



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪165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“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，维持贵公司本期债券信用等级AAA，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一八年五月二十五日

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）跟踪评级报告（2018）

发行主体	江西铜业股份有限公司		
发行规模	本期债券的发行规模为人民币 5 亿元		
存续期限	2017/9/21-2022/9/21		
上次评级时间	2017/9/11		
债券代码	143304.sh		
债券简称	17 江铜 01		
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	2015	2016	2017
所有者权益合计 (亿元)	478.33	488.23	499.83
总资产 (亿元)	897.55	873.84	974.69
总债务 (亿元)	299.16	241.20	308.83
营业总收入 (亿元)	1,857.82	2,023.08	2,050.47
营业毛利率 (%)	2.32	3.46	4.49
EBITDA (亿元)	37.32	48.64	53.46
所有者权益收益率 (%)	1.43	1.93	3.42
资产负债率 (%)	46.71	44.13	48.72
总债务/EBITDA (X)	8.02	4.96	5.78
EBITDA 利息倍数 (X)	4.04	5.02	7.81

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。

分析师

侯一甲 yjhou@ccxr.com.cn

黄永 condor@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年5月25日

基本观点

2017年，有色行业回暖，江西铜业股份有限公司（以下简称“江西铜业”或“公司”）资源储备丰富，随着产能提升，行业地位进一步凸显，此外融资渠道通畅，保持极强的业务竞争实力及偿债能力；同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到有色金属价格波动风险以及全球冶炼产能增加，行业竞争加剧等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持江西铜业主体信用等级为 AAA，评级展望稳定；维持“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。

正面

- 资源储备丰富。截至 2017 年末，公司 100% 所有权的已查明资源储量约为铜金属 998.9 万吨，黄金 296.5 吨，银 9,774 吨，钼 20.9 万吨以及硫 9,676 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。
- 产能提升，行业地位进一步凸显。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，随着产能扩张，公司现有阴极铜产能超过 136 万吨/年，同比增长 14.17%，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 113 万吨，同比增长 2.09%。
- 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 2018 年 3 月末，公司获得多家银行的授信总额共计人民币 944.33 亿元，其中尚未使用授信额度为人民币 709.27 亿元，具有充足的融资空间。



关 注

- 有色金属价格波动风险。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，在一定程度上加大了公司盈利的波动性。近年来有色金属价格上涨，盈利能力不断增强，但若未来有色金属价格下降，公司盈利能力将面临较大下降风险。
- 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。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、除因本次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）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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。

募集资金使用情况

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）于 2017 年 9 月 21 日完成发行，实际发行规模 5 亿元，期限 5 年。截至 2017 年末，债券募集资金扣除承销费后，公司按照募集说明书上列明用途，已使用完毕。

行业关注

2017 年铜价有所上升，行业有所回暖。中国是铜生产主要国家，铜矿自给率依然不足，铜矿进口量有所增长。随着国家限制废七类铜进口量，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。

根据美国地质调查局统计数据，世界铜矿资源主要分布在北美洲和拉丁美洲，截至 2017 年末，全球可开采铜资源储量为 7.90 亿吨，其中智利可开采铜资源储量最多，占比达 21.52%，中国可开采铜资源储量为 2,700 万吨，占比为 3.42%。

供应方面，根据美国地质勘探局统计数据，2017 年全球铜矿产量为 1,970 万吨，同比增加 1.55%；中国铜矿产量为 186 万吨，同比增加 6.90%。2017 年全球精炼铜产量为 2,353.30 万吨，同比增加 0.82%；中国精炼铜产量为 888.90 万吨，同比增加 5.18%。

