加工产品（铜杆线和其他铜加工产品）和贵金属（黄金和白银）在公司主营业务收入中的占比分别为 59.30%、25.93%和 5.05%。

图 3：2014 年公司主营业务收入构成情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

实物销售业务方面，阴极铜和铜杆线是公司的主要产品。2014 年，公司阴极铜产量达 120 万吨，同比增长 6.36%；同年铜加工产品产量 86 万吨，同比增长 3.46%。销售方面，随着阴极铜销售量增长，该产品营业收入同比上升 10.10%；同年铜加工产品收入同比增长 4.92%。同年，公司黄金、白银和硫酸产量分别为 26 吨、567 吨和 301 万吨，其中硫酸和黄金产量基本较 2013 年持平，而白银产量则出现明显回落。销售方面，受黄金、白银平均销售价格不同幅度下滑影响，2014 年公司白银产品销售收入下滑明显，黄金产品销售收入同比微跌，其余产品均实现同比增长。此外，公司是国内重要的稀散金属生产商，2014 年公司稀散金属及其他有色金属收入规模随销售量增长而同比上升 72.97%。

整体来看，除铜加工产品略低于计划，公司其余产品均达产，其中阴极铜产品销售对实物销售收入规模的增长贡献最大。

表 2：2012~2014 年公司主要产品产量

产品类别	2012	2013	2014
阴极铜（万吨）	109	112	120
铜加工产品（万吨）	58.20	83.12	86
硫酸（万吨）	251.84	298.06	301
黄金（吨）	25.41	25.4	26
白银（吨）	540	718	567

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2015 年，公司计划生产阴极铜 122 万吨、黄金 25.4 吨、白银 560 吨、硫酸 290 万吨、铜精矿含铜 20.9 万吨、铜杆线及其他铜加工产品 102 万吨。由于铜产品价格受国际市场影响较大，且公司原材料

来源及交易方式具有不确定因素，因此公司或将根据市场情况适时调整生产计划。

铜精矿冶炼加工费方面，受铜矿供应充足的影响，铜冶炼加工费持续上涨，2014 年公司与矿产商签订的铜粗炼/冶炼加工费（TC/RC）区间为每吨 81 美元/每磅 8.1 美分~每吨 92 美元/每磅 9.2 美分，较高水平的冶炼加工费将有助于公司冶炼及加工业务的盈利水平的提升。

贸易业务方面，公司自 2011 年起开展以阴极铜、粗铜、废铜及铅、锌等有色金属为主的贸易业务以来，该部分业务规模持续扩大。2014 年公司贸易业务收入达 1279.95 亿元，同比增长 34.72%，占营业收入的比重为 64.37%。2014 年公司贸易业务毛利率为-0.16%，对其整体利润空间造成一定拖累。

表3：2012~2014年公司贸易业务情况

	2012	2013	2014
收入(亿元)	887.24	950.05	1279.95
占营业总收入比重	55.96%	54.01%	64.37%
毛利率	-0.11%	-0.05%	-0.16%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

套期保值方面，2014 年，公司修订了套期保值管理办法和操作细则，加强了对经营单位期货持仓的风险监控和业务指导。公司在对销售阴极铜及铜加工产品业务进行了套期保值的基础上，同时对采购及销售业务中能够进行对冲的部分采取对冲的方式以净额保值，除此之外还对部分黄金进行了保值。同年，公司使用远期外汇合约及利率互换合约进行风险管理，以此规避汇率风险及利率风险。2014 年，公司未指定为套期关系的衍生工具实现投资收益 7.43 亿元，指定为套期保值关系的套期工具亏损 0.41 亿元。

总体看，公司系国内铜行业龙头企业，在资源储备方面具有显著规模优势；公司具备很强的铜精矿采选能力，其铜冶炼及加工能力处于行业领先。2014 年，在阴极铜产销量提升及贸易业务继续增长的带动下，公司营收规模持续上升；但受铜产品价格持续下跌及贸易业务亏损的影响，公司盈利能力有所弱化。同时，我们也关注到，公司资源自给率短期内不会出现明显提升，铜价波动仍将在较大程

