



# 信用等级通知书

信评委函字[2017]G423-F1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拟发行的“江西铜业股份有限公司面向合格投资者公开发行2017年公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一七年九月廿一日

## 江西铜业股份有限公司 面向合格投资者公开发行 2017 年公司债券（第一期）信用评级报告

<b>债券级别</b>	AAA
<b>主体级别</b>	AAA
<b>评级展望</b>	稳定
<b>发行主体</b>	江西铜业股份有限公司
<b>发行总额</b>	本次债券发行总额不超过人民币 100 亿元，采用分期发行方式，其中本期债券的发行规模为人民币 5 亿元。
<b>债券期限</b>	本期债券为 5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。
<b>债券利率</b>	本期债券票面利率将根据网下询价簿记结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致在利率询价区间内确定。本期债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。
<b>偿还方式</b>	本期债券按年付息、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。

### 概况数据

江西铜业	2014	2015	2016	2017.3
所有者权益合计 (亿元)	470.26	478.33	488.23	494.32
总资产 (亿元)	953.22	897.55	873.84	897.40
总债务 (亿元)	311.85	299.16	241.20	243.99
营业总收入 (亿元)	1,988.33	1,857.82	2,023.08	446.84
营业毛利率 (%)	3.32	2.32	3.46	4.11
EBITDA (亿元)	63.67	37.32	48.64	-
所有者权益收益率 (%)	6.06	1.43	1.93	2.20
资产负债率 (%)	50.67	46.71	44.13	44.92
总债务/EBITDA (X)	4.90	8.02	4.96	-
EBITDA 利息倍数 (X)	6.51	4.04	5.02	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；  
2、2017 年第一季度所有者权益收益率经年化处理。

### 基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“江西铜业股份有限公司面向合格投资者公开发行 2017 年公司债券（第一期）”信用等级为 **AAA**，该级别反映本期债券信用质量极强，信用风险极低。

中诚信证评评定江西铜业股份有限公司（以下简称“江西铜业”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**。该级别反映了发行主体江西铜业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。中诚信证评肯定了公司丰富的矿产资源储备、行业地位凸显、较强的专业技术和装备水平以及畅通的融资渠道等正面因素对公司经营发展及信用质量的支持作用。同时，我们也关注到铜等有色金属价格波动以及行业不景气使得公司盈利面临一定波动风险、全球冶炼产能增加，行业竞争加剧对企业经营带来不利影响等因素对公司整体信用状况的影响。

### 正 面

- 铜矿资源储备丰富。截至 2016 年末，公司 100%所有权的已查明资源储量约为铜金属 983 万吨，黄金 318 吨，银 9,067 吨，钼 22.50 万吨以及硫 9,748 万吨；公司联合其他公司所控制的资源按公司所占权益计算的金属资源储量约为铜 443 万吨以及黄金 52.00 吨。
- 行业地位凸显。公司为国内最大的铜精矿生产商，年产铜精矿含铜约 21 万吨，其中德兴铜矿为国内最大的铜矿；公司为目前中国最大的阴极铜生产商之一，公司现有阴极铜产能超过 120 万吨/年，其中贵溪冶炼厂为全球单体冶炼规模最大的铜冶炼厂；公司亦为国内最大的铜加工生产商，年加工铜产品超 90 万吨。
- 较强的专业技术和设备水平。公司人才技术水平较高、设备先进，生产阴极铜时间长且经验丰富，公司注重研发和技术创新，在同



## 分析师

梁晓佩 xpliang@ccxr.com.cn

黄永 condor@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年9月11日

行业中整体技术水平处于领先地位，为公司可持续发展奠定了坚实的基础。

- 畅通的融资渠道。公司为 A+H 股两地上市公司，直接融资渠道较为畅通。在间接融资渠道方面，截至 2017 年 3 月末，公司获得多家银行的授信总额共计人民币 1,024.74 亿元，其中尚未使用授信额度为人民币 794.25 亿元，具有充足的融资空间。

## 关注

- 有色金属价格波动风险，行业不景气对公司经营产生不利影响。有色金属行业具有较强的周期性特点，公司盈利能力受行业波动影响较大，这在一定程度上加大了公司盈利的波动性。2014~2016 年公司经营性业务利润分别为 36.52 亿元、6.74 亿元和 39.33 亿元，盈利能力波动较大。
- 全球冶炼产能增加，行业竞争加剧对企业经营带来不利影响。随着全球新建矿山产能的释放，铜精矿供应将保持充足，较高的冶炼加工费吸引更多投资转向冶炼行业，竞争将日趋激烈。同时，全球宏观经济的不景气将导致铜消费增速放缓，铜冶炼行业风险将进一步提升。

## 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、除因本期评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发债主体及/或评级对象提供，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，并按照相关法律、法规对外公布。

## 概 况

### 发行主体概况

江西铜业股份有限公司于 1997 年 1 月 24 日由江西铜业集团公司（以下简称“江铜集团”）与香港国际铜业（中国）投资有限公司、深圳宝恒（集团）股份有限公司、江西鑫新实业股份有限公司以及湖北三鑫金铜股份有限公司共同发起设立。1997 年 6 月 12 日，公司所发行境外上市外资股 H 股在香港联合交易所有限公司和伦敦股票交易所同时上市交易。2001 年 12 月 21 日，公司在境内首次公开发行 A 股，并于 2002 年 1 月 11 日在上交所上市。经多次注资，截至 2017 年 3 月末，公司注册资本为 34.63 亿元。江铜集团合计持有公司 1,403,614,110 股股份，其中持有 A 股股票 1,205,479,110 股，持有 H 股股票 198,135,000 股，合计占公司总股本的 40.53%。公司控股股东系江铜集团，实际控制人系江西省国有资产监督管理委员会。

公司经营范围包括：有色金属矿、稀贵金属、非金属矿；有色金属及相关副产品的冶炼、压延加工与深加工。截至 2017 年 3 月末，公司拥有全资及控股子公司共计 53 家，其中，境内全资及控股子公司 48 家，此外公司拥有六座在产矿山：德兴铜矿（包括铜厂矿区、富家坞矿区、朱砂红矿区）、永平铜矿、城门山铜矿、武山铜矿、东乡铜矿和银山铅锌矿。

截至 2016 年 12 月 31 日，公司资产总额 873.84 亿元，所有者权益（含少数股东权益）488.23 亿元，资产负债率 44.13%；2016 年公司实现营业收入 2,023.08 亿元，净利润 9.41 亿元，经营活动净现金流为 43.26 亿元。

截至 2017 年 3 月 31 日，公司资产总额 897.40 亿元，所有者权益（含少数股东权益）494.32 亿元，资产负债率 44.92%；2017 年 1~3 月公司实现营业收入 446.84 亿元，净利润 5.43 亿元，经营活动净现金流 9.82 亿元。

## 本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
发行主体	江西铜业股份有限公司
债券名称	江西铜业股份有限公司面向合格投资者公开发行 2017 年公司债券（第一期）
发行规模	本次债券发行总额不超过人民币 100 亿元，采用分期发行方式，其中本期债券的发行规模为人民币 5 亿元。
债券期限	本期债券为 5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。
债券利率	本期债券票面利率将根据网下询价簿记结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致在利率询价区间内确定。本期债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。
偿还方式	本期债券按年付息、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。
募集资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于补充流动资金。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 行业分析

### 铜行业

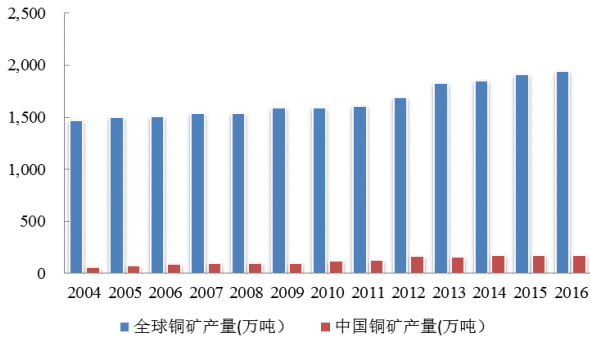
铜作为重要的基础工业原材料之一，其消费量在有色金属材料中仅次于铝。从主要消费地区来看，美国、日本以及西欧作为传统三大铜消费地区，近几年消费维持在较稳定的水平，其消费量占全球铜消费量的比例呈递减趋势。近两年亚洲国家的铜消费量成为世界铜消费的主要增长点，中国已成为全球最大的铜消费国。

根据《Mineral Commodity Summaries 2017》统计数据，世界铜矿资源主要分布在北美洲和拉丁美洲，截至 2016 年末，全球可开采铜资源储量为 7.20 亿吨，其中智利可开采铜资源储量最多，占比达 29.17%，中国可开采铜资源储量为 2,800 万吨，占比为 3.89%。