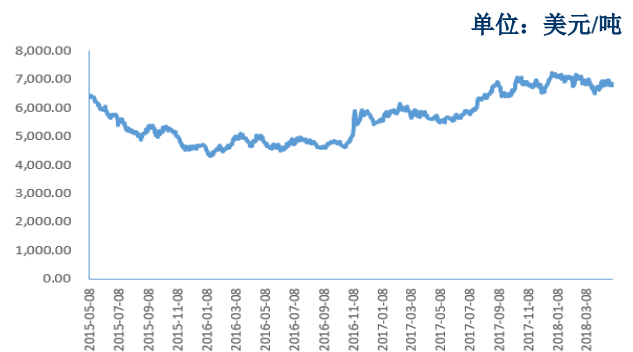
根据美国地质调查局、《中国有色金属工业年鉴》的统计数据，近年来，中国精炼铜产量远高于中国铜矿产量，且缺口逐年扩大，其中 2017 年中国精炼铜产量 888.90 万吨，远高于同期中国铜矿产量 186.00 万吨，这是由于铜精矿产出地集中，主要在智利、秘鲁等南美地区，具有一定的垄断性，我国铜矿资源较匮乏，矿石品位相对较低，铜矿自给率严重不足。随着铜需求增加，铜矿进口量有所增长，2017 年中国铜矿砂及其精矿进口量为 1,733.34 万吨，同比增加 1.65%。近年来大量铜资源要从国外进口，包括铜精矿、废铜、精铜和未锻造的铜及铜材，并且国内铜资源总量已经十分有限，未来国内铜精矿的对外依赖程度还会进一步的提高。

我国精炼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。2017 年精炼铜进口数量为 324.30 万吨，同比下降 10.64%，由于精炼铜进口业务持续亏损，导致进口量大幅下滑。

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。2017 年初，全球出现多起铜矿供应中断事件，市场供需紧缩令铜价走势拉升。2017 年 3 月份开始，美元指数走强，以及全球铜矿复产，铜价弱势下跌为主。2017 年 7 月，受废七类铜禁止进口消息影响，市场对供应紧缺的担忧升温，铜价开始上升。2017 年 12 月美联储加息事件，铜价偏弱震荡，出现一定幅度回调。

图 1：LME 铜现货价格走势



资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

政策方面，2017 年 7 月 18 日，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，要进口此类废料需要获得相关批文。2018 年 1 月 31 日，环保部公示了 2018 年第 5 批倡议核准的限定入口类申请明细表，此次审定废七类铜进口量合计 3,470 吨，同比下降 93.57%。此次限制废七类铜进口量，将减少 2018 年废铜进口量，对应缺口将一定程度刺激铜精矿、精炼铜等价格上升。

总体看来，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。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。

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。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，2017年有色金属制造业务¹实现业务收入 820.20 亿元，同比增长 39.16%；同期贸易业务实现业务收入 1,223.35 亿元，同比下降 14.23%。

目前公司主要收入和利润来源为阴极铜和铜杆线等产品。2017 年公司实现营业总收入 2,050.47 亿元，同比增长 1.35%。得益于有色金属制造业务发展良好，2017 年公司营业总收入有所上升。

表 1：公司按产品分类的主营业务收入情况

单位：亿元

类别	2015	2016	2017
阴极铜	1,131.56	1,252.84	1,214.63
铜杆线	381.27	387.35	454.64
铜加工产品	30.79	35.93	52.69
黄金	61.55	69.85	72.28
白银	28.16	40.05	29.54
化工产品	13.48	7.04	11.86
稀散金属及其他有色金属	178.90	193.50	177.57
其他	24.92	29.22	37.27
合计	1,850.64	2,015.78	2,050.47

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从收入构成来看，阴极铜和铜杆线是公司主要的收入来源，2017 年阴极铜实现营业收入 1,214.63 亿元，同比减少 3.05%，占营业总收入比重为 59.24%，同比减少 2.91 个百分点；同期铜杆线实现营业收入 454.64 亿元，同比增加 17.37%，占营业总收入比重为 22.17%，同比增加 2.95 个百分点。

资源储备

截至 2017 年末，公司 100% 所有权的已查明资源储量约为铜金属 998.9 万吨，同比增长 1.62%；黄金 296.5 吨，同比减少 6.76%；银 9,774 吨，同比增长 7.80%；硫 9,676 万吨，同比减少 0.74%；公司联合其他公司所控制的资源按公司所占权益计算

¹ 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。

的金属资源储量约为铜 443 万吨以及黄金 52.00 吨，与上年持平。随着在建工程推进，公司铜和银金属储备有所增加，其他矿产因开采，储量有所下降。

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。2017 年公司原材料定价方式、采购方式与结算模式等与 2016 年保持一致。

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。2017 年，公司前五大供应商采购金额为 223.08 亿元，占采购总额比率为 11.39%，采购集中度较低。

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 2017 年末，公司铜精矿年产能为 20.89 万吨，同比增加 4.45%，随着在建工程推进，公司产能有所提升。2017 年铜精矿产量为 20.96 万吨，同比减