度上对公司经营业绩产生影响。

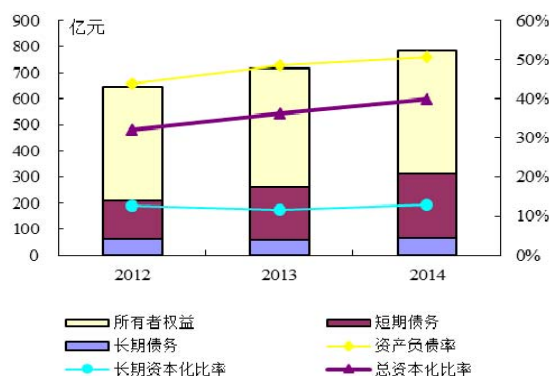
财务分析

以下分析基于公司提供的经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2012、2013、2014 年度审计报告，所有财务数据均为合并口径。

资本结构

近年来，随着公司冶炼、加工产能的扩大以及贸易收入规模的不断增长，公司资产和负债均保持了上升态势，截至 2014 年 12 月 31 日，公司总资产和负债合计分别为 953.22 亿元和 482.96 亿元，同比分别增长 7.39% 和 11.99%。杠杆比率方面，受应收款项及套期保值业务增长的影响，公司对流动资金的需求明显上升，2014 年公司短期借款、其他流动负债等科目增加较快，并推动杠杆水平的增长。截至 2014 年 12 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别为 50.67% 和 39.87%，同比分别增加 2.08 和 3.69 个百分点。不过，与有色金属行业其他上市公司相比，公司负债水平仍处于较低范围。

图 4：2012~2014 年公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

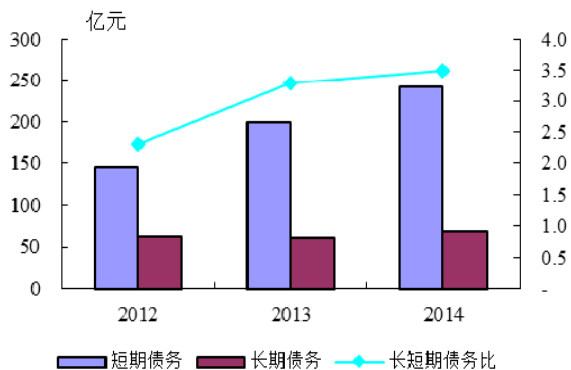
资产构成方面，2014 年末公司资产主要由货币资金、存货和固定资产构成，年末余额分别为 253.39 亿元¹、141.90 亿元和 185.12 亿元，分别占资产总额的比重分别为 26.58%、14.89% 和 19.42%。公司较为充裕的货币资金对公司业务规模的扩大、偿债能力的保障以及财务费用的管理均提供了有利条

¹ 截至 2014 年 12 月 31 日，公司所有权受到限制的货币资金为 59.45 亿元。

件。同时我们关注到，2014 年公司存货水平继续下降，但在铜等有色金属价格持续波动的背景下，其较高水平的存货仍将面临一定跌价风险。

债务结构方面，截至 2014 年 12 月 31 日，公司总债务为 311.85 亿元，同比增长 20.53%。同年，贸易业务快速增长使公司对短期资金的需求进一步上升，截至 2014 年 12 月 31 日，公司短期债务为 242.58 亿元，同比增长 22.34%，长短期债务比同时增加至 3.50。

图 5：2012~2014 年公司债务结构

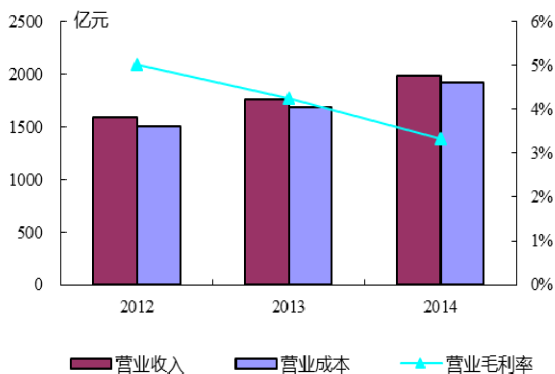


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体看，在流动资金需求增加的影响下，2014 年公司短期债务增长较快且占比过高，债务结构有待改善，但考虑到其较低的杠杆比率及充裕的货币资金，公司短期偿债压力不大。