供应方面，根据美国地质勘探局统计数据，全球铜矿产量从 2004 年 1,470 万吨增长至 2016 年 1,940 万吨，年复合增长率为 2.34%；中国铜矿产量从 2004 年 62 万吨增长至 2016 年 174 万吨，年复合增长率为 8.98%。根据《中国有色金属工业年鉴》统计数据，全球精炼铜产量从 2004 年 1,583.36 万吨增长至 2015 年 2,308.08 万吨，年复合增长率为 3.49%；中国精炼铜产量从 2004 年 219.87 万吨增长至 2015 年 796.36 万吨，年复合增长率为

12.41%。

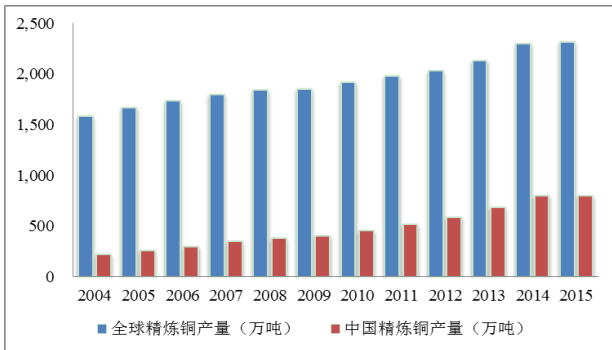
图 1：2004~2016 年全球及中国铜矿产量



资料来源：美国地质勘探局

根据美国地质调查局、《中国有色金属工业年鉴》的统计数据，2004 年至 2015 年，中国精炼铜产量远高于中国铜矿产量，且缺口逐年扩大，其中 2015 年中国精炼铜产量 796.36 万吨远高于同期中国铜矿产量 171.00 万吨，这是由于铜精矿产出地集中，主要在智利、秘鲁等南美地区，具有一定的垄断性，我国铜矿资源较匮乏，矿石品位相对较低，铜矿自给率严重不足。每年都有大部分的铜资源要从国外进口，包括铜精矿、废铜、精铜和未锻造的铜及铜材，并且国内铜资源总量已经十分有限，未来国内铜精矿的对外依赖程度还会进一步的提高。

图 2：2004~2015 年全球及中国精炼铜产量



资料来源：《中国有色金属工业年鉴》

需求方面，全球精炼铜消费量从 2004 年 1,667.12 万吨增长至 2015 年 2,262.02 万吨，年复合增长率为 2.81%；中国精炼铜消费量从 2004 年 336.39 万吨增长至 2015 年 1,135.31 万吨，年复合增长率为 11.69%。2004 年至 2015 年，随着中国工业化进程加快，精炼铜消费量大幅增加，但精炼铜产量受限于国内铜矿产能产量增长幅度较慢，导致供需缺口呈上升趋势。2015 年，中国精炼铜消费量为 1,135.31 万吨，精炼铜产量为 796.36 万吨，供需

缺口为 338.95 万吨。

2000 年以前，全球主要铜消费区域为欧美发达国家，2000 年欧洲和北美铜消费量全球占比达到 52%。受 2008 年全球金融危机和随后发生的欧债危机影响，欧美发达国家铜消费量增长放缓，以中国为代表的新兴经济体铜消费量占比迅速提高，其中，中国精炼铜消费量占全球的比重从 2004 年的 20.18% 提升至 2015 年的 50.19%。

中国经济的增长带动我国精铜需求逐年增长，我国精铜产能的持续扩张不能满足市场需求，进口精铜成为重要补充，近年来我国精铜进口量均保持较大规模；但精铜进口量的变化除了受国内需求影响以外，近年来越来越受到融资贸易的影响。2013 年，一方面此前市场累计过剩量较大，另一方面部分银行加大对融资铜的控制力度，全年精炼铜进口量为 317.30 万吨，较 2012 年有所下滑。2014 年青岛港重复质押融资事项一定程度上影响了精铜进口量，但全年我国精铜净进口量为 332.0 万吨，国内精铜供需仍旧呈现过剩局面。2015 年累计精炼铜进口数量为 367.8 万吨。2016 年 1~11 月，精炼铜进口量为 326 万吨，同比增长 0.43%。总体来看，近年来随着铜冶炼产能的扩张，国内精炼铜产量保持快速增长态势，但受制于铜精矿资源短缺，国内精铜生产依赖于进口原材料。

价格方面，铜属于典型的周期性行业，价格存在周期性波动，作为大宗商品，同时具备较强的金融属性。2013 年，一季度铜价呈现冲高回落的态势，春节前，受全球经济复苏，铜需求改善预期提振，国内铜现货价格快速上升至 59,090 元/吨，同期 LME3 月期铜价格为 8,294 美元/吨；此后，受房地产 5 条政策利空，美联储提前结束 QE 政策忧虑升温导致美元大幅走高等因素影响，市场对欧债危机的忧虑再度升温，同时由于保税区在 2012 年积累了较大库存，使国内铜的进口需求受到抑制，国内铜价快速下跌，下半年呈现低位震荡态势，截至 2013 年 12 月底国内铜现货价为 52,150 元/吨，LME3 月期铜价格为 7,207 美元/吨。全年来看，2013 年 LME3 月期铜平均价格为 7,349 美元/吨，同比下跌 7.50%；SHFE 期铜平均价格为 52,980 元/吨，同比

下跌 7.57%。2014 年上半年，铜价呈现先抑后扬格局，LME3 月期铜平均价格为 6,881 美元/吨，同比下跌 9.09%；SHFE3 月期铜平均价格为 48,537 元/吨，同比下跌 10.97%。截至 2014 年 11 月底，LME3 月期铜价格进一步下滑至 6,638 美元/吨，2014 年铜价呈现震荡下跌态势。进入 2015 年 9、10 月，铜价分别有两波的短暂拉高，是源于 9 月份的嘉能可宣布计划减产约 40 万吨铜，白银公司和江西铜业纷纷宣布计划检修，且美联储议息会议宣布 9 月美元不加息，再加上智利大地震等因素对铜价有一定支撑。2015 年 9 月下旬，由于公布的中国 PMI 数据再创新低，中国 8 月 PMI 初值 47.0，不及预期，9 月制造业产出指数初值 45.7，均为 2009 年 3 月以来新低，中国需求忧虑加剧，使铜价承压下跌至 11 月 24 日的全年最低价 33,512 元/吨，震幅达 37%，创六年新低。2016 年上半年铜价波动较大，受经济疲软、股价大跌和人民币快速贬值影响，铜价下降到 2009 年 5 月以来最低的 4,318 美元/吨；随着中国政府进一步出台刺激举措的预期、油价反弹以及对美联储加息放缓预期的影响，铜价震荡反弹。2016 年 7~10 月，铜价相对平稳，11 月份以来受益于市场对未来全球、特别是美国和中国基建对金属需求增长的乐观情绪，铜价走高。

图 3: LME 铜现货价格走势



资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

长期看，以中国为代表的新兴经济体对金属的大量需求还将持续。但全球经济发展仍有较大不确定性，短期内铜需求回落，未来一定时期内铜价将保持震荡波动的态势。矿山资源较多、产业链完善且运营效率高的大型有色金属企业拥有更强的抗风险能力。

## 行业政策

近年来，国内铜行业冶炼产能急速扩张，国家

监管部门于 2006 年开始通过进口关税、出口税率、行业准入条件、节能环保要求等政策变化加强对铜行业的宏观调控。

2012 年我国出台的《有色金属工业“十二五”发展规划》鼓励行业内规模领先的企业实施国内的兼并收购和海外扩张，同时优化我国有色金属行业产业布局并提高资源保障能力，这将使优质企业规模优势和资源优势更加明显。

2014 年 4 月 14 日，工信部发布《铜冶炼行业规范条件》，进一步加强铜冶炼行业管理，遏制低水平重复建设，规范现有铜冶炼企业生产经营秩序，提升资源综合利用率和节能环保水平，推动铜工业结构调整和产业升级，促进铜冶炼行业持续健康发展。新规范条件自 2014 年 5 月 1 日起实施，原《铜行业准入条件》同时废止。

我国政府出台的一系列调控政策表明政府对铜行业的监管力度正在加大，政策的实施有助于改善目前我国铜行业的无序扩张状态，有助于铜产业结构的优化和资源的合理配置。未来具有完整产业链的大型铜生产企业将会拥有更好的成长空间，而规模小、技术落后的冶炼企业将面临淘汰的压力；同时，铜行业的集中度有望得到提升，上下游企业以及可以实现资源互补的企业之间的合作也将进一步增加。

## 竞争实力

### 丰富的铜矿资源储备优势

我国铜资源缺乏，原料供应已成为制约中国铜产量的瓶颈因素，铜资源储量是铜生产企业竞争实力的体现。江西铜业拥有丰富的矿产资源储备。截至 2016 年末，公司 100% 所有权的已查明资源储量约为铜金属 983 万吨，黄金 318 吨，银 9,067 吨，钼 22.50 万吨以及硫 9,748 万吨；公司联合其他公司所控制的资源按公司所占权益计算的金属资源储量约为铜 443 万吨以及黄金 52.00 吨。