少 0.14%。公司产量较为稳定，具有较好的规模优势。

表 2：2015~2017 年公司主要产品产量情况

单位：万吨

主要产品	2015		2016		2017	
	产能	产量	产能	产量	产能	产量
铜精矿	20.00	20.93	20.00	20.99	20.89	20.96
阴极铜	118.00	125.85	118.00	121.05	136.30	137.42
铜加工产品	111.50	97.00	112.50	95.27	113.83	113.57

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，2017 年公司阴极铜产量进一步提升，截至 2017 年末阴极铜年产能为 136.30 万吨，同比增加 15.25%，同期阴极铜产量为 137.42 万吨，同比增加 13.52%。

在铜加工方面，2017 年铜加工产品产能为 113.83 万吨，同比增加 2.09%；同期产量为 113.57 万吨，同比增加 19.21%。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。

其他产品方面，2017 年公司生产黄金 25.58 吨，同比减少 3.22%；白银 483.50 吨，同比减少 33.74%；硫酸 363.74 万吨，同比减少 3.15%。公司下属 2 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 3：2015~2017 年公司黄金等产品产量情况

	2015	2016	2017
黄金（吨）	26.12	26.43	25.58
白银（吨）	570.82	507.35	483.50
硫酸（万吨）	307.80	350.13	363.74

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。2017 年公司有 6 座大型废水处理站竣工，截至 2017 年末公司建成大型废水处理站 16 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 94.90%，其中冶炼工业水复用率达 97.85% 以上，与上年基本持平；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。2017 年德兴铜矿、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；同期公司未发生在重大、特别重大生产安全责任事故，不存在因发生重大、特别重大生产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。2017 年公司实现阴极铜销量 135.26

万吨，同比增加 12.42%。2017 年公司前五大客户销售金额为 209.55 亿元，占年度销售总额比率为 10.22%，销售集中度一般。

表 4：2015~2017 年公司主要产品销售情况

产品	2015	2016	2017
阴极铜（万吨）	127.54	120.32	135.26
铜杆线（万吨）	81.63	81.51	92.55
黄金（吨）	25.89	25.71	26.25
白银（吨）	569.84	507.49	504.16
硫酸（万吨）	307.73	357.58	374.21

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。2017 年公司铜杆线销量为 92.55 万吨，同比增加 13.54%。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。2017 年，公司铜杆线实现收入 454.64 亿元，同比增加 17.37%，受铜价格上升以及需求上升影响，公司铜杆线收入有所上升。

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。2017 年公司实现黄金销售 26.25 吨，同比上升 2.10%。

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。2017 年公司实现白银销量 504.16 吨，同比下降 0.66%。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。2017 年公司实现硫酸销量 374.21 万吨，同比上升 4.65%。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。

在建工程方面，公司在建工程主要为德兴铜矿 5 号尾矿库工程、城门山三期前期制作费以及德兴铜矿扩大采选生产规模技术改造工程等。公司工程预期投资金额为 158.75 亿元，截至 2017 年末已经投资 32.65 亿元，资金缺口较大，公司面临一定投资压力。

整体看，公司矿产储量充足，随着在建工程推进，产能有所增加。受益于有色行业景气提升，公

司主要产品产量和销售提升，业绩有较大增长，但公司在建工程规模较大，面临一定投资压力。

财务分析

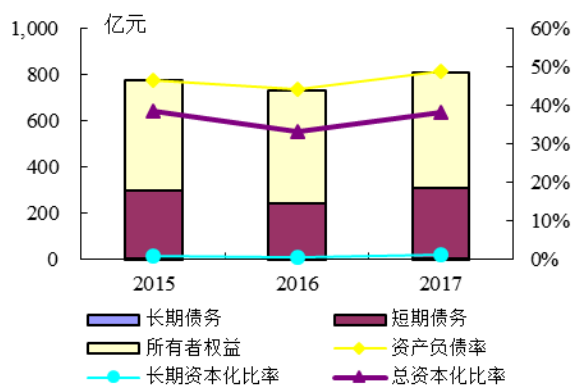
以下分析基于公司提供的经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年度审计报告。公司财务报表均按照新会计准则编制。