盈利能力

图 6：2012~2014 年公司收入成本变化



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

受公司实物销售及贸易业务收入持续增长影响，2014 年公司营业收入呈现稳步增长的趋势；同年公司实现营业收入 1,988.33 亿元，同比增长 13.04%。毛利率方面，受盈利能力较弱的贸易业务规模同比上升影响，2014 年公司整体营业毛利率继

续呈现下降趋势；同年公司营业毛利率为 3.32%，同比下降 0.92 个百分点。

表 4：2012~2014 年公司各业务板块收入及毛利分析

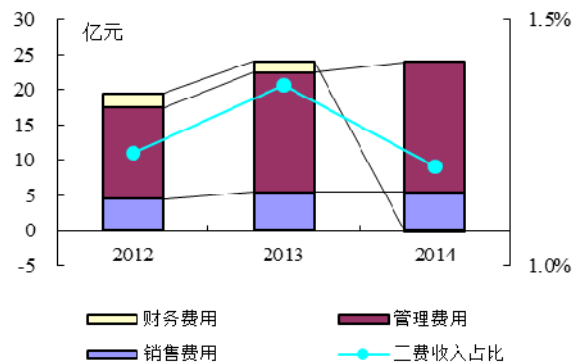
单位：亿元、%

业务板块	2012		2013		2014	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
贸易业务	887.24	-0.11	950.05	-0.05	1279.95	-0.16
冶炼加工业务	694.31	11.57	803.72	9.24	697.47	9.66
其他业务	4.01	2.82	5.13	18.14	10.92	7.26
合计	1,585.56	5.01	1,758.90	4.25	1988.33	3.32

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2014 年公司严控日常费用，业务招待费及差旅费等可控管理费用同比下降。2014 年公司三费合计 23.88 亿元，同比下降 0.75%，占营业收入的比重为 1.20%，同比下降 0.17 个百分点。公司销售费用较 2013 年基本持平；管理费用同比上升 8.41%，主要系税金和修理费用增加所致；此外，得益于合理的财务规划，公司利用闲散资金投资收益类产品等途径提高资金使用效率，财务费用同比下降 103.54%。

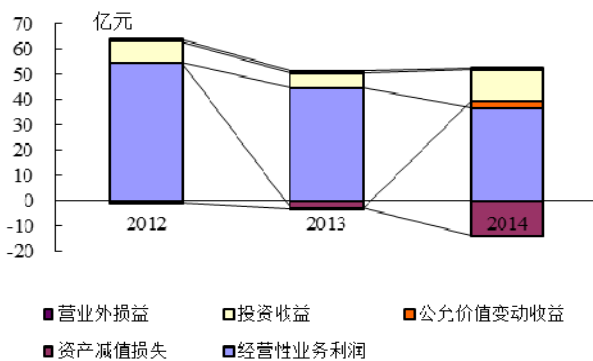
图 7：2012~2014 年公司期间费用分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2014 年公司实现利润总额 38.64 亿元，同比下降 19.17%，主要由于经营性业务利润持续减少以及增提资产减值准备所致。受初始获利空间持续收窄的影响，2014 年公司经营性业务利润同比减少 18.18% 至 36.52 亿元。同年，由于铜等有色金属市场售价下滑，公司发生资产减值损失共计 13.89 亿元，同比增长 366.01%；其中公司分别计提坏账损失及存货跌价损失 9.82 亿元和 3.71 亿元。

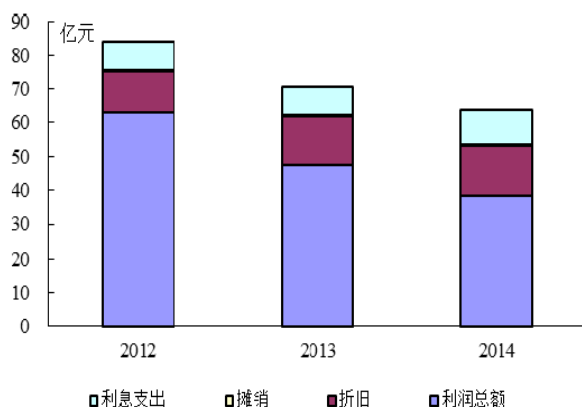
图 8：2012~2014 年公司利润总额构成情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