公司是中国铜行业和江西省规模最大、现代化程度最高、资产质量最优的国有大型企业。公司具有很强的规模优势，未来随着资源扩张步伐的加快，公司整体竞争实力有望进一步提升。

## 行业地位凸显

作为目前中国最大的铜精矿生产商，以及中国最大的伴生金、银和硫酸生产商之一，公司主营铜金属及铜加工材的生产销售，同时利用伴生资源生产加工黄金、白银及硫酸等副产品。公司产业链涵盖铜矿采选、冶炼和加工。矿产方面，公司拥有六座在产矿山：德兴铜矿（包括铜厂矿区、富家坞矿区、朱砂红矿区）、永平铜矿、城门山铜矿、武山铜矿、东乡铜矿和银山铅锌矿。冶炼方面，公司下属贵溪冶炼厂是国内规模最大、技术最先进、环保最好的粗炼及精炼铜冶炼厂。铜材加工方面，公司拥有七家现代化铜材加工厂：江西铜业铜材有限公司、广州铜材有限公司、江铜一耶兹铜箔有限公司、江铜一台意特种电工材料有限公司、江铜龙昌精密铜管有限公司、江西铜业集团铜材有限公司和江铜华北天津铜业有限公司。公司还拥有两家技术先进的硫酸厂：江西省江铜一瓮福化工有限责任公司以及江西铜业（德兴）化工有限公司。

公司为国内最大的铜精矿生产商，年产铜精矿含铜约21万吨，其中德兴铜矿为国内最大的铜矿；公司现有阴极铜产能超过120万吨/年，其中贵溪冶炼厂为全球单体冶炼规模最大的铜冶炼厂；公司亦为国内最大的铜加工生产商，年加工铜产品超90万吨。公司形成了完整的铜产业链，不仅在一定程度上有效降低了成本，而且规模优势进一步凸显。

## 较强的专业技术和设备水平

江西铜业拥有世界先进水平的生产装备和技术。公司下属的贵溪冶炼厂是国内首家引进全套闪速冶炼技术的生产线，采用大型计算机在线控制作业，其闪速熔炼技术是目前国际上被广泛使用的最成熟的先进技术，该厂整体生产技术和主要技术经济指标已达到国际先进水平。公司主要产铜矿山德兴铜矿是国内最大、装备技术水平最高的现代化铜矿山，首家引进国际采矿设计规划优化软件和全球卫星定位卡车调度系统，优化了矿山设计和采矿计划，提升了大型运转设备的使用效率，降低了采矿成本，降低了事故发生率；在选矿技术上，公司采用计算机在线检测和自动给药系统，使用新型组合药剂，提高了选矿技术经济指标；在选矿设备上，

公司采用大型球磨设备、超大型浮选机和浮选柱技术，完善了选矿工艺设备配置，节约了选矿能源单耗；此外，矿石中的共生和伴生元素也基本得到了回收利用。

## 业务运营

公司的主要业务涵盖了铜的采选、冶炼和加工，贵金属和稀散金属的提取与加工，硫化工，以及金融、贸易等领域。公司在铜以及相关有色金属领域建立了集勘探、采矿、选矿、冶炼以及加工于一体的完整产业链，是中国重要的铜、金、银和硫化工生产基地。公司产品包括：阴极铜、黄金、白银、硫酸、铜杆、铜管、铜箔、钼、铼、硒、碲和铋等 50 多个品种。从业务板块划分来看，公司主营业务分为有色金属制造业务和贸易业务，2014~2016 年以及 2017 年一季度有色金属制造业务<sup>1</sup>分别实现业务收入 697.47 亿元、579.28 亿元、589.39 亿元和 249.60 亿元；同期贸易业务实现业务收入 1,279.95 亿元、1,271.36 亿元、1,426.38 亿元和 197.24 亿元。

目前公司主要收入和利润来源为阴极铜和铜杆线等产品。2014~2016 年公司分别实现营业总收入 1,988.33 亿元、1,857.82 亿元和 2,023.08 亿元。近三年收入波动主要由宏观环境以及全球铜行业低迷、主产品价格波动所致。2017 年 1~3 月公司实现营业收入 446.84 亿元，同比增加 15.02%。

表 2：公司按产品分类的主营业务收入情况

单位：亿元

类别	2014	2015	2016	2017.1~3
阴极铜	1,172.66	1,131.56	1,252.84	251.98
铜杆线	460.80	381.27	387.35	92.39
铜加工产品	51.87	30.79	35.93	17.28
黄金	73.43	61.55	69.85	16.75
白银	26.41	28.16	40.05	8.42
化工产品	13.83	13.48	7.04	1.92
稀散金属及其他有色金属	155.49	178.90	193.50	44.93
其他	22.94	24.92	29.22	13.17
<b>合计</b>	<b>1,977.42</b>	<b>1,850.64</b>	<b>2,015.78</b>	<b>446.84</b>

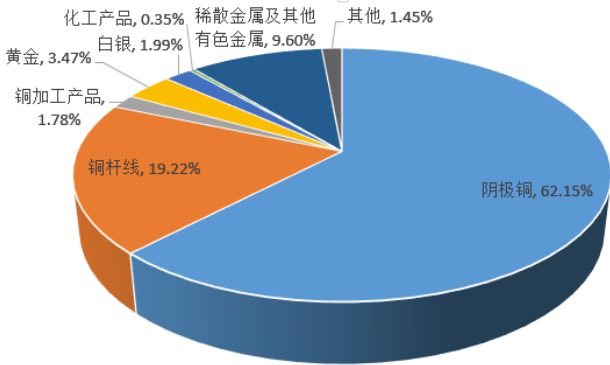
资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

<sup>1</sup> 贸易板块不包括公司有色金属制造板块生产原料采购及产品的直接销售，贸易板块商品均来自于外部供应商，并销售给外部客户。



从收入构成来看，阴极铜和铜杆线是公司主要的收入来源，2016 年分别实现营业收入 1,252.84 亿元和 387.35 亿元，占营业总收入比重分别为 62.15% 和 19.22%。

图 4：2016 年公司主营业务收入构成情况



资料来源：公司年报，中诚信证评整理

## 有色金属制造

### 资源储备

公司将增加资源储量作为重要的战略目标之一。近年来，公司加大资金投入，一方面对原有矿山进行深部找矿、补充勘探，另一方面积极进行资源并购，公司资源控制量持续增加。此外，公司采取“走出去”战略，2007 年公司与五矿集团公司共同投资加拿大北秘鲁铜矿项目；2008 年公司与中冶有色工程技术有限公司共同投资阿富汗艾娜克项目。

截至 2016 年年底，公司 100% 所有权的已查明资源储量约为铜金属 983 万吨，黄金 318 吨，银 9,067 吨，钼 22.50 万吨以及硫 9,748 万吨；公司联合其他公司所控制的资源按公司所占权益计算的金属资源储量约为铜 443 万吨以及黄金 52.00 吨。丰富的矿产资源储量为公司未来产能的扩张提供了有力的资源保障。

公司拥有德兴、永平、武山、城门山、东乡和银山 6 座在产山。其中德兴铜矿是我国资源储量最大的铜矿。

### 原材料供应

公司生产所需要的主要原材料是铜精矿和粗杂铜等。

公司所需铜精矿原料主要来自下属矿山及向国内外市场采购的铜精矿和客户提供的来料加工

原料。其中，国内外采购由公司贸易事业部统一采购，采购比例约为 20%。国内采购中长单约占 95~96%，其余为零单采购。国外采购中长单约占 70%，其余为零单采购。

公司所需粗杂铜原料主要来自向国内外市场的采购及客户提供的来料加工原料。其中，国内外采购主要由江西铜业贸易事业部采购，国外采购比例约为 35%，国内采购比例约为 65%。国内采购中年度长单合同比例为 80%；国外采购全部为长单采购。

定价方式方面，国外采购参照 LME 铜价、LBMA 金、银价格，并在上述金属价格基础上扣减 TC/RC 作为采购价格，TC/RC 则通过交易双方谈判确定。国内采购参照上海期货交易所铜价，并在交易所均价或点价的基础上扣减相应加工费或乘以相应计价系数。

结算方式方面，国内采购是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。

### 冶炼和加工

公司目前主要产品为阴极铜和铜材加工产品，截至 2014~2016 年末以及 2017 年 3 月末，公司铜精矿年产能都为 20.00 万吨，铜精矿产量分别为 21.00 万吨、20.93 万吨、20.98 万吨和 5.10 万吨。公司产量较为稳定，具有较好的规模优势。

表 3: 2014~2017.3 公司主要产品产量情况

单位: 万吨

主要产品	2014		2015		2016		2017.1~3	
	产能	产量	产能	产量	产能	产量	产能	产量
铜精矿	20.00	21.00	20.00	20.93	20.00	20.98	20.00	5.10
阴极铜	103.00	120.00	118.00	125.85	118.00	119.50	132.00	30.69
铜加工产品	90.00	86.00	111.50	97.00	111.50	97.36	111.50	24.11