资本结构

2017 年随着公司业务扩展，融资需求上升，总负债及总资产规模有所增长。截至 2017 年末，公司总资产为 974.69 亿元，同比增长 11.54%。同期末，负债总额为 474.85 亿元，同比增长 23.14%；得益于留存收益积累，公司所有者权益随之增加，截至 2017 年末，所有者权益为 499.83 亿元，同比增长 2.38%。

财务杠杆比率方面，截至 2017 年末，公司资产负债率为 48.72%，同比增长 4.59 个百分点；同期末总资本化比率为 38.19%，同比增长 5.12 个百分点，虽然公司财务杠杆有所增长，但财务杠杆依然处于较合理水平。

图 2：2015~2017 年公司资本结构分析



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，截至 2017 年末，公司流动资产为 631.71 亿元，同比增长 15.98%，占总资产的比重为 64.81%，同比增长 3.16 个百分点。公司流动资产主要由存货、货币资金和应收账款构成，截至 2017 年末，上述三项在流动资产中占比分别为 31.66%、30.08% 和 18.73%。截至 2017 年末，公司存货为 199.97 亿元，同比增长 29.75%，公司主要产品为阴极铜以及铜加

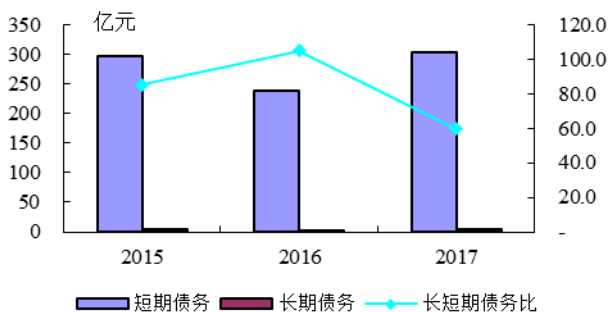
工产品等，由于铜价波动较大，存货面临一定的跌价风险。公司货币资金为 190.03 亿元，同比增加 25.46%，其中所有权受到限制的货币资金为 86.40 亿元。公司应收账款为 118.32 亿元，同比下降 12.63%，1 年以内金额为 68.89 亿元。公司对于回收有风险的应收账款已计提坏账准备，2017 年计提坏账准备金额为 18.62 亿元，坏账准备年末余额为人民币 37.87 亿元。2017 年末余额前五名应收账款金额为 29.33 亿元，占应收账款总额的比重为 21.90%，计提坏账准备 18.30 亿元。2017 年公司应收账款周转率下降至 17.45，应收账款周转速度及管理效率有所下降，但依然处于良好水平。公司对计提坏账减值准备的应收账款大部分已进行资产保全，此外公司正在加强应收账款管理，未来面对进一步坏账损失风险较小。公司非流动资产主要由固定资产、可供出售金融资产和在建工程构成。截至 2017 年末，公司固定资产为 187.15 亿元，同比增长 4.99%，主要系在建工程转入所致。公司可供出售金融资产为 43.37 亿元，同比下降 10.06%，主要是由于可供出售债务工具到期兑付。公司在建工程为 38.69 亿元，同比增长 11.27%，主要是德兴铜矿 5 号尾矿库工程推进所致。

从负债结构看，公司以流动负债为主，截至 2017 年末，公司流动负债为 459.31 亿元，同比增长 23.01%，占负债总额的 96.73%，同比下降 0.10 个百分点。公司流动负债主要由短期借款、应付账款和交易性金融负债组成，截至 2017 年末分别占流动负债的 51.43%、14.91% 和 11.94%。同期末，短期借款为 236.24 亿元，同比增加 58.89%，主要系保证借款、信用借款和质押借款。公司应付账款为 68.48 亿元，同比增长 11.16%，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。公司交易性金融负债为 54.85 亿元，同比增长 69.86%，主要是公允价值计量的黄金租赁形成的负债。截至 2017 年末，公司非流动负债为 15.55 亿元，同比增长 2.35%，占负债总额的 3.27%，同比增长 0.10 个百分点。公司非流动负债主要由递延收益和应付债券构成。截至 2017 年末，公司递延收益为 5.69 亿元，同比减少 3.94%；公司应付债券

5.00 亿元，为 2017 年新发行的公司债。

债务期限结构方面，截至 2017 年末，公司总债务为 308.83 亿元，其中长期债务为 5.09 亿元，同比增长 123.04%，系长期借款和应付债券。2017 年公司成功发行公司债券，长期债务有所增加。同期末，公司短期债务为 303.74 亿元，同比增加 27.13%，主要为短期借款和一年内到期的非流动负债。截至 2017 年末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 59.70 倍，同比下降 45.04 倍，但债务结构依然以短期债务为主，债务期限结构有待进一步优化。