获现能力方面，由于公司近年来利润总额持续下降，2014 年公司 EBTIDA 同比下降 9.92% 至 63.67 亿元。同年，公司应收款项大幅上升，上下游账期匹配度下降导致其经营活动现金流表现弱于往年，2014 年公司经营活动净现金流为 17.35 亿元，同比下滑 66.83%，但仍处于合理水平。

图 9：2012~2014 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体看，2014 年公司营业收入仍保持持续增长态势，但受铜价下跌及贸易业务亏损的影响，公司盈利空间进一步遭到挤压，预计短期内公司盈利水平仍将承受一定压力。

偿债能力

表 5：2012~2014 年公司主要偿债能力指标

财务指标	2012	2013	2014
总债务/EBITDA (X)	2.48	3.66	4.90
经营活动净现金/总债务 (X)	0.31	0.20	0.06
EBITDA 利息保障倍数 (X)	10.08	8.38	6.51
经营活动净现金/利息支出 (X)	7.62	6.20	1.78
EBITDA/短期债务 (X)	0.44	0.26	0.07

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从偿债指标来看，受债务规模扩大及获现水平下降的影响，2014 年公司总债务/EBITDA 和经营活动净现金/总债务分别为 4.90 倍和 0.06 倍，公司获现能力对整体债务的覆盖程度均较 2013 年有所弱化。但由于目前公司利息支出规模仍控制在较低水平，因此其利息支出可获得较高度保障，2014 年公司 EBITDA 利息保障倍数和经营净现金流利息保障倍数分别为 6.51 倍和 1.78 倍。

或有负债方面，公司的内部控制一直较为严格，目前无对外担保、重大法律诉讼等情况。银行授信方面，截至 2014 年 12 月 31 日，公司共获得中国银行、建设银行、农业银行等金融机构授信总额度 1,087.08 亿元人民币，未使用授信额度为 703.81 亿元人民币，公司备用流动性充足，财务弹性较好。

总体来看，2014 年公司盈利水平持续下滑，其获现能力对整体债务的覆盖程度继续弱化，但考虑到目前公司债务规模适中，利息支出压力不大，且具备较为顺畅的融资渠道及较好的财务弹性，中诚信证评认为公司具有极强的偿债能力。

结论

中诚信证评维持“2008 年江西铜业股份有限公司认股权和债券分离交易的可转换公司债券”信用等级为 AAA，维持公司主体信用等级 AAA，评级展望为稳定。

附一：江西铜业股份有限公司股权结构（截至 2014 年 12 月 31 日）

主要股东		持股比例
江西铜业集团		40.41%
H 股东		36.05%
参控股公司	业务性质	持股比例 (%)
江西铜业有限责任公司	销售铜系列产品、稀贵金属产品和硫酸	57.14
江西铜业集团财务有限公司	对成员单位提供担保、吸收存款，提供贷款	85.68
江西铜业铜材有限公司	销售加工铜材	100
江西铜业铜合金有限责任公司	铜及铜合金杆线生产、销售	100
江西铜业集团铜材有限公司	五金交电产品加工及销售	98.89
江西铜业集团再生资源有限公司	废旧金属收购、销售	99.51
深圳江铜营销有限公司	销售铜产品	100
上海江铜营销有限公司	销售铜产品	100
北京江铜营销有限公司	销售铜产品	100
江西铜业集团银山矿业有限责任公司	有色金属、稀贵金属、非金属的生产、销售	100
江西铜业集团东同矿业有限公司	有色金属、稀贵金属、非金属的生产、销售	100
江西省江铜—耶兹铜箔有限公司	生产、销售电解铜箔产品	89.77
江西江铜龙昌精密铜管有限公司	生产制造螺纹管，外翅片铜管及其他铜管产品	92.04
江西省江铜—台意特种电工材料有限公司	设计、生产、销售各类铜线、漆包线；提供售后维修、咨询服务	70
江西纳米克热电电子股份有限公司	研发、生产热电半导体器件及应用产品；并提供相关的服务	95
江西铜业集团(贵溪)冶金化工工程公司	冶金化工、设备制造及维修	100
江西铜业集团(贵溪)物流有限公司	运输服务	100
江西铜业集团(德兴)铸造有限公司	生产销售铸件、机电维修、设备安装调试	100
江西铜业集团(德兴)建设有限公司	矿山工程等各种工程的建材、开发及销售	100
江西铜业集团地勘工程有限公司	各种地质调查和勘查及施工、工程测量	100
江西省江铜—瓮福化工有限责任公司	硫酸及其副产品	70
江西铜业集团井巷工程有限公司	矿山工程总承包	100
江西铜业集团(铅山)选矿药剂有限公司	销售选矿药剂、精细化工产品等其他工业、民用产品	100
广州江铜铜材有限公司	生产铜杆/线及其相关产品	100
江铜国际贸易有限公司	金属产品贸易	60
上海江铜投资控股有限公司	建筑业	100
江西铜业德兴化工有限公司	硫酸及副产品	100
江西铜业集团(余干)铸造有限公司	生产销售铸铁磨球，机械加工和各种耐磨材料产品的制造销售	100
江西铜业(清远)有限公司	阴极铜阳极板及有色金属的生产加工和销售	100
江西铜业香港有限公司	进出口贸易及进出口结算、境外投融资、跨境人民币结算	100
江西铜业再生资源有限公司	贱金属其制品的废碎料	100
香格里拉县必司大吉矿业有限公司	有色金属矿采选	51