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

在冶炼方面, 公司将铜冶炼规模的提升作为保持国内铜行业领导地位以及提升国际竞争力的重点内容, 近年公司阴极铜产量逐步提升, 截至 2014~2016 年末以及 2017 年 1~3 月末阴极铜年产能分别为 103.00 万吨、118.00 万吨、118.00 万吨和 132.00 万吨, 同期阴极铜产量分别为 120.00 万吨、125.85 万吨、119.50 万吨和 30.69 万吨。其中, 贵溪冶炼厂为全球单体最大的冶炼厂。

在铜加工方面, 2014~2016 年以及 2017 年 1~3 月铜加工产品产能分别为 90 万吨、111.50 万吨、111.50 万吨和 111.50 万吨, 同期产量分别为 86.00 万吨、97.00 万吨、97.36 万吨和 24.11 万吨。目前公司是我国最大的铜加工企业, 近年在江西南昌、贵溪和广东深圳等地先后建成了包括铜杆、铜线、铜箔、铜管等产品的铜加工企业, 主要产品为铜杆线、铜箔、漆包线和精密铜管。

近年国内铜杆线新增产能持续增加, 已出现供大于求的局面, 市场竞争日益激烈, 且公司运输成本高于同行业企业, 不具备地域优势。目前铜杆线产品竞争主要集中在产品价格、质量和服务等方面, 由于现货供应充裕, 公司铜加工产品的原材料(电解铜)优势难以体现。2016 年受铜杆线下游产业需求上升, 全年实现销售收入 387.35 亿元, 较上年上升 1.60%。

除阴极铜和铜加工产品外, 公司黄金、白银等伴生产品也具备一定的生产规模。2016 年公司生产黄金 26.43 吨、白银 729.67 吨以及硫酸 375.56 万吨。公司下属 2 家技术先进的硫酸厂: 江西省江铜一瓷福化工有限责任公司和江西铜业(德兴)化工有限公司。公司是全国最大的伴生金生产商和硫化工生产基地和稀散金属生产基地之一, 整体规模优势很强。

表 4: 2014~2017.3 公司黄金等产品产量情况

	2014	2015	2016	2017.1~3
黄金(吨)	26.00	26.12	26.43	6.33
白银(吨)	567.00	570.82	729.67	169.61
硫酸(万吨)	301.00	307.80	375.56	91.19

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

在安全生产和环境保护方面, 公司通过技术和装备升级, 实施环保综合治理规划和减少污染物排放等措施, 提升环保水平。截至 2017 年 3 月末公司建成大型废水处理站 10 座, 所属生产单位环保处理系统基本建成, 实现了达标排放; 公司通过扩能改造和新建环保治理项目, 改造建设了矿山和冶炼回水系统, 使工业水复用率达 94.70%, 其中冶炼工业水复用率达 97.80% 以上; 公司通过建设绿色矿山, 减少裸露表土面积, 减少废水生产和排放。2014~2016 年以及 2017 年一季度德兴铜矿、贵溪冶炼厂、东同矿业、永平铜矿、城门铜矿以及银山矿业未发生重大环境污染事件; 同期公司亦不存在重大、特别重大生产安全责任事故, 不存在因发生重大、特别重大安全责任事故及存在重大隐患且整改不力的情形, 亦不存在一年内发生 2 次以上较大生产安全责任事故并负主要责任的情形。

## 销售

公司主要销售产品包括阴极铜、铜杆线、黄金、白银和硫酸。

在阴极铜产品销售方面, 公司建立了直销与分销、内销和外销、期货和现货以及长单和零售相结合的多种销售方式和多层次的销售网络。在客户的选择方面, 公司合理安排生产消费型企业和贸易流通型企业比例, 以平抑行业需求波动; 在产品销售的定价上, 长单销售采取合约结算均价加一定升水的方式, 零售的定价则采取点价加一定升水的方式; 在收款方式上, 公司基本采用款到发货的收款

方式，有效地控制了资金风险，收现比保持较好水平。公司主要销售区域为华东、华北、华中以及江西本地等地区，其中华东和江西本地地区销量比重

最高。2014~2016 年公司实现阴极铜销量 102.00 万吨、127.54 万吨和 116.66 万吨。2017 年 1~3 月公司实现阴极铜销量 22.08 万吨。

表 5：2014~2017.3 公司主要产品销售情况

产品	2014	2015	2016	2017.1~3
阴极铜（万吨）	102.00	127.54	116.66	22.08
铜杆线（万吨）	73.90	81.63	39.91	7.48
黄金（吨）	26.36	25.89	25.71	6.13
白银（吨）	566.10	569.84	507.49	112.74
硫酸（万吨）	279.98	307.73	290.31	72.58

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

为控制因市场波动对公司的业绩带来不确定性的风险，公司采用阴极铜商品期货合约以及临时定价安排对未来铜产品的销售确定承诺进行套期，提前锁定风险和收益。公司使用的商品期货合约主要为上海期货交易所或伦敦金属交易所的阴极铜期货标准合约，通过买入商品期货合约的操作来锁定阴极铜预期销售合约的价格波动，达到了规避价格波动风险的效果。

铜杆线销售方面，公司与主要大客户签订长期合同，主要销售市场为广东、江西以及上海等地。2014~2016 年公司铜杆线销量分别为 73.90 万吨、81.63 万吨和 39.91 万吨。2017 年 1~3 月公司实现铜杆线销售 7.48 万吨。铜杆线的定价方式是铜价加工费，其中，铜价的确认是按照上海期货交易所上月 26 至当月 25 日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。受铜杆线下游产业需求疲软的不利影响，铜杆线的销售呈现逐年下降的态势。

黄金销售方面，公司黄金由国家统一收购或直接在上海黄金交易所交易。2014~2016 年公司实现黄金销售 26.36 吨、25.89 吨和 25.71 吨。2017 年 1~3 月公司实现黄金销售 6.13 吨。

白银销售方面，公司白银销售以出口和内销为主，内销主要销售给国内的电子、电镀、电工合金、硝酸银、机械、军工以及首饰等行业的工业企业。销售方式为直销。出口主要是销往香港，国内市场主要分布在上海、浙江、广东、江西以及湖南等省市。2014~2016 年公司实现白银销量 566.10 吨、569.84 吨和 507.49 吨。2017 年 1~3 月公司实现白

银销售 112.74 吨。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。

硫酸销售方面，公司与较固定的主要大客户签订较长期的合约，然后分期供货销售。销售地域主要分布在江西、浙江、福建、湖南、湖北、贵州、广东和上海等地区。2014~2016 年公司实现硫酸销量 279.98 万吨、307.73 万吨和 375.56 万吨。2017 年 1~3 月公司实现硫酸销售 91.19 万吨。硫酸产品销售采用目标区域定价模式，即区分不同省、市区域，结合市场走势判断，参考目标市场行情价格及客户采购成本后制定销售价格。客户采购成本包含：铁路运杂费、专用线接卸费、税差以及到站短拨费等。

主要产品销售结算方面，阴极铜销售采用款到发货，银行现汇结算的结算模式。铜杆线销售的结算有款到发货或货到付款两种模式，结算方式可采用现汇、银行承兑汇票、国内信用证以及银行汇票等多种形式。白银出口采用货到仓库后电汇结算，部分采用信用证结算；白银内销由客户电汇付清全款后自行提货。黄金结算由交易所统一执行。公司硫酸产品原则上实行款到发货的模式，对于少数长期大客户采用月底结清的模式，结算方式上采用现金结算和银行承兑汇票结算相结合的方式。

总体来看，经过多年发展，公司针对不同的产品建立起了多种销售方式和多层次的销售网络，在一定程度上保障了产品的销售去化。

## 在建拟建工程

近年来，公司以“综合实力进入世界铜行业前三强”为目标，以“发展矿山、巩固冶炼、精深加工、相关多元”为发展思路，通过加强资源开发、加快项目建设、调整业务结构、优化经营模式以及强化基础管理，取得了较快发展。

在建工程方面，公司在建工程主要为德兴铜矿 5#尾矿库工程和银山深部挖潜扩产改造工程。截至 2017 年 3 月末，德兴铜矿 5#尾矿库工程处于尾矿库主坝、尾矿输送及排洪隧道施工中，已投资金额为 13.02 亿元，约占到计划总投资的 42%。银山深部挖潜扩产改造工程处于矿石混合井、废石混合井以及辅助斜坡道施工阶段，工程已投资金额为 1.47 亿元，约占到计划总投资的 10%。

拟建工程方面，截至 2017 年 3 月末，城门山三期扩建工程已获得江西省发改委同意建设工作的函，计划投资 28.70 亿元，该项目建成后将新增采选能力 1 万吨/日。

总体来看，公司主营业务定位明确，立足于铜资源开发、冶炼和加工的现有优势，继续提升产能规模，通过多种方式提高资源储量，从而为公司的稳定生产及成本控制提供有力保证。但是，公司的国内资源整合受多种因素影响，仍存在一定不确定性，中诚信证评将对公司资本支出、融资方式以及主要项目进展情况持续关注。