图 3：2015~2017 年公司债务结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

表 5：公司 2015~2017 年分板块收入及毛利率概况

业务板块	2015		2016		2017	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
阴极铜	1,131.56	1.26	1,252.84	1.85	1,214.63	4.77
铜杆线	381.27	3.13	387.35	4.01	454.64	2.74
贵金属（黄金及白银）	89.71	5.62	109.90	12.44	101.82	9.01
铜加工产品	30.79	1.02	35.93	6.89	52.69	8.11
化工产品	13.48	20.10	7.04	8.84	11.86	-11.87
稀散及其他有色金属	178.90	4.07	193.50	4.91	177.57	3.34

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

三费方面，2017 年，公司三费合计金额为 26.69 亿元，同比增加 7.39%，占营业收入的比例为 1.30%，同比增加 0.07 个百分点。2017 年，公司管理费用为 16.74 亿元，同比增加 0.60%，主要是固定资产折旧增加所致；公司销售费用为 5.33 亿元，同比下降 6.25%，主要是运费及仓储费降低所致；公司财务费用为 4.61 亿元，同比增长 83.19%，主要是短期借款以及汇兑损益等增加所致。

表 6：2015~2017 年公司期间费用情况

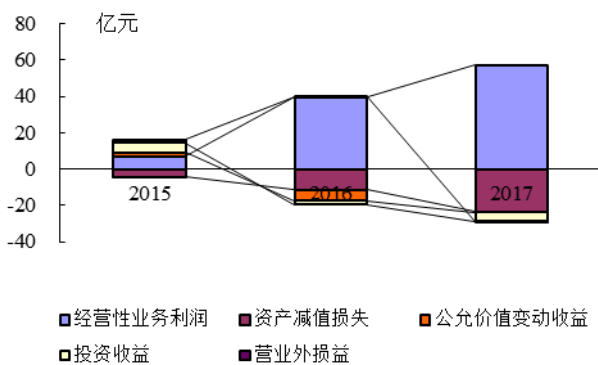
	单位：亿元		
	2015	2016	2017
销售费用	5.15	5.69	5.33
管理费用	20.26	16.64	16.74
财务费用	5.34	2.52	4.61
三费合计	30.76	24.85	26.69
营业总收入	1,857.82	2,023.08	2,050.47
三费收入占比	1.66%	1.23%	1.30%

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。2017年，公司利润总额为28.57亿元，同比增长40.51%。其中经营性业务利润为57.28亿元，同比增加45.64%，主要是铜产品价格以及销量上升所致。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，2017年投资收益为-4.90亿元，亏损较上年增加2.62亿元；公允价值变动收益为-0.47亿元，亏损较上年减少5.35亿元，其中未指定为套期关系的衍生工具的公允价值变动损益为-1.22亿元。此外资产减值损失对利润总额造成较大侵蚀，2017年，资产减值损失为23.36亿元，较上年增加11.83亿元。

图4：公司2015~2017年利润总额构成分析



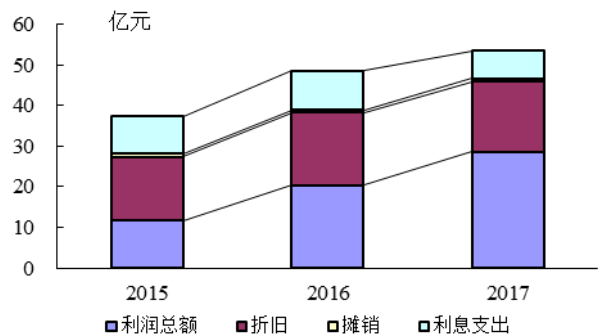
资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，2017年公司凭借显著的行业地位，随着国内矿山改、扩建项目逐步完工，以及有色金属价格上升，盈利能力增强，具有较好的发展前景。但应关注到公司应收账款规模较大，降低资金使用效率，且面临一定的资产减值损失风险。