成都江铜营销有限公司	销售铜产品	100
江西铜业建设监理公司	工程	100
江西国际（伊斯坦布尔）矿业投资股份公司	铜产品进出口贸易	100
江西铜业技术研究院有限公司	技术研究等	100
江西华北（天津）铜业有限公司	生产铜杆线及其相关产品	51
江西铜业集团（贵溪）冶化新技术公司	铜冶化、化工新技术、新产品开发	100
江西铜业集团（瑞昌）铸造有限公司	生产销售铸铁磨球，机械加工和各种耐磨材料产品的制造销售	100

附二：江西铜业股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2012	2013	2014
货币资金	2,030,964.00	2,399,211.32	2,533,886.36
应收账款净额	407,698.64	825,384.26	952,075.06
存货净额	1,593,643.97	1,468,397.13	1,419,021.90
流动资产	5,244,644.38	6,075,528.29	6,669,210.48
长期投资	306,860.76	321,748.57	436,798.50
固定资产合计	2,011,285.10	2,017,750.19	2,086,169.56
总资产	7,813,348.44	8,876,665.41	9,532,237.49
短期债务	1,446,117.23	1,982,767.42	2,425,793.38
长期债务	629,886.94	604,545.53	692,675.14
总债务(短期债务+长期债务)	2,076,004.17	2,587,312.94	3,118,468.51
总负债	3,422,571.21	4,312,697.71	4,829,610.83
所有者权益(含少数股东权益)	4,390,777.23	4,563,967.69	4,702,626.66
营业总收入	15,855,620.65	17,589,019.10	19,883,348.60
三费前利润	739,646.18	686,883.78	603,948.91
投资收益	83,245.50	57,403.03	125,640.68
净利润	529,448.27	364,170.65	284,955.63
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	838,748.27	706,822.36	636,709.68
经营活动产生现金净流量	633,419.29	523,252.04	173,544.80
投资活动产生现金净流量	-263,619.94	-347,915.02	-299,981.33
筹资活动产生现金净流量	190,319.60	131,747.77	97,388.58
现金及现金等价物净增加额	559,587.54	298,781.84	-27,194.30
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率(%)	5.01	4.25	3.32
所有者权益收益率(%)	12.06	7.98	6.06
EBITDA/营业总收入(%)	5.29	4.02	3.20
速动比率(X)	1.34	1.27	1.30
经营活动净现金/总债务(X)	0.31	0.20	0.06
经营活动净现金/短期债务(X)	0.44	0.26	0.07
经营活动净现金/利息支出(X)	7.62	6.20	1.78
EBITDA 利息倍数(X)	10.08	8.38	6.51
总债务/EBITDA(X)	2.48	3.66	4.90
资产负债率(%)	43.80	48.58	50.67
总资本化比率(%)	32.10	36.18	39.87
长期资本化比率(%)	12.55	11.70	12.84

注：上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

附三：基本财务指标的计算公式

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 应付短期融资券

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 期末净利润 / 期末所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附四：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。