## 公司治理

### 治理结构

公司自变更为股份公司以来，股东大会一直按照《公司法》、《公司章程》和《股东大会议事规则》规范运作。公司股东大会是公司的权力机构。公司董事会由 11 名董事（其中 4 名为独立董事）组成，其中董事长 1 名。可以设副董事长一至二人，执行董事一至数人。董事会为股东会常设执行机构，负责公司的重大决策，向股东会负责。监事会由 5 名成员组成，其中 3 名为非职工代表监事，由股东大会选举产生，2 名为职工代表监事，由职工民主选举产生。公司实行董事会领导下的总经理负责制，设总经理 1 名，总理由董事会聘任；其他高级管

理人员由总经理提名，董事会聘任，工作对总经理负责。现任高级管理人员共 10 位。

### 内部管理

公司按照相关法律规定，不断完善公司法人治理结构，设立了董事会秘书室、矿产资源部、计划发展部、安全环保部、生产运营部、工程管理部、科技开发部、企业管理部、财务管理部、人力资源部、风控内审部、法律事务部、宣传部（企业文化部）、组织部（干部部）、纪委（监察室）、团委、工会、党委办公室、总经理办公室、贸易事业部、材料设备部、集团资产管理部以及综合行政部等职能部门。其中，董事会秘书室负责资本运作、投资者关系管理、信息披露、关联交易、证券事务以及董事会事务。矿产资源部负责研究境内外矿产资源政策、制定实施矿产资源战略、公司地质勘探项目寻找的牵头管理、矿产资源储量管理以及矿产资源开发项目的投资机会分析。计划发展部负责战略规划、综合计划、原料平衡、综合统计、投资规划、年度固定资产投资计划、长期投资计划、限额以上投资项目管理以及长期投资项目管理。安全环保部负责安全环保目标的制定、检查、制定和审定公司重大安全技术规程、安全环保规章制度及劳动保护用品发放标准、安全环保管理、调查、培训以及安全环保证照。生产运营部负责季度、月度生产计划、生产运营与生产绩效管理、生产技术管理、质量计量管理以及设备能源管理。工程管理部负责初步设计文件审查和批复、重大设计变更、概算调整审批、组织竣工验收、工程项目归口管理、限额以上项目管理、工程项目监督以及国有土地资源管理。贸易事业部负责市场调研和营销策略制定、行政管理、原料规划、营销规划、综合管理、原料采购、阴极铜营销、稀贵金属及硫酸铜营销、铜杆线营销、化工营销、商运、期货以及贸易。材料设备部负责采购计划、价格管理、供应商管理、库存管理、采购统计、采购资源整合、采购业务审核、招标管理、生产设备采购、基建设备采购、金属与基建材料采购、化工材料与燃料采购、铜冶炼与加工备件采购、采矿备件采购以及选矿备件采购。集团资产管理部负责集团资产运营、集团后勤事务管理、新产业开

发、财务管理。

营运资金管理方面，公司通过制定《资金管理办法》，加强资金的内部控制与管理，规范资金支出审批程序，明确审批权责，确保货币资金安全，提高资金使用效果，降低财务风险。公司实行“集中管理，分级负责”的资金管理体制。遵循“量入为出，确保重点、安全高效”的管理原则。各单位负责人为资金管理的第一责任人。公司财务管理部对公司及所属单位的资金收入和支出，以财务公司为平台进行集中统一管理。

资产管理控制方面，为了提高资产使用效能，保证资产安全，公司制定了《设备能源固定资产管理办法》、《建设工程项目管理办法》、《土地管理办法》、《商标使用管理办法》以及《知识产权管理办法》等管理制度，对设备、固定资产和无形资产等管理进行了明确规定，以规范资产管理。

对外担保控制方面，公司对外担保事项进行审议前，财务部应要求申请担保人提供基本资料，并对申请担保人提供的资金进行调查，确认资料的真实性，掌握被担保人的资信状况，对该担保事项的受益和风险进行分析。财务部、法律事务部及相关部门根据以上信息对该担保业务进行风险评估，形成书面报告呈交董事会股东大会审议。董事会或股东大会审核被担保人的申请及相关资料应审慎对待和严格控制对外担保产生的债务风险，董事会或股东大会在必要时可聘请外部专业机构对实施对外担保的风险进行评估，为董事会或股东大会作出决策的依据。应由股东大会审批的对外担保，必须经董事会审议通过后，方可提交股东大会审批。公司董事会或股东大会对担保事项作出决策时，与该担保事项有利害关系的董事或股东应回避表决。

安全生产管理办法方面，为了进一步改善职业安全卫生状况，保护劳动者在生产过程中的安全与健康，适应市场经济和建立现代企业制度的需要，根据《中华人民共和国安全生产法》及其他安全生产法律、法规，结合江西铜业集团公司改革和发展的实际，制定《安全生产管理办法》，对安全生产规章制度、安全生产教育培训、安全检查制度、安全生产技术措施、伤亡事故管理制度及安全生产奖

惩制度做出了明确规定。公司严格安全管理，保证安全投入，加强安全教育和培训，强化安全监督、检查，积极预防安全事故的发生，并尽量减少安全事故的影响。

环保方面，公司根据《中华人民共和国标准化法》、《全国专业标准化技术委员会章程》和《江西省有色金属标准化技术委员会章程》，先后制定了《2010 国内采购铜精矿技术条件和验收要求》、《公司粗杂铜及卡尔多炉铜原料采购验收管理办法》、《进口原料检验规定司生字 252 号》以及《江西铜业集团公司计量检测中心管理办法》等规定，就原材料采购、产品质量、纠纷处理等做了专门的规定。

总体来看，公司通过内外部配合、各职能部门协作，有效地控制了业务运营和资金管理中的关键风险点，形成了较为有效的风险监督管理体系。

## 战略规划

公司将继续坚持“发展矿山、巩固冶炼、精深加工、相关多元”战略，以战略目标为导向，以资源全球化、经营国际化为引领，对内，继续全面深化改革，拆除发展“路障”，不断提升运营管理水平，做强存量资产，对外，强化投资发展，以并购为主、新建为辅，继续扩大规模、调整结构并优化布局，做优增量资产。

提升江西铜业供应链管理方面，公司将推动产业融合发展，促进公司转型升级。主动融合“互联网+”、智能制造，推动产业向中高端发展，加快向现代制造企业转型。坚持以效益为导向，推动产业链向两端延伸，以股权为纽带，逐步建立跨周期、跨业态发展的产业格局，实现向综合性矿业公司转型。不断研究拓展“矿业+金融”以及“矿业+贸易”等新型运作模式，全面提升江铜供应链管理能力和实现向全供应链管理的国际化大公司转型。

公司将推动并购重组，加速实现跨国经营。积极融入国家资源战略和“一带一路”战略，加快“走出去”步伐，提升国际化水平。建立市场化、国际化的管理体制并着力打造一支国际化人才队伍，抓住行业周期性机会，实施反周期投资，进行低成本扩张；加强与国际矿业公司合作，实施海外资源并购开发和产能合作。

提升盈利能力方面，公司将强化全面预算管理，深度挖掘成本空间。规范业务创新，加强市场管理，主动适应市场变化，采取多项强有力的措施，在各个领域、各个环节为公司创造更好的效益。

提升管理效率方面，公司将全面深化改革，释放红利助推发展。进一步完善公司治理结构，强化市场竞争主体地位。通过探索组织架构、运行机制、经营模式等改革，在现有事业部的基础上，进一步优化公司管理架构，提升管理效率。

创新方面，公司将加快创新驱动发展，增强行业领先优势。通过实施创新驱动战略，不断借鉴国内外科研创新先进经验，深化科研创新体制机制改革，提升自主创新能力，推动公司由技术应用型企业向技术发明型企业转变。积极开展德兴铜矿铜尾矿铁回收、高镁铜精矿综合利用技术研究、微细粒铜钼分离新工艺技术研究、黑铜泥处理工艺优化研究以及立磨机充填介质替换研究等研究。

总体来看，公司主营业务定位明确，立足于铜资源开发、冶炼和加工的现有优势，继续提升产能规模，通过多种方式提高资源储量，从而为公司的稳定生产及成本控制提供有力保证。

## 财务分析

以下分析基于江西铜业股份有限公司提供的由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 2014~2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度报财务报告。公司财务报表均按照新会计准则编制。