偿债能力

EBITDA 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，2017 年公司 EBITDA 为 53.46 亿元，同比增长 9.92%，其中利润总额为 28.57 亿元，同比增长 40.51%，折旧为 17.24 亿元，同比下降 3.73%，摊销为 0.81 亿元，同比增长 14.67%，利息支出为 6.84 亿元，同比下降 29.39%。

图5：2015~2017年公司EBITDA构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

截至2017年末，公司总债务为308.83亿元，同比增长28.04%。从EBITDA对债务本息的保障程度看，2017年，公司总债务/EBITDA为5.78倍，同比下降0.82倍；同期EBITDA利息保障倍数为7.81倍，同比增加2.79倍，公司经营业绩良好，财务杠杆适中，EBITDA对债务本息保障处于良好水平。

现金流方面，2017年，公司经营活动净现金流为32.59亿元，同比下降24.66%，但经营性活动获现能力依然较强。2017年，公司经营活动净现金流/总债务为0.11倍，同比下降0.07倍；同期，经营活动净现金流/利息支出为4.76倍，同比上升0.30倍，经营活动净现金对债务本息保障能力依然处于很好水平。

表7：2015~2017年公司主要偿债能力指标

	2015	2016	2017
总债务(亿元)	299.16	241.20	308.83
EBITDA(亿元)	37.32	48.64	53.46
经营活动净现金流(亿元)	19.02	43.26	32.59
总债务/EBITDA(X)	8.02	4.96	5.78
EBITDA利息保障倍数(X)	4.04	5.02	7.81
经营活动净现金流/总债务(X)	0.06	0.18	0.11
经营活动净现金流/利息支出(X)	2.06	4.46	4.76
资产负债率(%)	46.71	44.13	48.72
总资本化比率(%)	38.48	33.07	38.19

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至2018年3月末，公司获得多家银行的授信总额共计人民币944.33亿元，其中已使用授信额度为人民币235.06亿元，可用授信额度为人民币709.27亿元，具有充足的融资空间。

对外担保方面，截至2017年末，公司对外担

保余额为 12.38 亿元，占公司净资产比例为 2.48%。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，对被担保企业的经营情况应予以关注。

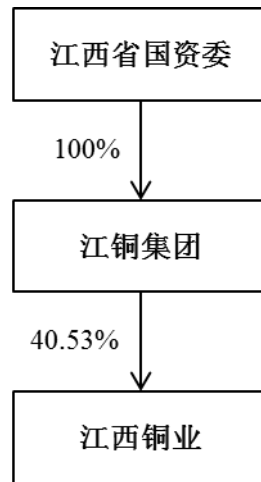
未决诉讼方面，截至 2017 年末，公司尚有一项重大未决诉讼，公司要求深圳市万棱电缆发展有限公司等六家企业支付货款 3.93 亿元，截至 2015 年 7 月 31 日的利息 0.33 亿元，以及全部诉讼费用，由于涉诉金额相对较大，对此应保持关注。

总体来看，作为铜生产细分行业龙头，公司行业地位突出，有着丰富的铜矿资源储备，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

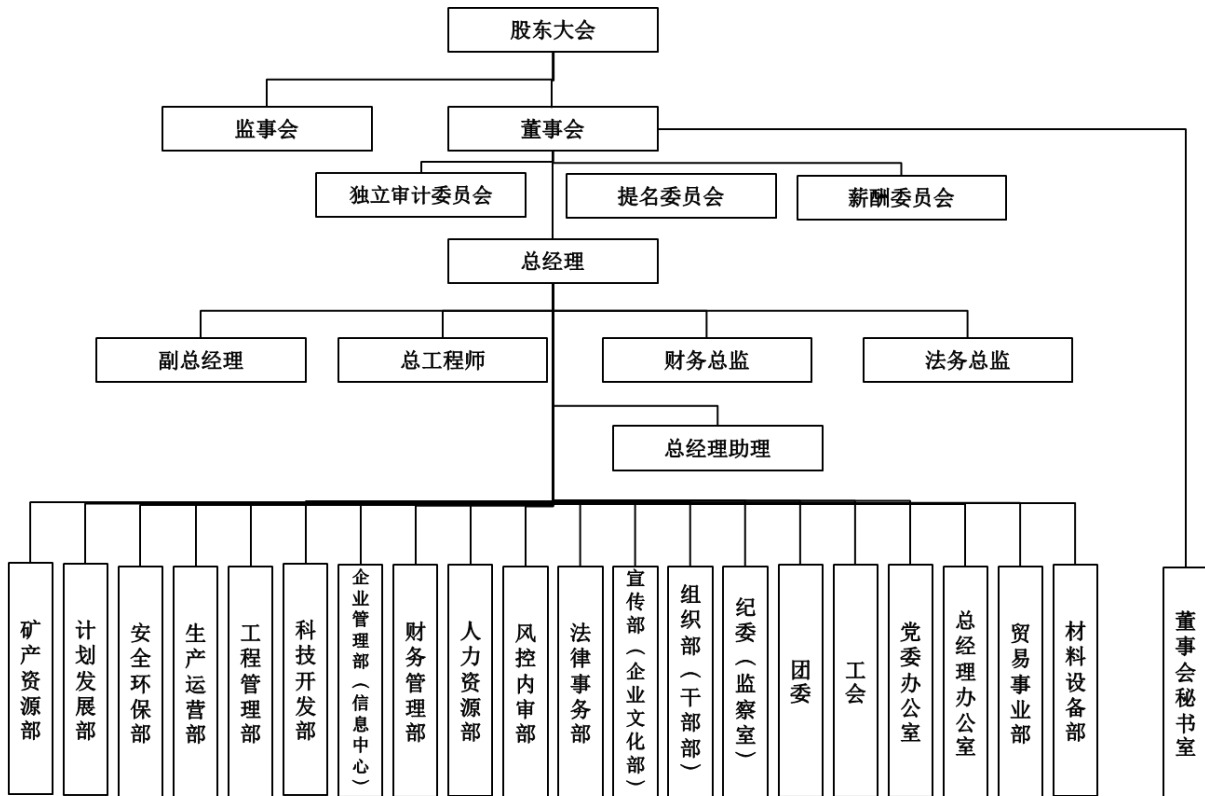
综上，中诚信证评维持江西铜业股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望稳定，维持“江西铜业股份有限公司面向合格投资者公开发行 2017 年公司债券（第一期）”信用等级为 **AAA**。

附一：江西铜业股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：江西铜业股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

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）	2015	2016	2017
货币资金	2,068,050.85	1,307,866.11	1,900,303.81
应收账款净额	964,622.37	1,354,278.85	1,183,196.31
存货净额	1,336,885.48	1,541,238.61	1,999,718.70
流动资产	6,002,684.89	5,387,416.67	6,317,080.81
长期投资	655,036.22	782,871.79	751,445.38
固定资产	1,881,498.97	1,797,255.20	1,871,476.39
总资产	8,975,521.11	8,738,409.23	9,746,865.52
短期债务	2,956,850.05	2,389,172.08	3,037,376.21
长期债务	34,760.00	22,810.00	50,875.00
总债务	2,991,610.05	2,411,982.08	3,088,251.21
总负债	4,192,172.90	3,856,124.50	4,748,542.54
所有者权益合计	4,783,348.21	4,882,284.72	4,998,322.99
营业总收入	18,578,249.13	20,230,822.02	20,504,685.48
三费前利润	374,991.51	641,801.97	839,683.54
投资收益	55,202.77	-22,825.85	-48,983.15
净利润	68,475.47	94,080.49	171,173.09
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	373,180.73	486,393.54	534,633.14
经营活动产生现金净流量	190,202.33	432,599.90	325,924.31
投资活动产生现金净流量	-79,495.42	-276,874.87	-214,107.60
筹资活动产生现金净流量	-393,799.62	-1,035,349.81	155,851.04
现金及现金等价物净增加额	-268,916.74	-844,478.30	208,793.52
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率（%）	2.32	3.46	4.49
所有者权益收益率（%）	1.43	1.93	3.42
EBITDA/营业总收入（%）	1.76	2.40	2.61
速动比率（X）	1.15	1.03	0.94
经营活动净现金/总债务（X）	0.06	0.18	0.11
经营活动净现金/短期债务（X）	0.06	0.18	0.11
经营活动净现金/利息支出（X）	2.06	4.46	4.76
EBITDA 利息倍数（X）	4.04	5.02	7.81
总债务/EBITDA（X）	8.02	4.96	5.78
资产负债率（%）	46.71	44.13	48.72
总资本化比率（%）	38.48	33.07	38.19
长期资本比率（%）	0.72	0.47	1.01

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。

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 + 长期应付款

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

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 / 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
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。