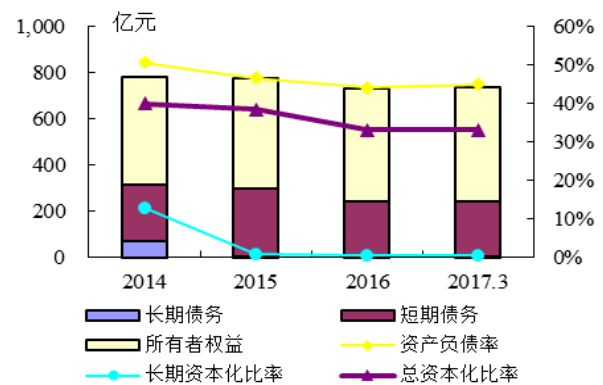
### 资本结构

近年来，由于宏观经济景气度较低，有色金属价格下行，因而整体资产规模有所下降，2014~2016 年末，公司总资产分别为 953.22 亿元、897.55 亿元和 873.84 亿元，随着财务杠杆降低，总资产有所下降。2016 年随着到期债务偿还，公司总负债大幅下降，同期总资产有所下降。同期，公司对外融资需求下降，负债总额分别为 482.96 亿元、419.22 亿元和 385.61 亿元；得益于留存收益积累，公司所有者权益随之增加，2014~2016 年末，公司所有者权益分别为 470.26 亿元、478.33 亿元和 488.23 亿元。

截至 2017 年 3 月末，公司总资产达到 897.40 亿元，负债总额为 403.08 亿元，所有者权益为 494.32 亿元。

财务杠杆比率方面，2014~2016 年末，公司资产负债率分别为 50.67%、46.71%和 44.13%；同期总资本化比率分别为 39.87%、38.48%和 33.07%，公司财务杠杆有所下降且处于较低水平。截至 2017 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 44.92%和 33.05%。

图 5：2014~2017.3 公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

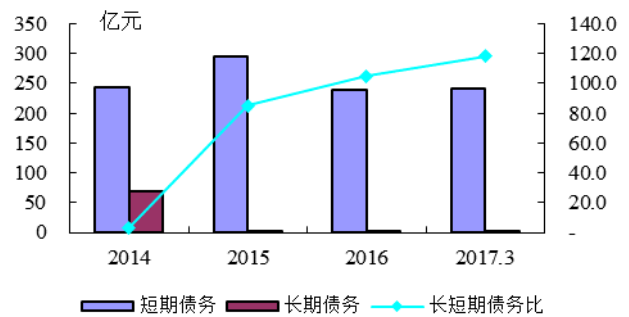
从资产结构看，公司资产以流动资产为主，2014~2016 年末，公司流动资产分别为 666.92 亿元、600.27 亿元和 583.74 亿元，占总资产的比重分别为 69.96%、66.88%和 61.65%。公司流动资产主要由存货、应收账款和货币资金构成，截至 2016 年末，上述三项在流动资产中占比分别为 28.61%、25.14%和 24.28%。截至 2016 年末，公司存货为 154.12 亿元，公司主营为铜加工，由于铜价波动较大，公司存货面临一定的跌价风险。截至 2016 年末，公司应收账款为 135.43 亿元，1 年以内金额为 77.76 亿元，公司对于回收有风险的应收账款已计提坏账准备，坏账准备年末余额为人民币 22.53 亿元。2016 年末余额前五名应收账款金额为 38.33 亿元，占应收账款总额的比重为 27.79%，计提坏账准备 8.84 亿元。截至 2016 年末，公司货币资金为 130.79 亿元，其中所有权受到限制的货币资金为 48.18 亿元。公司非流动资产主要由固定资产、可供出售金融资产和长期股权投资构成。截至 2016 年末，公司固定资产为 179.73 亿元，占非流动资产的比重为 53.63%，主要系房屋及建筑物、机器设

备、运输工具和办公及其他设备等。截至 2016 年末公司长期股权投资为 30.06 亿元，占非流动资产的比重为 8.97%，主要系土地使用权、探矿权、采矿权和软件等。截至 2016 年末，公司可供出售金融资产为 48.22 亿元，同比增加 32.20%，主要是公司新增中国民生投资股份有限公司和恒安保险股份有限公司股权投资所致。

从负债结构看，公司以流动负债为主，2014~2016 年末，公司流动负债分别为 404.80 亿元、405.04 亿元和 373.39 亿元，分别占负债总额的 83.82%、96.62%和 96.83%。公司流动负债主要由短期借款、应付账款和应付票据组成，截至 2016 年末分别占流动负债的 39.82%、16.50%和 15.15%。截至 2016 年末，短期借款为 148.68 亿元，主要系保证借款、信用借款和质押借款。截至 2016 年末，公司应付账款为 61.60 亿元，主要系未结算的原材料及商品贸易采购款，不计息，并通常在 60 天内清偿。截至 2016 年末，应付票据为 56.57 亿元，主要系银行承兑汇票。

债务期限结构方面，2014~2016 年末，公司总债务分别为 311.85 亿元、299.16 亿元和 241.20 亿元，公司总债务规模有所下降，其中长期债务分别为 69.27 亿元、3.48 亿元和 2.81 亿元，系长期借款和应付债券。2015 年末长期债务较上年末下降 94.98%，主要系 08 江铜债到期日为 2016 年 9 月，公司将其从应付债券科目转入一年内到期的非流动负债科目列报所致；2016 年随着长期借款到期转入一年内到期非流动负债科目，长期债务进一步下降。同期，公司短期债务分别为 242.58 亿元、295.69 亿元和 238.92 亿元，主要为短期借款和一年内到期的非流动负债。2014~2016 年末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 3.50 倍、85.06 倍和 104.74 倍，公司债务结构以短期债务为主，债务期限结构有待优化。截至 2017 年 3 月末，公司总债务为 243.99 亿元，长短期债务比为 118.11 倍。

图 6：2014~2017.3 公司债务结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，得益于盈余积累公司所有者权益有所提高，随着到期债务偿还，公司负债总额有所下降，目前财务杠杆适中。但中诚信证评也注意到公司债务以短期债务为主，债务期限结构有待优化。

### 盈利能力

2014~2016 年，公司营业总收入分别为 1,988.33 亿元、1,857.82 亿元和 2,023.08 亿元，其中贸易收入占比分别为 64.73%、68.70%和 70.76%。分板块看，阴极铜、铜杆线收入为公司收入的主要来源，2016 年公司阴极铜、铜杆线占营业总收入比重分别为 61.93%和 19.15%。受行业不景气影响，公司 2015 年阴极铜和铜杆线产品价格下滑较大，2015 年公司营业总收入因此出现下滑，较上年下降 6.56%。2016 年，公司阴极铜和铜杆线价格有所下降，但受益于贸易量增加，公司营业总收入同比上升 8.90%至 2,023.08 亿元。2017 年第一季度营业总收入为 446.84 亿元，公司贸易合同推迟，导致贸易业务收入比重下降至 44.14%。

毛利率方面，公司营业毛利率受铜价影响较大，2014~2016 年，公司营业毛利率分别为 3.32%、2.32%和 3.46%。其中，2014 年铜价格维持震荡下跌态势，公司营业毛利率降至 3.32%。受限于行业不景气影响，铜产品价格呈现震荡下跌的趋势，公司营业总收入占比较大的阴极铜和铜杆线的毛利率进一步下降，导致 2015 年营业毛利率进一步降至 2.32%。2016 年公司毛利率上升至 3.46%，主要是由于铜加工产品加工加价有所上升和贵金属价格上升从而带动黄金和白银产品的毛利率显著上升所致。2017 年一季度公司贸易业务收入比重下降，公司整体毛利率上升。

表 6: 公司 2014~2017.3 分板块收入及毛利率变化概况

单位: 亿元、%

业务板块	2014		2015		2016		2017.1~3	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
阴极铜	1,172.66	2.00	1,131.56	1.26	1,252.84	1.85	251.98	2.86
铜杆线	460.80	6.10	381.27	3.13	387.35	4.01	92.39	4.69
铜加工产品	51.87	0.81	30.79	1.02	35.93	6.89	17.28	7.53
黄金	73.43	4.60	61.55	6.37	69.85	16.82	16.75	14.86
白银	26.41	3.98	28.16	3.99	40.05	4.81	8.42	5.01
化工产品	13.83	23.12	13.48	20.10	7.04	8.84	1.92	9.39
稀散金属及其他有色金属	155.49	3.02	178.90	4.07	193.50	4.91	44.93	2.24
其他	22.94	4.41	24.92	4.32	29.22	13.18	13.17	10.95

资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

三费方面, 2014~2016 年, 公司三费合计金额分别为 23.88 亿元、30.76 亿元和 24.85 亿元, 占营业收入的比例分别为 1.20%、1.66% 和 1.23%。2014~2016 年, 公司管理费用分别为 18.46 亿元、20.26 亿元和 16.64 亿元, 2015 年由于公司当年新增企业年金计划, 故管理费用同比上升 9.75%, 2016 年公司管理费用同比下降 17.89% 至 16.64 亿元, 主要是营改增影响; 同期, 公司销售费用分别为 5.47 亿元、5.15 亿元和 5.69 亿元, 其中 2015 年公司销售费用较上年下降 5.79%, 主要系出口阴极铜下降, 出口费用有所下降所致。财务费用方面, 公司与银企保持良好合作关系, 并享受一定利率优惠, 这使得公司财务费用总体上保持在较低水平, 此外汇兑损益是公司财务费用波动的主要原因, 2014~2016 年公司汇兑损益分别为 -0.72 亿元、5.51 亿元和 -2.36 亿元。2017 年第一季度公司期间费用为 5.02 亿元, 三费收入占比为 1.12%。

表 7: 2014~2017.3 公司期间费用情况

单位: 亿元

	2014	2015	2016	2017.3
销售费用	5.47	5.15	5.69	1.55
管理费用	18.46	20.26	16.64	3.72
财务费用	-0.06	5.34	2.52	-0.25
三费合计	23.88	30.76	24.85	5.02
营业总收入	1,988.33	1,857.82	2,023.08	446.84
三费收入占比	1.20%	1.66%	1.23%	1.12%

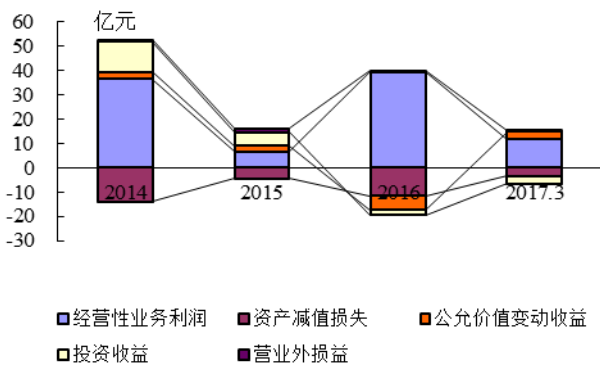
资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润、投资收益和公允价值变动收益构成。2014~2016 年, 公司

利润总额分别为 38.64 亿元、11.64 亿元和 20.34 亿元, 受经营性业务利润和投资收益的波动影响较大。由于铜价格波动, 公司经营性业务利润波动较大, 2014~2016 年分别为 36.52 亿元、6.74 亿元和 39.33 亿元。同期公司投资收益分别为 12.56 亿元、5.52 亿元和 -2.28 亿元。公司投资收益主要是处置金融资产所得以及以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产在持有期间的投资收益, 由于金融资产价格波动较大, 投资收益有较大波动; 同期公允价值变动收益分别为 2.76 亿元、2.20 亿元和 -5.83 亿元, 其中同期未指定为套期关系的衍生工具的公允价值变动损益分别为 5.41 亿元、2.76 亿元和 -3.62 亿元。2017 年一季度, 公司实现利润总额 8.60 亿元, 其中经营性业务利润 11.62 亿元, 资产减值损失 3.51 亿元, 投资收益 -3.01 亿元, 公允价值变动损益 3.27 亿元以及营业外损益 0.22 亿元。2017 年一季度公司计提坏账损失增加, 导致资产减值损失较大, 投资收益损失主要商品期货平仓亏损所致。公司应收账款坏账损失较大, 对公司利润总额造成不利影响, 中诚信证评对此将保持关注。



图 7：公司 2014~2017.3 利润总额构成分析



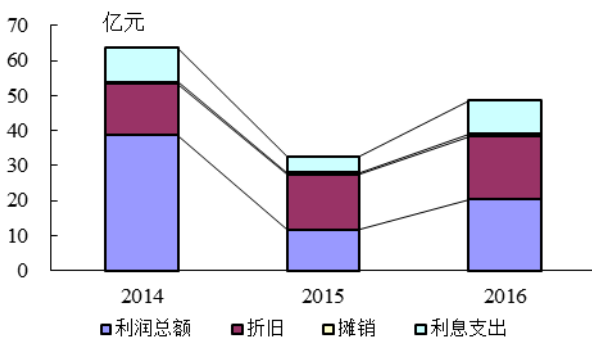
资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，有色金属行业具有较强周期性特点，公司盈利能力受行业波动影响较大，在一定程度上加大了公司未来盈利的波动性。但是考虑到公司显著的行业地位，未来随着国内矿山改、扩建项目逐步完工和海外项目启动，以及铜精炼加工产能的释放，铜加工业务营业毛利率将有所提升，未来盈利能力有望增强。

### 偿债能力

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额、利息支出和折旧构成，近年来公司利润总额有所波动，受此影响，公司 EBITDA 亦有所波动，2014~2016 年，公司 EBITDA 分别为 63.67 亿元、37.32 亿元和 48.64 亿元，利润总额分别为 38.64 亿元、11.64 亿元和 20.34 亿元，折旧分别为 14.66 亿元、15.75 亿元和 17.91 亿元，摊销分别为 0.60 亿元、0.70 亿元和 0.70 亿元，利息支出分别为 9.77 亿元、9.23 亿元和 9.69 亿元。

图 8：2014~2016 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

2014~2016 年末，公司总债务分别为 311.85 亿元、299.16 亿元和 241.20 亿元。从 EBITDA 对债务本息的保障程度看，2014~2016 年，公司总债务

/EBITDA 分别为 4.90 倍、8.02 倍和 4.96 倍；同期 EBITDA 利息保障倍数分别为 6.51 倍、4.04 倍和 5.02 倍，随着公司业绩好转，2016 年 EBITDA 对债务利息支出的保障能力有所上升。

现金流方面，2014~2016 年，公司经营活动净现金流分别为 17.35 亿元、19.02 亿元和 43.26 亿元。公司收支良好，经营性活动获现能力有所增强。2014~2016 年，公司经营活动净现金流/总债务分别为 0.06 倍、0.06 倍和 0.18 倍；同期，公司经营活动净现金流利息保障倍数分别为 1.78 倍、2.06 倍和 4.46 倍。随着公司经营活动净现金流不断增强，总债务不断降低，经营活动净现金流对本息保障能力不断增强。

表 8：2014~2017.3 公司主要偿债能力指标

	2014	2015	2016	2017.Q1
总债务 (亿元)	311.85	299.16	241.20	243.99
EBITDA (亿元)	63.67	37.32	48.64	8.35
经营活动净现金流 (亿元)	17.35	19.02	43.26	9.82
总债务/EBITDA (X)	4.90	8.02	4.96	-
EBITDA 利息保障倍数 (X)	6.51	4.04	5.02	-
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.06	0.06	0.18	0.16
经营活动净现金流/利息支出 (X)	1.78	2.06	4.46	-
资产负债率 (%)	50.67	46.71	44.13	44.92
总资本化比率 (%)	39.87	38.48	33.07	33.05

注：2017 年第一季度经营活动净现金流/总债务经过年化处理。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2017 年 3 月末，公司获得多家银行的授信总额共计人民币 754.96 亿元，其中已使用授信额度为人民币 150.32 亿元，尚可用授信额度为人民币 601.45 亿元，具有充足的融资空间。

对外担保方面，截至 2017 年 3 月末，公司对外担保总额为 12.02 亿元，占公司净资产比例为 2.46%。被担保对象为浙江富冶集团有限公司，考虑到担保金额较大，中诚信证评将对被担保企业的经营情况予以关注。

未决诉讼方面，截至 2017 年 3 月末，公司尚有一项重大未决诉讼，公司要求深圳市万棱电缆发展有限公司等六家企业支付货款 3.93 亿元，截至 2015 年 7 月 31 日的利息 0.33 亿元，以及全部诉讼

费用，由于涉诉金额相对较大，中诚信证评将对此保持密切关注。

总体来看，作为铜生产细分行业龙头，公司行业地位突出，有着丰富的铜矿能源储备，随着铜行业回暖，盈利能力有所增强。此外公司备用流动性充足，实际偿债能力极强。

## 结 论

综上，中诚信证评评定江西铜业股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“江西铜业股份有限公司面向合格投资者公开发行 2017 年公司债券（第一期）”信用等级为 **AAA**。

## 关于江西铜业股份有限公司 面向合格投资者公开发行2017年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

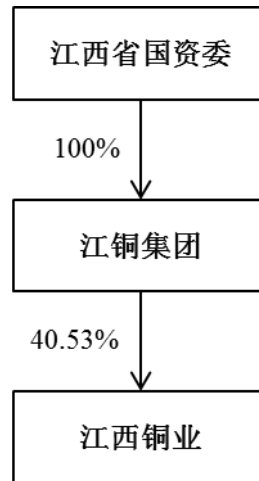
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

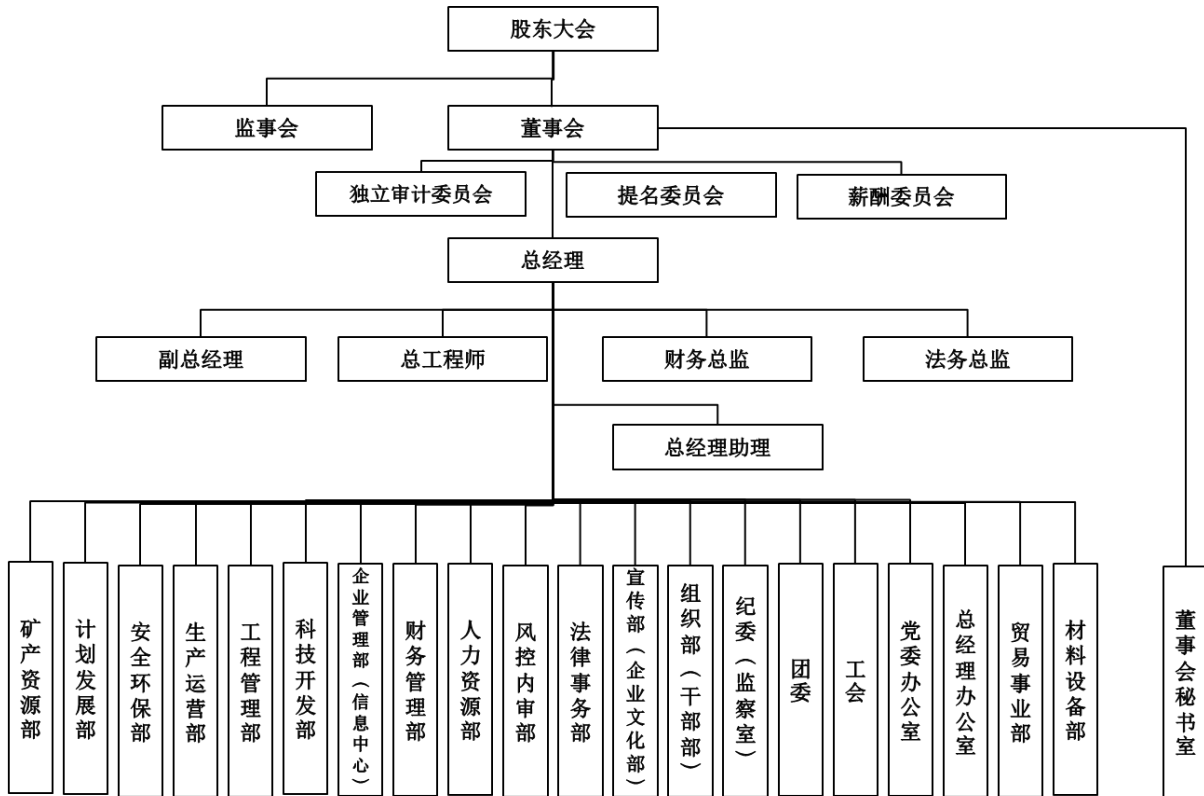
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：江西铜业股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

附二：江西铜业股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



**附三：江西铜业股份有限公司主要财务数据及财务指标**

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	2,533,886.36	2,068,050.85	1,307,866.11	1,645,887.43
应收账款净额	952,075.06	964,622.37	1,354,278.85	1,255,321.30
存货净额	1,419,021.90	1,336,885.48	1,541,238.61	1,623,512.74
流动资产	6,669,210.48	6,002,684.89	5,387,416.67	5,621,507.33
长期投资	563,098.50	655,036.22	782,871.79	752,965.36
固定资产	1,851,158.05	1,881,498.97	1,797,255.20	1,786,770.79
总资产	9,532,237.49	8,975,521.11	8,738,409.23	8,974,010.67
短期债务	2,425,793.38	2,956,850.05	2,389,172.08	2,419,439.37
长期债务	692,675.14	34,760.00	22,810.00	20,485.00
总债务	3,118,468.51	2,991,610.05	2,411,982.08	2,439,924.37
总负债	4,829,610.83	4,192,172.90	3,856,124.50	4,030,828.87
所有者权益合计	4,702,626.66	4,783,348.21	4,882,284.72	4,943,181.80
营业总收入	19,883,348.60	18,578,249.13	20,230,822.02	4,468,413.30
三费前利润	603,948.91	374,991.51	641,801.97	166,401.00
投资收益	125,640.68	55,202.77	-22,825.85	-30,057.40
净利润	284,955.63	68,475.47	94,080.49	54,305.90
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	636,709.68	373,180.73	486,393.54	-
经营活动产生现金净流量	173,544.80	190,202.33	432,599.90	98,212.45
投资活动产生现金净流量	-299,981.33	-79,495.42	-276,874.87	-75,257.60
筹资活动产生现金净流量	97,388.58	-393,799.62	-1,035,349.81	190,206.20
现金及现金等价物净增加额	-27,194.30	-268,916.74	-844,478.30	210,492.20
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	3.32	2.32	3.46	4.11
所有者权益收益率（%）	6.06	1.43	1.93	2.20
EBITDA/营业总收入（%）	3.20	1.76	2.40	-
速动比率（X）	1.30	1.15	1.03	1.02
经营活动净现金/总债务（X）	0.06	0.06	0.18	0.16
经营活动净现金/短期债务（X）	0.07	0.06	0.18	0.16
经营活动净现金/利息支出（X）	1.78	2.06	4.46	-
EBITDA 利息倍数（X）	6.51	4.04	5.02	-
总债务/EBITDA（X）	4.90	8.02	4.96	-
资产负债率（%）	50.67	46.71	44.13	44.92
总资本化比率（%）	39.87	38.48	33.07	33.05
长期资本比率（%）	12.84	0.72	0.47	0.41

注：1.所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益。

2.公司 2017 年第一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/短期债务经过年化处理。

#### 附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

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

长期债务=长期借款+应付债券

长短期债务比=短期债务/长期债务

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-手续费及佣金支出-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+利息支出+手续费及佣金支出+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））/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

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=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）

**附五：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
<b>AAA</b>	债券信用质量极高，信用风险极低
<b>AA</b>	债券信用质量很高，信用风险很低
<b>A</b>	债券信用质量较高，信用风险较低
<b>BBB</b>	债券具有中等信用质量，信用风险一般
<b>BB</b>	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
<b>B</b>	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
<b>CCC</b>	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
<b>CC</b>	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
<b>C</b>	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
<b>AAA</b>	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
<b>AA</b>	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
<b>A</b>	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
<b>BBB</b>	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
<b>BB</b>	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>B</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
<b>CCC</b>	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
<b>CC</b>	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
<b>C</b>	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**

<b>正面</b>	表示评级有上升趋势
<b>负面</b>	表示评级有下降趋势
<b>稳定</b>	表示评级大致不会改变
<b>待决</b>	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。





# 营业执照

统一社会信用代码 91310118134618359H  
证照编号 29000000201707250409

名称 中诚信证券评估有限公司

类型 有限责任公司(外商投资企业法人独资)

住所 青浦区新业路 599 号 1 幢 968 室

法定代表人 关敬如

注册资本 人民币 5000.0000 万元整

成立日期 1997 年 8 月 20 日

营业期限 1997 年 8 月 20 日 至 2027 年 8 月 19 日

经营范围 证券市场资信评级, 贷款企业资信等级评估, 企业资信评价服务, 企业形象策划, 企业咨询服务, 电子高科技产品开发经营, 附一分支。  
【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】



此附件仅供江西铜业股份有限公司公司债项目使用



登记机关



2017年 07月25 日

企业信用信息公示系统网址: <https://www.sgs.gov.cn/notice>

中华人民共和国国家工商行政管理总局监制

此附件仅供江西铜业股份有限公司公司债项目使用



# 营业执照

(副本)

统一社会信用代码 9130118134618359H

证照编号 29000000201707250410

名称 中诚信证券评估有限公司  
 类型 有限责任公司(外商投资企业法人独资)  
 住所 青浦区新业路 599 号 1 幢 968 室  
 法定代表人 关敬如  
 注册资本 人民币 5000.0000 万元整  
 成立日期 1997 年 8 月 20 日  
 营业期限 1997 年 8 月 20 日 至 2027 年 8 月 19 日  
 经营范围 证券市场资信评级、贷款企业资信等级评估, 企业资信评价服务, 企业形象策划、企业咨询服务, 电子高科技产品开发经营。【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】



此附件仅供“江西铜业股份有限公司公司债项目”使用



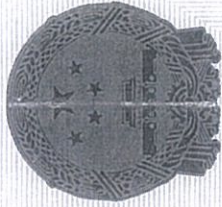
登记机关

2017 年 07 月 25 日

企业信用信息公示系统网址: <https://www.gs.gov.cn/notice>

中华人民共和国国家工商行政管理总局监制

此附件仅供“江西铜业股份有限公司公司债项目”使用



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：中诚信证券评估有限公司  
业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：关敬如

注册地址：上海市青浦区新业路99号1幢968室

编号：ZPJ001



中国证券监督管理委员会(公章)

2012年1月20日

**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



梁晓佩，证件号码:410402198604185526，于2012年12月02日参加证券投资分析考试，成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

2012123104358604



**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



梁晓佩，证件号码:410402198604185526，于2010年03月06日参加证券市场基础知识考试，成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

2010033103561801



**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



黄永, 证件号码:320683198903106039, 于2015年04月26日参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

201505311897892031



**SAC** 证券业从业人员资格考试  
成绩合格证



黄永, 证件号码:320683198903106039, 于2016年06月25日参加发布证券研究报告业务考试, 成绩合格

\*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

20160631000041715000310000

